

低配当政策の妥当性に関する一考察

翟, 林喩

<https://doi.org/10.15017/4493042>

出版情報：経済學研究. 57 (5/6), pp.153-163, 1992-09-10. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：



低配当政策の妥当性に関する一考察

翟 林 瑜

はじめに

経営者の行う意志決定は、資本調達、投資と利益配分等の広い範囲に及んでいる。これらの意志決定のいずれも所有と経営の影響を受けるはずである。本稿は、その影響をもっとも受けやすい利益配分の意志決定 — 配当政策 — を取り上げ、日本企業の低配当政策の歴史的役割と現時点での妥当性を検討する。

企業の配当政策に対し、単純明快な解答を出したのは、MillerとModigliani (1961) である。彼らは、「投資政策を一定とすれば、配当政策は株価および株主にとっての総収益（配当と資本利得の合計）に何らの影響も及ぼさない」という配当無関連命題を証明した。

しかし、この配当無関連命題は、資本構成無関連命題と同じように情報および税制の非対称性、取引コストと株主と経営者間の利害不一致を無視した理想的な世界でしか成立しえないものである。現実に企業の株主と経営者のいずれも企業の配当政策に無関心でいられない。配当政策変更に対する株価の変動は、配当無関連命題の説明力の脆弱さを裏付けているといえる。

日本の企業は、利益配分に関して低い配当性向で知られている。この利益配分のパターンが長期的に見られ、投資家にも受け入れられた以上、低配当政策には何らかの経済的な合理性が秘められていたと考えられる。これを説明する

には、完全情報と完全市場を前提とする配当無関連命題と異なる、より現実的な基盤をもつ理論に頼らなければならない。

情報の非対称性や株主と経営者間の利害不一致に立脚するエージェンシー理論は、企業の配当政策について示唆的なものを提示している。以下では、エージェンシー・アプローチから配当の経済的意味を考察し、日本企業の低配当政策の功罪を吟味する。

2. 配当の経済的意味

企業利益のうち、どれだけ社内に留保し、どれだけ株主に還元するかに関する配当政策は、明らかに経営者の支配下にある資産の多寡を決定づける。他方、配当政策が一定の利益を株主に還元する場合それを即座に還元するかそれとも長い期間にわたって還元するかに関する意志決定でもあるので、配当政策は収益の投資家への還元の時間的パターンを決定づけると考えられる。前者は、経営者と株主の利害関係、したがって資源の主体間配分の効率を規定しており、後者は、投資家の時間選好への満足、したがって資源の時間的配分の効率を規定している。配当政策を評価するさい、配当のこの二つの配分効果を考慮しなければならない。

(1) 配当のメリット

1) 資源の主体間配分によるエージェンシー・コスト軽減効果

所有と経営が分離している現代企業では、株主と経営者間の関係は一種のエージェンシー関係にある。プリンシパルである株主とそのエージェントに当たる経営者間の情報の非対称性と利害不一致のために、エージェンシー・コストが発生する。このエージェンシー・コストは、経営者の機会主義的行動の費用—モラル・ハザード・コスト—と、それを抑制するための情報・モニタリングの費用からなる¹⁾。

残余請求権をほとんど持たない経営者が過大の非生産的支出で自分の非金銭的役得を得ようとする。また、経営者は投資の収益よりも自分の支配下に置かれている資産の増殖の方をより好むであろう。なぜなら、企業資産の増加は、経営者の占有欲への満足やポストの安定化に貢献するからである。投資家利益の最大化から逸脱するこの2つの機会主義的行動は、職業経営者による経営のモラル・ハザードに起因するものである。企業のフリー・キャッシュ・フローが多いほど、このモラル・ハザード発生之余地が大きく、このモラル・ハザードのコストも高くなる。魅力的な投資機会に恵まれていない成熟企業には、この余地が大きいと思われる²⁾。こ

の場合、株主は、配当の支払いを要求することによって非生産的支出の可能範囲を縮小し、リスク回避的になりがちな経営者に危機意識を与え、積極的な経営姿勢を取らせることができる。したがって、配当は、フリー・キャッシュフローを減少させることを通じて、モラル・ハザード・コストの抑制に貢献すると考えてよい。

