

# 配当政策と経営者の財務会計行動

—石川博行教授の所説によせて—

来 栖 正 利

## 要 旨

本稿の目的はコロボレーション効果を検討した石川 [2010] を詳説し、私見を述べることである。ここで、利益情報の公表と配当政策の公表とが相互作用し、それが追加情報となって株価の反応を引き起こす場合、その事象にコロボレーション効果があると解釈する。ライフサイクル仮説よりもコロボレーション仮説に基づいた方が日本企業の配当政策と利益情報の公表という事象を適切に説明できるといふ石川 [2010] の実証結果が十分説得力を持っていると思われる。

その上で、次の三つの点を指摘し、当該研究テーマのさらなる発展を期待したい。(1)配当政策の(修正)を公表することが、支払配当金の源泉である当期純損益に対する現金の裏付けの程度に関する情報を適切に提供できない発生主義会計の限界を補っている。この主張の説得力をさらに強化できる余地がある。(2)配当政策の修正が経営者の信念の程度を示すシグナルであると考えられる場合、その信念が確信に変わるタイミングとその決定要因の抽出は経営者の行動規範を理解することに役立つ。そして、(3)当期業績の進捗度(達成度)と配当政策の修正との関連性を探究することは経営者の経営姿勢を説明することに貢献するだろう。

## 目 次

はじめに

### I. コロボレーション効果の検証

1. 概観
2. 基礎研究
3. 応用研究

### II. 配当政策と経営者の財務会計行動

1. 発生主義会計の限界
2. 業績達成度
3. 二者択一思考

むすび

## はじめに

経済状況が激しく変動する時、財務体質が強固でありかつ柔軟であることは企業経営を強力に推し進める機会を企業が豊富に持っていることを意味する。企業の財務体質が強固であるとは、支払能力に対する懸念がまったくない状況を意味するだけではない。株主に対する配当金の支払いや安定した企業成長を導く投資の実施に充当できるキャッシュ・フローを潤沢に創出し続ける能力を企業が有していることも意味する。

前述の属性を有する企業を一般的に優良企業というものの、強固な財務体質を保持することが優良企業になるための条件ではない。むしろ、経営者の質の水準に着目し、それが高品質であると評価された企業が一般的に強固な財務体質を有している傾向が高いのである。強固な財務体質を有する企業が優良企業なのではなく、高品質の経営者が適切に経営した結果、当該企業の財務体質が一般的に強固に保持されているのである。

ここで問われるべきは高品質の経営者が経営する企業の属性である。例えば、高収益を計上し続ける企業を高く評価することが多い。しかしながら、この基準は高収益を計上し続ける企業の原動力を所与としている。高収益を計上できる経営者の能力を評価する規準の一つを、長期にわたる企業の漸次的な成長を実現すると同時に、滞りのない配当金の支払い、しかも継続的な増配を達成していることに求めることは妥当であると思われる。

企業価値の持続的な成長を実現する投資に充当できることに加え、継続的な増配で株主に報

いることができる潤沢なキャッシュ・フローを稼得できることは企業の根本的な存在目的に完全に合致している。キャッシュ・フローを稼得することが経営活動の本質であることに着目し、その水準に対する資本市場の反応を分析した石川 [2010] を取り上げ、配当政策に着目した経営者の財務会計行動について論じたい。

石川 [2010] を取り上げる理由は、その分析対象が古くて新しい問題の一つであると判断するからである。配当政策を巡る研究課題そのものが斬新なテーマではない可能性があるものの、異なる時代背景に基づいて、新鮮な検討課題を提供してくれる研究テーマの一つであると思われる。この観点に石川 [2010] が合致すると判断し、その内容の検討に焦点を当てる。

まず、石川 [2010] の内容を要約することから本稿を始めたい。具体的に述べれば、問題意識を述べ、そこから論理的に構築された問題解決のステップを示す。次に、石川 [2010] の内容を基礎研究と応用研究とに分け、それぞれに該当する各章の内容を要約する。次に、関連テーマの先行研究の動向も考慮し、配当政策に着目した経営者の財務会計行動研究に関する私見を述べたい。そして、むすびを述べ、本稿を終えることにする。

