九州大学学術情報リポジトリ
Kyushu University Institutional Repository

配当政策の理論

花枝, 英樹
一橋大学院商学研究科 : 教授 : 企業財務

https://doi.org/10.15017/1055

出版情報：經濟學研究. 68 (4/5), pp.1-25, 2002-08-30. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：

配当政策の理論

花　枝　英　樹

1．はじめに

企業があげた利益のうち、どれだけを配当として株主に支払うかを決める配当政策は、企業経営者が行う財務的意思決定の中でも重要な問題のひとつである。配当政策に関しては、有名なモジリアーニ・ミラー理論がある。彼らの主張は、配当政策の違いは株価なり、企業価値には影響を与えないというものである。もしも、モジリアーニ・ミラー理論が妥当するなら、企業経営者は配当政策に思い煩う必要はない。

しかし、モジリアーニ・ミラー理論が成り立つためには、いくつかの重要な仮定なり前提が満たされなくてはならない。そのひとつは、投資政策を所与とするという前提である。もしも、配当政策の違いが投資政策の違いをもたらし、歪んだ投資行動がとられる危険性が生ずるのであれば、配当政策の違いは、企業の投資行動に影響を及ぼし、最終的に株価や企業価値に影響を与えることになる。これと関連して、モジリアーニ・ミラー理論では、配当を増やすことによって減少する内部留保で必要な投資資金が不足する場合には、適正価格で増資によって不足資金を調達可能と仮定している。その意味で、配当と裏腹な関係にある内部留保と増資は完全な代替関係にある。しかし、増資をしようとするとき、適正価格で新株式が発行できず、増資を断念しなくてはならない事態が発生する可能性があるときには、内部留保と増資は完全な代替関係にあるとは見なせなくなる。

配当政策が投資政策などの企業の実物的側面に影響を及ぼすことを含めて、広く企業を取り巻く利害関係者間の利害対立の問題とその解消に配当政策が深く関わっていることを主張するのが本稿のねらいである。具体的に言えば、既存株主と新規株主間、従業員と株主間、経営者と株主間での配当政策に関わる利害対立である。それぞれの利害対立の結果、有形無形のコストが発生するが、ここではそれらのコストを広く配当に関わるエージェンシー費用と呼ぶことにする。そこで、モジリアーニ・ミラー理論では欠落していた、利害関係者間の利害対立を考慮に入れれば、経営者は総エージェンシー費用を最小にするような形で配当水準を決定しなければならなくなる。

配当政策に関してはこのような配当水準の決定問題と同時に、その期その期の利益に応じて配当を変化させるのか、あるいは配当をあまり変動させないのかといった、期間をまたがる問題もある。この点については、実際には企業は配当を安定化させる傾向が強い。しかし、なぜ配当を安定化するのかに関する理論的説明はいままで少なかった。本稿では、この配当平準化行動についても議論す

ることにしたい。

2．配当政策に関するモジリアーニ・ミラー理論

(1) M・M理論の仮定・前提

配当政策を議論する場合、最初に、完全市場の下で、配当政策の違いが企業価値なり株価にどのような影響を及ぼすのかを調べておくことが後の議論のために有用である。この点については、有名な配当政策に関するモジリアーニ・ミラー理論（M・M理論）と呼ばれる理論がある。

Miller and Modigliani(1961)は、完全金融・資本市場の下では、配当の大小は株式総市場価値なり株価に影響を及ぼさないことを明らかにした。ここで、完全金融・資本市場とは、つぎのような条件を満たす市場である。(1)個々の売り手や買い手が市場価格に影響を及ぼさないという意味で資本市場は競争的である。(2)証券の発行、売買に際して取引費用がかからない。(3)法人税・所得税は無視する。(4)投資家・企業を含んだすべての市場参加者は、利用可能な情報に自由にアクセスできる。また、同一の金額であれば、それを配当の形で得ようが、キャピタルゲインで得ようが、投資家は無差別であると仮定する。

配当政策に関するモジリアーニ・ミラー理論を説明するために、以下では株主資本のみからなる企業を考えることにする。それは、いま問題にするのは配当政策の違いであり、資本構成の違いが株式総市場価値や株価に及ぼす影響を捨象したいからである。また、重要な前提として、企業が取る投資政策は所与とする。配当政策の違いが投資政策に影響を及ぼすと、配当政策だけの影響を分離して調べることができないからである。第4節で述べるように、実際には、配当政策の違いが投資政策に影響を及ぼすことは、十分に考えられる。しかし、そのことを議論するためにも、前もって、投資政策は既に決まっており、配当政策によって影響を受けない場合に、どのようなことが言えるのかを調べておくことが重要になる。(1)

いま、記号をつぎのように定義する。

$d(t)$：当該企業がt期末に支払う1株当たり配当金

$p(t)$：t期首の株価（配当権利付き株価）

$n(t)$：t期首の発行済株式総数

$m(t)$：t期末に$p(t+1)$の価格（配当権利落ち価格）で新たに発行される株式数

$V(t)$：t期首の株式総市場価値（$=n(t)p(t)$）

$D(t)$：t期末に支払われる配当金総額（$=n(t)d(t)$）

$X(t)$：t期の純利益

$I(t)$：t期の投資額

(1) なお、以下の議論では、将来の利益、投資に不確実性がない場合を考える。利益、投資額が不確実な場合も同様の結論が得られることについては、Miller and Modigliani(1961)、pp. 426-430を参照せよ。

(2) M・M理論の証明

一般的に、t期首の株価$p(t)$は、投資家が要求する期待投資収益率をrとすれば、次式のように表すことができる。

$$p(t)=\frac{d(t)+p(t+1)}{1+r} \tag{1}$$

株式総市場価値$V(t)$は、(1)式の両辺に$n(t)$を乗じて求められる。

$$V(t)=\frac{D(t)+n(t)\cdot p(t+1)}{1+r} \tag{2}$$

そして、配当権利落ち時点での株式総市場価値$V(t+1)$は、

$$V(t+1)=(n(t)+m(t))p(t+1) \tag{3}$$

なので、$V(t)$は(4)式のようにも表すことができる。

$$V(t)=\frac{D(t)+V(t+1)-m(t)p(t+1)}{1+r} \tag{4}$$

ここで、t期末に行われる投資$I(t)$は、t期の内部留保$X(t)-D(t)$と、t期の新たな増資による調達額$m(t)p(t+1)$によって賄われるので、(5)式の関係が成り立つ。

$$I(t)=X(t)-D(t)+m(t)p(t+1) \tag{5}$$

(5)式を(4)式に代入すると、(6)式が得られる。

$$V(t)=\frac{X(t)-I(t)+V(t+1)}{1+r} \tag{6}$$

同じようにして、$V(t+1)$は次式で表される。

$$V(t+1)=\frac{X(t+1)-I(t+1)+V(t+2)}{1+r} \tag{7}$$

(7)式を(6)式に代入すると、$V(t)$は次式のようになる。

$$V(t)=\frac{X(t)-I(t)}{1+r}+\frac{X(t+1)-I(t+1)}{(1+r)^2}+\frac{V(t+2)}{(1+r)^2} \tag{8}$$

同様のことを繰り返していくと、$V(t)$は最終的に(9)式のように表すことができる。

$$V(t)=\sum_{\tau=0}^{\infty}\frac{X(t+\tau)-I(t+\tau)}{(1+r)^{1+\tau}} \tag{9}$$

現時点を$t=0$とすれば、現在の株式総市場価値$V(0)$は(10)式のようになる。(10)式の右辺には、今期の配当額$D(0)$は入っていないので、現在の株式総市場価値は、今期の配当額の大小には影響されないことが分かる。株価で見ても、株価は1株当たり配当金$d(0)$の多寡によって影響を受けない。これが、配当政策と株価に関するモジリアーニ・ミラー理論（M・M理論）と呼ばれているものの骨子である。[(2)]

$$V(0)=\sum_{t=0}^{\infty}\frac{X(t)-I(t)}{(1+r)^{1+t}} \tag{10}$$

(3) 配当政策の違いがキャピタルゲインに及ぼす影響

配当政策に関するモジリアーニ・ミラー理論をより理解するために、今期$(t=0)$の1株当たり配当金を$d(0)$から$\Delta d(0)$だけ増加させたときの影響を調べることにしよう。配当金総額の増加$\Delta D(0)$は$n(0)\Delta d(0)$である。配当金の増加によって新株発行株式数と権利落ち株価がそれぞれ、$m'(0)$、$p'(1)$に変化するとする。しかし、今期の配当政策の変化によって$t=1$期首の株式総市場価値$V(1)$は影響を受けないから、

$$V(1)=(n(0)+m(0))p(1)=(n(0)+m'(0))p'(1) \tag{11}$$

である。また、今期の投資額$I(0)$は、内部留保と増資によって賄われなければならないことから、(5)式より(12)式が成り立つ。

$$I(0)=X(0)-D(0)+m(0)p(1)=X(0)-(D(0)+\Delta D(0))+m'(0)p'(1) \tag{12}$$

(11)式と(12)式より、(13)式が得られる。

$$p(1)-p'(1)=\Delta d(0) \tag{13}$$

(1)式を用いれば、今期、1株当たり配当金を$\Delta d(0)$だけ増やした場合の現在株価$p(0)$は、(14)式のように表される。

$$p(0)=\frac{d(0)+\Delta d(0)+p'(1)}{1+r} \tag{14}$$

しかし、(14)式に(13)式を代入すれば、$p(0)=\dfrac{d(0)+p(1)}{1+r}$となり、現在株価は配当を増やさない場合と同じになる。その理由はつぎのように説明できる。1株当たり配当金を$\Delta d(0)$だけ増加させると内部留保が減るが、投資政策は変わらないので、必要投資資金を賄うためにちょうど全体で$\Delta D(0)$に見合う分だけ、より多くの増資をしなければならなくなる。その結果、企業が将来あげる利益に対する現在株主の1株当たり持分が減少してしまう。これを、株主資本の希薄化という。そのため、$t=1$期首の1株当たり株価は$p(1)$から$p'(1)$に減少する。そして、(13)式から$p(1)$と$p'(1)$の差は、ちょうど$\Delta d(0)$に等しい。つまり、次期の株価が$\Delta d(0)$だけ低くなるが、その分だけキャピタルゲインが小さくなる。

