

配当政策論に関する一考察(3)

Some Thought concerning Dividend Policy, No.3

後藤 宏行

Hiroyuki Gotoh

経営学科

gotoh12@alice.asahi-u.ac.jp

【要旨】

本稿ではまず、経営者が自社の支払配当金を管理しているかどうか、もし管理しているならば、どのようにして配当決定を続けているかを探究する。J.Lintnerの研究がこの論考の土台をなしており、配当支払を決定する際の経営者行動の長期的一貫性が証明される。

次いで、経営者がどのようにして市場不完全性を配当政策の立案に織り込んだらよいかについての解釈を提示する。そして、配当決定についての勧告をする。配当金の関連性は市場不完全性に左右されるので、経営者はどのように配当政策を拵えたらよいかを洞察するため、市場不完全性が自社や自社の株主に与える影響を評価しなければならない。

I 企業の配当政策決定

後藤(2006)では、完全資本市場の条件下では配当政策は株主財産と関連性がないと結論づけた。経営者が望ましい配当支払動向を達成しようとする管理配当政策を信奉することは、投資需要を上回った営業キャッシュフローを支払うにすぎない残余配当政策と比べて価値を付加しない。けれども、ひとたび市場不完全性、すなわち市場摩擦が問題提起されたならば、管理配当政策は関連性がないという結論はそれほど明瞭でない。

本章では、経営者が配当政策決定は重要であると考えているかのように行動するかどうかを考察する。そのように行動する人々に関して、彼らがどのように配当政策決定を続けているか、また、配当政策決定の際に首尾一貫した戦略に則っているかどうかを検討する。

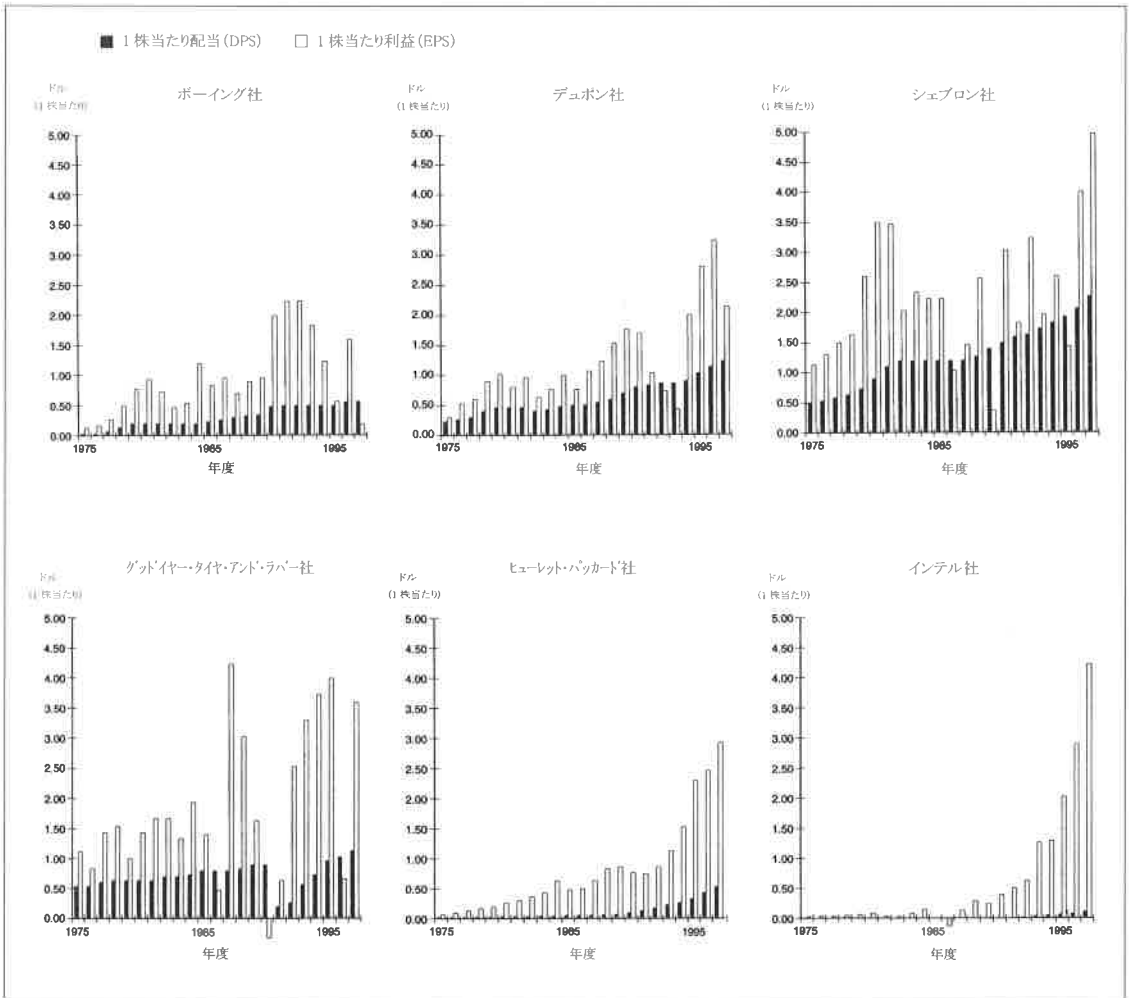
1. 個別企業の配当動向

企業の支払配当金と利益に関する経済全体的動向に注目すると、支払配当金は長期的には利益ほ

ど不安定でなかったことが判明している (Lease et al., 2000, p.12)。表面上、このような証拠では、配当フロー (dividend flow) を操作する企業の意味決定者は、残余配当を支払わないだけでなく一定比率の利益を支払いもしないことが示唆されている。もし彼らがその支払をしたら、配当変動率はデータが示すよりも遥かに高くなるだろう。ここで、数社の個別企業の動向を検討して、個別企業の配当動向が経営者の配当操作傾向を反映しているかどうかを考察してみる。図1では、1975年度から1997年度までの期間にわたる米国企業6社についての配当金と利益の動向を示している。配当金も利益も株式分割について調整済である。そのドル評価額は名目価値であるため、インフレ調整がなされていない。

この6社のうち5社はダウ工業株平均の優良企業である (ボーイング社、シェブロン社、デュポン社、グッドイヤー・タイヤ・アンド・ラバー社、ヒューレット・パカード社)。2社は高成長企業と見なされる (ヒューレット・パカード社とインテル社)。これらの企業が無作為抽出標本でないこ

図1 配当金と利益の動向



[出典] Lease et al. (2000), pp.120-121より。

とは明瞭であるが、個別企業の動向では、配当額は異なっているが、配当支払動向は経済全体的動向と一致していることが示唆されている。

1株当たり配当 (DPS) は1株当たり利益 (EPS) ほど不安定ではなさそうなことに留意されたい。また、表1では、過去23年間 (1975～1997年度) にわたるEPSとDPSの標準偏差、変動係数によって測定される6社の変動率の値と、平均配当性向 (=DPS/EPS) とが明示されている。

経営者が残余配当政策を信奉しているとするれば、標準偏差または変動係数によって測定される、利益よりも低い配当金の変動率という一貫した相関が看取されるとは思われない。要するに、目に見

える証拠でも絶対的・相対的な変動率計算でも、少なくとも表1の6社では自社の配当支払政策を管理していることが示唆されている。

表1 個別企業の抽出標本に関する変動率と配当性向

社名	EPSの標準 偏差	DPSの標準 偏差	EPSの変動 係数 ^(注)	DPSの変動 係数 ^(注)	平均配当性向 = DPS/ EPS
ボーイング社	1.28	0.30	0.65	0.55	0.30
シェブロン社	0.84	0.39	0.40	0.33	0.72
デュボン社	0.88	0.40	0.45	0.36	0.65
グッドイヤー・タイヤ・アンド・ラバー社	1.16	0.18	0.67	0.28	0.31
ヒューレット・パッカード社	0.75	0.15	1.02	0.67	0.11
インテル社	1.63	0.07	2.83	1.55	0.01

[出典] Lease et al. (2000), p.123より。

(注) 変動係数は、EPSとDPSの各々の時系列データの標準偏差を、その時系列データの平均値で割った値である。標準偏差は変動率の絶対的指標を表わすが、変動係数は変動率の相対的指標を表わす。

2. Lintnerの調査

J.Lintner (1956) は、米国の経営者がどのように配当決定を続けているかについての古典研究を実施した。彼は配当政策や、配当決定に関わりがあると見なされる15個の指定変数を論じた学術的・大衆的な財務文献を入念に吟味した。この指定変数の中には、企業規模、設備投資支出、外部資金調達を活用意欲、株式配当の利用、利益の安定性、支配団体の持株比率がある。