## I. コロボレーション効果の検証

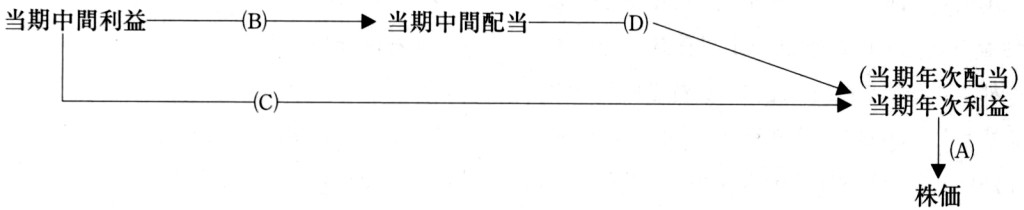
### 1. 概観

日本企業の配当政策にコロボレーション効果があることを実証することが石川 [2010] のゴールである。利益情報の公表と配当政策の公表とが相互作用し、それが追加情報となって株価の反応を引き起こす場合、その事象にコロボ

レーション効果があると解釈する (Marcus et al. [1984])。コロボレーション効果の優位性を主張するために、帰納法に基づいた用意周到かつ緻密な論理思考に基づいて検討課題を設定し、解決していく。

(A)年次利益の修正と年次配当の修正が株価に与える影響(因果関係)を実証する<sup>1)</sup>。そのさい、この因果関係を成り立たせている要因間の

因果関係も併せて実証する。(B)当期中間利益の修正と当期中間配当の修正との因果関係の存在を実証する<sup>2)</sup>。(C)当期中間利益の修正と当期年次利益の修正との因果関係の存在を実証する<sup>3)</sup>。(D)中間配当の修正と年次利益の修正の因果関係を実証する<sup>4)</sup>。以上の点を図示すれば以下のようなになる。



これらの検討課題は、1会計年度における当期の配当政策の修正と業績数値のそれとの関連性に着目した検討課題である。1会計年度内に生じるこれらの「変数」間の因果関係が成立することを確認し、この因果関係が当期を含む前後の3会計年度にわたって成立するか否かを検証する<sup>5)</sup>。この因果関係が成り立つことを実証できれば、3会計年度以上の期間にわたる業績数値と配当政策との関連性を説明(予測)できると論理的に主張できると考えている。

その論理思考が用意周到かつ緻密であると上述した理由は、配当政策が業績に基づいた経営者の自由裁量だけで決定されているわけではないことを配慮したりサーチ・デザインを構築しているからである。業績の水準を所与として、日本企業が独特な配当政策[安定配当や記念/特別配当]<sup>6)</sup>や自社株買い<sup>7)</sup>の実践、そして企業の属性[所有構造と財務構造]<sup>8)</sup>の影響も受ける可能性を考慮していることである。

次に、経営者の自由裁量が配当政策の決定要因ではないことを実証した上で、日本企業の配

当政策が内包する将来の予測能力の水準を筆者は検証する。比較対象はシグナリング仮説(コロボレーション効果)とライフサイクル仮説である<sup>9)</sup>。記述理論および説明理論を提示し、コロボレーション効果の優位性を重層的に実証した上で、当該効果の説明能力(石川[2010]は頑健さと述べている)の水準を予測能力の水準と称して評価することを試みる。

日本企業の配当政策の決定が経営者の自由裁量だけではなく他の要因の影響を受けていることを実証し、配当政策が内包する予測能力を説明する仮説としてライフサイクル仮説が不十分であると主張する<sup>10)</sup>。そのさい、ライフサイクル仮説に依拠した場合、日本企業の配当政策が内包する予測能力の適切な説明を妨げている要因を複数の方法論を用いて実証し、コロボレーション効果の相対的な有効性を指摘する<sup>11)</sup>。

そして、ライフサイクル仮説ではなくコロボレーション効果が提示する含意を規範として、日本企業の配当政策が発するメッセージを市場が評価していると結論づけている<sup>12)</sup>。石川

[2010]の問題意識は、日本企業の配当政策の変更（情報開示）が株価に与える影響の検証である。この研究は予測能力も含む会計情報の有用性に着目する資本市場研究に分類される。この点を踏まえた上で、以下では各章毎の内容をまとめる。