---

(2) (10)式の$X(t)-I(t)$は、t期の純利益からt期の投資額を差し引いた金額である。減価償却費、法人税を考えなければ、株主資本のみの企業を想定したので、ここでの純利益は会計上、営業キャッシュフローと呼ばれるものになる。そのため、$X(t)-I(t)$は、営業キャッシュフローから投資のキャッシュフローを差し引いたもので、会計上、フリーキャッシュフローと呼ばれている。つまり、企業価値（いまの場合、株式総市場価値でもある）は、将来のフリーキャッシュフローの現在価値合計として求めることできることを示している。

このように、$\Delta d(0)$だけ1株当たり配当金を増やしても、キャピタルゲインが$\Delta d(0)$だけ減少するので、配当増のプラス効果が相殺されてしまい、⒁式の右辺の分子は増配しないときの$d(0)+p(1)$と等しくなる。結局、配当を増やしても、現在株価を高めることはできないことになる。同じことは、配当額を減らしたときにも言える。

ところで、株価は将来の配当の予想に基づいて決定されるという株価決定の基本的考え方があるが、⑽式には、企業が実際に支払う将来の予想配当はいっさい入っていない。両者の間で矛盾はないのであろうか。この点を説明しておくことにしよう。

⑽式右辺の分子の$X(t)-I(t)$は、必要な投資資金を純利益からすべて賄うとした場合、残余として残る金額が配当として支払われることを表している。これを残余配当と呼ぶことにすれば、⑽式は将来の残余配当の予想値によって現在株価が決まることを示しており、実際に支払われると予想される配当額ではない。しかし、実際に支払われると予想される配当が残余配当と異なる場合、例えば、残余配当を上回るある期の配当増は、現在株主にとってその先のキャピタルゲインの減少なり、配当減を生じさせることになる。それが投資家によって予想されるため、現在株価に違いが生じないのである。株価は実際に支払われる将来の予想配当によって決定されるということに基本的に間違いはなく、たとえある期に配当を高めても、その先の受け取り配当が減るので、それを予想して株主は配当増を評価しないというのが、M・Mの主張のポイントである。

3．税制の影響

上の議論では、配当、キャピタルゲインにかかる税金を無視した。しかし、配当、キャピタルゲインに関する税制を考慮に入れると、前節で得られた結論は修正を受けるのだろうか。結論を述べれば、資本課税を考慮に入れても、基本的には、配当政策の違いは株価に影響を与えないと考えられる。以下では、詳しいモデル分析は省いて、その要点を述べることにする。(3)

多くの国では、所得税制上、キャピタルゲインより配当所得に適用される税率の方が高い。そのため、税制上は、投資家のためを考えるなら、配当性向を低めた方が望ましいと考えられるかもしれない。しかし、配当政策に及ぼす税制の影響はそれほど単純なものではない。ひとくちに投資家といっても個人投資家、法人投資家とに大別できる。法人投資家はさらに、非課税法人、機関投資家、一般の法人企業に分けられる。そして、所得税制、法人税制上、配当所得とキャピタルゲインのどちらにより高い税率が適用されるかは、いま述べた投資家によって異なってくる。

実際の税制は複雑であるが、個人投資家にとっては、キャピタルゲインより配当所得に適用される税率の方が高い。逆に、法人株主にとっては、配当所得よりキャピタルゲインに適用される税率の方が高い。そして、他の条件が一定であれば、配当により高い税率が適用される投資家は、同じ投資収益ならば、配当よりもキャピタルゲインとして得ることを望む。逆に、キャピタルゲインに

(3) ただし、M・M理論でおいた税制以外の仮定ないし前提は成り立つとする。詳しいモデル分析については、花枝(1989)、pp72-75を参照せよ。

適用される税率の方が高い投資家は配当の形で投資収益を得ることを望む。

このように、配当とキャピタルゲインに適用される個々の投資家（顧客）の税率の大小関係によって、配当を望む投資家、キャピタルゲインを望む投資家、両者に無差別な投資家が存在しうる。これは、税制によってもたらされる顧客効果（tax induced clientele effect）と呼ばれている。

このような顧客効果が存在するときには、個々の企業は、ある特定の投資家層の要望にあう配当政策を選択する。そして、均衡状態では、配当を望む投資家の需要は、それにマッチした配当政策を採用する企業の株式によって満たされる。同様に、キャピタルゲインの形で投資成果を得ることを望む投資家の需要は、それに見合った配当政策を選択した企業の株式によって満たされる。これを供給効果（supply effect）と呼んでいる。このような均衡状態では、いかなる企業も配当政策をさらに変更することによって株価を高めることはできない。なぜなら、例えば、配当を増加させることによって株価を上昇させることができるなら、多くの企業が配当を増加させ、その結果、高い配当を望む投資家層の需要以上に供給がなされ、もはや、より一層の配当の増加は株価を高めなくなるからである。

このように、顧客効果及び、供給効果が有効に働けば、たとえ、配当、キャピタルゲインに税金が課され、それらの税率が異なっていても、税制は配当政策に中立的になり、個々の企業の配当政策は株価に影響を及ぼさないという結論が得られる。

ところで、わが国では、それ以前は、個人投資家が得たキャピタルゲイン（株式譲渡益）は原則非課税であったが、1989年4月より、キャピタルゲインにも課税されるようになった。その結果、税制上、キャピタルゲインの方が有利な状態はなくなった。もしも、税制が企業の配当政策に影響を及ぼすならば、このような大きな税制改正以降、日本企業全体で見て配当性向を高める方向での配当政策の変更が予想される。確かに、90年代に入り、配当性向が上昇したが、これは税制改正の影響というより第5節で述べるように、わが国企業の特徴である、利益が低下してもそれに見合ったほどには配当を下げない行動の結果、配当性向が上昇したためと考えられる。

4．配当に関わるエージェンシー問題

上で述べたM・M理論では重要な前提として、投資政策を所与として配当政策の違いを議論した。つまり、企業がどのような配当政策を取ろうが、有利な投資が実行されるとして、企業の実物的側面は配当政策に影響されないという前提を置いた。しかし、現実には、配当政策の違いが投資政策に影響を及ぼし、最終的に企業価値にも影響を及ぼすことが考えられる。

それは、以下で述べるように、配当政策に絡んで、既存株主と新規株主との間、株主と従業員の間、経営者と株主・債権者の間で利害の対立が発生し、それにともなって企業価値の低下なり、有利な投資が行われないといった機会損失が生ずるからである。配当に関わるエージェンシー問題と言ってよい。そのため、利害関係者間のコンフリクトを解消するような形で、企業は配当政策を考えなくてならない。以下では、最初に、配当を抑える要因を、つぎに、配当を高める要因を議論し、

その後で、両者を考慮に入れた最適配当政策について述べることにする。

(1) 配当を低める要因

外部資金に比べた内部資金の有利性

M・M理論では、配当を増やしたとき、必要投資資金を増資で賄うことができると仮定されていた。しかし、この仮定が成り立たず、配当を減らし、内部留保を蓄積した方が望ましい事態が生ずるときがある。それは、Myers and Majluf(1984)が主張したように、資金の外部提供者と経営者の間での情報の非対称性によってもたらされる問題が起こり、増資に頼ることができない事態が発生してしまうからである。このことを以下のような数値例で説明しよう。(4)

いま、ある企業の現有資産から生ずる将来利益の現在価値と新投資の正味現在価値が、将来の状態に応じて表1に示されるようになるとする。新投資のための必要資金は100億円であり、全額、増資によって調達されるとする。ただし、既存株主ではなく、新規投資家が増資に応じるとする。また、この企業は負債がゼロで、資本はすべて株主資本のみからなり、発行済株数は5億株とする。

また、重要な仮定として、増資時に、外部投資家は、将来、状態1が起こるか、状態2が起こるか確実には分からないが、企業経営者はどちらの状態が起こるかを確実に知っているとする。この意味で、増資時点では、外部投資家と企業との間には、情報の非対称性が存在している。ただし、実際に投資が行われた後は、外部投資家もどちらの状態が実現したかを知り得り、情報の非対称性は解消する。

表1　数値例

	状態1	状態2
現有資産の現在価値	200億円	70億円
新投資の正味現在価値	26億円	12億円

外部投資家は、増資時点では将来の状態を確実には知らないが、それぞれの状態が起こる確率を各々50%であると予想しているとする。最初に、有利な投資なので、いずれの状態が起ころうが企業は新投資を行うと外部投資家が予想した場合の増資時の株価（新株発行価格）を調べておくことにする。この場合には、発行価格は30.8円になる。そして、新投資資金に100億円必要なので、新規発行株数は3.2468億株（100億円÷30.8円）である。

30.8円が発行株価になるのは、つぎの理由による。状態1が起こったときの企業価値（株式時価総額）は、200億円＋26億円＋100億円＝326億円なので、そのときには、将来、株価は39.53円（＝326億円÷(5億株＋3.2468億株)）になる。一方、状態2が起こったときの企業価値は、70億円＋12

(4) 詳しいモデル分析については、Myers and Majluf(1984)、pp.198-205を参照せよ。

億円＋100億円＝182億円であり、そのとき、将来、株価は22.07円（＝182億円÷（5億株＋3.2468億株））になる。それぞれの状態が起こる確率は50％と外部投資家に予想されているので、外部投資家にとっての将来株価の期待値は、30.8円（＝0.5×39.53＋0.5×22.07）となり、新株応募者は将来株価の期待値と同額を払い込むことになるからである。

