

# 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 — \*

## *Proposition of the Optimal Dividend Policy based upon Optimal Capital Structure from the Viewpoint of Balance Sheet Management and Accountability*

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)  
*Ryohei Yanagi, Eisai Co., Ltd./Waseda University Graduate School*

2011年5月29日受付；2011年8月12日受理

### 要 約

本稿では、企業価値最大化の為に配当政策とディスクロージャーの在り方につき、先行研究、市場の実勢、投資家サーベイや個別ヒアリング、事業会社の開示事例などに基づき考察する。わが国においては配当のシグナリング効果が明確であり、企業も投資家も安定配当志向が強く、いわば配当や配当性向は聖域になっている。しかし、日米企業を比較すると、平均配当性向には大差はないが、日本企業の平均ROEは米国企業の約半分の水準である。日本企業には見落されがちであるが、本来、投資家にとっては、価値創造の観点から配当性向よりもROEが重要である。すなわち、フリーキャッシュフロー仮説に基づくエージェンシーコストを低減して、最適資本構成を目指すことが株主価値最大化の要諦である。そこから「最適現金保有レベル」と「最適配当金額」を戦略的に決定すべきなのである。知見の高い投資家はそれを望んでおり、コーポレート・ガバナンスの劣後する企業の保有現金は企業価値評価においてディスカウントされることが実証されている。今後はバランスシート・マネジメントからの配当政策を検討して、ディスクロージャーにおいて説明責任を果たすことが求められる。

### Summary

This Paper aims to envision the optimal dividend policy and its disclosure in order to maximize corporate value based upon empirical researches, investor survey and interview, examples of corporate disclosure to that effect. In Japan, signaling effects of dividend have been significantly observed. Given that, investors as well as corporate entities have compelling propensity to stable dividend policy as a 'sanctuary'. However, compared with US, despite the same level of dividend payout ratio, the average ROE in Japan has been almost half of that in US. Fundamentally ROE comes before dividend payout ratio to investors from the viewpoint of value creation albeit often overlooked in Japan. It is critical in maximization of shareholder value that the optimal capital structure be sought after while reducing agency cost on free cash flow hypothesis. Hence 'optimal cash-holding level' and 'optimal dividend amount' should be strategically determined. With sophisticated investors mandating the dividend policy to that effect, it is proved by empirical researches that cash-holdings by the companies without proper corporate governance are discounted in valuation. Going forward, it is imperative that corporate entities hammer out the optimal dividend policy based upon balance sheet governance and fulfill the accountability in the disclosure thereof.

\* 本稿は日本ディスクロージャー研究会第3回研究大会「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」統一論題報告第3報告および統一論題討論（2011年5月22日 於：法政大学）における筆者による報告と討論をベースにしている。報告当日において音川和久氏（神戸大学）、石川博行氏（大阪市立大学）、加賀谷哲之氏（一橋大学）、坂上学氏（法政大学）から有益なコメントを頂戴した。ここに謝意を表す。

## 1. はじめに

「配当はパズル (Black 1976)」と言われる。MM 配当無関連命題 (Miller and Modigliani (1961)) によれば、完全市場の前提では配当は企業価値の総和に影響を及ぼさないが、現実の市場では、配当政策とそのディスクロージャーは様々な形で企業価値に影響を及ぼしている。その趣旨でシグナリング仮説、フリーキャッシュフロー仮説、ケータリング仮説、ライフサイクル仮説、ベッキングオーダー仮説等様々な学説が存在する。本稿では、わが国における企業価値評価に影響の大きいシグナリング仮説とフリーキャッシュフロー仮説にフォーカスして、グローバルな投資家サーベイの結果も勘案しつつ、最適な配当政策を考察する。

## 2. 配当シグナリング仮説と「安定配当の呪縛」

石川 (2010) が実証するように、日本では配当は「聖域」であり、欧米と比べて株価との相関が高く、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<sup>1)</sup>。したがって、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は根強い。井手 (2005) によれば、戦後の日本経済の成長過程では銀行主導で持合いが広まり、その結果、株式は「確定利付債券」のように、配当は「固定金利」のように扱われてきた歴史もある。

生命保険協会の調査 (生保協会 2011) によれば、74%の日本企業が「安定配当」志向であり、減益でも大半が配当維持するとしている。一方、国内機関投資家の配当重視も根強く、その37%は「安定配当」を業績連動よりも支持している。さらに、40%の企業は配当政策の指標として「配当性向」

を採択し、投資家の77%が「配当性向」を支持、生保協会も配当性向30%を要請している<sup>2)</sup>。また、花枝・芹田 (2008) は、日本企業の84%が減配しないことが重要であると考えていることを示している (米国においても、Brav et al. (2004) は「有配企業」は安定配当志向が強いことを示唆)。

