

07年度 卒業論文

日本企業の配当政策

慶應義塾大学 経済学部
石橋研究会 第8期生

田中 祐見

はしがき

2007年5月、アメリカの投資ファンドスティー爾・パートナーズがブルドックソースに対して TOB を仕掛け、法廷闘争の結果、買収防衛策が発動されて敗れたのは記憶に新しい。スティー爾はこれ以前にも、「株主への還元を考えるのが経営者の責務である」との立場からブラザー工業や江崎グリコに対して大幅な増配を求め、希望の水準には満たないものの増配を引き出すことに成功している。更に翻って考えれば、2002年には村上世彰氏が運営するファンドが東京スタイルに対して委任状闘争を仕掛け、結果として同社は配当水準を増やすこととなった。近年、こうした形で外部株主からより高い水準の株主還元を求めるような例は枚挙に暇がないほど増えている。このような要求が増えているのは、我が国の企業の体質と関連している。日本企業は長い間、株式持合いの制度のもと、事業で得た利益を手厚く内部留保し将来への投資資金に充ててきた。さらに、終身雇用制度も一部残るため、従業員もこうした形で長期的な安定を望む傾向があったといえる。しかし、いわば「外からの圧力」でこうしたあり方は転換を迫られており、より適切な株主還元のあり方とは何かを考えるのが重要になってきている。そこで本論文では、株主還元の一つの方法としての「配当」に着目することにした。望ましい配当水準というものは存在するのか、経営者は配当をどのような要因によって決定しているのかなどを考察することで、株主還元のあり方について自分なりの考え方を持てるようにしたい。

目次

序章	1
第1章 日本企業の配当政策をめぐる最近の動向	2
1.1 定義	2
1.2 近年の配当政策の現状	2
1.3 ケーススタディ	6
第2章 我が国における安定配当政策の理論分析	11
2.1 我が国の配当政策の特徴	11
2.2 安定配当政策が用いられた理由	13
第3章 配当の決定に関する理論分析	26
3.1 MMの配当無関連命題	26
3.2 配当のシグナリング・モデル	28
第4章 配当政策の実証分析	34
4.1 最適配当政策の理論に関連した実証分析	34
4.2 配当のシグナリング仮説の実証分析	40
第5章 結論	46
参考文献	47

序章

近年、新聞やニュースなどで「配当」がクローズアップされる機会が増えてきた。これは、株式持合いの解消に伴う外国人株主の増加や、会社法施行による三角合併の解禁など、日本企業を取り巻く環境が大きく変わっていく中で、株主還元が経営者の中で重要視されてきたことによる。しかし周知のように、日本企業は伝統的に内部留保を重視して配当はコストと位置づけ、諸外国と比べて圧倒的に低い水準の配当しか支払ってこなかった。多くの経営者はこうした意識の転換を迫られ、日本企業の配当政策は今まさに転換期にあるといえる。そこで本論文では、こうした配当政策に着目し、理論や実証によって分析を加えていく。構成は以下の通りである。

第1章では、近年我が国において配当が大幅に増加傾向にあるという現状を、データを用いて示し、更に特定の業界を取り上げてケーススタディを行う。ここで配当に関する理解を深めることで、以下の分析の基礎としたい。

第2章では、日本企業が長年、配当を諸外国と比べて低い水準にし、かつ配当水準を利益に応じて変化させず安定化させていたことに着目し、なぜこうした行動が取られたのか理論分析を試みる。

第3章では、配当の古典的な理論であるMMの配当無関連命題を説明した上で、配当の決定に関する有名な仮説である、配当のシグナリング・モデルの検証を行う。

第4章では、配当政策に関する実証分析を試みる。まず、第2章で取り上げた理論をもとに、我が国における配当の決定要因を分析する。続いて、第3章で紹介した配当のシグナリング・モデルが現実にも妥当するのか分析を加える。