しかし、発行価格が30.8円のとき、外部投資家が予想するように、企業経営者はどちらの状態が起こっても新投資を実行するだろうか。この点をつぎに調べてみる。まず、増資を決定する時点で経営者は状態1が将来起こることを知ったとする。増資をしたとすると、状態1が起こったことが外部投資家に判明する将来時点では、株価は39.53円（＝326億円÷（5億株＋3.2468億株））になる。もし、増資をしなければ、将来、株価は40円（＝200億円÷5億株）となるであろう。そのため、既存株主の立場を重視する経営者は、状態1が起こることを知ったときに発行価格30.8円では増資をしない。

これに対して、状態2が起こることを知った場合には増資をし、新投資を実行する。上と同じロジックで、増資をした場合の将来株価22.07円（＝182億円÷（5億株＋3.2468億株））の方が、増資をしなかった場合の将来株価14円（＝70億円÷5億株）より高くなるからである。これをまとめたのが、表2である。

外部投資家はこのような経営者の行動を予想し、つぎの理由から、増資の発表を受けて発行価格

表2　発行価格が30.8円の場合の増資決定

	増資する	増資しない
状態1のときの将来株価	39.53円	40円
状態2のときの将来株価	22.07円	14円

は30.8円ではなく、16.4円になる。企業が増資を行うという決定は、将来、状態2が起こることを含意すると外部投資家は理解し、株式時価総額を182億円に評価するからである。このとき、増資価格16.4円で新株式に応募しようとする。なぜなら、発行価格をP、新規発行株数をMとすれば、つぎの2つの式が同時に満たされなければならないからである。182億円＝P×（5億＋M）、P×M＝100億円。新規発行株数は、6.0976億株になる。この発行価格16.4円は、外部投資家が将来、状態2が起こったことを知ったときの株価でもある。

ここで、発行価格が16.4円のときには、外部投資家の予想通り、企業経営者は状態2が起こったときのみ増資を行うことを確認しておこう。(5)

状態1が起こることを経営者が知った場合には、増資を行えば将来株価は、29.38円（＝326億円÷（5億株＋6.0976億株））になる。増資を行わなければ、将来株価は40円（＝200億円÷5億株）なので、増資を行おうとはしない。それに対して、状態2が起こることを知った場合、増資を行えば

(5) ゲーム論の用語を用いれば、発行価格16.4円は、不完備情報ゲームにおける完全ベイジアン均衡である。

将来株価は、16.4円（＝182億円÷（５億株＋6.0976億株））になる。増資を行わなければ、14円（＝70億円÷５億株）である。増資を行った方が既存株主の利益になるので、経営者は増資を行う決定をする。結局、増資の決定時点で、もし増資が行われれば、市場株価（＝発行価格）は16.4円になり、増資が行われなければ40円になる（表３参照）。

このように、情報の非対称性が存在するときには、増資が断念され、正味現在価値がプラスである投資が行われない危険性が生ずる。これは、一般に逆選択（adverse selection）と呼ばれている

表３　増資時の株価

	増資あり	増資なし
状態１のときの将来株価		40 円
状態２のときの将来株価	16.4 円	

現象の一例である。増資の決定時点では、外部投資家は正確な情報を持っていないので、低めの発行価格で応募することになる。そのため、状態２より有利な状況である状態１が起こることを知った経営者は、16.4円の発行価格では既存株主に不利益が生ずると考え、増資を見合わせるのである。なぜなら、状態１が起こったことを外部投資家が知ることになる将来時点では、株価は29.38円になるのに、それより安い16.4円で株式を新規株主に発行してしまい、いわゆる、株主資本の希薄化が起こってしまうからである。これは、増資に際しての、既存株主と新規株主の利害対立の問題と言ってよい。

もしも、企業が必要投資資金を増資に頼ることなく、配当を抑えることによって利用可能となる内部資金で賄ったとすれば、新投資の正味現在価値はプラスなので、どちらの状態が生じようが経営者は新投資を実行するであろう。このように、増資に頼ったら生ずる危険性がある、有利な投資の見送りという可能性を回避することができ、企業価値なり株式総市場価値を高めることができる。増資に頼った場合、状態１で26億円の正味現在価値の投資が失われてしまう機会損失が発生するが、これは、既存株主と新規株主の利害対立によって生ずるエージェンシー費用と考えることができる。

ところで、もしも、外部投資家が、コストをかけずに経営者の保有する企業内部情報を容易に手に入れることができるのであれば、情報の非対称性は解消し、それによって生ずるエージェンシー費用も発生しない。しかし、不断の技術進歩、変化する経済環境にさらされている企業の諸活動を実際に担っている企業経営者は、外部投資家に比べて量・質両面にわたってより多くの情報を保有しており、企業経営者と同レベルの情報を外部投資家が手に入れるためには多くの時間と費用がかかると考えた方が現実的であろう。

また、経営者自らが、外部投資家にコストをかけずに詳細な内部情報を伝えることができるなら、同様に問題は解消する。しかし、外部投資家に事業活動に関する詳細な情報を知らせれば、競争企業にもそれらの情報が漏れることになり、企業にとっては致命的な損失になりかねない。このことは、研究開発投資のような戦略的投資に特に当てはまるであろう。それが、増資に頼ることなく、

内部資金で投資が行われれば、情報を外部に漏らす必要もなく、また、有利な投資が行われない事態を回避することができる。

成長企業の中には、利益が上がっているのに何年にもわたって配当をゼロにしている企業が見られる。情報の非対称性のため株価が正当に評価されておらず、成長資金を増資に頼ることが既存株主に不利益になると経営者によって判断されているような場合、このような配当政策が取られることが多いと考えられる。

従業員と企業との間での暗黙的長期契約

もうひとつ、配当を抑える要因として、従来、財務の専門家の間ではあまり取り上げられてこなかったが、従業員に絡んだ問題がある。(6)

わが国企業における労働慣行として従来行われてきた長期雇用を前提とした年功賃金制度の下では、若年期には、そのときの労働生産性よりも低い賃金が支払われ、逆に、高年期にはそのときの労働生産性よりも高い賃金が支払われることになる。なぜなら、従業員の労働生産性は就業年数とともに増加するが、その伸び率は逓減していくのに対して、賃金の方は年功を重ねるにつれて上昇する。ある年齢までは労働生産性よりも賃金の方が低いが、その年齢を超えると逆に、賃金の方が労働生産性よりも高くなるからである。

このような労働慣行の下では、若年層が高年層より相対的に多い企業では、本来支払うべき賃金総額に比べて実際に支払う賃金総額が少なくてすむ。その結果、浮いた賃金支払いは当期利益の増大をもたらすことになる。従業員としては、上がった利益が内部留保され投資資金として使われ、将来の収益増がもたらされ、より高い賃金を獲得することを期待している。

それがもし、浮いた賃金支払いの結果増加した利益の多くの部分が株主に配当として分配されてしまうと、将来、より高い賃金の形で返還されることを期待していた「未払い賃金」を受け取ることができない危険性が高まってしまう。極端な例として、高まった利益すべてを株主に配当してしまい、成長のための投資資金として用いられない場合を考えればよいだろう。この場合には、配当として支払われた一部に、本来、従業員に帰属する部分が含まれていたことになる。これは、従業員と株主との間での配当に絡む利害対立の問題としてとらえることができる。

このように、従業員が企業と暗黙の長期的雇用関係を結び、若年層が高年層より相対的に多い企業では、当期利益の一部に従業員が将来獲得することを期待する金額が含まれている。そのため、従業員との間での暗黙的長期契約を維持し、従業員のモチベーションを高めるためにも、企業経営者としては当期利益を配当として株主に分配してしまわず、多くの部分を内部留保し投資資金に充て、将来の収益の拡大による高賃金で従業員に報いることが望ましくなる。(7)

---

(6) 伊丹他(1988)の第9章を参考にした。

(7) 従業員と配当政策との絡みで、米澤・松浦(2000)は、わが国の企業は従業員管理型企業の性格が強く、経営者は株主でなく従業員の代理人として考えた方が現実的であると指摘し、従業員を代表する経営者と株主の間での交渉力の強さによって、実際の配当額が決定されると主張している。

(2) 配当を高める要因

しかし、逆に、配当を高めた方が望ましい状況もある。これは、経営者と株主との利害対立に絡んだ問題が顕在化しているときである。このようなときには、配当を高めることによって、経営者による無駄な投資を防いだり、外部投資家による経営者に対するチェック機会が増大する結果、企業経営が効率的に行われるようになるといった望ましい結果が生まれることが期待される。

フリーキャッシュフローの株主への分配

先のM・M理論の意味するところは、もしも、企業内部に有利な投資機会があれば、利益を配当せず内部留保しても、既存株主は将来の株価の値上がりによって利益を受けられるので、配当の支払いが少ないことは問題にならないということである。しかし、もしも、企業内部に高い利益を上げる投資機会がなく、内部留保された資金が企業内部で有効に用いられないにもかかわらず、利益を配当として株主に分配せずに内部留保することは、既存株主に損失をもたらすことになる。このような状況のときには、利益を配当してしまうことが望ましい。

この点に関しては、Jensen(1986)が主張したフリーキャッシュフローの理論がある。企業が生み出したキャッシュフローのうち、企業内部でプラスの正味現在価値をもつすべての投資を実行するのに必要な資金を上回る部分を、フリーキャッシュフローと呼んでいる。ここでのフリーキャッシュフローは、会計で通常用いられるときとは意味が異なることに注意しておこう。

本来であれば、この余剰資金は企業内部で有効に用いられないので、株主に配当として支払われるべきである。しかし、経営者が、彼ら自身の権力・地位を高めるために採算に合わないような設備投資を行い、必要以上の規模拡大を図ったり、生産的でない目的のためにこのような内部資金を浪費してしまう危険性がある。これは、経営者と株主の利害の不一致によって生ずるエージェンシー問題である。配当を高めることによって、エージェンシー費用を抑えることが可能となる。