## 2. 基礎研究

日本企業の配当政策の実施状況と損益との関連性を記述し、問題意識の確認を試みた。まず、株主に支払った配当総額と利益総額との関係に着目し、2003年から2008年にわたる増収増益を謳歌した日本企業の配当政策の主たる決定要因は企業買収や大株主の利益分配請求の高まりにあった。次に、急激な業績悪化に見舞われた2008年以降に日本企業が実施した配当政策は総じて下方硬直的な配当政策であった。

具体的な数値目標を示した配当政策を撤回するのではなく、株主への利益還元策の継続を図る多様な配当政策をいくつかの日本企業は導入した。安定配当を踏襲する日本企業の数が増減傾向にある一方、業績連動型（配当性向）または業績非連動型（自己資本配当率）に基づく配当政策を日本企業は導入した。これらの記述内容を支払配当金の増減と当期純損益の増減との関係の分析結果からも裏付けることができる。

日本企業の配当政策の変遷の観察を通じて、経営者が抱いているメッセージを読み取ることができる。経営者の意思の強さを、実施された配当政策から読み取ることができると仮定すれば、その説得力の程度を当期純損益との関連性を推定することによって統計的に評価できる。当期純損益と配当政策との関連性に着目し、観察不可能な経営者の意思の強さが抽出可能な場合、これをコロボレーション効果の存在と結論

づけることができる<sup>13)</sup>。

業績修正の公表のうち、減益予想への修正と配当予想との関連性を株価〔累積平均異常／残差リターン〕の変化を計測することによって推定した。業績予想の修正公表パターンは①増益への修正と②減益への修正である。他方、配当政策の予想修正パターンは③増配へと修正する場合と④減配へと修正する場合である。これら四つの項目の組み合わせである8グループにサンプルを区分し、イベント・スタディーを実行した。

コロボレーション効果の存在を頑強に確認することができたのは、従来予想に対して増益と増配の公表を同時に行ったサンプルと従来予想に対して減益と減配の修正を同時に行ったサンプルに対してである。前者（後者）は当該修正の公表と株価とがプラス（マイナス）で有意な相関関係と同時にその持続性が相対的に高いという発見事項を得た。これらの推定結果は市場が増配（減配）の公表を信頼性が高いシグナルと認識していることを示唆する。

他方、業績修正の符号と配当政策の変更とが一致しない場合に対する市場の評価が必ずしも明確ではないという推定結果を得た。次に、従来予想に対して赤字転落かつ無配転落の修正を同時に公表した企業に対する市場の反応がきわめて厳しいという推定結果を得た。そして、記念/特別配当に基づく増配を公表した企業に対する市場の反応が普通配当の増配を公表した企業のそれよりも相対的に高くはないという発見事項を得た<sup>14)</sup>。

次に、コロボレーション効果を、中間利益の業績予想の修正と中間配当予想の修正との関連性を推定することによって、検証した。中間利益の増益（減益）修正と中間配当の増配（減

配)修正とを同時に公表した場合、市場がプラス(マイナス)の反応を示すという仮説を支持する推定結果を得ることができた。これは中間利益の変化と中間配当の変化とのアナウンスメント効果であるコロボレーション効果の存在を支持する推定結果であると解釈できる。

なお、コロボレーション効果の源泉が当期純損益と年次配当政策との関連性だけではなく、当期純利益と中間利益との関連性にも由来している。この発見事項に基づいて、中間配当政策の修正公表が市場に追加情報を提供すると結論づけることができる。さらに、中間業績と中間配当との関連性に着目したコロボレーション効果の持続性も、前章で得たそれと同様に、非常に高いことを確認できた<sup>15)</sup>。

コロボレーション効果の持続性が1会計年度に限定されるのか否かという疑問は複数年度にわたる連続増益と連続増配との関連性を分析する筆者の動機付けとなった。この課題を解決するために用いたのは Ohlson [2001] が提示したモデルである。この活用は業績と配当政策の予想情報の開示を求める情報開示制度の有効活用を意味する、というのは、当該モデルが次期の予測情報を含む連続する3期間の財務会計情報を組み込んだモデルだからである。