次に彼は、実績のある上場製造企業600社超の抽出標本を選択した。この抽出標本から彼は、集中的な追跡調査面談のために28社を選択した。この28社は統計上、代表的なものではなかったが、Lintnerが調査した15個の変数に関して多様性を呈した。

Lintnerはそれから、この28社の各社で配当決定に責任を負う経営者（通常は社長、財務担当副社長、財務部長、取締役）の何人かと面談を行なった。この面談では、特に配当変更がなされる時、配当決定に影響する具体的かつ明確な要素に焦点を合わせていた。

大多数の企業にとって配当決定の検討中に問われる第一の疑問は、現行配当は変更すべきか？であった。経営者は、現行配当水準を斟酌しなかったら配当金がいくらになるのかを考慮していなかった。

ひとたび配当変更は望ましいと確信すると、経営者は第二の疑問、すなわち配当変更の規模をど

のくらいにすべきか？を呈した。再度、現行配当水準がその指標として役立った。実際の決定変数はそれゆえ配当金の変更であり、新規配当水準それ自体ではなかった。Lintnerは、配当変更に対する固有の抵抗（惰性）や過大な増配に対する懸念（保守主義）が配当変更決定の際に目立っていることに気付いた。

経営者の総意によれば、株主は安定した相場を望んでおり、市場では安定性と段階的な成長に割増価格を付けた。それゆえ経営者は、配当変更を覆さなければならないというのは望ましくないと考えていた。増配は、経営者側が今後それを維持できると考えている場合に初めて行なわれた。従って、将来利益の予想は特定期間の配当決定において重要な役割を果たした。減配は、逆境がすぐに克服されるとは思われない場合に初めて行なわれており、経営者は減配をひどく嫌っていた。

Lintnerは、配当変更を正当化するための具体的な財務指標が必要であると経営者が考えていることを発見した。彼は、利益が配当決定の基準として、投資需要を含む他の全ての要素よりも優れていることを発見した。

面談過程からのもう一つの副次的結果としてLintnerは、経営者が株主に対する自己の受託者責任の一部として、増益にせよ減益にせよ、実質的な利益増減の一部を分配する配当政策を配当変更として予定すべきである、と考えていることを発見した。経営者は、利益と相関的な配当金に対

する自社株主の請求権については公正な取り分 (fair share) という観念を持っていた。大多数の企業では、理想配当性向あるいは目標配当性向 (= 1株当たり配当 ÷ 1株当たり利益) を設定していた。けれども、この目標水準は紛れもなく目指すべき目標であって、年ごとに拘束力のあるものではなかった。その抽出標本に関してLintnerは、配当目標が利益の20~80%に及んでいること、目標水準50%が最も一般的であることを発見した。

しかも大多数の企業では、自社の配当目標を目指すにあたっての比率に関する基準を設定していた。このような調整係数には6分の1から2分の1までの幅があった。例えば、目標配当性向が50%で調整係数比率が25%であると仮定しよう。これらの媒介変数を用いると、EPSが2.00 ドル から3.00 ドル へ増加した場合、初年度の増配は $[1.00 \times 0.50 \times 0.25 = 0.1250\text{ドル}]$ となる。この計算は、 $[\text{増益額} \times \text{目標配当性向} \times \text{調整係数}]$ である。増配総額0.50 ドル (=EPS増加額 \times 目標配当性向) は、新たなEPS水準が一定のままと仮定すれば、達成するのに数年かかるだろう。

経営者は、期間の経過に伴って自社の目標配当性向と調整係数を創案していた。特にこれらの媒介変数は、企業の成長見通し、投資機会の周期的変動、運転資本需要、内部キャッシュフローによって決定された。一度これらの媒介変数が設定されると、経営者は長期間にわたって目標配当性向と調整係数を維持した。短期設備投資あるいは運転資本需要が当面の配当決定に影響する向きはなかった。短期の内部キャッシュフローが配当需要と投資需要の両方を賄うには不十分な場合、Lintnerは経営者がその投資案の必要性を子細に検討するだろうと断定した。経営者は、投資案の資金を賄うのに他人資本を調達したり、投資案を中止あるいは延期したりするだろう。Lintnerは、配当金は投資に比べて最も重要で能動的な決定変数であり、投資の副次的結果ではないと断定した。

それゆえ、配当変更決定の際に経営者は当期利益を考慮に入れ、当期利益に社内目標配当性向を適用した。つまり、 $[\text{当期利益} \times \text{目標配当}$

性向 - 前期配当] で予想配当変更額が算定された。実際配当変更額を算定するため、次にこの予想配当変更額に調整係数の比率を乗じた。そのうえ企業では、配当変更額を0.05 ドル の倍数に保つことを望んでいた。一例によって、この意思決定過程が明らかになろう。

(1) 配当変更の一例

Lintnerの調査で経営者から入手された情報を利用して、意思決定過程の段階的な一例をたどってみよう。ここでは、ターギー・コーポレーションが1株当たり6.25 ドル の利益に対して前年度に2.50 ドル の配当金を支払ったと仮定する。ターギー社では、40%の目標配当性向と30%の調整係数比率を設定している。その後、ターギー社の利益は6.25 ドル から8.00 ドル へ増加している。従って $[8\text{ドル} \times \text{目標配当性向}40\%]$ により、前年度配当2.50 ドル と対比した目標配当3.20 ドル が示唆される。ターギー社では0.70 (=3.20 - 2.50) ドル も増配するだろうか？ 答は否。ターギー社では名目上、 $[\text{目標増配額}0.70\text{ドル} \times \text{調整係数}30\% = 0.21\text{ドル}]$ だけ増配するだろう。0.05 ドル ずつの増額変更を望んでいるとすれば、ターギー社では1株につき0.20 ドル の配当変更(増配)を宣言することになり、1株当たりの配当総額は2.70 ドル となる。

3. Lintnerモデル

経営者が綿密に配当金の組織的管理をしていると確信したLintnerは、彼が聴き取った配当決定過程についての口頭説明を表現するため、数学的モデルを展開した (Lintner, 1956, pp.108-109)。だが、経営者の実際行動は、この報告された配当決定過程を辿っていただろうか？ Lintnerの回帰モデルは次式のとおりである。

$$\Delta D_{it} = A_i + C_i (r_i E_{it} - D_{i(t-1)}) + U_{it}$$

ただし、 ΔD_{it} はi社の(t-1)期からt期までに観測された1株当たりの配当変更額、 A_i はi社の切片項、 C_i はi社の調整係数比率、 r_i はi社の目標配当性向、 E_{it} はi社のt期における1株当たり税引後利益、 $D_{i(t-1)}$ はi社で前期に支払われた1株当たり配当、 U_{it} はt期におけるi社の誤差項である。

Lintnerは実際の企業配当データを用いてその回帰モデルを検定し、 r^2 すなわち被説明平方偏差が85%であることを発見した。つまり、年度ごとの配当変更差異の85%が、この簡潔な数学的モデルによって説明された。重要なことだが、切片項 A_t は有意であり、正数であった。この証拠は、利益が減少している時期でも経営者は意識的に減配を避けていることを示唆しており、そのことはLintnerが面談から受けた印象と一致していた。

それゆえLintnerの調査結果は、経営者が口頭で説明したことをやろうとしていることを示してくれる。つまり、少なくとも経営者は、(i)可能なときはいつでも、配当金を漸進的、持続的に増加させながら安定させている、(ii)適当な目標配当性向を設定している、(iii)可能な限り減配を避けている。

更にその有用性を検討するため、Lintnerは、その回帰モデルを展開するのに利用した期間以外の期間についても回帰モデルを検定した。回帰係数はほぼ同一であった。つまり、その回帰モデルは単に特定期間にとどまらず、より長期間において機能した。

4. 配当政策が投資に及ぼす効果

配当決定に責任を負う経営者とLintnerとの討議の中で採めるかも知れない解釈の一つとして、「配当金は犬が振るシッポかも知れない」という意味合いがあった(Lease et al., 2000, p.126)。つまり、予測可能な配当性向を維持したいという要望は企業の投資決定に影響したのだろうか？

企業の財務意思決定に関する恐らく最も基本的な原則によれば、企業はNPVがプラスの投資計画の全てを採用すべきである。配当政策が経営管理上の優先順位で投資政策よりも上位にある場合、企業価値拡大計画が中止されたり延期されたりするということはありうるだろうか？

Fama (1974) は、配当決定と投資決定が関連している範囲を検討した。投資と配当金の関係は本研究の目的と副次的に関連しているにすぎないので、ここで彼の方法論を詳細に述べるつもりは