この議論に関連して、アメリカでの1980年代のM&A盛行の理由の一つとして、つぎのようなことが言われている。当時のアメリカの石油・食品産業などでは、当面の利益は上がっていたのでキャッシュフローは潤沢であったが、設備投資などの将来に向けての投資機会を持ち合わせておらず、大量のフリーキャッシュフローが発生した。これを配当せずに内部に蓄積したままの企業が、資金を有効に利用していないために株価が低迷し、乗っ取りの対象になったり、逆に、それらの資金を買収用資金にして他企業を乗っ取ろうとしたために、M&Aが盛んになったというのである。わが国においても、成熟産業に属する企業などで、フリーキャッシュフローを抱えている企業が存在する可能性は高く、そのような企業では、余剰資金を配当なり、自社株買いによって株主に分配する政策が望まれる。

金融・資本市場からの監視活動の促進

資金提供者は資金提供後もさまざまな形で、経営者が彼らの利益に反した行動をとらないように

チェックしたり、コントロールするための監視（モニタリング）活動を行おうとする。しかし、資金提供後の監視活動が有効に行われる保証はない。大きな理由は、既存の資金提供者による監視活動にはただ乗りの問題が発生するからである。

例えば、株式が多数の株主に分散して保有されている企業を考えてみよう。このような企業では、ある株主が監視活動に費用をかけても、その結果もたらされる企業価値の上昇分すべてをその株主ひとりだけが享受できるわけではない。彼の株式持分に見合った割合しか得ることができず、監視活動を行わない多くの株主が、監視によってもたらされる利益の大部分を吸い取ってしまう。このため、個々の既存株主は十分な監視活動を行うインセンティブを持たない。これは、外部効果が存在するときの「ただ乗り」によって生ずる問題である。

このような状況のとき、配当を高めることによって内部留保が減少し、その分、外部資金調達に頼らざるを得なくなると、新たな資金の外部提供者による監視にさらされる頻度、程度が高まるため、経営者の行動が律せられやすくなり、経営者が株主，貸し手の利益に反する裁量的行動をとることをコントロールしやすくなる。このように、銀行の新規の貸し出し、増資、社債発行等に際しての事前調査、審査が有効に働けば、市場からの監視、制裁によって経営者のミスマネジメントの程度を減らすことが可能となる。(8)

新たな資金提供者が資金提供時に行うさまざまな事前調査等に要する費用は引受手数料、金利の中に織り込まれるため、彼らが負担する必要がなく、監視費用に見合った利益を得ることができる。そのため、新規の資金提供の場合には、上で述べたような既存株主なり債権者の監視活動の際に生ずる問題は発生せず、監視活動が促進されることになるのである。

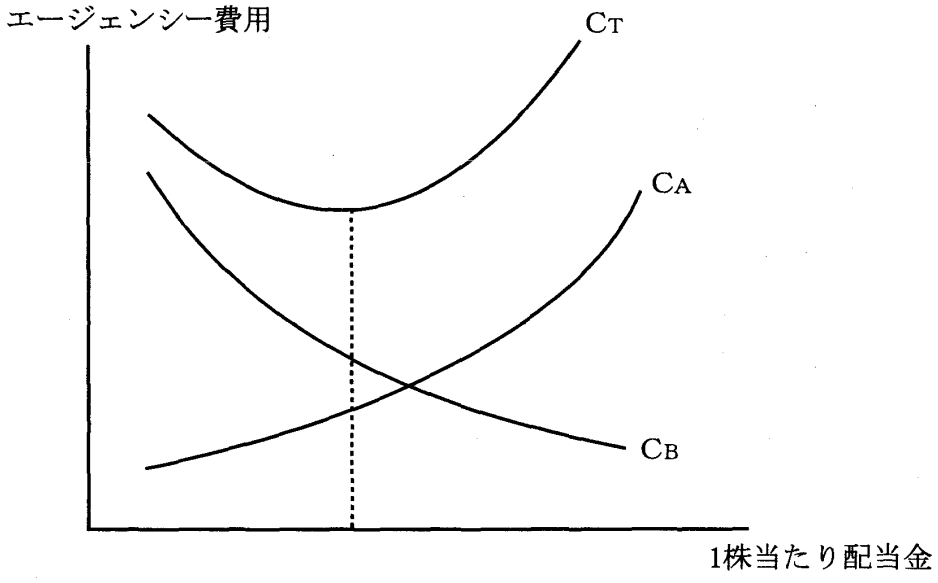
(3) 最適配当政策

以上の議論を踏まえて、図1を用いて企業が取るべき最適配当政策について説明しよう。図1の横軸には1株当たり配当金が取られており、この大小が配当政策の違いを表すとする。縦軸は、配当政策の違いによって生ずる費用である。最初に述べた、配当を抑えるべきであるという議論からは、C_Aのような曲線が得られる。外部資金に比べた内部資金の有利性の議論からは、1株当たり配当金を増やすことによって、外部資金に依存しなければならないウエイトが高まり、情報の非対称性から生ずるエージェンシー費用は増加すると考えられる。より多く外部資金に頼らざるを得ないとこの費用は逓増的に増加していくと考えられるので、曲線C_Aは1株当たり配当金の増加とともに逓増する曲線で表されている。

これに対して、配当を高めるべきであるという議論からは、C_Bのような曲線が得られる。無駄な投資によって生ずるエージェンシー費用が、配当を高めることによって防げるために、この曲線は配当の増加とともに減少していくと考えられるからである。このように、1株当たり配当金の増減

(8) Easterbrook(1984)、Rozeff(1982)を参照。

図１　最適配当政策の決定



に対して、２つの費用曲線は逆の関係にある。そして、両費用の合計であるC_T曲線が総エージェンシー費用を表すとすれば、最適な配当政策は総エージェンシー費用を最小にするd^*の点に求めることができる。

個々の企業の間では両曲線の位置が異なることによって、望ましい配当政策が異なってくる。例えば、情報の非対称性によって生ずるエージェンシー問題より、大量にフリーキャッシュフローを抱えてしまうことから生ずるエージェンシー問題の方が、より深刻である企業を考えてみよう。このような企業では、C_B曲線がより右上方に、逆に、C_A曲線は右下方に位置するので、d^*の点はより右側になり、１株当たり配当金を高めた方が望ましくなる。

５．わが国企業の配当政策

今まで述べてきた議論は配当水準の決定問題を扱ってきた。しかし、配当政策に関してはもう一つ重要な問題がある。それは、期間を通じた配当の変動の問題である。以下で、この問題を取り上げることにする。この点については、わが国で顕著であるが、利益に合わせて配当を変動させるより、１株当たり配当金を安定化させる配当政策が取られることが多い。第６節でなぜ企業は配当を安定化させるのかを簡単な理論モデルを用いて述べることにするが、その前に、この点を中心にして、わが国企業の配当政策について、その特徴を調べておくことにする。

(1)　1970年後半以降の概観

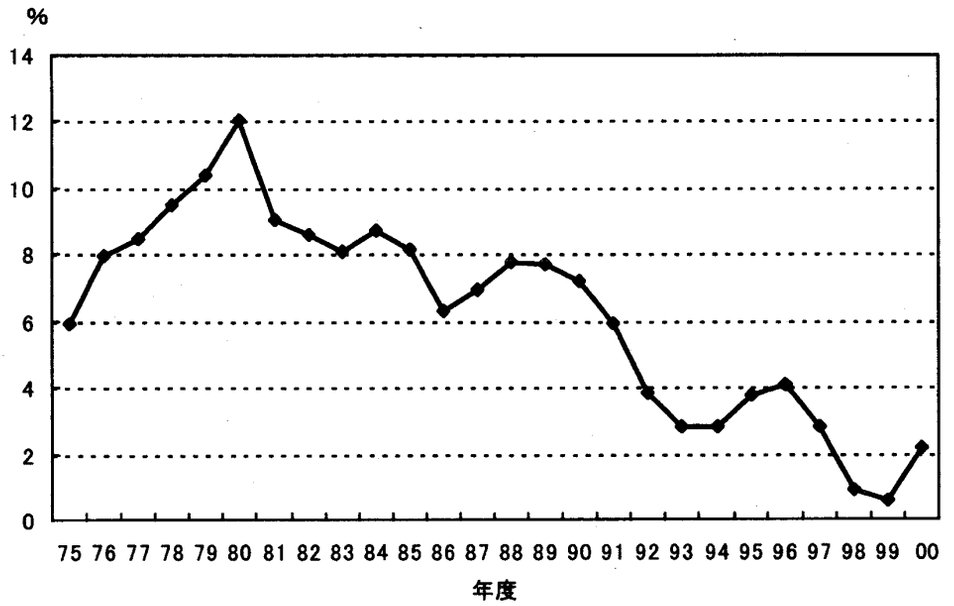
以下で用いるデータは、全国証券取引所協議会が毎年発行している『企業業績及び配当の状況』（旧『配当状況調査』）をもとにしている。対象企業は、全国証券取引所上場会社である。最初に、

1970年代後半から現在にいたるまでの動きを概観することにしよう。

まず、配当の原資となる利益を見てみると、図２に株主資本利益率の推移が載っている。全上場会社の当期利益合計を株主資本合計で割った値である。1975年度から80年度までは毎年上昇し、特に、80年度には12%まで達している。その後、85年度までは横ばいであるが、80年代前半は８%台を維持している。その後、いわゆるバブル期の80年代後半は７%台に低下しているのが分かる。そして、90年代に入り、バブルの崩壊とともに株主資本利益率は２%台に低下し、特に、98年度、99年度には１%を下回る水準まで低下してしまっている。

これより、株主資本利益率の動きを３つの時期に大別することができる。最初が、1970年代後半から80年代前半までの相対的に高い株主資本利益率の時期である。つぎが、80年代後半のそこそこの株主資本利益率の時期で、最後が、株主資本利益率の低下傾向が見られた90年代で、その水準が極めて低い時期である。