また、一定の企業の投資政策のもとでは、配当の支払いないし増配は企業の資本市場での新規資本調達機会を増やすはずである。一般的に、企業は、株式ないし社債の発行で資金調達を行うにあたって、引受シンジケート団の審査を受けなければならない。銀行からの借入れを行う場合でも融資銀行からの信用調査が必要である。このような新規調達のたびに受ける金融機関からの信用調査は、株主の代わりに経営者の行動をチェックし、モニターする働きを持つ³⁾。株式の分散化で、個別株主のモニタリングが十分に報いられない。そのかわりに、株主は、配当支払い請求で企業を絶えず資本市場にさらして金融機関からの審査とモニタリングを受けさせることができる。こういう意味で配当の請求にはモニタリング効果があり、直接的モニタリングの費用を節約する作用をもつ。

市場から資本を調達するために、経営者は、当該企業の株価や社債の市場価格に関心を持たざるを得なくなり、私的利益を追求するような機会主義的行動を自制せざるを得なくなる。さもなければ、金融機関と投資家から敬遠され、低い資本コストでの新規調達が困難となり、経営者としての地位が脅かされるとになる⁴⁾。

2) 資源の時間的配分によるリスク・シェアリ

(3) 直接金融の担い手である証券市場と間接金融の担い手である金融機関の企業監督における補完的役割については、Seward (1990) を参照。

(1) Jensen and Meckling (1976) と翟 (1991) を参照。

(2) 経営者のフリー・キャッシュフロー選好仮説を打ち出したのは Jensen (1986) であるが、この仮説を支持する実証研究には、Lang and Litzenberger (1989) がある。彼らは、Tobin's Q が1以上の企業を企業価値最大化志向企業、1より小さい Tobin's Q をもつ企業を過大投資企業と定義した上、過大投資企業ほど、配当政策変更の株価に与える影響が大きい、ということを見出している。これは、過大投資のある企業ほど、投資家が配当政策の変更に対して敏感で、配当性向と株価との正の相関関係が強いことを意味するので、Jensen (1986) のフリー・キャッシュフロー仮説を支持していると思われる。

ング効果

リスクに対して株主が経営者より低い回避度を持っているのが通常である。しかし、株主も普通リスク回避的であることには変わりがない。株主は企業から受け取る配当の流列に対し一定の時間的選好のパターンを持っている。この時間選好パターンは、主として配当流列の不確実性すなわちリスクに対する忌避の時間的パターンに依存する。将来の配当ほどそのリスクが高く、株主のそれに適用する割引率も高くなるはずである⁵⁾。したがって、リスク回避的な投資家の参加者からなる株式市場では、一株1円の減配に対して必ずしも1円の株価上昇が見られるとは限らない。これは、他の条件が所与であれば、投資家は将来の不確実性の影響を受けやすい内部留保による株価の上昇よりは確実な配当を選好するということを意味する。換言すると、一定水準の配当の支払いは、投資家の時間選好に合致し、株主にとって一種の“bird-in-the-hand”効果がある⁶⁾。

以上は、資源の時間的配分という配当流列の機能から配当のリスク・シェアリング効果を見てきた。しかし、それ以外に、配当には資源の投資主体（既存株主、新規株主と債権者）間配

分によるリスク・シェアリング効果もある。この投資主体間のリスク・シェアリング効果は既存株主のポートフォリオのリスクの適正水準の維持の形で現れる。

配当政策が企業の投資政策に影響を与える場合、配分の支払は、リスク資産への投資の減少を意味する。株主が受け取り配当をその企業の資産よりもっとリスクな資産へ再投資しない限り、この配当の受け取りで、株主は株式を売却せずに自分のポートフォリオのリスクを減少することができる。これは、株主が株式の売却ないし買い替えを行わずにポートフォリオの構成を最適の状態に維持させるとができることを意味する。したがって、この場合、資本市場を通じてポートフォリオの構成を再調整するときの取引コストは節約される。