ない。要するにFamaは、経営者の配当決定と投資決定との間の独立性を発見した。つまりFamaは、投資は配当支払水準の関数でないと断定した。より正確に言えば、企業では自社の配当支払政策を維持しながら望ましい投資案を採用しているように思われた。外部資金調達柔軟性が、この独立性の原因となることもありうる。すなわち、優良投資計画で「純現金収入-目標配当」を超過する支出が必要とされた場合、企業では外部調達資金を確保することになる。

配当金と投資の相互作用について、『エコノミスト』1994年6月4日号の記事は次のように伝えている。

「一般的な仮説とは逆に、英国企業が支払配当金に充てている現在の高い利益水準は、英国企業の低い投資水準の原因となるものではない。企業では利益のみならず、銀行あるいは資本市場からの借入や、株主割当発行増資を通じた自社株主からの資金調達によっても現金を入手できるため、配当金と投資は真っ向から競合するものではない。英国企業では高いリスク水準を認識しており、それに応じて高利回りを得ようとしているので、どうやら投資を制限しているようだ。」(*The Economist*, June 4, 1994, p.15)

5. 再考される個別企業の配当動向

Lintner調査の予備知識を持ちながら、図1を見直してみる。ボーイング社、シェブロン社、デュポン社に関しては、堅実で安定した配当成長動向が見て取れる。減益となった年度、例えばボーイング社では2年間(1981~1982年度)、デュポン社では3年間(1991~1993年度)においても減配されなかったことに留意されたい。要するに、この3社はLintnerモデルと完全に適合するように思われる。

1991年度までのグッドイヤー・タイヤ・アンド・ラバー社では、減益となった時期に減配阻止という同一の動向が見て取れる。1988年度に同社では28%の減益を被った後、1989年度には46%の減益、そして1990年度には126%の減益となった。この

3年間に同社では、基本的に配当限度を維持した。結局、1991年度に同社では、1株につき0.90ドルから0.20ドルへ大幅に減配した。このような減配嫌悪は、40年以上前に経営者達がLintnerに語ったことと合致している。

Blumenstein (1997) は、ゼネラル・モーターズ (GM) 社の取締役会による配当決定を論じた。次の会合でGM社の取締役会は自動車メーカーで増配する、と予想されていた。けれども、彼は続いて次のように述べている。

「当社の役員達は、しかしながら、不況でも維持可能であるような水準までは増配することを勧めるだろうと力説している。GM社が1990年代初めに困難に陥った理由の一つは、最高経営者が四半期ごとに75%という高水準まで増配したが、結局は40%まで、その後更に20%まで大幅に減配しなければならなくなったことである。」(Blumenstein, 1997, A 3)

高成長企業の例であるヒューレット・パカード社とインテル社もまた、Lintnerモデルで予測された動向に合致している。けれども表1では、この2社の配当性向の値がより成熟した他4社と比べて相対的に低いことを示している。この不確かな証拠では、目標配当性向が成長と投資需要に目を向けて設定されることを示唆している。とはいえ、ひとたび目標配当性向が設定されたとしても、経営者は安定した恒常的配当成長を目指そうとする。

6. 後発の配当モデル研究

図1では、経営者がLintnerの調査結果とモデルに整合する配当決定を今でも行なっていることを示唆しているが、他の研究者達は配当政策に関する経営者の見解についての後発調査を行ない、Lintnerモデルを形式的に再検定して、配当行動を説明するより精緻なモデルを展開した。

Baker et al. (1985) は、企業の財務管理者に関する調査を行なって、当社の配当政策を決定する際に最も重要と見なされる要因を明らかにした。その調査目的の一つは、はるかに多数の企業標本

(有効回答数318社、回答率57%)を用いて、昨今の配当政策の決定要素をLintnerの調査結果と比較することであった。彼らは、以下のような結論を下した。

「まず調査結果の示すところでは、今日の支払配当金の主な決定要素は、1950年代半ばに展開されたLintnerの行動理論モデルと酷似しているように思われる。とりわけ回答企業では、配当継続性に大きな関心を持っていた。次に回答企業では、株価の維持あるいは値上げの際に配当政策に重きを置くことによって証明されるように、配当政策は株価に影響すると考えているように思われる。この調査では、配当関連性に対する確信についての厳密な根拠を明らかにしていないが、回答企業は一般に送信効果と顧客効果を認識しているという証拠を提示している。」(Baker et al., 1985, p. 83)

Brittain (1964, 1966) とFama and Babiak (1968) は、Lintnerモデルを再評価した。これらの研究者達は、経済全体的な利益・配当データと個別企業のデータの両方を利用して、選択的な明細事項に関してはLintnerの基本モデルは十分に機能し続けると断定した。特にFama and Babiakは、以下のような結論を下した。

「企業データに関する回帰分析、シミュレーション分析、予測検定では、個別企業の配当モデルに関して矛盾がない証拠を提示している。定数項の D_{t-1} と E_t を含めた2変数Lintnerモデル(4)は、他のモデルに比べて十分に機能する。けれども、一般に定数を削除して、遅行利益変数 E_{t-1} を付加すると、Lintnerモデルの予測能力が僅かに向上することになる。」(Fama and Babiak, 1968, p.1160)

近年の広範な研究の中でBenartzi et al. (1997) は、Lintnerモデルに関連する追加的証拠を提示した。彼らの言によれば、「我々がこの分析から引き出す結論では、Lintnerの配当モデルは依然として利用可能な配当決定方法を最もよく説明している。配当変更は殆どの場合、何が起こってしまったかを多少なりとも教えてくれる。前年度と当年度に利益が急増すると、配当金はそれを反映

するように調整される。この配当変更宣言に情報量があるとすれば、それは同時発生の利益増減が一時的どころか永続的である、ということである。」(Benartzi et al., 1997, p.1032)

7. 配当行動の長期的一貫性

50年経った後でもLintnerの調査は、依然として経営者側の配当行動に関する権威のある研究、すなわち財務の「古典」である。彼の研究結果として、他の研究者達による確認と併せて、米国の財務管理者は概して配当決定を自己の職務の重要部分と見なしていると断定して差し支えない。代表的な企業では残余配当政策を信奉していないし、自社の配当支払を成り行き任せにしてもいない。それどころか企業では、提案されたLintnerモデルと同様に自社の配当金を管理している。

けれども、経営者は配当決定を重要と見なしているという事実があるにもかかわらず、市場では入念な管理配当政策がより高値の株価で報われると断定することはできない。Miller (1977) が資本構造決定に関して提言したように、配当政策決定は「中性的な突然変異体」、すなわち害ももたらさないが、価値も創造しない政策であろう (Miller, 1977, p.261)。考察された実証的証拠が示唆しているように、管理配当政策の利点は、たとえばあったとしても、制度的発見がなされていないように思われる。

II 配当政策に関する経営管理上の意味合い

これまでの論考によって学術研究上は、全ての企業に同時に適合する理論的な最適配当政策（マクロ段階の政策）を明確に述べることができないことが証明された。絡み合った複雑さゆえに、全てに一樣に対応する配当政策論がいずれ受け入れられるかどうかは疑わしい。長年にわたって研究者達は、市場不完全性、すなわち様々な市場摩擦がどのように配当政策に影響しうるかについて、多数の学説を提唱してきた。これらの研究者達はデータを曲解して、様々な学説を支持したり拒否

したりすることを自ら認めようとしている。けれども、殆どと言ってよいほど、これらのデータは市場摩擦の影響に関する明確な解答を示そうとしていない。

個々の配当政策論に関する実証的な裏付け不足は、市場摩擦を定量的に測定する際の諸問題と、個別企業に差別的に影響しそうな無数の相互に作用する市場不完全性を取り上げる際の統計的複雑さとの結果であると考えられる。つまり、各企業は関連度合が異なる潜在的に別々の市場摩擦の組み合わせに直面しているため、各企業の最適配当政策は恐らく独自のものであろう。各企業が独自の最適配当政策を持っているとしたら、重要な統計的概念が未だに研究者達に発見されていなくても驚くにあたらない。企業価値に対する配当政策効果の既存モデルは市場環境の複雑さを十分に反映しえない。このような論証の筋道をたどりながら、本章の5の(1)と(2)で、その配当政策を自社が直面している市場不完全性と相関関係にあるものとして調整する企業の筋書を示す。本章の目的は、経営者の配当政策決定を手助けするための一般的な指針を提示することである。

1. 経営者は配当政策をどう考えているか？

経営者は配当政策決定ということになると市場不完全性の重要性に適応していることの例証として、Abrutyn and Turner (1990) から次の一節を掲げる。

「最高業務執行役員 (CEO) は、それ以前は配当支払があった場合には株主に対して重い税制上の懲罰があると思われた1986年税制改革法の前に、なぜ株主へ配当金を支払ったのかを特定しようとする際に調査された。配当性向、株主人口統計、その他の要素を列挙している完全調査が、米国企業上位1,000社のうち163社のCEOから入手された。その調査結果では、この163社中の63%が自社の配当性向の潜在的根拠として配当送信説 (dividend signaling explanation) を第1位もしくは第2位にランク付けしていたのに対して、44%が代理コスト説を高順位に置き、また、