上記は配当の corroboration 効果を裏付けるが、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といった「安定配当の呪縛」に陥り、必ずしも企業価値の最大化に繋がらないケースもあろう。

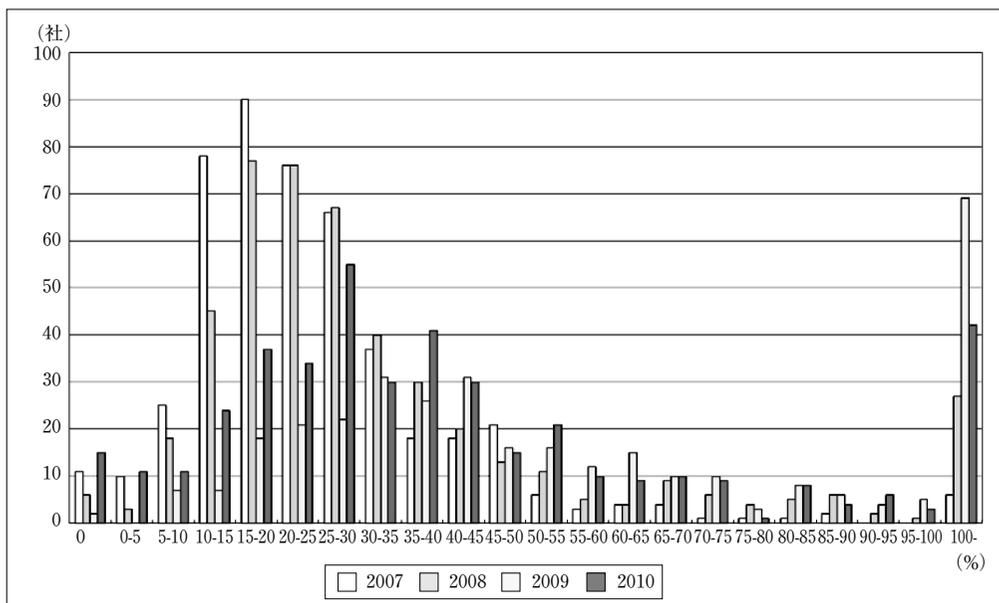
## 3. ROEの重要性とDOE (純資産配当率) による考察

配当性向に関しては、平成21年度米国平均38%、日本平均34%と、概ね30%台で同一あり、米国に追いついたといわれる (生保協会2011)。しかしながら、日米の配当性向の分布を分析してみると、「同一レベルの平均配当性向でも個別内容が対照的」であることがわかる。図1に日本企業の配当性向の分布を示したが、横並び意識からライフサイクル仮説も成り立たず、20-30%のレンジに集中していることがわかる。

一方、図2の米国企業の配当性向の分布では、ばらつきが大きく、最多は無配の企業である。ライフサイクル仮説が成り立ち、成長企業は無配を選択しているようである。

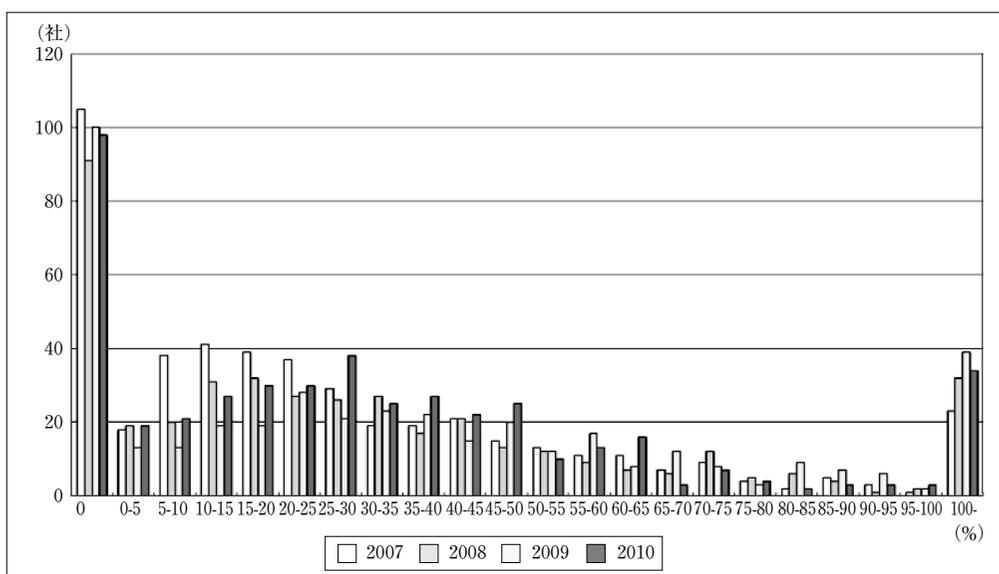
この「配当性向のマジック」は企業価値創造で大きな意味を持つ。平均配当性向で米国に追いついても、日本企業の配当政策に投資家の不満が根強いのは、ROEの低さや過剰現金保有、低PBR等に起因する蓋然性が高い。配当性向よりもROEのほうが株主価値との相関は強く<sup>3)</sup>、資本コストの意識とROE重視の姿勢が求められる。