図２　株主資本利益率の推移

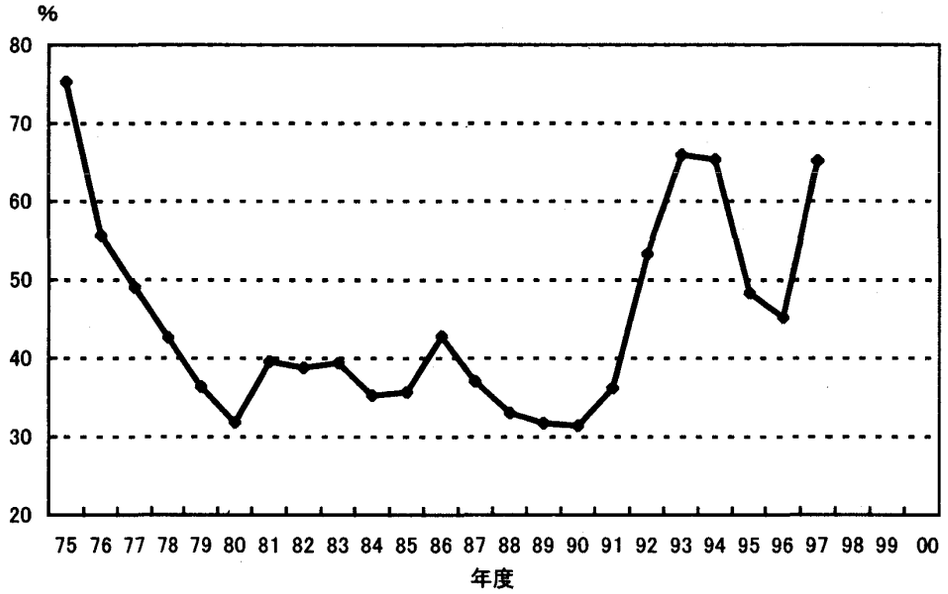


＊図２から図９は、全国証券取引所協議会、『企業業績及び配当の状況』（旧『配当状況調査』）、各年度版より作成

つぎに、利益のうち配当に回した割合を示す配当性向を図３で見てみると、ちょうど、株主資本利益率が３つの時期に分けられたのに符合して、配当性向も３つの時期で大きな違いがあることが分かる（ただし、98年度と99年度はそれぞれ184%、287%と異常に高く、目盛りの関係で除外している）。1970年代後半は、配当性向が低下した時期で、その後、80年代前半では40%弱の水準を維持している。そして、80年代後半は30%そこそこの低い水準に低下した。逆に、90年代は配当性向が急激に高まっている。もちろん、これは90年代に入ってわが国企業が従来の配当政策を変更して、利益を積極的に配当に回したというよりは、以下で述べるように低い利益水準のもとで、１株当たり配当金を維持した結果生じたものと考えられる。

図３で90年代に配当性向が高くなっている別の理由は、集計データによる影響である。図３の配当性向は、全国証券取引所上場会社すべての配当金合計を当期利益合計で割って計算した値であり、

図３　配当性向の推移



集計量どうしの比率である。個々の会社の配当性向を平均したものではないため、90年代のように利益が非常に小さい会社や赤字会社が増加した場合には配当性向が見かけ以上に高くなってしまう。例えば、Ａ社の当期利益は100億円で、配当金が40億円、B社は当期利益が低く５億円、配当金はゼロであるとしよう。Ａ社の配当性向は40%、B社はゼロ%である。両企業の単純平均は20%になる。ところが、集計量を用いて配当性向を計算すると、(40+0)/(100+5)=38%というように単純平均よりも高い値になってしまう。ただ、ここでは長期にわたる全体の傾向を見るのが目的なので、集計量で我慢することにした。

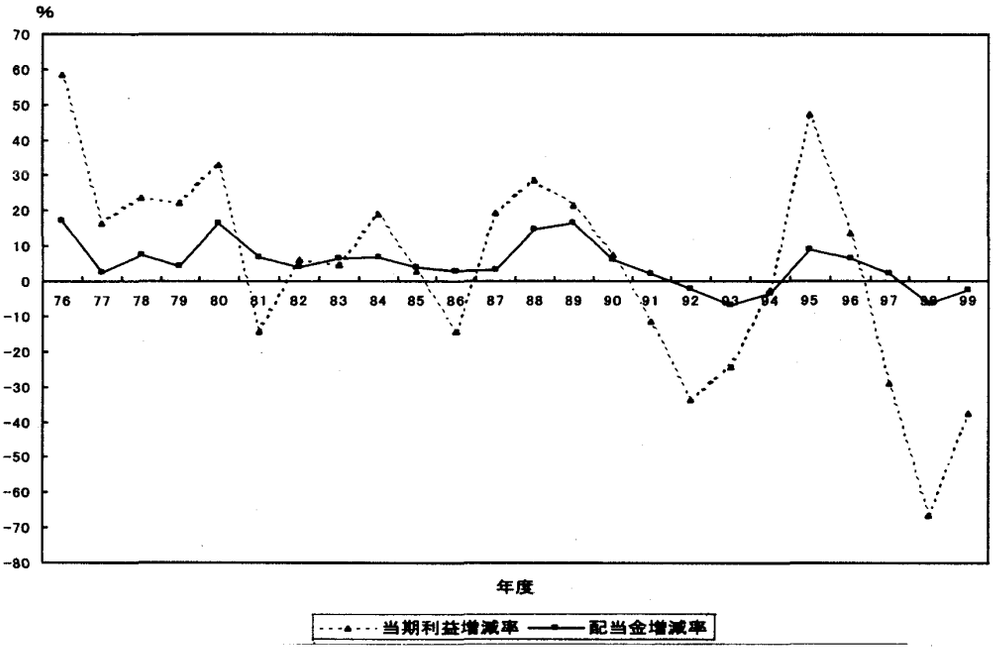
(2)　安定配当政策

つぎに、利益と配当の関係を調べることによって、わが国企業の配当政策の特徴を見てみることにしよう。図４は、当期利益の前年度に比べた増減率と配当金の増減率をプロットしたものである。これを見ると、利益が増加したときでも、それに見合って配当金が増加していないのが分かる。例えば、76年度から80年度までと87年度から89年度までは、当期利益が増加した年であるが、対応する年度の配当金増加率は利益増加率に比べて小さい。同じ傾向は90年代も見られる。例えば、95年度、96年度は利益が前年度に比べて増加しているが、配当の増加率は利益増加率より小さい。

逆に、利益が低下しても、配当の減少率は利益減少率に比べて小さいことが分かる。例えば、92、93、98、99年度は当期利益が減少しているが、配当金の減少率は利益減少率に比べて小さい。また、81、86、91、97年度も当期利益は減少しているが、率で見れば低いものの、配当金は前年度に比べてむしろ増加している。これらのことから、集計量で見た結果ではあるが、わが国企業は利益に見合って配当を変動させないことが分かる。

このことは、図５と図６を見ても確認することができる。これらの図は、前年度に比べた１株当

図4　当期利益と配当金の増減率



たり利益変動と1株当たり配当金変動を見たものである。図5は、増益会社に占める増配・復配会社と据置・無配継続会社の割合を示している。ただし、ここでの増益会社の中には、赤字から黒字に転換した会社は含めず、前年度黒字で当期に1株当たり利益が増加した企業を対象にしている。(9)

増益会社の内で、1株当たり配当金を据え置いた会社と無配を継続した会社の合計の割合を示したのが、■印の線である。この据置・無配継続会社の割合を見ると、87年度から91年度にかけて低下しているが、それ以外の年では増益であっても配当金を据え置いた企業が50%から60%で推移しているのが分かる。それに対して、増益会社の内で、前年度1株当たり配当がゼロだったのが復配した会社と、純粋に1株当たり配当金を増やした増配会社を合計した割合が◇印の線で示されている。この増配・復配会社の割合は、80年代後半のバブル期に高まったものの、それ以外の時期では30%台か40%台である。このように、利益が増加しても半分以上の会社は1株当たり配当金を増やしていないことが分かる。

減益会社では、より顕著な傾向が見られる。図6は、減益会社に占める減配・無配転落会社と据置・無配継続会社の割合を示したものである。ここでの減益会社の中には、黒字から赤字に転換した会社は含めず、今年度黒字ではあるが1株当たり利益が減少した企業を対象にしている。減益会社の内で、1株当たり配当金を減少させた会社と無配に転落した会社の合計割合を示したのが、□印の線である。この減配・無配転落会社の割合は、過去20年間を通して10%台と安定的に推移しているのが分かる。それに対して、減益にも関わらず、配当金を据え置いたか無配継続した会社合計の割合が◆印の線である。これらの会社割合は、全期間を通じて50%台から60%台と非常に高いこ

(9)　1株当たり配当金に変化がなくても、株式分割等で新株が割り当てられると、実質的には増配効果を持つ。増配会社には、このようなケースも含まれる。また、1株当たり利益についても、株式分割等が行われた場合には、同様に修正を行っている。