36%が租税と配当金に関する新たな見解と整合する説を高く評価していたことを示している。」(Abrutyn and Turner, 1990, p.491)

このような調査結果から、3大市場不完全性、すなわち送信（非対称情報）、代理コスト、租税が企業経営者の配当決定に影響していたということは、注目に値する。

Lazo (1999) は、「スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) 500種銘柄企業の最高財務担当役員 (CFO) の配当政策に関する調査」と題する1998年版企業意思決定者調査の概要を報告した。この調査は、在ニューヨーク市の市場調査会社である Insights & Directionsによって実施されたものであり、サンフランシスコ市を本拠とする Spare, Kaplan, Bishcel & Associatesが依頼したものである。S&P500種銘柄企業のうち110社が回答した。Lazoは、次のようにその調査報告書を引用している。

「けれども、圧倒的多数において大企業の取締役会や上級管理者らは、一部の投資家が支払配当金によって提供される情報価値を一時的に見失っている場合でも、配当金の重要性を理解しているという事実は依然、変わらない。配当金は、公表利益が存在する場合といえども存在しない。上席財務担当役員らは、配当金をキャッシュフローの重要優先活用と評価している。企業では配当金を、株主に対する単なる余剰キャッシュフロー分配形態を超えるものと見なしている。明らかに、配当政策は機関投資家や個人投資家にとって重要であろう。企業の配当政策に注意を払う投資家達は、その企業株式の評価誘引力に対する貴重な眼識を得る。」(Lazo, 1999, p.23)

2. 我々は配当政策についてどう考えるか?

これまで強調されてきたように、自社の配当政策をどのように設定したらよいかについて経営者に提供される助言は、企業固有の段階、すなわちミクロ段階でなされなければならないと考えられる。財務管理者は、様々な市場摩擦が自社のほか、自社の現在の請求権保有者にどのような影響を及

ぼすかを検討して、自社に適した妥当な配当政策に到達しなければならない。

(1) 配当政策関連性の「天秤」

配当政策と株主財産との関連性（ここでは、配当政策関連性と略記する）についての所見を述べる方法として、図2で示されるような一種の天秤を描いて、向かって右側における配当政策関連性ありの長所を、向かって左側における配当政策関連性なしと比較考量してみよう¹。(a)では、完全資本市場の社会における配当政策関連性についての考え方を示しており、天秤は配当政策関連性なしのほうに大きく傾いている。(b)では、市場不完全性に包囲された社会での天秤が描かれている。こちらでは、市場摩擦の影響力が天秤を配当政策関連性ありのほうに傾けると考えられる。何社かの企業にとっては固有の市場摩擦が大きな影響力を持っているだろうし、他の企業にとっては、これと同一の市場不完全性は取るに足らないものかも知れない。つまり、市場摩擦の影響力は企業によって相違することになる。

配当政策は関連性ありと考えられるが、例えば企業価値決定の際に配当政策は重要性という点で、投資政策と同列には論じられないということを率直に付言したい。それでもなお、配当政策は株主財産に影響する場合があるため、経営管理上、相応な配慮に値するものと考えられる。

(2) 競合的摩擦モデル

所見に関する例証として、ある企業の経営陣が3つの市場摩擦、すなわち租税、非対称情報、代理コストは自社に関連性ありと考えている、と仮定しよう。この競合的摩擦構造、すなわち図式モデルが図3で示されている。当社の経営者は配当決定に対する個々の市場摩擦の影響力を分離して評価してから、合理的な配当政策を公式化する前に、この3つの市場不完全性に関する潜在的に複雑な相互連関を考慮している。

1 配当政策関連性 (dividend policy relevance) の意味合いについては、後藤 (2006), pp.19-20を参照せよ。

図2 配当政策関連性の天秤

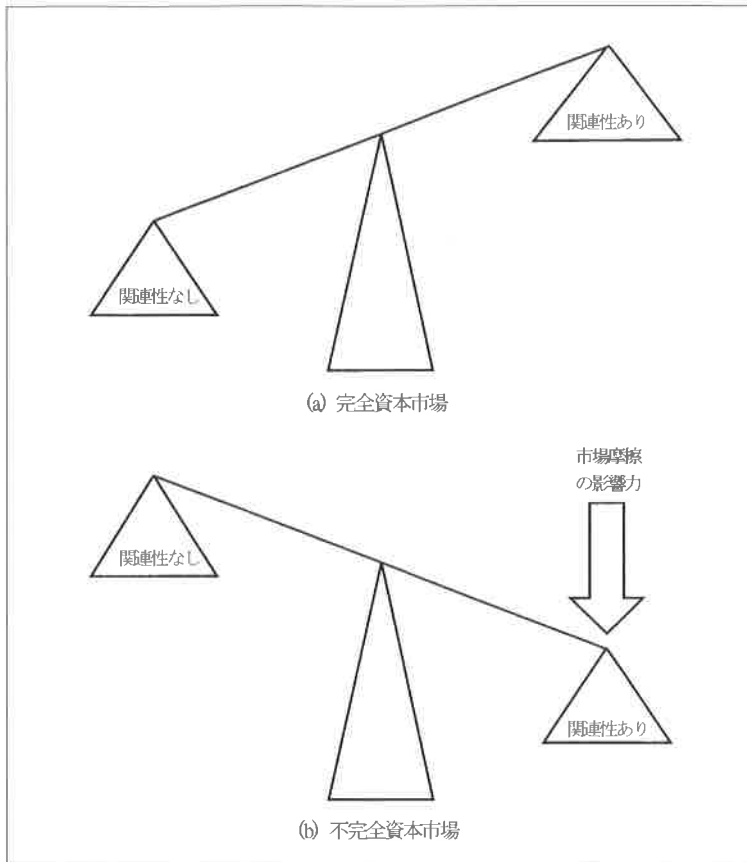
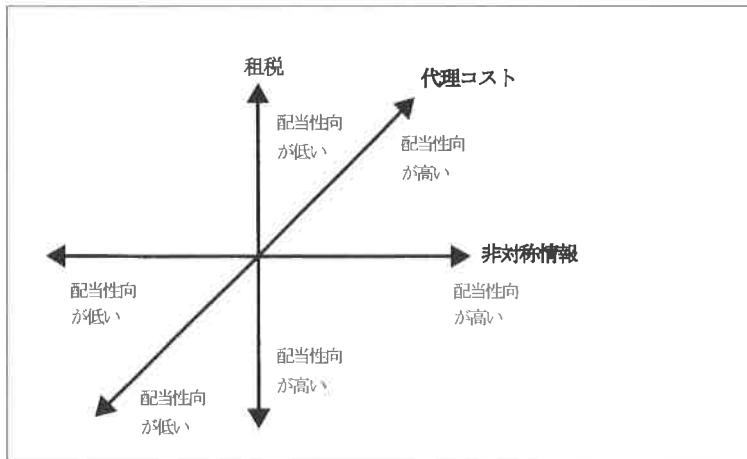


図3 競合的摩擦モデル



3. 個々の市場不完全性

本節では、市場不完全性がそれぞれどのように配当決定に影響しうるかに焦点を合わせて、財務管理者がこの市場不完全性をどのように自己の意思決定に織り込んだらよいかについての解釈を提

示する。ここでは、殆ど周知であることから、まず3大市場不完全性を論じる。その次に取引コスト、発行費用、行動動因、すなわち3つの些細な市場摩擦の影響力について考察する。

(1) 租税

企業には、自社の主要な株主範疇の独自性に関する合理的な考え方があるはずである。従って企業では、この株主達へ議決権行使勧誘書類と配当小切手を郵送するのに使用される株主名簿を入手することができる。投票代理権取りまとめ会社は、当社の株主の属性に関して経営者側にいろいろと教えることができる。株主は一般に、(i)譲渡所得を好む投資家、(ii)配当所得を好む投資家、(iii)租税中立型の投資家、に分類することができる。

株主に関する租税誘発的顧客効果 (tax-induced clientele effects) の存在を裏付ける証拠は限られている²。とはいえ、投資家は自己の納税事情に最も合致する配当支払をしている企業へ投資することを自主的に選択する傾向にある、と考えられる。

利益配当税率の高い個人投資家は、他の全ての条件が同じならば、配当支払がゼロか、あるいは少ない企業を選ぶだろう。この個人投資家の配当所得に対する現行最高税率は39.6%であるが、長期譲渡所得については20%である³。この譲渡所得実効税率は、その譲渡所得が将来に繰延べられる場合には著しく下がることに留意されたい。多額納税株主のいる低配当企業が臨時多額の残余純現金収入を保有している場合、このような投資家は多額の配当支払よりもむしろ自社株買戻し制度を好むだろう。自社株買戻しは投資家に参加する機会(義務にあらず)を与えるが、支払配当金は比例配分基準によって全ての株主が受け取る。