図1 日本の配当性向の分布（TOPIX500）



みずほ証券の協力を得て筆者作成

図2 米国の配当性向の分布（S&P500）



みずほ証券の協力を得て筆者作成

例えば、バリュエーションとしてのPBRを分解して国際比較をしてみると表1のようになる<sup>4)</sup>。

PBRはPERとROEの積であり、日本株の低調、あるいは株価の解散価値割れ評価の一因は低位

表 1

	PBR (倍)	PER (倍)	ROE
日経平均	1.2	16	7.5%
米国ダウ	2.9	15	19.3%
英国FTSE	1.9	13	14.6%
ドイツDAX	1.7	14	12.1%

ROEにあることは明白である。日本企業のROEのレベルは先進国で最下位レベルであり、PERは「資本コストとEPS永久成長率の差」の逆数であり、資本コストはCAPM(Capital Asset Pricing Model)によればリスクフリーレートを包含しており、EPS成長率と(国債金利、インフレ率、GDP成長率との連関から)一部相殺しあう関係にあり、先進国では概ね同一レベルに収斂される<sup>5)</sup>ので、PBRの差異はROEの違いに帰結する傾向にある。

そこで、ROEの論点もミックスした株主還元指標として、DOEに注目したい<sup>6)</sup>。DOEはROEと配当性向の積に分解できるハイブリッドポリシーである。つまり、ROEを高めてキャピタルゲインで株主に報い、配当性向を高めてインカムゲインで株主に報いるという2つの価値創造を企図している。

DOEはハイブリッドゆえに、ライフサイクル仮説とも整合できる。成長企業は投資を優先して高い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。逆に成熟企業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。つまり、成熟企業は積極配当で還元し、成長企業は配当を抑制してでも成長機会に積極投資すればよいので、配当のマクロ経済効果の1つである資金再分配の効率化とも整合する。しかしながら、株主価値では、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。負債金利支払とは異なる資本コストとい

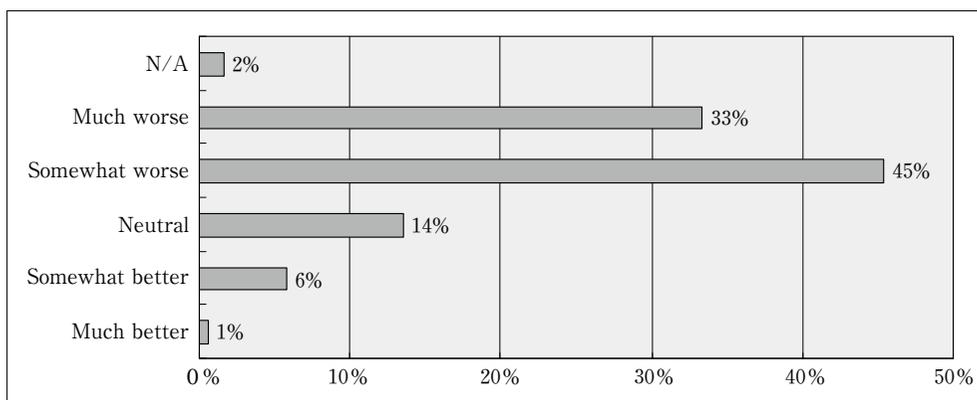
うファイナンス理論上の「概念」と配当金支払いという「現実の現金」の混同ではあるが、DOEを応用して株主資本コスト以上を現金配当で投資家に還元できれば有効な株主還元ポリシーになる可能性がある。実際に資本コストを上回る現金配当を維持する趣旨でDOEの目標設定を行っているエーザイの配当政策(目標DOE 8%以上)は投資家からの評価が高い。日本企業の平均DOEは2%レベルで、米国平均の5%レベルから乖離している(生保協会 2011)ので投資家から説明責任が問われている。