第1章 日本企業の配当政策をめぐる最近の動向

この章では、今後の分析の基礎として、近年の日本企業で見られる配当の増加傾向を具体的に見ていく。増配の背景には何があるのかその理由にも触れ、更に特定の業界に着目したケーススタディも行って理解を深めたい。

1.1 定義

これから配当政策について述べていく上で、まず言葉の定義を行う。配当とは、企業の利益の一部を保有する株数に応じて株主に分配するものである。そして配当政策とは、企業活動によって獲得された利益のうち、どれくらいを株主に分配すべきかを決定する際の方針をいう。なお、株主への利益還元の方法として自己株式取得も挙げられるが、ここでは配当政策の定義には含めない。配当決定は資金の支出を伴うから財務的意思決定の一つであるが、他の意思決定とは異なる特徴を持っている。というのは、投資決定にしても資金調達にしても、利益の極大化を目的としているため、最適投資政策や最適資本調達決定を定義することは比較的容易である。それに対して配当政策は、利益の分配に関わる方針であり、何を基準に考えるかが明白ではないため、経営者の頭を悩ませる重要課題の1つとなっている。しかし、投資決定と配当決定は企業価値の創造と分配という裏表の関係にあり、配当決定も、企業価値増大のための間接的な役割を担っている可能性は高い。こうしたことを踏まえたうえで、配当政策をめぐる様々な仮説などを理論や実証を通じて検証していきたい。

1.2 近年の配当政策の現状

これから配当について論じていく上で、まず近年の我が国における配当政策の傾向を述べる。現在、我が国では配当金の伸びが顕著で、上場企業の配当総額は4期連続で増加し2002年度以降は平均的に年20~60%増という高い伸びが続いている。そして1990年代半ばまで半数を超えていた安定配当企業は、近年では1/3にまで落ち込んでいる。また、単なる配当金の増額ではなく、配当政策の多様化に乗り出す上場企業も増えている。あらかじめ配当に関する方針を明確に示し、株主の理解や支持を得るためだと考えられる。特徴的な配当政策を明示した企業を以下の表1-1で示す。

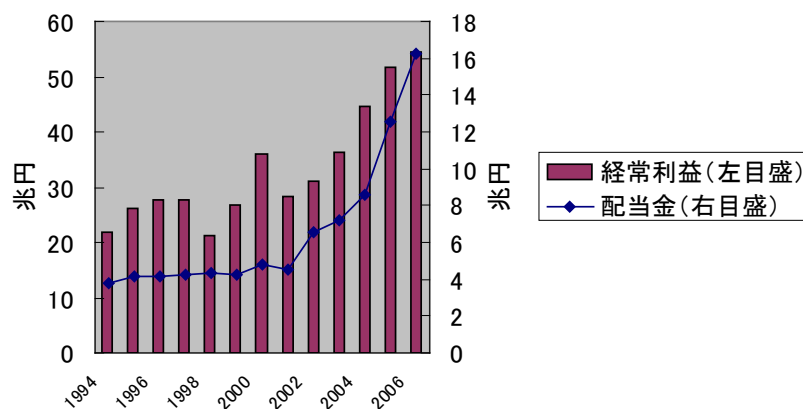
表 1-1 配当基準を掲げる主な企業

社名	特徴	具体的な基準
ウェザーニューズ	売上高連動型	年 10 円配を基準に増収率次第で±2.5 円
野村ホールディングス	最低限保障型	業績連動、最低額年 34 円配
任天堂	複数選択型	連結ベースの営業利益の 33%か純利益の 50%で高い方
ローム	CF 連動型	連結フリーCF の 100%以上を自社株買いと配当に
エーザイ	DOE 基準	2012 年 3 月期に 8%

出所：日本経済新聞 2007 年 7 月 24 日

こうした配当増の背景にあるのは、いざなぎ景気を超える戦後最長の好景気が続く中で企業の収益力が大幅に向上し、企業業績が急拡大していることである。実際に、2007 年 3 月期には上場企業の経常利益が 4 期連続して最高益を更新している。(図 1-1 参照)