当期純利益、当期の支払配当金、そして次期の利益変化(予測数値)とは、有意ですべてプラスな相関関係にあるという発見事項を得た。これは価値関連的な追加情報を市場に提供することを意味する<sup>16)</sup>。とりわけ次期の支払配当金の予想の開示が業績予想の数値の開示だけでは提供できない固有の情報を市場に提供していることを示唆する。つまり、配当予想の開示は経営者の意思を十分に把握する私的情報を市場に提供することを意味する。

当期の利益と支払配当金(実績値)が次期の予測数値と相関関係にあるという価値関連性を検証できたことは次期の利益予測数値と次期の配当政策の変更との関連性を分析する筆者の動機付けになる。次期増益予想と次期増配予想を開示することは市場が追加的にプラスの反応を示すという発見事項を得た。この発見事項は、前述したイベント・スタディーの含意も加味すれば、増益(減益)と増配(減配)のコロボレーション効果の強力な存在を示唆する。

次に、当期を踏まえて次期も増益を見込んでいる場合(3期連続増益)、当該企業に対する市場の反応は非常に好意的である。市場は過去の利益数値に基づいて次期の利益数値の妥当性を評価している。つまり、過去の利益数値の系列は株価形成に有用なのである。「過去情報」の有用性は配当政策のそれにも該当する。当期の配当政策を踏まえて、市場は経営者がデザインした次期の配当見込みを評価し、投資意思決定に役立てている<sup>17)</sup>。

### 3. 応用研究

コロボレーション効果の存在とその頑強さの確認に基づいて、当期の配当政策の開示がもつ利益予測能力を検証した。自社株買いによる利益還元策が配当政策の修正がもたらすシグナリング効果を弱めている可能性を米国の先行研究は示唆する。とはいえ、配当政策が唯一の利益還元策と言える日本企業に着目すれば、配当政策の情報開示が内包する、相対的に高い利益予測能力をシグナリング仮説に基づいて説明できると期待できる<sup>18)</sup>。

まず、支払配当金の源泉を生み出すエンジンとなる企業の財務構造に着目する。従来予想に対して当期の配当政策を増配に修正する企業

は、売上高成長率、総資産成長率（特に、自己資本比率と手元流動性）、そして時価－簿価比率が相対的に高い。総資産利益率と株主資本利益率の相対的な高さも配当政策の増配修正を説明する有意な変数である。ただし、自己資本配当率が相対的に低い（高い）企業は増配（減配）に転じる傾向が強い。

当期に増益を計上した企業のうち、当期に配当政策を増配に修正する確率の高い企業は翌期の配当政策を増配にする可能性が高い。なお、当期に減益を余儀なくされた企業は、当期の配当政策を減配に修正する傾向があるものの、翌期の配当政策を改善するインセンティブを持っている。つまり、減益にともなって配当政策を減配に修正する企業は基本的にそれを一時的な現象にとどめようとするインセンティブをもっている。

そして、株主資本利益率に着目すれば、当期の増益（減益）に裏付けられた増配（減配）という当期の配当政策の修正を公表した企業は、翌期の好業績（悪業績）の計上を実現している。これは当期に公表する配当政策の修正が翌期の業績を予測する一つの有用な指標と解釈できる。したがって、当期の配当政策の修正の公表が翌期の業績の程度と連動するという発見事項をコロボレーション効果の頑強さを強化する追加的な証拠と主張できる。

他方、支払配当金の源泉を手堅く管理することを意図して流動性を潤沢に保持することは日本企業の持続的な成長をもたらす可能性を高める。ただし、成熟企業の流動性が潤沢過ぎる場合、エイジェンシー問題の発生という利害の対立の激化をもたらす。これらの問題を考慮し、企業の成長度合いに基づいて配当政策の柔軟な実践を主張するライフサイクル仮説は、日本企

業の配当政策実務を説明する最適な仮説とは必ずしも言えない<sup>19)</sup>。

盤石な財務構造を維持している日本企業は業績改善に裏付けられた増配に基づく配当政策の実践によって利害関係者を満足させており、深刻なフリー・キャッシュ・フロー問題に直面しているとは必ずしも言えない。とはいえ、日本企業の配当政策の多様性をライフサイクル仮説に基づいて適切に説明できれば、コロボレーション効果の頑強さに基づいて、配当政策が内包する業績の予測能力の精度の高さを再度強化することになる。