他方、配当の支払が企業の投資政策に影響しない場合、企業は、所定の投資を行うために資本の新規調達を行わなければならない。株式の発行で調達するならば、新規の株主も持ち分に比例して企業のリスクを負担することになる。負債で調達する場合でも、新規の債権者は企業リスクの一部を負担するはずである。したがって、配当の受取で既存株主の負担するリスクが配当の支払を受けない場合より少なくなるのである。程度こそ違おうが、これもポートフォリオの再調整に伴う取引コストの節約を意味する。

3) 配当のシグナリング効果

以上で検討した配当のエージェンシー・コスト軽減効果とリスク・シェアリング効果は、経営者自らの意思ではなく株主の要請で実現したのであろう。これに対し、以下で検討する配当のシグナリング効果は、経営者自らの意思で実現したものである。

一般的に、株主と経営者間に、利害不一致の

(4) Easterbrook (1984) を参照。かれは、資本市場で頻繁に資本を調達する企業ほどエージェンシー・コストが低いと指摘している。

(5) 株価は無限の将来にわたって支払われるであろうと期待される配当流列の現在価値として捉えられる。将来の不確実性や経営者と株主間の情報の非対称性と利害の不一致が存在するために、情報劣位にある株主は、将来の配当流列を高い割引率で現時点に割り戻すであろう。したがって、将来の配当であるほどそれに適用されるディスカウント率は高いと考えられる。

(6) Miller and Modigliani (1961) は、投資家が資本利得より配当を選好するという意味での配当の“bird-in-the-hand”効果は存在しないことを証明している。しかし、これが完全情報というMM理論の世界にしか成立しないことに注意を払う必要がある。

軽減のため明示的もしくは黙示的な報酬契約が取り結ばれていると考えられる。これらの報酬契約、とくに市場評価依存型報酬契約（たとえば、米国で普及されているストック・オプション型報酬契約）のもとでは、経営者の金銭的報酬は企業の市場価値に依存することになる。また、経営者の名声と昇進もある程度企業の市場価値に依存すると考えられる。

周知のように、企業価値は、企業の将来のキャッシュ・フロー流の現在価値として捉えられる。情報の非対称性のために、企業が市場で低く評価される場合がある。この場合、情報優位な立場にある経営者は、企業の将来のキャッシュ・フローについて市場ないし株主より楽観的な予想を持つはずである。経営者の報酬、名声と昇進が企業の市場価値に依存しているため、経営者は、企業の将来のキャッシュ・フローについての自分の予想を市場に伝達することによって投資家の予想を修正させ、市場からの評価を高める動機を持つ。

しかし、株主と経営者間に利害の不一致があるので、経営者は自分の予想を市場に伝達するためには市場に何らかのシグナルを送らなければならない。配当政策は、資本市場へのシグナルの一つとして用いられる⁷⁾。

所有と経営が分離していない、あるいは分離していても株主と経営者間に情報の非対称性がまったく存在しない場合、企業の配当政策は、MMのいうように株主の富に無関連なはずで

ある。このとき、企業の配当支払と株価の変化は負の関係にある。しかし、現実の世界では株主と経営者間に情報の非対称性が存在するため、経営にタッチしない株主ないし潜在的な株式投資家は企業の経営状況と見通しを知ることが困難で、配当の有無または多寡で企業の未来の収益力とキャッシュ・フローの水準を判断するしかない。配当が増えると、株価がかえって高くなるのはそのためといえる⁸⁾。この配当の増加に伴う株価の上昇は、市場が経営者から配当というシグナルを受けてその企業のキャッシュ・フローについての予想を上方修正した結果であると考えられる。

しかし、経営者が配当政策をシグナリングの道具として用いることを可能にするためには、以下の三つの条件が必要である。①経営者と株主間の情報非対称性のために、企業は市場で過小評価されている。そのうえ、配当の支払ないし増配は市場の予期せぬものでなければならない。この条件が満たされないと、配当のシグナリング効果は当然期待できない。②経営者の逆選抜問題を回避するために、偽りのシグナリング行動には市場から何らかの形でペナルティが賦課される。これは、シグナリングにはコストがかかり、そして偽りのシグナリングほどコストが高くつくことと等価である。③経営者のモラル・ハザードのために、定期的財務諸表公開と報告には、企業の未来の収益力についての十分なシグナリング効果が期待できない。この条件が満たされないと、同じシグナリング効果を得ようとするとき、配当というシグナルよりも