#### 4. フリーキャッシュフロー仮説と投資家の「ボイス」

資本効率の観点から価値最大化を図る配当政策では、安定配当よりもJensen(1986)の主張するフリーキャッシュフロー仮説に基づくエージェンシーコストの削減と最適資本構成が重要である。その根拠は、UBS証券の協力を得て筆者が取り纏めた世界約200社の主要機関投資家サーベイが示唆している<sup>7)</sup>。図3に「欧米と比べて日本企業の配当政策はどうか」という設問に対する回答を示しているが、日米平均配当性向に顕著な差異が見られないにもかかわらず、78%の投資家が不満を表明している。

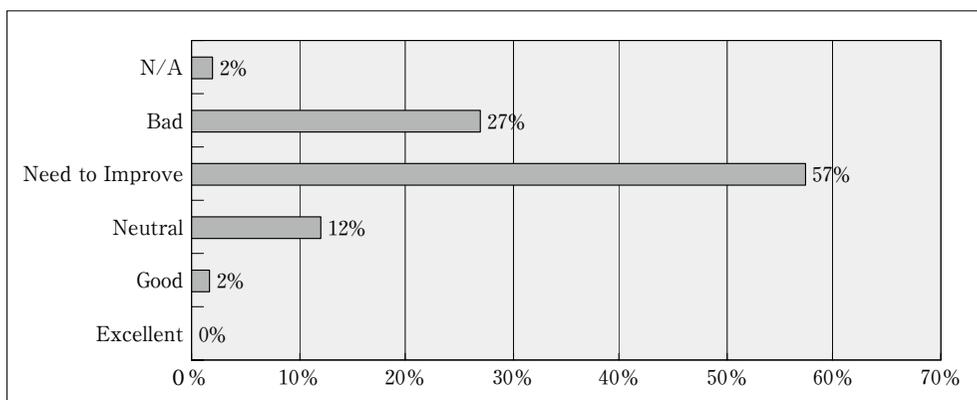
エージェンシーコストの背景を確認するために、図表4に「欧米と比べて日本企業のコーポレート・ガバナンスはどうか」という設問への回答

図3 How about Dividend Policy of Japanese Companies Compared with US and EU?  
 (欧米と比べて日本企業の配当政策はどうか)



UBS証券の協力を得て筆者作成

図4 How about Corporate Governance of Japanese Companies?  
 (欧米と比べて日本企業のコーポレート・ガバナンスはどうか)



UBS証券の協力を得て筆者作成

を示した。84%の投資家が要改善であるとしている。なお、後述するACGA（2008）では世界の有力投資家の意見として、「株主重視の連関で、配当政策とガバナンスは表裏一体の関係にあり、日本企業はそれらを総合的に改善することが必要である」としている。

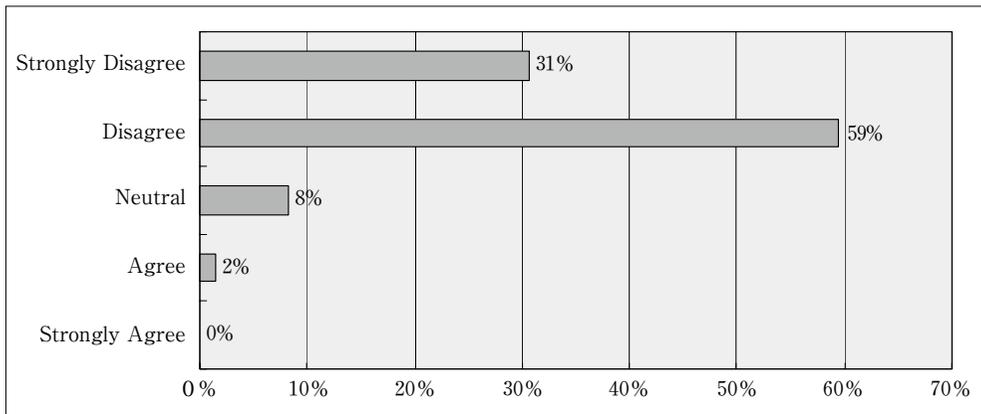
さらに、図表5では、株主価値と相関が高い「資本効率とROE」を尋ねているが、90%の投資家が日本企業のROEに代表される資本効率が不十分であるとしている。

最後に、図6では、「投資判断において日本企業の資本構成を重視するか」という質問への回答を示している。その結果、投資家の84%が、資本構成を重視すると主張している。総括として、ガバナンスと資本効率の観点から最適資本構成を企図することが重要であると考えられる。

最適資本構成と関連して、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係」が重要である。Dittmar et al. (2007) や諏訪部 (2006) が示唆するように、ガバナン

図5 Capital Efficiency and ROE of Japanese Companies are sufficient?