受け取った配当所得の僅か30%について納税する法人投資家は、他の全ての条件が同じならば、譲渡所得よりも配当所得のほうを好むだろう。今、通常の所得に対する現行法人税率を35%と仮定すれば、配当金の実効税率は僅か10.5% (= 0.3×0.35) である。

無論、譲渡所得の実現をかなり長期間繰り延べ

る予定であることを法人投資家が知っているならば、譲渡所得実効税率は10.5%未満に下降する場合もありうる。従って、租税の観点から配当金が有利か、譲渡所得が有利かについては、企業の投資期間が決定することになる。

租税中立型の投資家、すなわち納税しない投資家(例えば、公的年金基金または民間年金基金、信託、慈善団体など)にとって、租税だけが個別企業の配当政策に関する選好を決定するわけではないだろう⁴。けれども、一部の租税中立型の投資家は収入(例えば配当金)によって消費することを制限され、収入を生じるための有価証券売却を許可されない場合がある。このような制約を受ける機関投資家は、配当動向が予測できる企業へ投資したがるだろう。しかも一部の機関投資家は、長期にわたる配当継続を経験したことがない株式への投資を禁止されている。従って、このような機関投資家はまた、企業の配当継続性について心配しているだろう。

長期的に見れば、一人の租税誘発的顧客は他者と同様に信用できるだろう。従って、なぜ企業では自社の既存株主に対する税制優遇措置に適合するように、自社の配当政策を設定しなければならないのか? その解答は、配当政策変更に関する不利な単発の投資家税効果と、企業の所有者層の再編成に関連する費用にあるだろう。例えば、低配当企業が急に高配当政策へ転換したらどうなるだろう? 多額納税投資家がこの企業の所有者層を構成していると仮定すれば、彼らは好ましからざる配当金に対して納税するか、もしくは持株を売却して他の低配当企業に再投資するかしなければならぬ。それゆえ、この多額納税株主の移動は、予期せぬ課税と取引コストの両方またはいずれか一方のほか、甚だしい不都合を生じることがある。株価は、少なくとも短期的に見れば、間違いなく下落するだろう。そのうえ、実際に新規高配当政策を好む投資家は、その新規高配当政策が信用で

2 後藤(2008b), pp. 54-55. 租税誘発的顧客効果とは、その課税上の地位によって特徴づけられる投資家グループは望ましい配当政策を有する企業の株式に引き寄せられることをいう。

3 Lease et al.(2000), p. 184. どちらの数値も1999年末現在の米国における推定税率である。

4 取引コストを租税と共に考慮に入れると、租税中立型の投資家の選好が変わることがある。けれども、ここでは租税を分離して考察している。

きるといふ徴候を期待しているかも知れない。一般的に見て配当政策変更は、既存株主に対して著しい租税誘発的混乱を引き起こすことがある。

単発の配当政策変更に関する問題は明らかに、全面的残余配当政策を採用している企業によって大きくされている。この配当政策のもとでは配当予測が極めて困難であり、納税不安または消費不安を抱える投資家は、この種の不規則な配当支払をする企業を恐らく避けるだろう⁵。

配当政策決定を行なう際の税制上の対価の潜在的重要性ゆえに、財務管理者は税法の改正を厳重に見張るべきである。大幅な税法改正が配当政策変更に影響することがある。ここでの論考からの二元的な教訓は、「汝の投資家も税法も両方とも知るべし」である(Lease et al., 2000, p.185)。投資家の納税事情は、企業の妥当な配当政策に関する手掛かりを探すための必然的な最優先事項である。複数の実証的証拠では、経営者は税法の改正に注意を払っていることが示唆されている。例えば、税法が頻繁に改正されている英国では、企業は自社の配当政策を税制改革の方向に適合させている⁶。

(2) 代理コスト

企業では、時価総額を最大化する投資政策の実施を許容する配当政策を採用すべきである。概して企業は配当金の過少支払いをしないはずである。留保資金は、正味現在価値(NPV)基準を満たした投資計画に投資されなければならない。多すぎる現金を寝かせておくことは無分別な投資である⁷。この所見と整合するのは、市場が設備投資増大の公示に対して肯定的に反応することを立証している調査である⁸。

要するに、過剰な現金残高は経営者の投資柔軟性の程度を増し、株主に損失を与えることがある。つまり、一方において経営者側の報酬とか名声が企業規模または売上高に基づいている場合には、投資計画に過剰投資をしたり、戦略上得策でもなければ企業価値を高めるものでもない他社の買収をしたりしたいという誘惑が存在する。

他方において、配当金の払い過ぎやNPVがプラスの投資計画に対する過少投資もまた、潜在的な問題である。このような問題は、配当支払を制限する社債の財務制限条項によって克服することができる。

これまで論じてきたように、債権者と配当制限を取り決める場合、経営者は将来配当の柔軟性と債券保有者保護との間の最適な調整(要求利率に影響する)を確保しようとする(後藤, 2007, pp.52-53)。経営者は自社の将来の選択肢に関して、このような配当制限の結果に留意しなければならない。

一般に高成長企業は、自社の将来配当支払能力を著しく限定する厳格な配当制限を定めても差し支えない。なぜか?このような企業では、多数の優良投資計画を想定しても、過剰投資の懸念に悩まされない。このような企業では恐らく定期的に外部資金調達を必要とするだろうし、それゆえ頻繁な資本市場監視上の規準の適用を受ける。しかも、このような企業は自社で投資の資金調達をしなければならないので、将来配当の柔軟性をそれほど必要としない。高成長企業では、将来に厳しい経済状況が発生しても現行の配当支払を継続するように、配当余力、すなわち制約条件によって配当予備支払能力を維持することを殆ど必要としない。そのうえ、たとえ配当収入があったとしても、殆ど受け取らないことを予想して高成長企業を見つけ出している投資家にとって、配当金はそれほど重要でない。配当余力は債券保有者保護を

5 ただし、広範囲に分散投資された株式ポートフォリオを保有する投資家を考慮すると、個別企業による不規則な配当支払は、その保有株式配当利回りの変動率を下げる場合がある。

6 例えば、Ang et al.(1991)、Poterba and Summers(1985)の実証的証拠を参照せよ。

7 無論、一時的な現金増加が後の期間に必要とされる場合には、発行費用が恐らくそれを望ましいものとするだろう。けれども、この結末は新たな市場不完全性、すなわち発行費用に依拠する。ここでは、代理コストに起因する市場不完全性のみを考慮している。

8 例えば、McConnell and Muscarella (1985)の実証的証拠を参照せよ。彼らは、過剰投資傾向が定着していない業界企業の設備投資増大の公示に対して肯定的な株価反応があることを発見した。

弱めて、その債権リスクに比べて高すぎる要求利率をもたらす。

これと反対の理由で低成長企業では、より大まかな配当制限を取り決めるだろう。NPVがプラスの将来投資の不足と共に、このような企業では恐らく、株主へ支払われるべき多額の手元余裕資金を生じるだろう。配当支払公約がなければ過剰投資が誘惑となるだろう。将来の景気後退や高い配当支払水準を維持したいという要望に備えて、制約条件に基づいた配当余力が望ましい。

負債比率の高い企業では、配当政策上の厳格な制約条件を定めることがある。過重な債務負担はこのような企業の過剰投資能力を限定し、また、度重なる借換えは資本市場監視上の規準を生じさせる。このような企業ではまた、配当余力は約定利率に比べてその債務リスクを低めるため、配当余力を維持する必要がない。実際、実証的研究では、成長企業や負債比率の高い企業は、他の全ての条件が同じならば、より厳格な配当制限を選択して僅少な配当金しか支払わないことが指摘されている (Kalay, 1979, p.3)。

負債比率の低い企業でもまた、将来配当の柔軟性をもたらすように、負債比率の高い企業に比べて大まかな配当制限を取り決めるだろう。軽少な債務負担は債務借換えや、資本市場によって課せられる規律が少ないことを意味する。それゆえ、配当金と配当余力は相対的に重要である。そのうえ負債比率はいずれにしても低いため、配当余力の維持による債券保有者への財産移転は重要な問題でない。

負債比率が低く、所有者が広範囲にわたる高成長企業にとって、配当金は経営者・株主間の潜在的な代理関係の衝突を調整する際に相対的に重要である。他の全ての条件が同じならば、支払配当金は企業、特に高成長企業をもっと定期的に資本市場へ押しやる。資本市場が行なう監視によって、経営者の自己に有利な行動の範囲が制限される。