(7) 配当のシグナリング機能についての研究としては、Bhattacharya (1979), Kalay (1980), John and Williams (1985), Miller and Rock (1985), Ambersh, John and Williams (1987), Williams (1988), Healy and Palepu (1988), and Lang and Litzenberger (1989) などが挙げられる。日本企業の配当政策のシグナリング機能に関する最近の実証研究には伊藤正之 (1989) がある。

(8) 配当と株価の正の相関関係が多くの研究によって発見されている。たとえば、Aharony and Swary (1980), Asquith and Mullins (1983) and Brickley (1983) などが挙げられる。

割安な会計情報のディスクロージャーというシグナルを使ったほうが合理的となる。

(2) 配当のデメリット

1) 配当の税制上の不利益性

株主は株式の所有で配当と資本利得という二つのルートから利益を得る。アメリカと日本をはじめとする多くの国では、配当は二重課税されており、個人所得課税の段階で資本利得より高い所得税率が適用されている。このような非対称的税制下では、企業は明らかに利益をなるべく留保に回し、それを実物資産ないし金融資産へ投資した方が有利である。換言すると、株主への配当支払は、税節約機会の放棄を意味し、一種の税関連機会費用の発生を伴う。

2) 資本調達コストの増加

前に言及したように、一定の投資政策のもとでは配当の支払ないし増配は資本の新規調達の増加をもたらす。しかし、株式と社債の発行という直接金融の場合はもとより、金融機関からの借入れという間接金融の場合でさえ大きな調達コストを伴うのである。株式または社債発行時の引受手数料や書類費用などはそのコストに当たる。

3. 低配当政策の妥当性

以上は、配当のメリットとデメリットについて検討してきた。もし企業の最適配当政策が存在するならば、この最適配当政策では、上述の配当のメリットからそのデメリットを差し引いた純メリットが最大化される、すなわち配当の限界メリットがその限界デメリットに等しいはずである。明らかに、配当性向ないし1株当りの配当額は配当のメリットとデメリットの相対

的な大きさに依存する。そのデメリットの割にメリットの方が遥かに大きいとき、当然低配当政策が経済的合理性をもつことになる。その逆も真である。

(1) 低配当政策の歴史的必然性

それでは、以上の議論の見地から日本企業の配当政策を考えてみよう。周知のように、日本では額面配当率の安定化の形で安定配当政策が広く採用されている。この配当政策は、いうまでもなく低い配当性向と安定的な額面配当率に特徴づけられている。以上の考察より、この安定配当政策の経済的理由は次のように考えられる。

日本の企業は、経済が上向き成長期では、リスクの少ない豊富な投資機会に恵まれていた。企業が豊富な投資機会に投資するために旺盛な資金需要を持っていたので、経営者の企業成長志向と株主の利益最大化がほぼ一致する。また、企業内にフリー・キャッシュ・フローがほとんど存在しないので、経営者の非金銭的役得はそれほど大きくなりえなかったと考えられる。これらのいずれも、経営者による経営のエージェンシー・コストが小さいことを意味する。したがって、配当の支払いによるエージェンシー・コスト軽減効果は小さいと考えてよい。他方、いつも資本需要が資本供給を上回る資本市場においては、株式および社債の発行と金融機関からの借入れといった外部金融の調達コストがかなり高い。これは、配当の税制上の不利益性ととも高い配当水準のデメリットを顕著なものにする。このように、配当の低いエージェンシー・コスト軽減効果と高いデメリットのもとでは、企業は、配当をできるだけ低く抑える動機が強いと思われる。

また、高度成長期には投資家の貯蓄志向が強くなり、企業の成長性にも絶大の信頼が寄せられているので、将来の配当流列に対しての投資家の割引率が高くないと考えられる。このように、この時期には配当によるリスク・シェアリング効果も小さいと思われる。

さらに、企業間の株式持ち合いも時間にわたってのリスク配分による配当の“bird-in-the-hand”効果を薄めている。というのは、ほとんどの株式持ち合いは、資本利得と配当の獲得以外の目的に基づいて行われたからである。