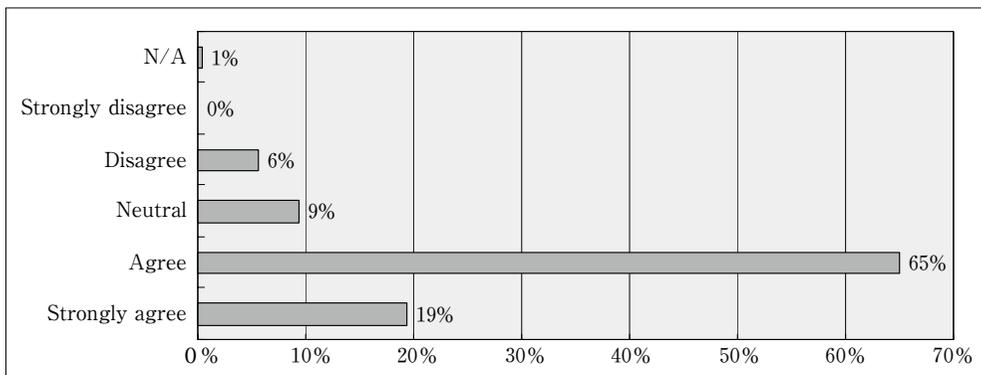
(日本企業の資本効率とROEは十分か)



UBS証券の協力を得て筆者作成

図6 Capital Structure of Japanese Companies is Important factor in Investment Decision?

(投資判断において日本企業の資本構成を重視するか)



UBS証券の協力を得て筆者作成

スが良ければ保有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保有現金はエージェンシーコストになる<sup>8)</sup>。すなわち、日本企業の一部は投資家から、「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」とみなされている。経営者はIRの場において配当政策と保有現金レベルについての説明責任を果たすべきである。

日本企業の配当と現金保有の関連では、株主アクティビズムがピークであった2007年の株主総会で史上最多の増配提案が提出された。結局、株主総会では提案株主側の全敗であったが、増配提案自体は投資家が日本企業の配当政策に何を求めているのかを示唆する顕著な事例であった。ケース研究として、筆者が2007年4月から2008年12月までに行った主な増配提案者とのインタビューを要約する<sup>9)</sup>。まず、提案理由は全投資家が「エージェンシーコストの低減」であると回答をして

いる。そして提案目的はROEの向上、最適資本構成への矯正であった。当該個別インタビュー結果は既述の投資家200社アンケートの結果とも整合する。一方、米国のアクティビズム研究では、Brav et al. (2006) が株主アクティビストの投資先関与で超過リターンが5 - 7%発生、ROEは6%から10%へ向上したという貢献を報告している。

海外投資家のオピニオンリーダーであるACGAは、「日本のコーポレート・ガバナンス白書 2008」を公表し、社外取締役導入と資本効率の改善を求め、配当政策の重要性も強調している<sup>10)</sup>。特に、キャッシュの蓄積は、「会社形式をとった一種の“貯金箱”であり、現経営陣の地位保全に繋がり、株主の利益にはならないし資本市場の歪みに通じる」と警告している。

## 5. 「最適資本構成に基づく最適配当政策」の提言と開示事例

配当シグナリング仮説は、わが国では強力なcorroboration効果に支えられており、情報インダクタンسからも安定配当は一定の合理性があるが、本来の価値の最大化のためにはフリーキャッシュフロー仮説を勘案してエージェンシーコスト低減を図る必要がある。本稿では、コーポレート・ガバナンスに根ざした最適資本構成に基づく最適配当政策とそのディスクロージャーを提言したい。その論拠は先行研究および内外投資家約200社のサーベイ、ケース研究としての増配提案株主とのインタビュー結果等である。

企業は株主のエージェントとして価値最大化を目指す。その際に企業価値は基本的にDCFに収斂されるが、最適資本構成による持続的なWACCの最小化が鍵になる。エージェンシーコストを抑制しつつトレードオフ理論やベッキング

オーダー理論に基づいて最適資本構成を求めるが、実務上はクレジットを勘案した「信用格付け類推法」が簡便法として適しており、トレードオフ理論から格付BBB同等レベルの財務指標を最適資本構成とする。しかし、資金調達余力にも鑑み、Financial Slack (Myers (1983)<sup>11)</sup> による修正ベッキングオーダー仮説) のため1ノッチ上の格付Aレベルの指標を目標に配当（または自社株買い）により資本構成を調整することが現実的である<sup>12)</sup>。その上で、投資機会、シグナリング、安定配当、ROE、DOEターゲットなどを用いて、エージェンシーコストも勘案して最適配当を決定すべきであり、資本構成を無視した単純な横並びの安定配当（配当性向）には欠陥がある。