この研究課題を解決するための方法論として、新たにロジット回帰分析を使用する。この採用によって、日本企業が実践している配当政策の決定要因を適切に抽出することに集中する。安定配当を選好する日本企業と比較して、増配を実践する日本企業は成長性、自己資本比率、余剰資金、そして収益性が相対的に高い。なお、このような日本企業は自己資本配当率が低いものの自社株買いを積極的に実施できる十分な企業規模を保持している。

さらに、前述の増配を実践している日本企業の株式所有構造に着目すれば、外国人株主の持ち株比率が相対的に高いものの個人持株比率は低い。これは外国人株主が自己資本配当率の低さに基づいて増配圧力を強くかけていることを示唆する。換言すれば、個人持株比率が相対的に高い日本企業は、外国人株主がかかる増配圧力が相対的に弱いことに起因して、安定配当を指向した配当政策を選好できていることを示唆する。

高い収益性と増益を実現している企業を成長企業と定義づければ、相対的に成長性の高い企業が増配を実践できる傾向にあると解釈でき

る。さらに成熟企業も増配を実践している。これらの推定結果は日本企業の配当政策の多様性をライフサイクル仮説に基づいて説明することがきわめて困難であることを示唆する。なお、日本企業が実践している配当政策に着目すれば、経営者が減配を極力回避する強力なインセンティブを持っていると解釈できる<sup>20)</sup>。

しかしながら、市場がライフサイクル仮説に基づいて日本企業の配当政策実務を理解するならば、配当政策の変更を公表することがシグナルとなって、市場は日本企業の業績を適切に予測できるだろう。そのさい、成長段階を加味した日本企業の配当政策の変更に対する市場の反応を推定することは、業績を予測する一つの規範として、市場がどの程度ライフサイクル仮説に依拠しているのかを評価することに貢献する。

成熟企業に分類される日本企業の配当政策の変更（増配）を市場がポジティブ・サプライズと認識し、追加的な株価上昇をもたらすと期待される。しかしながら、成長企業に分類される日本企業の増配公表に対して、当該企業の成長が鈍化すると市場が理解し、マイナスの反応を示すと期待される。他方、成熟企業が減配に変更すれば、市場が追加的なマイナスの反応を示す一方、成長企業のそれが限定されたマイナスの反応を生むと期待される。

ただし、日本企業の成長段階を考慮した上で、ライフサイクル仮説に基づいて導出した上述の仮説を強力に支持する首尾一貫した推定結果を筆者は得ることができなかった。日本企業の配当政策をシグナルとして、日本企業の業績を予測する規範として市場がライフサイクル仮説に依拠しているとは必ずしも言えない。むしろ、必ずしも首尾一貫していない推定結果を包

括的に説明する理論として、コロボレーション効果の概念が有益であると石川 [2010] は主張し本書を終える<sup>21)</sup>。

## II. 配当政策と経営者の財務会計行動

### 1. 発生主義会計の限界

配当政策に込めた経営者の意思を読み取ることができるといふ石川 [2010] の見解が必ずしも頑強なそれではないと考えられる。これは人間の意思が移ろいやすいという天の邪鬼的な発想に基づいている。日本企業の経営者が増益（減益）予想にともなう配当政策の変更〔増配（減配）〕を行うとき、コロボレーション効果をもっとも明確に観察することができる理由の一つを発生主義会計が内包する属性に求めることができるだろう。

発生主義会計が提供する当期純損益の質を誰もが適切に評価することが困難である<sup>22)</sup>。このことから、配当政策の修正の実施と業績予想の修正の実施を企業が併せて行うことを、当期純損益の質に関して事前に形成した市場の評価を改善できる機会と解釈できる。発生主義会計は当期純損益に対する現金の裏付けの程度に関する情報の適切な提供に限界を持っている。この限界を補填する情報の一つとして、配当政策の修正を考えることができる。