図 1-1 上場企業の経常利益・配当金の推移



出所：財務総合経済研究所 平成 18 年度法人企業統計調査より作成

こうした業績拡大に加えて配当増加の要因になっているのは、株式所有構造の変化である。株式持ち合い解消が進む中で外国人株主や買収ファンドの持ち株比率が増え、増配などを通じた株主還元が求められてきているのである。近年見られた増配要求の

具体例を以下で示す。

① 村上ファンドと東京スタイルの例

2001年、村上ファンドが東京スタイルの筆頭株主になり、「同社が多額の内部留保を有効活用していない」ことを理由に大幅増配や不動産投資の中止を提案する。委任状闘争でファンドは敗北して要求は通らなかったものの、これをきっかけに同社は年間12.5円だった配当を20円に増額した。

② ユシロ化学工業とスティール・パートナーズ(SPJ)の例

2003年、内部留保が手厚くほぼ無借金経営をしていたユシロ化学工業に対してSPJが株式公開買い付けを仕掛ける。同社は内部留保を取り崩して前期14円の年間配当を一気に200円に増やして対抗したため、公開買い付けに賛同する株主は現れずTOBは失敗する。その後も、配当金は69円から75円の高い水準を維持している。

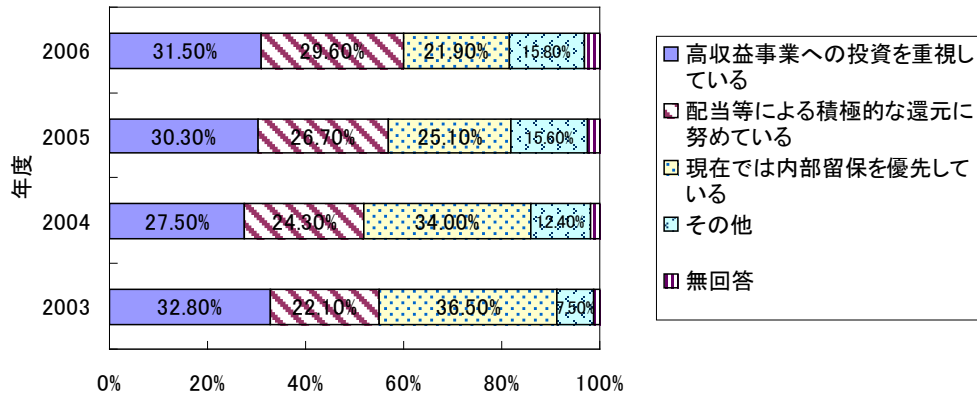
③ 江崎グリコとスティール・パートナーズ(SPJ)の例

2005年、SPJが江崎グリコの筆頭株主になり、2007年には内部留保が過剰であるとして期末配当を前期の5倍にするよう提案した。同社は、新規事業への投資資金が必要であるとの理由からSPJの要求を退けるが、株主還元にも配慮して年間配当を10円から15円へと増額した。

このように、外国人株主や買収ファンドから株主還元を要求されることが多くなった結果、以下の図1-2に示したアンケート結果¹⁾にあるように、平成18年度には期間利益の使途として「配当等による積極的な還元を努めている」企業が「高収益事業への投資を重視している」企業に近い比率にまで増えてきている。