図５　増益会社に占める増配・据置会社の割合

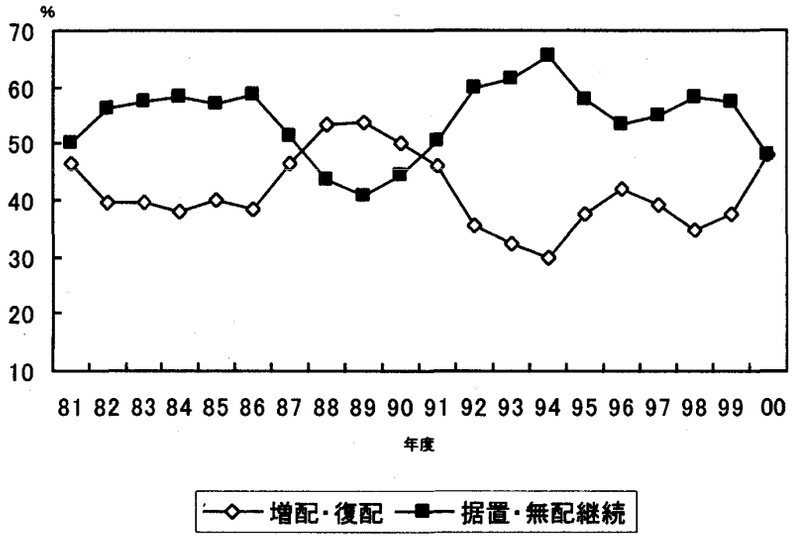
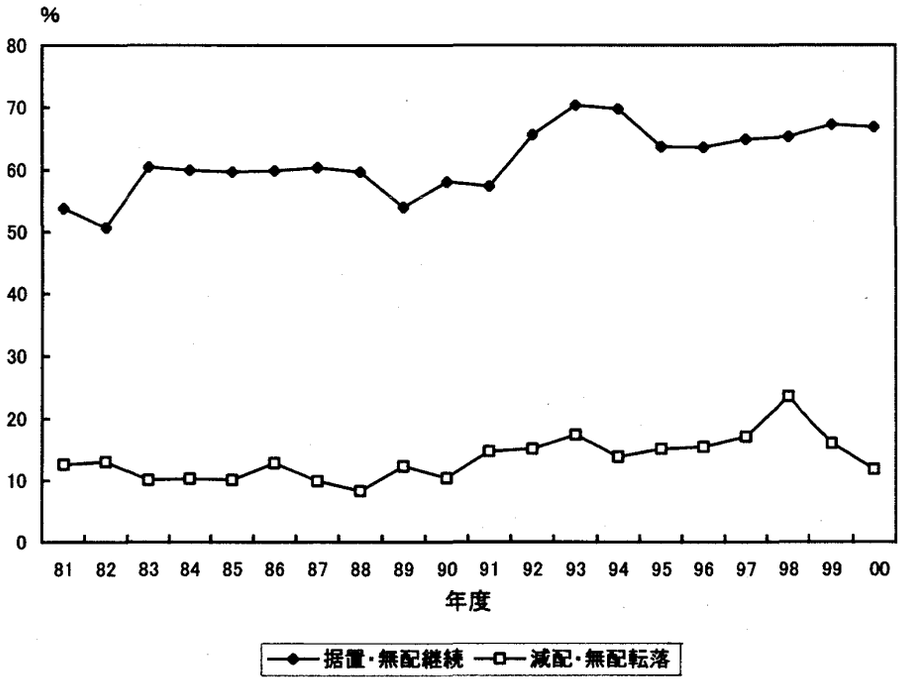


図６　減益会社に占める減配・据置会社の割合



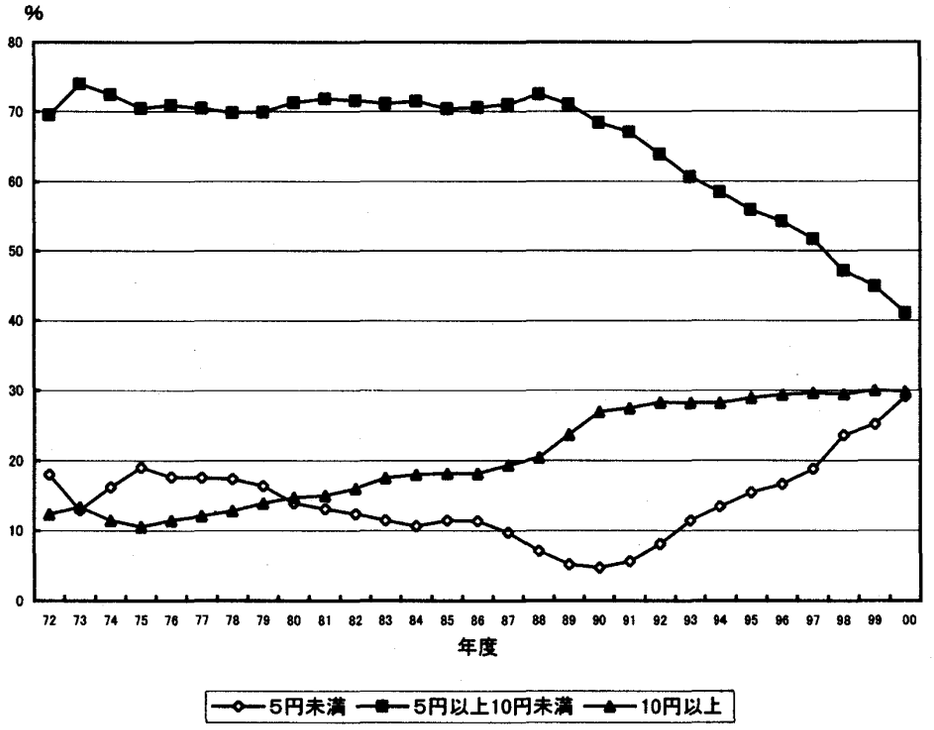
とが分かる。

これらのことからも、わが国企業は、利益の変動に合わせて配当を決めるのではなく、配当金を固定化する傾向が強いことが読みとれる。これが、安定配当政策と呼ばれる配当行動である。配当平準化行動と言ってもよいだろう。特に、利益が減少したときにこの傾向が強く、利益が下がっても配当金を維持しようとする。[10]

(10)　１株当たり配当金を維持していると、純利益が増加したときには配当性向が極端に低下してしまうので、株式分割（以前は新株無償交付と呼ばれていた）を行って株数を増やし、配当支払総額を実質的に増加させる政策が取られることが多い。

ただ、1株当たり配当金を変化させず、維持するとはいっても全く固定的であるわけではない。図7は、有配会社の中での1株当たり配当金の分布を時系列的に見たものである。ここでは1株当たり配当金を3つのグループに分けている。5円未満、5円以上10円未満、10円以上の3グループである。これを見ると特徴的なのは、5円以上10円未満に属する会社の割合が高いことである。特に、80年代終わりまでは安定的に70%の企業がこのグループに含まれていた。しかし、90年代に入るとこのグループの割合は年々減少し、2000年度には40%まで低下している。これは、すでに示したように株主資本利益率が低下し、1株当たり配当金をこの水準に維持できない企業が増大した結果と推察される。このことは、5円未満のグループの割合が80年代の10%台から、90年代半ば以降年々増加し、2000年度には30%に達していることからも理解できる。

図7　1株当たり配当金（会社数の構成比）



(3)　株主資本利益率・配当性向・株主資本配当率の関係

最後に、以上のことを踏まえて、わが国企業の株主資本利益率、配当性向、株主資本配当率の関係を調べることにする。

株主資本利益率と配当性向の間には、前もって理論的に何らかの関係が想定されるというものではない。例えば、一定の配当性向を維持している企業があるとすれば、その企業はある年に当期利益が少なく、株主資本利益率が低くても、それに見合って一定の割合の配当を支払う。逆に、当期利益が大きく、株主資本利益率が高くなれば、配当性向を維持するように配当額を決める。この場合には、株主資本利益率と配当性向の間には何の関係もないことになる。

しかし、既に述べたような1株当たり配当金を安定化させる配当慣行の下では、両者の間には負

の関係が生まれる。つまり、株主資本利益率が低下すれば配当性向は高まり、逆に、株主資本利益率が上昇すれば配当性向は低下する。実際、図８に示されているように、集計量で見たものではあるが、わが国企業では、株主資本利益率と配当性向の間に負の関係が見いだされる（ただし、98年度、99年度は、配当性向が100％を上回る値であったので、この２年間は除外している）。

図８　配当性向と株主資本利益率の関係

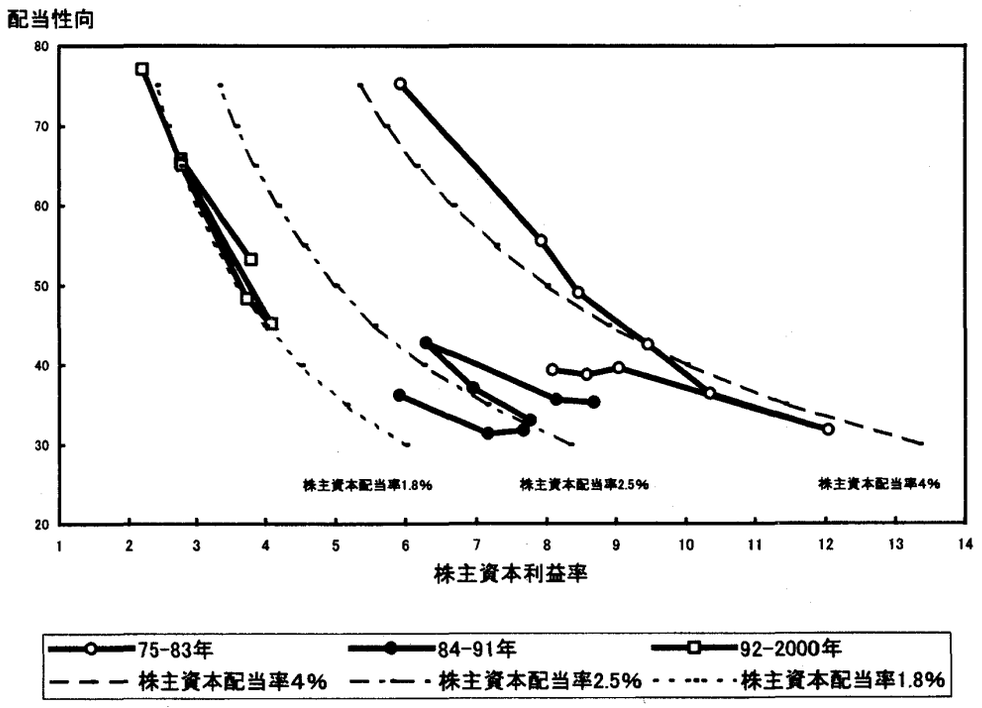


図８では、過去26年間を上で述べたように３つのグループに分けて、データ・マーカーの印を違えている。図を見ると、３つの時期に分けたそれぞれのグループの中では、右下がりの曲線で近似できる関係が顕著に見られるが、時期が異なるグループの間では、曲線がシフトしているのが分かる。つまり、全期間を通じて、株主資本利益率と配当性向の間には、負の関係が見られるが、その関係を表す曲線は、時期によって大きくシフトしているのである。その理由を、つぎの式を用いて説明することにしたい。