しかし、経営者が発行済株式のうち相当な割合を保有している場合、彼らの利害はその持株数が少ない場合よりもキメ細かく株主と調整される。

従って、最適配当支払は経営所有水準と相関関係にあるものと思われる。代理関係の観点からみて、高水準の経営所有はより少額の配当支払が適当であることを示唆しており、その逆もまた同様である。

周知のとおり自社株買戻しは配当支払に代替する手段で、別途検討を要する。ちなみに、自社株買戻し水準は1980年代半ば以降、急速に上昇した。けれども、均衡が取れていないため、自社株買戻しは所有者層を調整するのに利用されることがあり、従って残余株主の最大利益とならない場合がある。特に自社株買戻しは、買収阻止に利用されることがある。要するに、株主は自社株買戻しの結果を配当金と対比して認識していなければならない。代理コストの観点からみて、株主に対する2つの現金分配法は全く異なるものであり、自社株買戻しは代理関係の衝突を増大させるが、配当金はそれを軽減しうる。

(3) 非対称情報

配当変更が市場へ重要な情報を伝達することは一貫して証明されてきた。配当金に関する実証的証拠のうち最も注目に値する要素の一つは、株価に対する配当変更の告知効果である。複数の実証的研究は、企業が初めて、あるいは少なくとも5年間の中断の後に、配当支払を開始した場合の大幅な株価上昇を立証しているし、増配宣言による株価上昇と減配時の著しい株価下落についても立証している⁹。従って、経営者は配当政策決定をする前に、証明された市場反応を認識していなければならない。

實際上、経営者の所有する非公開情報のわりに企業が過小評価されている場合、経営者は配当金を利用して、自社の非公開情報とより整合している自社株の時価評価額を確定することができよう。配当支払は経営者側にとって高くつくため、経営者は適正な時価評価額を確定することの重要性と

9 株価に対する配当変更の告知効果に関しては、複数の実証的研究が存在する。これらの研究では一様に、配当変更宣言が同様の株価変動をもたらすことを示している。詳細については、後藤 (2008a), pp.97-98の表2を参照せよ。

緊急性を見極める必要がある。例えば、企業またはその株主が証券発行を予定していたり、当社が潜在的な買収目標企業であったりする場合には、当社の適正評価額、すなわち有利な非公開情報を取り入れた評価額を確定することが重要である。市場による過小評価の程度や要求される証券発行の規模は、恐らく配当支払の決定要素であろう。例えば、定期的に増資をする公益企業では、その増資を見越して自社の配当支払を増やすように経営顧問から勧められる場合が多い。

実証的証拠はまた、市場では種々の配当形態に関して異なる意味が推測されることを証明している。例えば、市場は特別指定配当 (SDD)、すなわち割増・特別と名付けられた配当金よりも定時の増配に大きく反応する¹⁰。株式公開買付け型自社株買戻しもまた、公開市場買戻し、あるいはせり下げ競売型買戻しよりも有利な信号と見なされている¹¹。このような見方は、一時的な純現金収入増加が特別配当として適切に分配されること、また、永続的な純現金収入増加が予想される場合に初めて定時配当が調達されるべきことを示唆している。

純現金収入の減少水準が将来までずっと継続すると予想される場合を除いて、純現金収入が減少しても減配は生じないだろう。投資家は減配を際立った悪材料と解釈するので、減配が宣言されると株価は著しく下落する。

同様に経営者は、更に事後の減配の可能性を避けるため、大口増配に関して慎重でなければならない。純現金収入の増加が生じてそれが持続すると予想される場合には、増配を漸次行なうべきである。その代わりに、あるいは増配と同時に、企業ではその配当の一部を特別指定配当 (SDD) と宣言したり、小口増配と共に多少の自社株買戻しに従事したりすべきである。このような段取りは、後日取り消さなければならない場合がある慣習的

(楽観的) な配当宣言の発生を防止する。

そのうえ、配当変更の根本原因に関する市場の解釈は十分に理解されていないが、この配当変更が大きな市場反応に直面することは知られている。このような監視は、予想される純現金収入との関連で徐々に配当金を平準化しようとする動きを支えている。

経営者は法律によって、内部情報を不当に利用してはならない。特に、経営者は違法行為がばれるのを避けるため、差し迫った配当変更宣言に先立って取引してはならない。同様に、配当金の代替手段としての自社株買戻しに関して、内部者は自社株買戻し前での自社株売買の発生を防止すべきである。内部者取引は自社株買戻し公示に関する市場の解釈に影響を及ぼすため、経営者の自社株買戻しへの関与に対する規制は株主にとって有益と思われる。

(4) 取引コスト

取引コストの存在は管理配当政策 (managed dividend policy) にとって好都合である。企業が継続性のある安定した配当政策を設定している場合、その政策が高配当であろうと低配当であろうと無配であろうと、投資家は自己の消費・納税特性に最も合致する配当政策を選択することができる。

それゆえ、この市場不完全性に基づいて、経営者は適当な取引期間にわたる純現金収入水準の予測を試みるべきである。それから、予想される純現金収入に基づいて自社の配当支払水準を調整し、安定させようとしなければならない。このような配当政策は、投資家の支出する取引コストを最小限度にするだろう¹²。

投資需要が高く、また、営業キャッシュフローの変動性が大きいような成長企業の場合、残余

10 これに関しては、Brickley (1983), Jayaraman and Shastri (1988) の実証的証拠がある。後藤 (2007), p.56を参照せよ。

11 例えば、Comment and Jarrell (1991) の実証的証拠を参照せよ。

12 無論、分散投資家は、配当金を平準化していない単一企業のみへの投資と比べれば、ポートフォリオ効果によって配当金の安定性を達成するだろう。つまり、株式ポートフォリオの場合の配当総額の不安定性は、全ての株式が残余配当政策に基づいている場合でも、残余配当政策を信奉している単一企業の配当金より低いはずである。この分散投資効果は、投資家が単一企業の安定配当政策を重視する度合を恐らく減じるだろう。

キャッシュフローは少額であったり、マイナスで不安定であったりもするだろう。このような企業では、一定の配当水準が容易に維持できるまで支払配当金を延期するのが最も賢明である。この配当支払は、成長率と投資需要が弱まるにつれて徐々に増加しうる。成熟企業の場合、配当水準はもっと高いだろうが、元のように安定し、予想される残余キャッシュフローぐらいを目標とされるはずである。

(5) 発行費用

発行費用は残余配当政策にとって好都合である。既に指摘されているように、発行費用は特に小企業や小口の増資の場合、相当な額でありうる。従って小企業では、営業キャッシュフローが予定設備投資水準を上回る場合に初めて現金を支払うべきである。配当金を操作すると、殆ど疑いなく高水準の発行費用が生じることになる。

けれども、残余配当政策の利用では企業が純現金収入を予測できないことを想定している。純現金収入が当期はプラスであるが、次期以降はマイナスとなることを企業が予測できる場合には、将来の発行費用を最小限度にするため、この超過資金の一部を銀行に預けることを望むだろう。この意思決定は基本資本予算の決定、すなわち最も積極的な価値評価の効果を及ぼす純現金収入の支払か留保かの選択肢の決定と見なすことができる。

(6) 投資家行動の問題

確かに一部の投資家はあまり合理的でないが、少数の合理的で財力のある投資家だけは、投資家の不合理が配当政策関連性を決定するという考えに異議を唱えることができる。

不合理な投資家は、消費・投資目的のために好まれない配当政策を設定している、他の点では同一の企業（リスクと将来の純現金収入によって評価される限り）に比べて、優れた配当政策を設定している企業の株価をせり上げると仮定しよう。この株価不均衡が発生すると、配当政策に中立的な投資家にとって裁定取引の機会が生じる。このような配当中立型の投資家は評価格差が消滅するまで、割安な銘柄を購入して値がさ株を売却する

だろう。一般に、企業評価に対する配当政策の効果に関わる大部分の市場不完全性の潜在的影響には同意できる。投資家行動は合理的でなく行なわれることがあるが、非常に多くのケースが考えられ、その影響を個別に判断することは難しい。それゆえ、投資家の不合理を経営者の配当政策業務に組み入れることは厄介である。

4. 市場不完全性の相互連関

前節3では、個々の市場不完全性を分離して考察することにより、それがどのように配当政策に影響しうるかを論じた。けれども、現実社会では市場不完全性が相互連関的に企業に影響するので、経営者は配当政策決定をする際に、このような相互連関を考慮しなければならない。