1) (社)生命保険協会が上場企業1200社、機関投資家206社を対象に行ったアンケート「株主価値向上に向けた取り組みについて」平成18年度版から抜粋

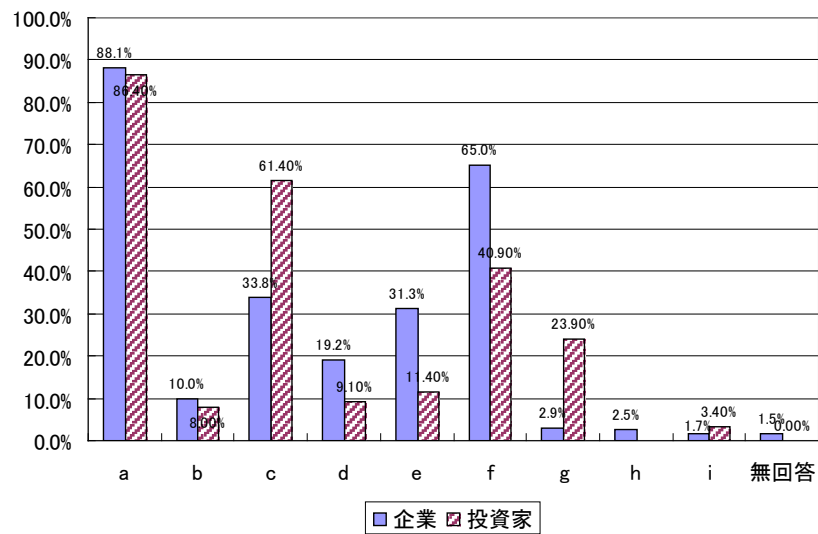
図 1-2 期間利益の使途



出所：生命保険協会アンケート「株主価値向上に向けた取り組みについて」より作成

更に、会社法施行に伴い三角合併が解禁され、敵対的買収が増加する可能性があることも配当増加に寄与している。増配が市場で一定の評価を受け株価が高値で維持され、また株式保有の魅力を高めることで個人投資家が長期保有をするようになれば、買収のリスクが低下することになる。上記と同様のアンケート調査において、敵対的買収防衛への有効な対応策を質問したところ、「業績拡大による時価総額増加」「IR強化」を支持する企業が多いものの、これらに続いて「株主還元による時価総額増加」も重要であることがわかる。(図 1-3 参照)

図 1-3 敵対的買収への有効な対応策



a 業績拡大による時価総額増加 b M&A による時価総額増加 c 株主還元による時価総額増加
 d 個別具体的な防衛策導入 e 安定株主作り f IR 強化
 g 非公開化 h 特に対策は必要ない i その他

出所：生命保険協会アンケート「株主価値向上に向けた取り組みについて」より作成

1.3 ケーススタディ

ここまで述べてきたように、近年企業業績の回復・株主構成の変化・敵対的買収からの防衛などを主な理由に、我が国の企業では長らく続いた安定配当政策から業績に連動して配当を増やす方針へと転換しつつある。ここでは、こうした配当政策の変化を特定の業界に絞って検討していくことでより理解を深めていくこととする。まず、以下に示すのは 2005 年度の配当金総額ランキングである。

表 1-2 2005 年度配当金総額ランキング

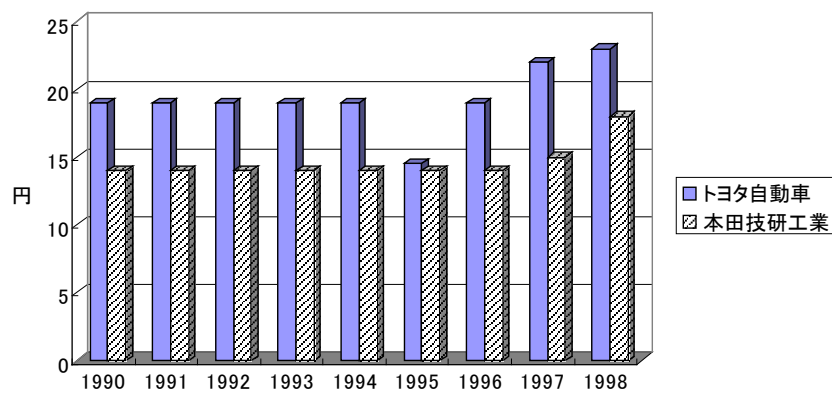
1	トヨタ自動車	2	NTT ドコモ
3	日産自動車	4	武田
5	本田技研工業	6	キヤノン
7	NTT	8	東京電力
9	新日本製鉄	10	三菱商事

