

(続紙 1)

京都大学	博士 (経済学)	氏名	柳 良平
論文題目	日本型脱予算経営		
<p>(論文内容の要旨)</p> <p>著者は都市銀行、外資系投資銀行を経て、現在、製菓会社大手のエーザイ株式会社の執行役員 (財務担当、IR (investor relations) 担当) として予算管理、決算、情報開示・提供、資金調達・資本政策に従事している。エーザイは情報開示やIRにおいて先端的な試みを行い、高い評価を受けているが、その多くは著者の実践に基づく。</p> <p>主論文『日本型脱予算経営』は、社内予算とその管理およびそれらと企業価値の関連についてである。参考論文の2つは、主に情報開示・提供と資金調達および資本政策についてである。これらは著者の担当職務に関する知見と実践を土台にしている。</p> <p>主論文では、まず、先行論文に依拠しつつ、伝統的予算管理制度の問題点を指摘する。年次固定予算は従業員に過度の負担を強いるとともに、時間の経過によって賞味期限切れとなりうる。さらにゲーミングとして、例えば期首の予算編成時では事業部はストレッチな目標設定を回避して「売上を過少申告し、費用を過大申告する」という自己保身に走る傾向が生じる (Jensen (2001) 等)。また日本企業の場合、固定年次予算とリンクした固定的な業績予想開示制度 (証券取引所の要請) が定着しており、業績予想達成のために経営者は裁量的利益調整を行う傾向がある (首藤 (2010))。これらの行動は必ずしも企業価値の向上に貢献しない。この固定予算制度と固定業績予想開示の呪縛を断ち切り、ゲーミングの弊害を最小化するシステムがHope & Fraser (2003) の主張する「脱予算経営」である。この脱予算経営は単なる予算廃止を意味するわけではなく、相対的業績評価、四半期ローリング予測、バランスト・スコアカードの導入など、事業や社会の実態に応じて多岐にわたっている。</p> <p>以上を踏まえ、主論文では、従来の年次予算制度および業績予想開示そのものは原則として残しつつ、柔軟な業績予想をベースとしたプロセスを導入する「日本型脱予算経営」を提案する。「柔軟な業績予想開示を行っている企業は、日本型脱予算経営を取り入れて変化適合型のプロセスを利用して企業価値最大化を図っている可能性がある」ことを仮説として述べ、その上で「日本型脱予算経営」を採用している企業例を示すとともに、グローバルに展開している主要機関投資家76社 (回答数) のサーベイを行い (UBS証券協力)、日本型脱予算経営とそれに基づく業績予想の情報提供は投資家から容認される蓋然性が高いとの結論を導き出している。この情報開示・提供は、投資家の信頼の獲得、新たな情報がもたらすサプライズ (それに伴う株価変動) の緩和、研究開発投資などの長期先行投資を犠牲にしない効果などをもたらす、企業価値の向上に結びつくものとする。</p> <p>この「日本型脱予算経営」と、投資家に対する情報開示・提供および企業価値向上との関係は、参考論文においてさらに詳細に分析されている。投資家に対する情報として、単なる法定開示だけではなく、業績のレンジ予想や月次実績アップデート、四半期ローリング、中長期KPI (key performance indicator) の情報提供などの、より柔軟で自由な業績予想が望ましいとの結論も、機関投資家のサーベイから得ている。さらに参考論文では、「日本型脱予算経営」のみならず、資本コストへの意識とそれに基づく投資家への情報提供、最適資本構成と配当などの株主への利益還元政策、その他のIR政策などがいかに企業価値向上に結びつくのか、市場と実例のサーベイのみならず、柳氏の実践に基づいての議論が展開されている。</p> <p>これら一連の論文の結論は、「日本型脱予算経営」は資本コストを引き下げて企業価値を向上させ、海外を含め投資家の資金を集める上で有効だとするものである。</p>			

(続紙 2)

(論文審査の結果の要旨)

主論文、参考論文(以下、本論文)の最大の特質は、これらにおいて展開されている方法論が柳氏の所管業務に実践的に反映され、また逆に所管業務から多くの知見を得ていることにある。エーザイが、投資家に対する情報開示・提供面において市場での高い評価を得ていることは、そのエーザイの財務および情報開示・提供の行動を主導する柳氏と、著者が築いてきた方法論的バックボーンへの市場からの高い評価でもある。つまり、管理会計と企業金融の両分野にまたがる本論文が実践的に有効だった証だと結論できる。以下、主要な論点に関する審査意見を、本論文への課題を含めて示しておく。

第一に「日本型脱予算経営」に関して。その具体的なプロセスに関するバリエーションを示し、同時にそれらを実践し、そこからの情報を外部に公表している企業の実例を示している。このことは大変興味深いし、学術的にはケース分析として十分な議論に耐えうる。他方、本論文では、「日本型脱予算経営」のバリエーションのうち、四半期ローリング方式と、それに基づく投資家への情報提供を推奨しているが、従来の方式の弊害とされるゲーミングの実態や、他の方式との優劣について、より綿密な分析が望まれよう。

第二に予算制度と業績予想の提供に関して。予算制度、投資家への業績予想の提供、その情報に基づく株価形成(企業価値の形成)をリンクさせ、論じていることはきわめて意義のある議論である。つまり、これまで独立したものとして論じられてきた管理会計と株価形成を一連のものとして認識する議論である。ここにも著者の実践で培われた知見が見られる。もっとも、株価形成に関する分析は先行研究の追従が太宗である。追加情報であるが、学会での発表において著者は独自の分析を公表しており、株価形成に関する独自分析の今後の積み重ねに期待される。

第三に、投資家に対するアンケート調査である。日本株投資を行う主要機関投資家76社の調査であるが、投資金額ベースでのカバレッジは大きい。このアンケート調査に基づき、業績予想情報に対する意識を把握できたのは情報開示に対する貴重な貢献である。この調査においても、著者の実践的な能力の高さが現れている。

第四に企業金融に関して。この分野の論点は参考論文で展開されている。この論点に関する著者のめざましい貢献は、資本コスト、配当政策、資本構成に関するものであり、これらの政策を投資家に向けていかに公表し、さらに公表したことを企業としていかに実践していくのかである。著者はエーザイ自身の行動を、本論文の主旨に沿うように導いており、研究と実務が一体になっている。同時に、上場企業全体に対して実践的なモデルを示してきたことを高く評価できる。

まとめれば、本論文は理論と実践が融合したものであり、説得力の高いものとなっている。もっとも、課題も残されている。それは、上で指摘したように、理論的な裏付けをより堅固なものにすべきだということである。とはいえ、この課題は本論文の価値を削ぐものではない。理論的裏付けを優先すれば、かえって企業自身の行動が遅れる。今後、実際のケースをより広く集め、分析することで、本論文が一層実り豊かなものになりえよう。

よって、本論文は博士(経済学)の学位論文として価値あるものと認める。

なお、平成25年12月7日に論文内容とそれに関連した口頭試問を行った結果、合格と認めた。