論じられた6つの市場不完全性の順列の数は多い。例えば、(i)租税と代理コスト、(ii)租税と非対称情報、(iii)租税と取引コスト・発行費用、(iv)代理コストと発行費用、(v)非対称情報、租税、取引コスト、発行費用、を内包した市場環境を考えることができよう。このように一部列挙した相互連関でさえ、多数の組み合わせを包括的に取り上げて、すぐさま徒労に終わることを明示している。つまり、小事にとらわれて大局を見失うようになる。それゆえ、このような相互連関を網羅的に論じることは無用である。

5. 市場不完全性に対処するための戦略

市場不完全性に戦略上対処することは、図3で明示されたような競合的摩擦モデル（市場摩擦、すなわち市場不完全性が経営者側の重要性評価によって偏る）の多次元軸で図示することができる。出発点として、次のような戦略が提案される。経営者は、重要性の評価水準を反映する連続体によって自社に影響を及ぼす各々の市場不完全性を、定性的に評価すべきである。少数の市場不完全性が大きく浮かび上がるかも知れない。他の市場不完全性は取るに足らないものとして、恐らく無視されるだろう。そうすれば経営者は、関連性のある市場不完全性の配当政策効果を継続的に分析す

ることができる。市場不完全性間の調整に関する意思決定は、各々の相対的重要性を考慮して行われなければならない。

例えば、経営者側では3つの市場不完全性、すなわち租税、非対称情報、代理コストは自社に適した配当決定に関連性ありと考えていると仮定しよう。しかも経営者側では、これらの市場不完全性はみな同じ重要度で自社の配当決定に影響すると考えている。もう一度、図2を参照されたい。この枠内で経営者は、各々の市場不完全性を別個に考慮してから、自社の配当政策の選択に達するように組み合わせて考慮する。

(1) 競合的摩擦解消の一例

次の特徴が、ある企業に該当すると仮定しよう。

- (i) 当社は成熟しており、適度な成長機会と多額の純現金収入を保有している。
- (ii) 当社は同業他社に比べて適度な水準の債務を負っている。
- (iii) 当社の過半数株主は金融機関その他の企業である。
- (iv) 当社の経営陣は適度な株式持分を所有している。

このような企業・株主の特徴から、多額の配当支払が妥当であることが分かる。過半数株主は、現行70%の配当不算入によって配当所得の30%のみが35%課税、すなわち実効税率が僅か10.5%であるため(本稿p.9を参照)、多額の配当支払に対して法外な課税をされない。高額の純現金収入は潜在的に高い代理コストを発生させる。適度な債務水準と低率の経営所有は、この潜在的な代理人問題を軽減しないが、気前のよい配当政策は過剰投資の誘惑を弱める。経営者側が純現金収入の持続的増加を予想している場合、配当金はこの好影響を与える非対称情報を反映して増加する。経営者側が純現金収入の一時的・断続的な増加を予想している場合には、公開市場自社株買戻しに従事する¹³。自社株買戻しがもたらす柔軟性によって経営者側は配当金を低水準に維持できるので、純

現金収入が後日減少した場合でも減配しなくて済むようになる。このような場合には、株主がこの高配当を選択しているために取引コストは問題とならず、また、自社株買戻し中に持株を当社へ売戻すことは自由である。企業は投資需要を上回る現金収支を生み出しているため、発行費用は問題とならない。

(2) 配当政策変遷の一例

表2では、企業の配当支払政策が企業周期と相関関係にあるものとしてどのように移り変わるかを示している。

①創業時

ある有望な新興企業が少数の起業家集団によって創業され、恐らくは親族や冒険的事業への出資者・投資家からの資金によって補填された自己資本を使用している。局外者は当社とその将来性について殆ど理解していない。経営陣は、成長見通しは極めて明るい、この成長を支えるための資金需要は大きいだろうと考えている。けれども、妥当な条件による資本市場への参入は可能でない。従って当社の企業周期のうち、この初期には無配が現実的である。主債務者が高い限界税率を負担すると仮定すれば、配当金は対人税(personal tax)を過大にするだろうし、成長を支えるための資金需要は大きく、代理人と株主が同一であるために代理コストは発生せず、また非対称情報は豊富だが、当社では自社の短期見通しを伝達する必要は殆どない。

②新規株式公募(IPO)

売上増加と資産増加の時期の後、順調な収益増と共に、当社では新規株式公募(IPO)に着手する。この時点で証券引受人は、米証券取引委員会(SEC)届出要件によって義務づけられる情報開示と同様に、市場への送信手段としての機能を果たす。けれども、所有権は今なお内部者間に高度に集中しており、かつ資金需要は大きい。妥当な条件によって他人資本調達を行なうため、当社では厳格な配当制限を定める。当社の企業周期のうち、この期間中は、①と同じように無配が最善である。

13 一時的な純現金収入増加の期間中に、特別指定配当(SDD)が自社株買戻しの代わりに考慮されることもある。

表2 配当政策の変遷

企業周期 市場摩擦	創業時 ^(注1)	新規株式公募 (IPO) ^(注2)	急成長期 ^(注3)	成熟期 ^(注4)	衰退期 ^(注5)
株主に対する租 税	高い	過半数株主に 対しては高い	新たな持分所有 者の増加によっ て減少する	増加する法人株 主によって減少 する	法人株主によっ て減少する
代理コスト	低い	低い	増大する	高い	非常に高い
非対称情報	極めて密度が高 い	非常に密度が高 い	軽減する	減少する	適度
発行費用	高い	高い	軽減する	低い	低い
取引コスト	高い	高い	軽減する	減少する	低い
推定される配当 政策	無配	無配	低配当政策	増配政策	大口配当政策

〔出典〕Lease et al. (2000), p.194の表を加筆修正。

(注1) 正味現在価値 (NPV) がプラスの豊富な投資機会、主債務者間で集中した所有権、低負債比率を想定。

(注2) NPVがプラスの豊富な投資機会、集中した所有権、低負債比率を想定。

(注3) NPVがプラスの豊富な投資機会、頻繁な株式発行、低下する所有権集中、上昇する負債比率を想定。

(注4) NPVがプラスの投資機会の減少、増加する法人株主、安定した負債比率を想定。

(注5) NPVがプラスの稀少な投資機会、増加する純現金収入、多数の法人株主、低下する負債比率を想定。

③急成長期

順調な収益増を伴う急成長期の間には当社は、投資の大部分が今なお内部創出資金で賄われているとはいえ、債券発行や既発株式の売却によって資本市場で資金調達を始める。新規の株式投資家が増えるにつれて、所有権の集中が弱まるようになる。一部の機関投資家が当社で有利な位置を占めるようになり、支払配当金に対する租税の平均的悪影響が少なくなる。資本市場での資金調達が度重なりと共に情報開示が増えて、非対称情報の水準が低下し始める。投資需要が大量の場合でも、当社では過去の配当記録を立証して広範な機関投資家グループの興味をそそるように、低配当政策をとるようになろう。競争によって当社の市場での支配的な地位が疑われるようになる。新規の債券発行における配当制限が縮小するため、当社では投資機会の減少に直面することになる期間中に配当支払能力、すなわち配当資金の蓄えを増大させ始める。

④成熟期

今や成熟した当社は増加する法人株主を引き付

け、また、役員や取締役の持株比率の値は低下する。定期的な外部資金調達と証券アナリストによる継続的な追跡が非対称情報を減らす。とはいえ、正味現在価値 (NPV) がプラスの投資計画は発見するのが難しいし、売上の伸びは減速する。所有と経営の分離という伝統的な問題が生じるにつれて、潜在的な代理コストが発生するようになる。負債比率が当社の基礎的な事業リスクと合致した水準にとどまっても、当社では純現金収入の予測に基づき、持続可能な方法で配当支払を徐々に増やすだろう。

⑤衰退期

最終的に、一層の市況下落と新技術が当社の基本的な市場を乗っ取るようになった。営業キャッシュフローは投資需要をはるかに上回り、また、潜在的な代理人問題がますます大きくなる。当社では、極めて高水準の配当支払によって自己清算を始める場合もありうる。

6. 結論

終わりに臨んで、配当政策は多様な市場不完全

性によって株主財産に影響を与える場合があると考えられる。それゆえ経営者は、自社に最も重大な影響を与える市場不完全性に基づいて配当政策を設定しなければならない。市場不完全性（例えば租税）を別個に考察することは、生易しい仕事ではない。けれども、経営者にとって更にやりがいのある仕事は、自社と自社の株主に影響を与える場合がある市場不完全性の順列と組み合わせについての相互連関を評価することである。

経営者は自社に影響する市場不完全性を重要視して、このような市場不完全性の相互連関についての合理的評価をすることができると考えられる。一度この職務が遂行されれば、経営者は妥当な配当政策に到達することができる。多様な市場不完全性がそれぞれに企業に影響するため、配当政策は当然、企業によって大きく相違する。

十分に筋の通った配当政策が一度、市場へ明瞭に伝われば、市場では合理的評価過程でその配当情報を理解するものと期待できよう。正確な価値評価は結局、資本市場の大きな貢献となる。