かといって、これは、ただちに企業が税引き後利益を全部内部に留保すべきだという結論を導くわけでもない。前に触れたように、配当は、企業の未来の収益力について経営者の予想を投資家に伝達するためのシグナルとして機能する。したがって、経営者は、毎年一定の一株当り配当の支払で将来についての安定的、持続的な収益力の予想を投資家に伝えようとする。こういう意味で、配当の安定度は、企業の経営状態の安定度のシグナルとして使われる。他の企業並の配当の支払を維持することができれば、経営者は、自社が市場平均的な収益力を持っているというシグナルを投資家に送ることになる。もしそれよりやや高い配当の支払を維持することができれば、経営者は、企業が市場平均以上の収益力を持っているというシグナルを投資家に送ることになる。

他方、日本の企業は、銀行等の金融機関への高い資本調達依存度でよく知られている。金融機関が企業に株式取得ないし負債の形で資金を提供する場合、その企業の株式が過去に良好な配当実績を有することが要求されることは通常である。配当が比較的高水準で安定している企業ほど、株式の発行条件がよく、銀行からの融

資を受けやすい。株式の上場や株式の新規発行のためにも証券業界の定める企業の利益配分ルールを満たす必要があるので、企業は、常にそのルールに規定されている最低限の配当額を支払う用意がある。このように、一定水準の配当金の支払いは、外的に強制される意味を帯びるが、金融機関と株式市場に送るシグナリングとして機能する⁹⁾。

以上の分析で分かるように、配当のシグナリング機能からみると、企業は一定の配当水準を維持するのが得策である。しかし他方、企業の成長機会の豊富さと配当の税制度上の不利益性からは、企業は利益配分ルールを満たす範囲内なるべく配当性向を低く抑えた方がよい。低い配当性向下での安定配当政策は、企業がこの二つの相反的な要素のトレード・オフを行った結果として考えられる。

(2) 成長期における低配当政策の役割

企業の配当政策は企業行動にはもとより、経済全体にも影響を与える。その影響は、経済発展の段階や資本蓄積の水準によってかなり違ってくるが、経済発展と資本蓄積がともに低い段階にあるとき、低配当政策は、こういうマイクロレベルとマクロレベルの両方に好ましい影響を与える。以下はこの両者への影響から高度成長期における低配当政策の役割をもう少し検討してみることにする。

まず企業について考えてみよう。高度成長期には、企業が豊富な投資機会と高い資金需要に面していた。企業の資金調達方式には、株式や

(9) 岡部孝好(1991)によれば、一時的配当余力のない企業にもその最低限の配当金が支払われていることが観察されている。その目的は配当のシグナリング効果を可能な限り利用することにあると考えられる。

社債の発行と銀行借入れといった外部源泉と、内部留保や原償却費といった内部源泉があるが、前者の調達方法では、発行手数料や信用審査のための時間と費用がかかるうえ、全体的に資本蓄積が不足の状況のもとでは、調達の失敗に見舞われる可能性も高い。後者の調達方法では、費用が一切かからないうえ、有利な投資機会を確実にキャッチすることができる。したがって、旺盛な資金需要のある段階では、企業がなるべく配当を抑え、利益を直接再投資に回した方が有利である。この場合、経営者の役得選好による非生産的支出と成長指向による過度の企業成長のいずれも発生する余地がなく、企業の投資行動も経営に携わっていない一般株主の利益に合致するはずである。

経済全体の立場からも、低配当政策には次のような利点がある。①企業外部での資本蓄積が投資家への利益還元とその投資家による再投資を経てはじめて実現されるのに対して、企業内部での資本蓄積は、資本市場を経ずに直接かつ迅速に実現される。そういう意味で内部蓄積の方が時間的ラグがなくスピードは速い。②前述したように内部での資本蓄積には、投資家の所得再配分を経ずに行われる意味で強制的な蓄積の側面がある。したがって、供給と資金の不足の状況下では内部蓄積の方がインフレの事前防止と価格の安定に寄与するものと考えられる。

(3) 需要不足期における低配当政策の妥当性

以上から分かるように、日本企業の低配当性向の合理性は、企業の直面している投資機会の豊富さを前提にしている。経済が成長期を過ぎ、需要がネックとなると、企業の投資機会が減少