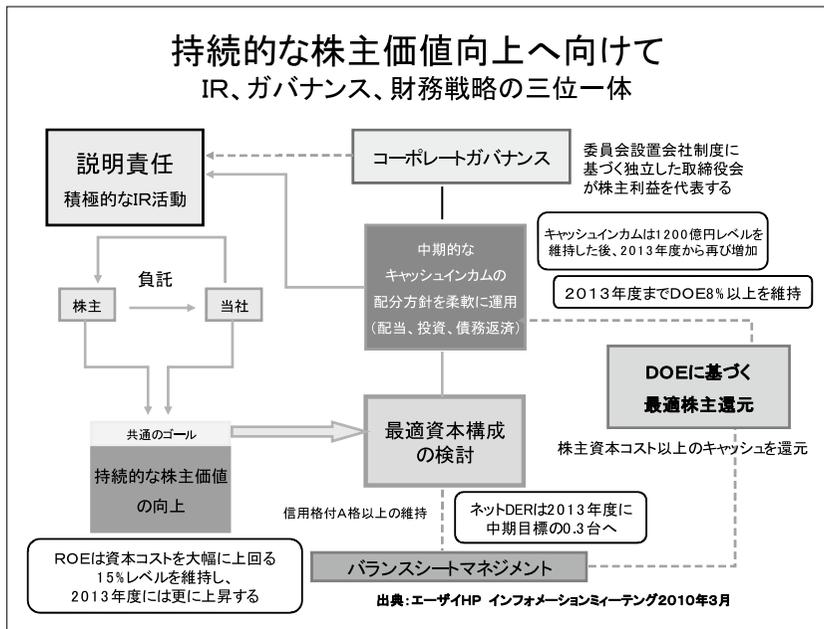
さらにバランスシート・ガバナンスとして、配当政策（または自社株買い）で調整可能な保有現金についても最適レベルを求め説明責任を果たすべきである（例えば運転資金トレンドから月商の2カ月分相当の手元現金を正当化することなどが考えられる<sup>13)</sup>）。既述のDittmar et al. (2007) が実証するように、コーポレート・ガバナンスが劣る企業の現金はエージェンシーコストとみなされてディスカウントされ、良好なガバナンス企業の保有現金はリアルオプションになりプレミアム評価を受ける。

こうした「最適資本構成に基づく最適配当政策」を具現化した開示事例として、エーザイのディスクロージャーを図表7に掲げる<sup>14)</sup>。

## 6. おわりに

配当政策は一意ではなく、企業ごとのコーポレート・ガバナンス、成長戦略、投資計画、最適資本構成、最適現金保有レベル等にも鑑みて総合的に決定され、そのディスクロージャーにおいて個別に説明されるべきものである。本稿では「最適

図7 最適資本構成に基づく最適配当政策のディスクロージャー事例



エーザイ株式会社のホームページより

資本構成に基づく最適配当政策」の提言を行ったが、絶対的な解はない。IFRS時代を迎えて日本企業の配当政策も、これまでの画一的な安定配当志向から、プリンプル・ベースで個別説明が必要なフェーズに移行していく蓋然性が高い。

本稿では、グローバルな投資家サーベイを軸に定性的アプローチにより最適配当政策の提言を行ったが、今後は、最適資本構成を遡る配当政策と企業価値との相関を定量的アプローチも含めて分析していくことを研究課題としたい。

《注》

1) 石川 (2010) は2007年4月28日から2009年2月18日の日本経済新聞に純利益予想と配当予想の異動の少なくともどちらか一方が掲載された8,921個のサンプルから、発表10日前から30日後までの累積平均異常リターンを分析しているが、持続的な corroborator effects として、発表日からの30日間の累積平均異常リターンは、ほぼ安定的に増益で増配の場合は+約8%であるが、利益が横ばいでも増配すれば+

約4%、減益で減配の場合は▲約8%のところ、減益でも配当維持すれば▲約2%で済むことが観察される。

2) 生命保険協会の調査結果は、生保協会のホームページ (<http://www.seiho.or.jp/data/news/h22/pdf/20110318kabuhonbun.pdf>) で参照できる。生命保険協会は株主・投資家の立場から、株式発行企業による株式価値向上に向けた取り組みについて昭和49年度より継続的に調査を行っている。引用した平成22年度調査では、上場企業では、1,129社を対象にアンケート実施期間が平成22年10月12日～11月12日として、回答社数：658社、回答率：58.3%であった。一方、機関投資家では、国内150社を対象として、アンケート実施期間が平成22年10月12日～11月12日で、回答社数：90社、回答率：60.0%であった。