〈引用・参考文献〉

- [1] Abrutyn,S.and R.Turner(1990), "Taxes and Firms' Dividend Policies : Survey Results", *National Tax Journal* 43, pp.491-496.
- [2] Amihud,Y.and M.Murgia(1997), "Dividends, Taxes, and Signaling: Evidence from Germany", *Journal of Finance* 52, pp.397-408.
- [3] Ang,J.,D.Blackwell and W.Meggison(1991), "The Effect of Taxes on the Relative Valuation of Dividends and Capital Gains: Evidence from Dual-Class British Investment Trusts", *Journal of Finance* 46, pp.383-399.
- [4] Bailey,W.(1988), "Canada's Dual Class Shares: Further Evidence on the Market Value of Cash Dividends", *Journal of Finance* 43, pp.1143-1160.
- [5] Baker,K.,G.Farrelly and R.Edelman(1985), "A Survey of Management Views on Dividend Policy", *Financial Management* 14, pp.78-84.
- [6] Bartholdy,J.and K.Brown(1994), "Ex-Dividend Pricing and Personal Taxation in New Zealand 1982-1987", Working paper, University of Otago.
- [7] Behm,U. and H.Zimmermann(1993), "The Empirical Relationship Between Dividends and Earnings in Germany", *Zeitschrift fuer Wirtschafts und Sozialwissenschaften* 113, pp.225-254.
- [8] Benartzi, S., R. Michaely and R. Thaler (1997), "Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?" *Journal of Finance* 52, pp. 1007-1034.
- [9] Blumenstein,R.(1997), "GM Directors Are Expected to Boost Dividend, Launch Stock Buy-Back", *The Wall Street Journal*, January 24, 1997, A3.
- [10] Booth,L.(1987), "The Dividend Tax Credit and Canadian Ownership Objectives", *Canadian Journal of Economics* 2, pp.321-339.
- [11] Booth,L.and D. Johnston(1984), "The Ex-Dividend Day Behavior of Canadian Stock Prices: Tax Changes and Clientele Effects", *Journal of Finance* 39, pp.457-476.
- [12] Brickley,J.(1983), "Shareholder Wealth, Information Signaling, and the Specially Designated Dividend: An Empirical Study", *Journal of Financial Economics* 12, pp.187-210.
- [13] Brittain,J.(1964), "The Tax Structure and Corporate Dividend Policy", *American Economic Review* 54, no.3, pp.272-287.
- [14] Brittain,J.(1966), *Corporate Dividend Policy*, The Brookings Institution.
- [15] Brown,P.and T.Walter(1986), "Ex-Dividend Day Behavior of Australian Share Prices", *Australian Journal of Management* 11, pp.140-152.
- [16] Capitelli,R.(1989), "The Dividend Puzzle: Some Empirical Evidence on the Swiss Stock Market", *Finanzmarkt und Portfolio Management* 3, pp.263-270.
- [17] Comment,R. and G.Jarrell(1991), "The Relative Signaling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases", *Journal of Finance* 46, no.4, pp.1243-1271.
- [18] Dewenter,K. and V.Warther(1998), "Dividends, Asymmetric Information and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of Dividend Policies of Japanese and U.S.Firms", *Journal of Finance* 53, pp.879-904.
- [19] Eckbo,E and S.Verma(1994), "Managerial Shareownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy", *Journal of Corporate Finance* 1, pp.33-62.
- [20] Fama,E.(1974), "The Empirical Relationship Between the Dividend and Investment Decisions of Firms", *American Economic Review* 64, pp.304-318.
- [21] Fama,E. and H.Babiak(1968), "Dividend Policy: An Empirical Analysis", *Journal of the American Statistical Association* 63, no.324, pp.1132-1161.
- [22] Gn,H.(1994), "Corporate Dividend Dynamics in Singapore: A Two-Step Approach", Working Paper, National University of Singapore.
- [23] 後藤宏行(2006),「配当政策論に関する一考察(1)」朝日大学経営論集 第21巻, pp.19-33.
- [24] 後藤宏行(2007),「配当政策論に関する一考察」日本経営会計学会編『経営会計研究』第9号, pp.49-59.
- [25] 後藤宏行(2008a),「配当政策論と非対称情報」日本経営会計学会編『経営会計研究』第10号, pp.85-99.
- [26] 後藤宏行(2008b),「配当政策論に関する一考察(2)」朝日大学経営論集 第22巻, pp.45-59.
- [27] Hayashi,F. and R.Jagannathan(1990), "Ex-Day Behavior of Japanese Stock Prices: New Insights from New Methodology", *Journal of the Japanese and International Economics* 4, pp.401-427.
- [28] Hietala,P.(1990), "Equity Markets and Personal Taxation: The Ex-Dividend Day Behavior of Finnish Stock Prices", *Journal of Banking and Finance* 14, pp.327-

- 350.
- [29] Jayaraman, N. and K. Shastri (1988), "The Valuation Impacts of Specially Designated Dividends", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 23, pp.301-312.
- [30] John, K. and J. Williams (1985), "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium", *Journal of Finance* 40, pp.1053-1070.
- [31] Kalay, A. (1979), "Dividend Policy: A Collection of Related Essays", PhD dissertation, University of Rochester.
- [32] Kaplanis, C. (1986), "Options, Taxes, and Ex-Dividend Day Behavior", *Journal of Finance* 41, pp.411-424.
- [33] Kato, K., U. Loewenstein and W. Tsay (1997), "Voluntary Dividend Announcements in Japan", *Pacific-Basin Finance Journal*.
- [34] Kato, K. and U. Loewenstein (1995), "The Ex-Dividend-Day Behavior of Stock Prices: The Case of Japan", *Review of Financial Studies* 8, pp.817-847.
- [35] Lakonishok, J. and T. Vermaelen (1983), "Tax Reform and Ex-Dividend Day Behavior", *Journal of Finance* 38, pp.1157-1179.
- [36] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (1997), "Agency Problems and Dividend Policies around the World", Working paper, Harvard University.
- [37] Lasfer, M. (1995), "Ex-Day Behavior: Tax or Short-Term Trading Effects", *Journal of Finance* 50, pp.875-898.
- [38] Lazo, S. (1999), "Speaking of Dividends, How Do Corporate Leaders See Payouts?" *Barron's Online*, Copyright 1999 Dow Jones & Company.
- [39] Lease, R. C., K. John, A. Kalay, U. Loewenstein, O. H. Sarig (2000), *Dividend Policy*, Harvard Business School Press.
- [40] Leithner, S. and H. Zimmermann (1993), "Market Value and Aggregate Dividends: A Reappraisal of Recent Tests, and Evidence from European Markets", *Swiss Journal of Economics and Statistics* 129, p.99-119.
- [41] Lintner, J. (1956), "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *American Economic Review* 46, no.2, pp.97-113.
- [42] Litzenberger, R. and K. Ramaswamy (1979), "The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics* 7, pp.163-195.
- [43] Litzenberger, R. and K. Ramaswamy (1980), "Dividends, Short Selling Restrictions, Tax-Induced Investor Clientele and Market Equilibrium", *Journal of Finance* 35, pp.469-482.
- [44] Litzenberger, R. and K. Ramaswamy (1982), "The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects?", *Journal of Finance* 37, pp.429-443.
- [45] Loderer, C. (1989), "The Residual Decision: Dividend Payments or Outside Financing", *Finanzmarkt und Portfolio Management* 3, pp.301-312.
- [46] McConnell, J. and C. Muscarella (1985), "Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm", *Journal of Financial Economics* 14, no.3, pp.399-422.
- [47] McDonald, J., B. Jacquillat and M. Nussenbaum (1975), "Dividend, Investment and Financing Decisions: Empirical Evidence on French Firms", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 10, pp.741-755.
- [48] Michaely, R. and M. Murgia (1995), "The Effects of Tax Heterogeneity on Prices and Volume around the Ex-Dividend Day: Evidence from the Milan Stock Exchange", *Review of Financial Studies* 8, pp.369-399.
- [49] Miller, M. (1977), "Debt and Taxes", *Journal of Finance* 32, no.2, pp.261-275.
- [50] Poterba, J. and L. Summers (1984), "New Evidence That Taxes Affect the Valuation of Dividends", *Journal of Finance* 39, pp.1397-1415.
- [51] Poterba, J. and L. Summers (1985), "The Economic Effects of Dividend Taxation", In *Recent Advances in Corporate Finance* edited by E. Altman and M. Subrahmanyam, Irwin.
- [52] Prociandy, J. and H. Snider (1994), "Tax Changes and Dividend Payout: Is Shareholders' Wealth Maximized in Brazil?" Working paper, New York University.