する。この場合、もし依然として低配当性向政策を取り続けると、経営者の非金銭的支出が増え、資源の配分と利用の効率が低くなることは十分考えられる。

需要不足期において、低配当政策は、経営者の占有する資産を増加し、経営者の受ける制約を緩めるという意味で前に述べた経営者の非生産的支出選好と過度の成長指向を現実的なものにならしめる。同時に、企業の配当政策が社内留保と投資家還元の比率を規定するものなので、低配当政策は、企業の利益を投資家の再投資を経ずに強制的に社内に留まらせ、投資所得の産業資本への再配分を促す効果がある。需要不足期の低配当政策を評価する際に、低配当政策のもつこの二つの側面に目を向けなければならない。

1) 所有権制約と資金制約の弛緩によるエージェンシー・コストの増加

株式の分散化と株主総会の形骸化で企業行動に対する所有権制約の発動は企業の株式発行時に限られる。明らかに、低配当政策は、自己資本の外部調達の頻度を減少させ、所有者からの制約を緩める。また、低配当政策で余裕資金が増えるために、経営者の受ける資金的制約も緩和され、その裁量の余地が大きくなる。

低配当政策は、この二つの制約の弛緩を通して企業の過剰投資や放漫経営を引き起こしがちであろう。投資の収益性よりも企業規模や市場シェアの拡大をより重視する成長志向の経営者は、貧弱な投資機会しかないとき、収益性の低い投資に突っ走りがちとなり、その結果、過大投資の問題は引き起こされる。低配当政策は、このような経営者の自由裁量権を拡大し、過大投資を容易にする作用をもつ。以下では、日本企業の最近6年間の配当関連のデータおよびそ

法人企業の資金調達、投資効率と利益配分状況の推移 (兆円, %)

	資金調達 超過額	設備投資 効率	交際費	配当金	配当 性向	配当率	株主資本 配当率	配当 利回り
1985	12.5	89.0	3.85	2.81	32.7	8.3	2.26	1.05
1986	12.9	85.4	3.95	2.92	34.6	8.0	2.13	0.82
1987	31.6	82.2	4.19	3.18	26.6	8.1	2.10	0.56
1988	31.2	84.9	4.55	3.55	21.6	8.0	2.02	0.51
1989	43.9	80.5	4.98	4.17	23.2	8.4	2.07	0.46
1990	17.4	81.0	5.63*	4.23	24.1	7.6	1.93	0.63

注：大蔵省「財政金融統計月報（法人企業統計年報特集）」1991年10月号などより作成。交際費以外のデータは、金融・保険業を含まない。資金調達超過額は当年度の資金調達額から資金需要額を差し引いたものである。配当利回りは東証一部上場企業についての平均配当利回りである。*には、証券会社の行われた大口顧客損失補填額も含まれており、金融保険業の増加分1097億円の多くは損失補填分の計上によると見られる。

他の指標を示している下記の表を見ながら、この低配当政策のマイナスの側面を見てみよう。

表に示されるような増加の一途を辿る多額な交際費は経営者の非金銭的役得を意味する好例であろう。証券会社による多額の顧客損失補填が計上されている1990年を除いては、交際費と企業の資金調達超過額が正の相関関係を呈していることはとくに興味を引く。これはまさにフリー・キャッシュフローの存在が経営者の役得選好志向を助長することを意味する。

他方、経営者の占有資産に対する選好は、経営者の企業成長と市場シェアの拡大に対する過度の執着につながり、バブル経済発生の根源的誘因となる。1989年までほぼ増加する一途を辿った企業の資金調達超過額は、経営者の成長志向や占有欲を的確に示すものである。とくに1987～89年の調達超過額は当年度の配当総額の十倍にも匹敵するほどである。エクイティファイナンスで集められ、営業特金やファントラなどの財テクで運用されたこの資金調達超過額は、企業の自己膨張をもたらすだけで、企業の正味価値（投資家の利益）の増大につながるはずが

ない。このような投資家の利益にまったく貢献しない、ひいてはそれに反しさえするような企業の成長や市場シェアの拡大は、経営者の占有欲による以外の何ものでもないといわざるを得ない。