この推論は増益（減益）と増配（減配）との間に存在するコロボレーション効果が弱められることを示唆する。この推論の適否は(1)日本企業が当期に稼得したキャッシュ・フローの水準と配当政策との関連性、(2)配当政策の（業績）予測能力の水準と将来キャッシュ・フロー創出

能力との関連性の検証によって評価できるだろう。支払配当金を現金配当で行う限り、その源泉に対する市場の悲観的な評価はコロボレーション効果を弱めるかもしれない。

次に、コロボレーション効果の存在を主張する石川 [2010] は経営者の業務執行を次のように仮定している。従来予想と比較して支払配当金を増額できるほど、企業は次期以降に投下可能な資本を未処分利益として計上できる。したがって、支払配当金として処分した後に残った当期の未処分利益を最善に投下し、次期の当期純利益の成長を企業は実現できる。この仮説が成立するためには少なくとも次の二つの点を検証する必要があるだろう。

(1)企業が次期の増益を確実に実現できる最善な投資機会の集合を既に持っていることである<sup>23)</sup>。(2)当該投資機会の集合を適切に見つけることができ、かつ(当期末に上記の投下資本を実際に投下し)次期の会計年度以内に回収余剰を確実に回収できる経営戦略を執行できる優れた経営能力を企業が持っていることである。これらの課題を解決することは、短期投資および長期投資が複雑多岐にわたって実施されていることを考慮すれば、きわめて困難であると思われる。

## 2. 業績達成度

イベント・スタディーの採用によって、石川 [2010] の説得力を弱められている可能性がある。業績予想および/または配当政策の修正の公表日をゼロ日とし、株価の反応を推定することはこれらの情報開示が市場に与える影響を分析する有効な手段である。しかしながら、経営者の信念を配当政策の修正に込めるのであれば、その信念が確信に変わるタイミングとその

決定要因に着目することは石川 [2010] の説得力を強化することに貢献するだろう。

公表済みの業績予想と配当政策を規準にし、期中のどの時点の実績値に基づいて業績予想および/または配当政策の変更を経営者が決断したのかという疑問に答えることは経営者の信念を代理する財務数値の特定を意味する。この特定が可能になれば、企業経営に関する経営者の選好を理解することに役立つ。企業経営が資本投下と余剰の回収を一巡とする資本循環の永続性を指向する以上、経営者が財務数値の変化に無頓着ではあり得ない。

前期の実績業績値を規準にし、当期の業績数値の達成度(進捗度)を計算し、この水準を独立変数の一つとして推定式に加えることは、前述のコメントに対する解決策の一つになる。例えば、売上高、営業損益、または経常損益の当期達成度のうち、どの業績数値の達成度に経営者がもっとも関心をもつのかという疑問に対する解答は、いずれかの業績数値の達成度を改善するために経営者が策定・執行する政策の予測/説明に役立つだろう<sup>24)</sup>。

他方、当期純損益の生成過程に経営者が着目しているのか否かという疑問および当該過程に対する市場の着目度も考慮すれば、国際財務報告基準に基づいて公表する包括利益に関連する興味深い研究成果になるだろう。当期純損益の計上に際し、営業損益と営業外損益(経常損益)との貢献度の比を考慮し、両者の変化が経営者の信念と市場に与える影響を検討することは企業経営に対する経営者および市場の倫理観を評価することにも役立つ。

当期純損益の計上に当たって、経営者が営業活動による業績改善と営業外活動によるそれとを区別するのか否か(卑近に言えば、目的を達

成するための手段を選ぶのか否か)、また、当期純損益に関する経営者の選好も考慮して、市場が当期純損益を評価するのか否かということである。配当政策による富の分配に固執する限り、富の源泉とは無関連に、その増加が株主の満足度を下げることにはならないと思われる。果たしてそうなのか?