3) ROEと株主価値 (株主のトータルリターンとしてのキャピタルゲインとインカムゲインの合計と定義) の相関関係については、日経ヴェリタス2011年7月3日号特集記事で日本企業の過去10年間の実績を紹介している。また、柳(2010)の180頁は野村證券金融経済研究所のデータを用いて、1981年から2006年の日本企業の平均ROEの5.1%が同期間の日本株トータルリターン5.1%と一致していることを示している(米国企業でも同様の高い相関関係が観察されている)。ROEは株主持分である株主資本が投資され、どの程度の収益率で増加するかを示す指標 (その増分が再投資されるか配当原資となる) であり、PBR (PER x ROE) から考察しても株主価値との相関関係は高い。井手 (2005) も同じ立

- 場をとる。一方、配当性向は利益創出よりも利益配分の問題であり、株主のトータルリターンとの相関関係はROEよりも低いはずである。生保協会（2011）、TOPIX（配当込み指数）、S&P500（配当込み指数）の2000-2008年の9年間のデータから株主トータルリターンとの相関係数を調査してみると、配当性向は安定配当志向から、むしろ負の相関係数（-0.68）となっている一方、ROEは理論どおり正の相関係数（0.66）になっている。（同期間、米国企業でも株主価値と配当性向の相関係数はマイナス、ROEとの相関係数はプラスである。この傾向はリーマンショックの影響の強い2008年を除いて計算しても日米ともに同じであった）
- 4）2011年1月7日現在の各国のPBR、PER基礎数値を日本経済新聞、トムソン・ロイターよりデータを入手して作成。ROEについては計算式から逆算して試算してある。
- 5）PER国際比較はBloombergより入手可能。また、わかりやすい比較グラフなどは、投資情報サイト銀行.INFOなどのインターネットサイトでも閲覧できる。先進国では概ね15倍レベルに収斂される傾向がある（<http://www.ginkou.info/modules/per/>）。なお、PERが「資本コストとEPS永久成長率の差」の逆数となることの説明は、柳（2010）の49頁を参照。
- 6）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サマリー情報が開示が義務付けられている。
- 7）2007年10月末現在でUBS証券および筆者が行った投資家サーベイ調査データより、UBS証券の協力を得て筆者作成。サーベイでは、日本株に投資をする世界の主な機関投資家192社（日本株投資金額では太宗を占める）に個別ヒアリングの上、アンケート用紙書面で回答を得た。有効回答の内訳は、ほぼ内外均等に国内91社、海外101社である。やや海外投資家の目録の方が厳しい傾向が見られるが、基本的に国内と海外では回答内容に顕著な差は見られなかった。なお、紙面の都合上、サーベイ結果全体ではなくて、一部抜粋のみで本稿は報告している。
- 8）Dittmar et al. (2007) は1990-2003年の米国企業1,958社（延べ13,250個のサンプル）を対象に実証研究を行ったが、その結果、コーポレート・ガバナンスが劣化する企業の保有する現金の現在価値は1ドルあたり0.42-0.88ドルであり、コーポレート・ガバナンスの優良な企業の保有する現金の現在価値は1ドルあたり1.27-1.62ドルであることを示唆している。また、諏訪部（2006）は東証一部（金融・異常値は除外）全銘柄の1990年6月-2006年5月末までのデータを分析。全期間分析では、保有現金の市場価値は平均1.007倍とほぼ簿価程度であることを示唆。ただし、2006年6月以降のモデルの平均値は0.858と簿価割れしている。また、個別企業間格差が大きく、たとえば株主構成でガバナンスが効く（外国人・機関投資家比率が高い）企業は1標準偏差あたり平均で23.1%保有現金の市場価値が高く、逆にガバナンスの標準偏差が1下がると企業の保有現金は23.1%ディスカウントされることを実証している。
- 9）2007年4月-2008年12月にかけて、筆者は2007年6月の株主総会で増配提案を行った主要投資家とそれぞれ複数回面談を行った。具体的には、電源開発等に増配提案を出したTCI（The Children's Investment）、フクダ電子等に提案したSteel Partners、シンニクタンへ提案したSafe Harbor Advisors、小野薬品工業へ提案したBrandesの4社が対象である。現在、Brandes以外は事実上、日本市場から撤退した。Brandesはその主張を事前に論文に纏めており（Brandes 2006）、Brandesのホームページ（<http://www.brandes.com/Institute/Documents/Balance%20Sheet%20Cash-Unlocking%20Value%20in%20Japan%200407.pdf>）で参照できる。
- 10）ACGA (Asian Corporate Governance Association) による「日本のコーポレート・ガバナンス白書2008」はACGAのホームページ（[http://www.acga-asia.org/public/files/Japan%20WP\\_%20May2008.pdf](http://www.acga-asia.org/public/files/Japan%20WP_%20May2008.pdf)）で参照できる。ACGAはCaplars、Railpen、Hermes等世界を代表する巨大年金を中心に約80社の投資家をメンバーとする団体で、日本株投資金額は総額11兆円を超える。
- 11）Myers (1983) は、資本構成も配当同様に「パズル」であり、絶対的な解はないとするが、静的なトレードオフ理論に加え、動的なベッキングオーダー理論を主張している。つまり、資本コストの最小化を志向しつつも、企業は情報の非対称性と倒産リスクを勘案しており、さらにFinancial Slack（将来投資の為の借り入れ余力）も確保して資本構成を決定するとしている。
- 12）本稿では配当政策を論じていることから、ここでは配当による現金調整をメインに記述した。実際には、日本では配当シグナリング効果が強いこと、配当の硬直性（安定配当志向）が高いことから、柔軟かつ機動的に保有現金を調整できる自社株買いのほうが適しているケースも多い。ただし、既述の増配提案株主のインタビューでは、株主総会決議で実行が確定する配当に対して、自社株買いでは、枠は確保できても、インサイダー情報の有無、市場の流動性、株価のレベル、経営陣のコミットメント等の諸事情によっては満額実行されない可能性があるため、投資家としては強い懸念があり、強制力のある増配の方を好むとの意見であった。保有現金レベルの調整を配当で行うか自社株買いで行うかは、状況によってケースバイケースで検討すべき問題である。
- 13）日本IR協議会、東京証券取引所、生保協会等から表彰され、投資家からの評価の高い代表例としてエーザイ、資生堂の両社は、売掛金と買掛金のギャップを埋める運転資金必要額として、IRで月商の2ヶ月程度の最適現金保有レベルを説明している。文献としては、辻（2010）の273頁がエーザイの説明をしており、砂川・川北・杉浦（2008）の315頁が資生堂のケースを紹介している。
- 14）エーザイ株式会社のホームページ（[http://www.eisai.co.jp/pdf/ir/mat/4523\\_100305.pdf](http://www.eisai.co.jp/pdf/ir/mat/4523_100305.pdf)）で参照できる。当該スライドは2010年3月のインフォメーション・ミーティングにおけるCEO説明資料の一部である、2010年同社アニュアル