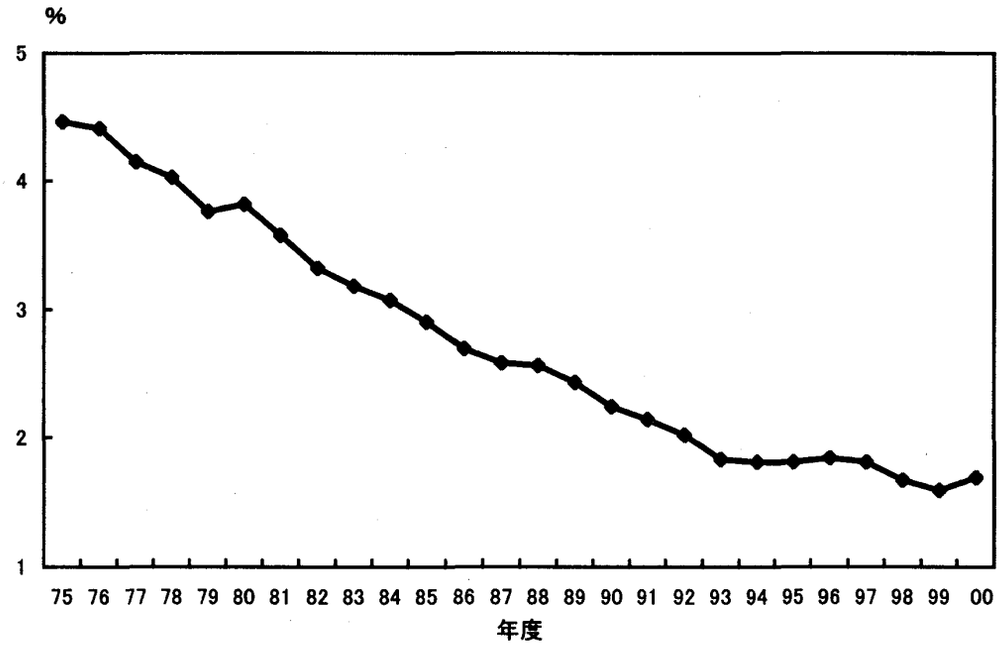
株主資本利益率×配当性向＝株主資本配当率　　(15)

上式は、株主資本配当率が株主資本利益率と配当性向の積の形に分解できることを表した恒等式であり、何らかの因果関係を表す式ではない。しかし、この式を用いることによって、３つの時期でなぜ株主資本利益率と配当性向の間の関係がシフトしているのかを理解することが可能となる。

まず、○印で表された70年代後半から80年代前半の時期を調べる。この時期は、株主資本の増加がそれほどでない状況で利益が増大し、株主資本利益率が上昇した時期である（図２参照）。他方、１株当たり配当金は安定していたので、配当性向は株主資本利益率の上昇に呼応するように急激に低下した（図３参照）。ただ、両比率の積で表される株主資本配当率は３％台から４％台というように比較的高い水準を維持し（図９参照）、株主資本配当率４％と表示された直角双曲線で近似で

きる関係が、株主資本利益率と配当性向の間に見られるのである。この直角双曲線は、(15)式の右辺の株主資本配当率を４％に固定したときの、株主資本利益率と配当性向の関係を示す。

図９　株主資本配当率



それに対して、●印で表されるのは、80年代後半のバブルの時期である。この期間でも当期利益は増えたが、エクイティファイナンスの興隆のため株主資本が急増し、株主資本利益率はそれ以前よりは低い７％台で安定していた時期である。一方、１株当たり配当金も安定していたので配当性向は低下した。株主資本の増大によって、株主資本配当率の水準も２％台に低下した（図９参照）。この時期の関係を示すものとして、株主資本配当率を2.5％に固定したときの株主資本利益率と配当性向の関係を表す双曲線も描かれている。

最後が、90年代の関係を示す□印の点である。株主資本配当率を1.8％に固定したときの直角双曲線も示されているが、90年代の株主資本利益率と配当性向の関係は、この双曲線でよく近似できるのが分かる。株主資本は増えなかったが、利益が低下したため株主資本利益率は急激に低下した。１株当たり配当金も下げざるを得ず、その結果、株主資本配当率も下がり、1.8％台に低位安定した（図９参照）。１株当たり配当金の下げ以上に株主資本利益率が低下したので、配当性向は急激に上昇している。

(4)　内部留保・内部資金と投資の関係

以上の議論では、わが国企業の配当政策と投資政策の関係は述べられていない。しかし、利益のうち配当されないで内部留保された金が重要な投資資金の一部になるとすれば、配当政策と裏腹の関係にある内部留保政策と投資との関係を調べておく必要がある。ただ、『企業業績及び配当の状況』には、設備投資等の情報は含まれていないので、代わりに日本政策投資銀行編『産業別財務

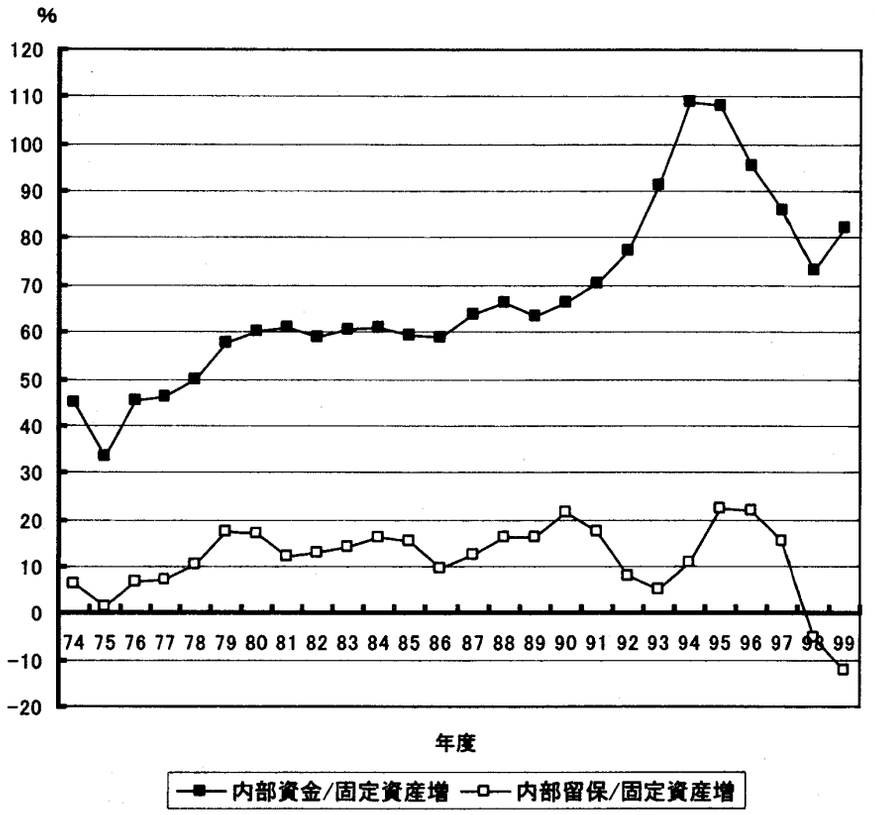
データハンドブック』（旧『経営指標ハンドブック』）を用いることにした。

ところで、企業の資金源泉と資金使途の間には、つぎの関係がある。

内部資金（内部留保＋減価償却費＋諸引当金純増）＋有償増資＋長期負債調達＝固定資産増（有形固定資産増＋投資その他資産増＋無形固定資産・繰延資産増）＋正味運転資本増減

このうち、固定資産増に対する内部資金の割合と、固定資産増に対する内部留保の割合の推移を示したのが図10である。ただし、東京・大阪・名古屋３証券取引所１部、２部上場会社のうち、製造業約1,000社の集計データより作成されている。

図10　資金使途に占める内部資金、内部留保の割合



＊日本政策投資銀行編、『産業別財務データハンドブック』（旧『経営指標ハンドブック』）、各年度版より作成

図を見ると、固定資産の増加のために必要な資金のうち、内部留保が占める割合は80年代を通じて10％台で推移していたのが、90年代に入り大きく変動しているのが分かる。95、96年度はこの比率が20％に増加している。これは、利益が回復し、内部留保が増大したことと、外部資金調達が相対的に低まった結果である。しかし、90年代はこの２年間を除くと、内部留保のウエイトが低下した時期である。特に、98、99年度には、比率はマイナスになっている。純利益が極端に低下したのにかかわらず、配当をある程度維持したため、配当支払額が純利益を上回ってしまったからである。

一方、内部留保に減価償却費と引当金純増を加えた内部資金が、固定資産増のために必要な資金に占める割合を見ると、80年代は60％と高い比率を占めているのが分かる。これは、内部資金の中で減価償却費のウエイトが非常に高いことの結果である。90年代にはさらにこの比率が高まっている。投資のための資金需要は低下したが、外部資金調達のウエイトがそれを上回って減少し、減価

償却費が恒常的に高く、内部資金のウエイトが高まった結果である。

6．配当の平準化行動

前節では集計データを用いて、わが国企業は利益に見合って配当を変化させず、配当を安定化させる行動が見られることを述べた。本節では、簡単なモデルを用いて、この配当の平準化を経営者の最適行動の結果として導き出すことにしたい。(11)

(1) モデルの定式化

２期間モデルで、株主資本のみからなる企業を考える。既存の事業なり既存設備を用いることから生ずる第１期と第２期の純利益をそれぞれX_1、X_2とする。ただし、第１期の純利益は確定しているが、第２期の純利益は将来の純利益なので確率変数とする。そして、X_2は実現値X_1とは独立とする。X_2の確率密度関数を$f(X_2)$とする。第１期の配当額をD_1とすれば、第１期の内部留保額はX_1-D_1となる。