出所：日本経済新聞 2006 年 7 月 7 日

これを見ると、上位 10 企業の中にトヨタ自動車、本田技研工業、日産自動車と自動車業界の企業が 3 つも入っていることがわかる。そのため当節では、自動車業界に着目してケーススタディを行うことにする。

まず、これらの企業が 1990 年代にはどのような配当政策を採っていたのかを見ていきたい。以下に示すのは、トヨタ自動車と本田技研工業の 1990 年代における一株当たり配当金の推移である。

図 1-4 自動車 2 社の 1990 年代における一株当たり配当金の推移

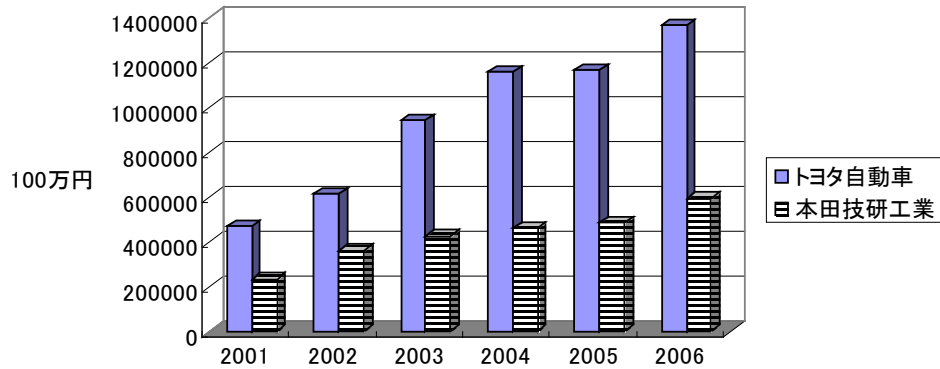


出所：日経 NEEDS より作成

これを見ると、多少の変動はあるものの、1990 年代は一株当たり配当金を安定化させる傾向があることが見て取れる。実際、トヨタ自動車は 2000 年 3 月期の有価証券報告書における「配当政策」の項目で、「配当金については、安定的な配当の継続を基本に、業績および配当性向等を総合的に勘案して、株主の皆様のご期待におこたえしていきたいと考えている。」と述べており、安定配当政策がベースにあることを明確に示している。なお、1999 年 3 月期までの有価証券報告書にはそもそも「配当政策」という項目が存在せず、配当に関する方針を株主に明示するということが一般的ではなかったと考えられる。

しかし、こうした状況は 2000 年代に入って大きく変わり、安定配当政策から業績に連動した配当政策へと変化が見られる。業績が大幅に伸び、各社とも過去最高の収益を更新し続けたことに加え、株主還元を意識せざるを得ないようになったためである。まず、2000 年代におけるトヨタ自動車、本田技研工業の当期純利益の推移を示す。