### 3. 二者択一思考

日本企業の配当政策が下方硬直的であるという発見事項に基づいて、配当政策の変更(増配または減配)の決定要因に関してコメントを述べたい。下方硬直的な配当政策を嫌悪するという含意は、業績の水準とは無関連に、現状を維持する配当政策の踏襲を経営者が選好するという解釈を可能にする。この解釈が妥当であれば、ロジット回帰分析を用いた推定結果が日本企業の配当政策の適切な説明を妨げる要因になっている可能性がある。

配当政策に対する下方硬直性は、いったん増配の実施後に行う次の配当政策を決める場合にも該当する。これは中間または年次配当政策を増配にした場合、その増配額(率)を少なくとも次の配当政策においても維持できる、または次の減配を確実に回避できる水準にとどめておきたいと経営者が考えるだろうということを意味する。つまり、これは配当政策を増配に修正する場合でも、その増配額(率)を低く抑えようとする経営者のインセンティブが存在するだろうということである。

このインセンティブを想定すれば、増配または減配の水準を所与とする二者択一に基づく従属変数の設定は、配当政策の変更に対する経営者の信念の程度を適切に変数に置き換えた措置とは言えない。この点を考慮する一つのリサー

チ・デザインは、当期の業績の進捗度が配当政策に与える影響を含めることである(前述の2を参照)。他方、過去の業績の時系列変化に基づいて予想する当期業績の「下値」をリサーチ・デザインに含めることである。

ここで当期業績を(A)時の経過および/または経済状況の変化に基づいて増減する部分と(B)時の経過および/または経済状況の変化とは無関連に増減しない部分に分けることができると考える。当期業績に占める(A)または(B)の部分の代理変数を設定し、配当政策の決定要因を抽出するのである。これは当期業績の変動部分である(A)または固定部分である(B)のいずれに基づいた配当政策を経営者が指向するのかという課題とも言える。

当期年次業績に対して経営者が管理不可能な不確実性を考慮すれば、配当政策の修正に対して経営者が慎重になると容易に想定できる。このような経営者の態度を市場が既知していると仮定すれば、配当政策の増配修正が追加増配の期待を市場に持たせる(コロボレーション効果の強い持続性)反面、その減配修正が「底堅い下値」業績をも下回る可能性を経営者が想定していると市場が読み取り、強い失望を生む(株価の追加下落)と思われる。

金融機関や外国人投資家の持株比率の変化が、当期年次業績を加味して配当政策の修正を行う経営者の態度に影響を与えていると思われる。なぜならば、これらの投資家の投資対象が大型株に集中する傾向があるからである。取引高の「厚み」と自らの取引額の多さに基づく株価の乱高下が生じる可能性をほとんど無視できることは、これらの投資家が円滑かつ「匿名性」を保持したまま市場に参加できるための重要な条件の一つである。

## むすび

企業の存在目的が利益を稼得することではなくキャッシュ・フローを稼得することにあると明確に個人が主張することに違和感を覚えることがあると思われる。しかしながら、貨幣性資産の裏付けをもつ利益数値の公表に対する個人の集団からなる資本市場の反応はきわめてシンプルである。利益を計上することができてキャッシュ・フローの稼得状況が芳しくない場合、資本市場がそれを適切に評価できる能力を持っている。

企業の存在目的が「金を稼ぐこと」という前提に基づいて研究を行う分野は財務論またはコーポレート・ファイナンスである。当該研究分野は企業という組織をキャッシュの固まりおよび／または生み出す装置と見なし、その最適化または最大化に役立つ分析ツールの検討を検討課題にしている。これほど実用性を追求する研究分野が日本人の価値観に受け入れられている程度を所与とすれば、当該研究観はきわめてシンプルである。

石川 [2010] の問題意識や研究観の根幹をなす価値観の一部として上述のそれが含まれていると評価できる。日本における会計学研究の価値観が米国のそれを踏襲・追従しているという事実に基づけば、本稿が検討した石川 [2010] はきわめて素直な研究である。問題は当該研究を受け入れるか否かという好みの問題である。日本で行われている会計学研究や隣接諸科学が実用性に特化した研究を拡充していく度量がどの程度あるのかという問題である。

配当政策を巡る研究課題そのものが古くて新しい課題の一つであるものの、実用性に着目し

た研究であるが故に当該研究分野が今後さらに発展する余地がある。このような日本における会計学研究の事情を踏まえれば、石川 [2010] の果敢な研究姿勢を高く評価すると同時に、会計学や隣接分野で活躍する多くの研究者が当該研究分野の拡充に貢献してくれることを大いに期待したい。