ここで、投資資金は内部留保のみとすれば、第１期の投資額I_1はX_1-D_1である。そして、第１期の投資によって、$g(X_1-D_1)$の純利益の増加が見込まれるとする。新投資からの純利益増gは投資額の凹関数とするが、簡単化のため、確定値と仮定する。第２期の純利益の合計は、$X_2+g(X_1-D_1)$である。第２期には、企業は利益をすべて株主に配当として分配してしまうとする。

つぎに、経営者の効用は、以下の２つの要因によって影響を受けるとする。第１の要因は、第１期の配当である。第１期の配当を高めることによって、経営者の効用は高まると想定する。これは、近視眼的に企業を評価する外部株主は、当期（第１期）の配当を高めるとそれを評価し、株価が高まり、株価に連動する報酬をうけとる経営者の効用が高まると仮定しているからである。

第２の要因は、経営者の解雇に関連する。経営者は、第２期に解雇されないことからも効用を得るとする。それは、金銭的な報酬と同時に、経営者としての地位を維持することからも彼は高い満足を得ると想定するからである。そして、経営者が解雇されるのは、第１期の配当額より第２期の配当額が下回ってしまう場合とする。つまり、$X_2+g(X_1-D_1)<D_1$なら、経営者は第２期に解雇されてしまう。ここで、第１期の配当額より第２期の配当額が下回ってしまうと経営者が解雇される理由を考えておこう。もしも、このような制約がないと、経営者は第１期に多額の配当をして外部株主を欺き、第１期の株価をつり上げることができる。このような経営者の行動を阻止するためには、事前に第２期での解雇の条件を経営者に示しておくことが必要になってくるからである。

このような仮定の下では、経営者の効用関数はつぎのように表すことができる。ただし、α、β

(11) 配当のもとになる純利益についても企業は平準化する行動をとることが経験的に観察される。利益平準化に関するモデル分析としては、例えば、Fudenberg and Tirole (1995) を参照せよ。また、大日向 (1999) も、なぜ企業が利益平準化行動をとるのかに関する明解なモデルを提示している。

は正のパラメーターであり、配当に連動した第１期の経営者報酬が彼の効用に及ぼすウエイトと、第２期に解雇されないことの効用に及ぼすウエイトをそれぞれ表している。右辺第２項の積分の部分は、経営者が解雇されない確率を表す。

$$U(D_1)=\alpha D_1+\beta\int_{D_1-g(X_1-D_1)}^{\infty}f(X_2)dX_2 \tag{16}$$

(2) 最適解と配当平準化の条件

経営者の効用を最大化するD1はつぎの式を満たす値である。ただし、２階の最適条件は満たされるとする。

$$\frac{dU(D_1)}{dD_1}=\alpha-\beta f(D_1-g(X_1-D_1))\left[1-\frac{dg(X_1-D_1)}{dD_1}\right]$$

$$=\alpha-\beta f(D_1-g(X_1-D_1))\left[1+\frac{dg(I_1)}{dI_1}\right]=0 \tag{17}$$

(17)式の経済的意味付けは、つぎのように考えることができる。D_1を１単位（１円）だけ増加させた場合の経営者の効用に及ぼす影響は、プラスの影響とマイナスの影響とがある。プラスの影響は、右辺第１項で示される第１期の金銭的報酬の増加分αである。それに対して、マイナスの影響は、第２期に解雇される危険性の増大であり、右辺の第２項で示される。ここで、第２項のｆの括弧の中の値$D_1-g(X_1-D_1)$は、第２期の純利益合計（配当額でもある）が第１期の配当額に丁度等しくなるX_2の値である。それをX_2^*としよう。D_1を１単位（１円）増加させると、X_2^*はより高い値になる。どれだけ高くなるかを示したのが、第２項の$1+dg(I_1)/dI_1$である。D_1の１単位（１円）の増加分と、D_1を高めることにより削減された投資額が第２期にあげたであろう利益との合計金額である。$f(X_2^*)$にこのX_2^*の増加分$1+dg(I_1)/dI_1$を掛け合わせた値が、経営者が第２期に解雇される確率の増加分を示している。そして、この値にβを掛けたものが、経営者の効用の減少額になる。以上のことから、(17)式はD_1を高めることによる効用の増加分が効用の減少分に丁度等しくなるD_1が最適な点になることを示している。

つぎに、最適値D_1に及ぼすX_1の影響を調べると、(18)式が得られる。ただし、g'は１階の導関数、g''は２階の導関数を表す。仮定より$g'>0$、$g''<0$である。

$$\frac{dD_1}{dX_1}=\frac{f(\cdot)g''-f'(\cdot)g'(1+g')}{f(\cdot)g''-f'(\cdot)(1+g')^2} \tag{18}$$

われわれにとって興味があるのは、$dD_1/dX_1<1$となる状況である。このときには、第１期の純利益X_1が高くなってもそれに見合って配当額D_1を増やさず、逆に、X_1が低下してもそれに見合って配当額を減らさないという意味で、配当平準化行動といえる。このようなことが起こるのは、（ｉ）$f'(\cdot)$

>0のときか、(ii)$f'(\cdot)<0$かつ、$f(\cdot)g''-f'(\cdot)(1+g')^2>0$のときである。

$f'(\cdot)>0$のときには、$f'(\cdot)(1+g')^2>f'(\cdot)g'(1+g')>0$なので、必ず$0<dD_1/dX_1<1$となる。

$f'(\cdot)<0$のときには、$f'(\cdot)(1+g')^2<f'(\cdot)g'(1+g')$なので、$f(\cdot)g''-f'(\cdot)g'(1+g')<f(\cdot)g''-f'(\cdot)(1+g')^2$となり、$f(\cdot)g''-f'(\cdot)(1+g')^2>0$のとき、$dD_1/dX_1<1$となるからである。

なお、$f'(\cdot)<0$で、$f'(\cdot)(1+g')^2<f(\cdot)g''<f'(\cdot)g'(1+g')$の範囲では、$dD_1/dX_1<0$となり、第1期の純利益が高くなったとき配当額が逆に減少してしまうことが起こる。また、$f'(\cdot)<0$かつ、$f(\cdot)g''-f'(\cdot)(1+g')^2<0$のときには、必ず、$dD_1/dX_1>1$となり、$X_1$が高くなるとそれに見合った以上に$D_1$を増やすことになる。

最後に、パラメーターα、βの影響を調べておこう。αがD_1に及ぼす影響は⒆式で表せる。

$$\frac{dD_1}{d\alpha}=-\frac{1}{\beta f(\cdot)g''-\beta f'(\cdot)(1+g')^2}>0 \qquad (19)$$

ここで、⒆式右辺の分母は最適解の2階の最適条件より負なので、$dD_1/d\alpha>0$となる。直観的にもわかるように、経営者にとって第1期の報酬の多寡が彼の効用に大きなウエイトを占める場合には、第1期の配当を増加させる行動を取るのである。

同様に、βがD_1に及ぼす影響は⒇式で表せる。

$$\frac{dD_1}{d\beta}=\frac{f'(\cdot)(1+g')}{\beta f(\cdot)g''-\beta f'(\cdot)(1+g')^2}<0 \qquad (20)$$

⒇式右辺の分母は最適解の2階の最適条件より負であることと、$f(\cdot)>0$、$g'>0$であることから、$dD_1/d\beta<0$となる。これも直観的に理解できるように、経営者が自分のポストの維持に大きな関心があるときには、第1期の配当額を抑えてまでも内部留保を増やし、投資資金に充て、第2期での利益を高めようとする行動を取るのである。

ところで、Kalay(1980)やMiller and Rock(1985)などのシグナリングモデルでは、支払い配当の大小が、企業の将来利益を投資家が予想するにあたっての情報として用いられる。つまり配当がシグナルの役割を果たすことが主張される。しかし、それらのモデルでは、なぜ配当が安定化されるのかは説明できない。本稿で提示したモデルは、シグナリングモデルの不十分さを一部解消したモデルになっている。(12)

(12) さまざまな財務政策についてのシグナリングモデルの概要については、久保(1991)を参照せよ。

参考文献

伊丹敬之・加護野忠男・小林孝雄・榊原清則・伊藤元重、『競争と革新－自動車産業の企業成長』、東洋経済新報社、1988.

大日向隆、「制度会計と情報開示」、青山譲・井上正・松井美樹編著『制度経営学入門』、中央経済社、1999、262－280ページ.

久保俊郎、「資本市場とシグナリング効果」、柴川林也編著『資本市場の革新と財務戦略』、同文舘、1991、209-226ページ.

日本政策投資銀行編、『産業別財務データハンドブック』（旧『経営指標ハンドブック』）、各年度版.

花枝英樹、『経営財務の理論と戦略』、東洋経済新報社、1989.

米澤康博・松浦義昭、「わが国のコーポレート・ガバナンスが配当政策に与える影響」、松浦克己・吉野直行・米澤康博編著『変革期の金融資本市場』、日本評論社、2000、25－49ページ.

全国証券取引所協議会、『企業業績及び配当の状況』（旧『配当状況調査』）、各年度版.

Easterbrook, Frank, "Two Agency-Cost Explanations of Dividends," American Economic Review, September, 1984, pp. 650-659.

Fudenberg, Drew and Jean Tirole, "A Theory of Income and Dividend Smoothing Based on Incumbency Rents," Journal of Political Economy, February, 1995, pp. 75-93.

Jensen, Michael, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," American Economic Review, May, 1986, pp. 323-329.

Kalay, Avner, "Singalling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends," Journal of Financial and Quantitative Analysis, November, 1980, pp. 855-869.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny, "Agency Problems and Dividend Policies Around the World," Journal of Finance, February, 2000, pp. 1-33.

Miller, Merton and Franco Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," Journal of Business, October, 1961, pp. 411-433.

Miller, Merton and Kevin Rock, "Dividend Policy under Asymmetric Information," Journal of Finance, September, 1985, pp. 1031-1051.

Myers, Stewart and Nicholas Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," Journal of Financial Economics, June, 1984, pp. 187-221.

Rozeff, Michael, "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios," Journal of Financial Research, Fall, 1982, pp. 249-259.

［一橋大学大学院商学研究科教授］