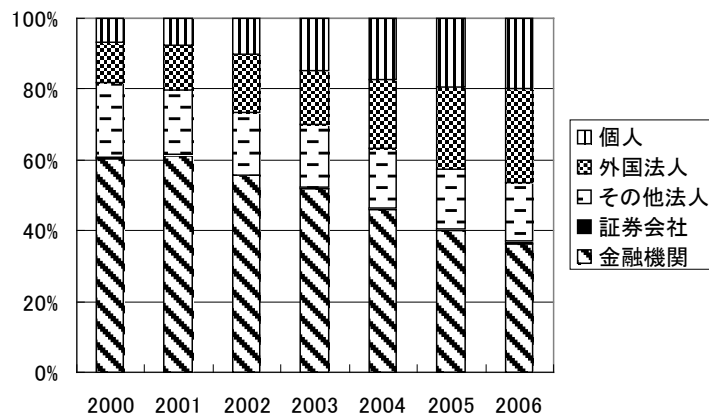
図 1-5 2000 年代における自動車 2 社の純利益の推移



出所：日経 NEEDS より作成

図から明らかなように、2 社ともほぼ毎年最高益を更新し続けている。2 社共に、原材料価格の値上がりや円高などの減益要因はあったが、北米やアジアなどの海外市場を中心に自動車販売が好調に推移したためである。このような業績の伸びに加えて、増配の要因となっているのは、株主構成の変化である。金融機関のような安定的な株主が減り、外国法人や個人の持ち株比率が大幅に上昇しているため、株主還元を重要視せざるを得なくなっているのである。以下では、トヨタ自動車を取り上げ、2000 年代の株主構成の移り変わりを示す。

図 1-6 トヨタ自動車の株主構成の推移

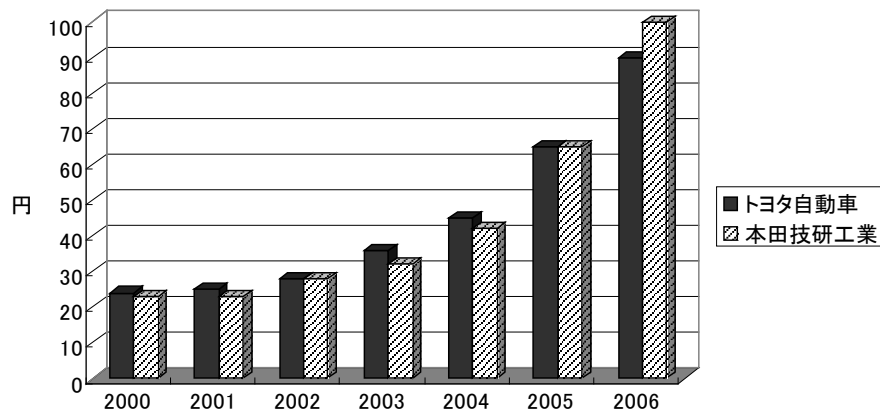


出所：日経 NEEDS より作成

こうした、いわゆる「物言う株主」の増加により、トヨタ自動車は配当政策の転換を明確に示している。2006年3月期の有価証券報告書における「配当政策」の項目は、「配当金については、毎期の業績、新規投資計画等を勘案しながら、連結配当性向を中長期的に30%とすることを目処として、成果の配分を高めていきたいと考えている。」と述べられており、2000年3月期のものと比べるとその変化は顕著である。こうした変化は、本田技研工業についても同様に見られる。2000年3月期の「配当政策」の項目においては、「成果の配分にあたりましては、今後の資金需要などを総合的に考慮し、配当につきましては、長期的な視点に立ち連結業績の動向も勘案しながら実施することを方針としております。」と述べられており、安定配当とは述べていないものの、具体的な目標値などは定められていない。一方、2005年3月期においては、配当と自己株式取得をあわせた金額の連結純利益に対する比率(株主還元性向)を30%にするという目標が明示されており、株主重視の姿勢を明確に打ち出している。

このような配当政策の変化により、2000年代に入って両者の一株当たり配当金は大幅に増加してきている。図1-4と比較するとその違いが顕著である。

図1-7 自動車2社の2000年代における一株当たり配当金の推移



出所:日経 NEEDS より作成

更に、本田技研工業は、こうした増配に加えて、2007年第3四半期から自動車メーカーでは初めてとなる四半期配当の実施も決定している。四半期配当とは、四半期ごとに年4回株主に対して配当を支払える制度であり、2006年5月に施行された会社法でそれまで年2回とされていた制限が撤廃されたことから可能になったものである。この制度により、経営陣は緊張感を持って経営に取り組める上、投資家にとって

は企業のリスク・リターン評価がよりしやすくなるため、個人株主の増加につながると期待されている。同社は、個人株主数がトヨタ自動車や日産自動車に比べて少ないため、四半期配当の導入によってより投資家のすそ野を広げることを目指していると考えられる。