### 注

- 1) 石川 [2010], 第2章
- 2) 同上書, 第3章第3節の(1)
- 3) 同上書, 第3章第3節の(2)
- 4) 同上書, 第3章第3節の(3)
- 5) 同上書, 第4章
- 6) 同上書, 第2章第3節
- 7) 同上書, 第7章第2節
- 8) 同上書, 第6章および第7章第2節
- 9) 同上書, 第5章
- 10) 同上書, 第6章
- 11) 同上書, 第7章
- 12) 同上書, 第8章
- 13) 同上書, 第1章
- 14) 同上書, 第2章
- 15) 同上書, 第3章
- 16) Pownall and Schipper [1999] は価値関連性 (value relevance) を次のいずれかを意味する場合に用いる表現であると述べている。(1)ある開示項目が投資家に利用されているという証拠が見いだされる場合、または、(2)ある開示項目が投資家によって利用される情報と統計的に相関関係がある場合である。
- 17) 同上書, 第4章
- 18) 同上書, 第5章
- 19) 同上書, 第6章
- 20) 同上書, 第7章
- 21) 同上書, 第8章
- 22) 利益の質に関する研究として、例えば、Butler [1993], Dechow and Schrand [2004], そして Francis, Olsson, and Schipper [2006]がある。
- 23) 例えば、Malmendier and Tate [2005]は将来に対する過度な楽観論をもつ最高経営責任者と投資との関連性を検討したような結論を得た。将来に対して過度に楽観的な最高経営責任者は事業が生み出す回収見込みを過大に見積もり、その見積もりに基づいて過度な投資を実施する傾向がある。そのさい、当該事業にする資金の源泉を資金調達コストが相対的に高いと判断している外部資金ではなく内部留保に依存する程度が相対的に高い。
- 24) 四半期業績の構成比を分析した松本 [2008] は、年度末が近づくにつれて第4四半期の売上高の改善を指向する経営者のインセンティブが働きやすいと指摘した。配当原資になる売上高の改善を指向する経営者のインセン

タイプの存在を否定しないものの、売上高の水準は顧客の購買意欲や経済状況の変化を含む経営者の管理不可能な要因の影響を受けることの方が相対的に大きいだろう。むしろ、経営者の意思決定能力（判断）の巧拙が業績の改善に影響を与えると思われるのは棚卸評価損や有価証券の含み損益等に対する認識と測定にあると思われる。したがって、これらの項目に対して経営者が下す意思決定（判断）のタイミングは、発生主義に基づく会計手続きを行うことに起因して、年次業績の水準に直接影響を与えると推察される。

## 参 考 文 献

- 石川博行 [2010], 『株価を動かす配当政策』中央経済社。
- 松本紗矢子 [2008], 「わが国企業の四半期構成比の分析」『経営研究』第59巻第3号（大阪市立大学経営学会）、11月、105-123頁。
- Butler, S. A. ed. [1993], *Earnings Quality*, Norman, Oklahoma: The Oklahoma Center for Research in Accounting.
- Dechow, P. M., and C. M. Schrand [2004], *Earnings Quality*, The Research Foundation of CFA Institute. (<http://www.cfapubs.org/loi/>
- rf)
- Francis, J., P. Olsson, and K. Schipper [2006], *Earnings Quality*, Hanover, Massachusetts: Now Publishing Inc.
- Marcus, A., A. Kane, and Y. K. Lee [1984], "Earnings and Dividend Announcements: Is There a Corroboration Effect?," *The Journal of Finance*, Vol.39, pp.1091-1099.
- Malmendier, U. and G. Tate [2005], "CEO Overconfidence and Corporate Investment," *The Journal of Finance*, Vol.60, pp.2661-2670.
- Ohlson, J. A., [2001], "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation—An Empirical Perspective—," *Contemporary Accounting Research*, Vol.18, pp.107-120.
- Pownall, G. and K. Schipper [1999], "Commentary on Implications of Accounting Research for the SEC's Consideration of International Accounting Standards for U.S. Securities Offerings," *Accounting Horizons*, Vol.13, No.3, pp.259-280.
- (流通科学大学商学部准教授)