レポート等でも採用、開示されている。こうした最適資本構成に基づく配当政策のIRは、既述の生保協会報告書（生保協会 2011）の中で、「当協会からの要望の視点を満たす企業の例示」として評価されている。

《参考文献》

- Asian Corporate Governance Association, 2008. White Paper on Corporate Governance in Japan, ACGA ([http://www.acga-asia.org/public/files/Japan%20WP\\_%20May2008.pdf](http://www.acga-asia.org/public/files/Japan%20WP_%20May2008.pdf))
- Black, F., 1976. The Dividend Puzzle, *Journal of Portfolio Management*, 2 (Winter 1976), 5-8.
- Brandes Institute, 2006. Balance Sheet Cash: Unlocking Value in Japan, The Brandes Institute (<http://www.brandes.com/Institute/Documents/Balance%20Sheet%20Cash-Unlocking%20Value%20in%20Japan%200407.pdf>)
- 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.
- 花枝英樹・芹田敏夫, 2009. 「ベアアウト政策のサーベイ調査：日米比較を中心に」『証券アナリストジャーナル』2009年8月号
- 井手正介, 2005. 「不均衡発展の60年-低収益経営システムの盛衰と新時代の幕開け」, 東洋経済新報社.
- 砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳, 2008. 『日本企業のコーポレートファイナンス』, 日本経済新聞出版社.
- 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.
- Jensen, M. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Miller and Modigliani, 1961. Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares, *Journal of Business* 34, 411-433.
- Myers, S. 1983. The Capital Structure Puzzle, *The Journal of Finance* 39, 575-592.
- Prakash, P. Rappaport, A. 1977. Information Inductance and its Significance for Accounting. *Accounting Organizations and Society*, Vol.2, No.1, pp.29-38.
- 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>)
- 諏訪部貴詞, 2006. 「株主価値を向上させる配当政策」『証券アナリストジャーナル』2006年7月号, 34-47.
- 辻正雄編著, 2010. 『ケーススタディ戦略管理会計』, 中央経済社.
- 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.