むやみな企業成長や経営者の占有欲を象徴しているもう一つの指標は日本企業の平均的投資収益率の低さである。1991年7月15日発売のビジネス・ウィークによると、グローバル企業1000社のうち、米国の359社、英国の94社とドイツの39社の平均自己資本（時価）利益率がそれぞれ19.1%、20.2%と13.7%であるのに対して、日本企業の309社のそれはわずか8.6%である。この投資収益率の低さは、低下する傾向にあった設備投資効率からも裏付けられる。しかし他方、資産規模でランキングされた上位1000社のうち日本企業が三分の一弱をも占めていることも事実である。この事実はまた日本企業の「強さ」ないし世界で比類のない高い競争力を示している。この一見相反する二つのことは、実に低収益・量産ビジネスという日本企業の行動パターンを表裏両面から反映している。日本企業

の高い競争力はほかでもなく日本企業の低い投資目標収益率に支えられているのである。経済性原則から逸脱したと見られる日本企業によるいくつかの海外企業の買収は、日本企業ないし日本経済の「強さ」を示していると同時に経営者の成長指向を如実に反映しているといえよう。

2) 強制的社内蓄積による富の企業偏在

もう一つ考えられる低配当政策のマイナスの側面は、それが富の企業への過度の集中と偏在をもたらし、会社至上主義の形成に加担することである。確かに、日本経済社会の特徴の一つといわれる会社主義は、これまでの戦後の日本産業の復興とこれまでの日本の成功に大きく寄与した。しかし、バブル経済の形成とその崩壊、次々と明るみになった銀行・証券業界のスキャンダルに見られるように、この会社至上主義によってもたらされた企業の自己増殖の弊害が次第に大きくなってきたことも事実である。

4. 要約と提言

日本企業の低配当政策は日本経済の持続的、安定的な成長に大きく寄与してきた。しかしながら、いかなる政策も慣行もその合理性が時間的経過や環境の変化につれて変わっていくのと同じように、低配当政策も、供給と資金の不足から供給と資金の過剰へと変容していくにしたがって、その合理性が次第に薄れ、最後には経済発展の健全性を妨げる一要因となった。

現在の供給と資金過剰の状況下では、経営者の放漫経営や富の企業偏在を是正するために、それを資金の側面から支援した低配当政策に終止符を打たなければならない。そのためには以下の三つの方策をとる必要がある。

第一に、配当政策に対する額面価格での評価

を見直すことである。前に触れたように、企業の外部金融の条件として金融機関や証券業界の定めた配当に関する自主ルールがある。それは、上場基準、株式と普通社債発行基準に規定されるようなもので、企業に対して配当の下限を規制するものである。しかし、これらの自主ルールは、「直近5期連続五円以上の配当を維持している」に見られるように、ほとんど発行価格と関係なしに額面価格で企業の従来配当を評価している。企業も1株あたり何円を配当すれば格好がつくかしか考えない。法人企業の最近六年間の平均配当率は8%であるが、発行価格で計算される配当利回りはわずか0.67%にすぎない。これは、欧米の3%-5%にはるかに及ばない。非所有者の経営者はこの0.67%の配当利回りを資本の調達コストと思込むであろう。結果として、配当利回りを0.7%前後にした自主ルールは、経営者にとってあまりにも容易に越えられる低いハードルとなる。それゆえ、経営者は、市場から調達できるだけの資本をエクイティファイナンスで集めようとするに違いない。これは1989年までのバブル経済発生の一要因と考えられる。この過剰の資本調達およびそれによる過剰投資の根を摘みとるために、配当政策に対する額面での評価を見直し、発行価格をベースにする配当実績の評価へと切り替えなければならない。

幸い、証券協会は、投資家への利益還元を促進するために、公募時価発行増資の条件として、直近決算期の①配当性向が30%以上、②株主資本利益率8%以上かつ株主資本配当率が2.4%以上、のどちらかを満たす必要があり、また増資後三期にわたりこれを上回るようにすることを公約する、との利益配分ルールを発表した(1992年3月4日日本経済新聞)。この新しいル

ールは、従来の額面配当率に関するルールと違って配当性向と株式資本配当率を重視するという点において大いに評価されるべきであろう。しかし、前の表に示されるこれまでの配当性向と株主資本配当率の実績と比較すると、その基準自体は企業利益の投資家への還元の目的を達成させるほど十分な水準になっているかどうかまだ疑問である。

第二に、内部留保を優遇する税制度を見直す必要がある。繰り返し言及したように、現行の税制では、配当収入に対する実質所得税率は資本利得に対するそれより高い。このような非対称的税制度は、明らかに内部留保を奨励する働きをもつ。これは、投資機会が豊富な需要超過の時代では、確かに企業の過大留保と過大投資を招くことなしに資本の蓄積と生産の拡大に大きく貢献した。しかしながら、需要不足の時代にはいると、この非対称的税制度の必要性が薄れ、かわりにそのマイナスの側面が顕在化してきた。

第三に、企業の成長こそ経営者の追い求めるべき目標であり、社会厚生増加に貢献する、という社会通念や政策の立案方針を改める必要がある。特に企業の成長と同様に、企業の規模縮小も企業の合理化方策の一つであるという認識を真に確立する必要がある。そういう認識に立つと、企業の減資や自社株式買い戻しを困難にする自己株式取得の原則禁止という会社法二一〇条について見直しを行う必要が出てくる。

参 考 文 献

Aharony, J. and I. Swary, "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis," *Journal of Finance*, Vol. 35, No. 1(1980), pp. 1-12.
 Amberish, R., K. John and J. Williams, "Efficient Signalling with Dividends and Investment," *Jour-*

nal of Finance, Vol. 42 (1987), pp. 321-44.
 Asquith, P. and D. Mullins, "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth," *Journal of Business*, Vol. 56 (1983), pp. 77-96.
 Bhattacharya, S., "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy," *Bell Journal of Economics*, Vol. 10 (1979), pp. 259-70.
 Brickley, J., "Shareholder Wealth, Information Signalling and the Specially Designated Dividend: An Empirical Study," *Journal of Financial Economics*, Vol. 12, No. 2 (1983), pp. 187-209.
 Easterbrook, F., "Two Agency-Cost Explanations of Dividends," *American Economic Review*, Vol. 74 (1984), pp. 650-59.
 Healy, R. and K. Palepu, "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions," *Journal of Financial Economics*, Vol. 21 (1988), pp. 149-75.
 平山健二郎「配当政策と企業価値」『関西大学商学論集』, Vol. 35, No. 4 (1990), pp. 91-116.
 伊藤正之「配当情報の意味内容—わが国の配当政策に関する分析—」『証券研究』Vol. 167(1989), pp. 138-55.
 Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3(1976), pp. 305-60.
 —, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Take-overs," *American Economic Review*, Vol. 76 (1986), pp. 323-29.
 John, K. and J. Williams, "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium," *Journal of Finance*, Vol. 40, No. 4 (1985), pp. 1953-70.
 Kalay, A., "Signaling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividend," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 15, No. 4 (1980), pp. 855-69.
 Lambert, R., W. Lanen, and D. Larcker, "Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 24, No. 4 (1989), pp. 409-25.
 Lang, L. and R. Litzenberger, "Dividend Announcements," *Journal of Financial Economics*, Vol. 24 (1989), pp. 181-91.
 Miller, M. and F. Modigliani, "Dividends Policy, Growth and the Value of the Firm," *Journal of Business*, Vol. 34 (1961), pp. 411-33.
 Miller, M. and K. Rock, "Dividend Policy under Asymmetric Information," *Journal of Finance*,

低配当政策の妥当性に関する一考察

Vol. 40, No. 4 (1985), pp. 1031-51.
岡部孝好「日本企業の配当余力と会計上の選択」『産業経
理』Vol. 51, No. 1 (1991), pp. 72-82。
Seward, K., "Corporate Financial Policy and the
Theory of Financial Intermediation," *Journal
of Finance*, Vol. 45, No. 2 (1990), pp. 351-77.

Williams, J., "Efficient Signalling with Dividend,
Investment, and Stock Repurchases," *Journal of
Finance*, Vol. 43, No. 3 (1988), pp. 737-47.
翟 林瑜『企業のエージェンシー理論』同文館, 1991
年。