自動車業界を取り上げたケーススタディでも明らかなように、企業業績の回復・株主構成の変化・敵対的買収からの防衛などを主な理由に、多くの日本企業では長らく続いた安定配当政策を見直して業績に連動して配当を増やす方針へと転換しつつある。しかし、これまで長年にわたって安定配当政策が多くの企業で維持されてきたということは、過去においてはこの政策が何らかの経済合理性を持っていたとも考えられる。そのため、以下では安定配当政策の内容と歴史的背景について分析を進めていく。

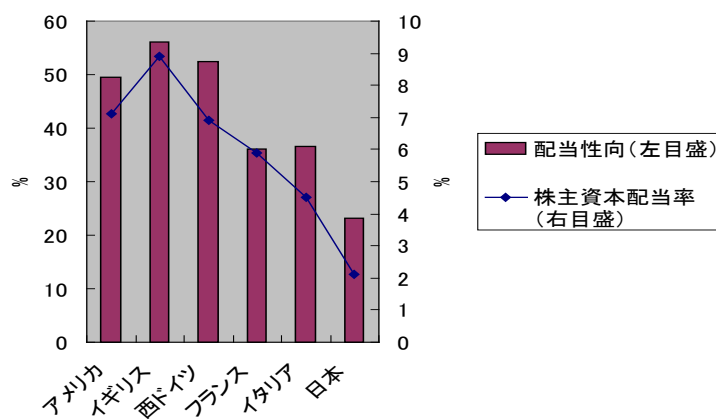
第2章 我が国における安定配当政策の理論分析

前章で述べてきたように、近年こそ我が国において配当は大幅な増加傾向にあるものの、これまでは長期にわたって日本企業の配当は欧米に比べて低位で、かつ利益に応じて配当金を変動させない安定配当政策を採ってきた。以下では、こうした日本企業の配当政策の特徴をデータで示した上で、なぜこのような政策が採られてきたのか理論分析を試みる。

2.1 我が国の配当政策の特徴

まずは、1990年における各国の配当指標を比べてみる。配当性向とは、株主還元の程度を表す代表的な指標であり、企業の経営成果である当期利益が株主にどのくらい配当として分配されたかを示している。更に、株主資本配当率は、ROEと配当性向の積で表され、利益成長と株主還元をどちらも実現している企業はこの値が高まることになる。

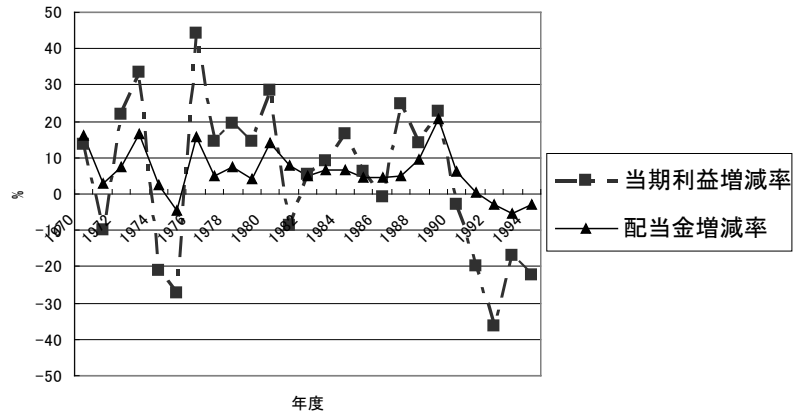
図 2-1 配当性向、株主資本配当率の国際比較(1990年3月末)



出所：森脇(1992)

このように、1990年の段階では配当性向・株主資本配当率ともに日本企業は諸外国と比べて圧倒的に低い水準にあることがわかる。更に、日本企業の配当政策に特徴的なのは、こうした配当水準そのものの低さだけでなく、利益に応じて配当金を変動させず、固定化する傾向が見られることである。こうした方針を安定配当政策と呼ぶが、以下ではこのことをデータを用いて示していく。

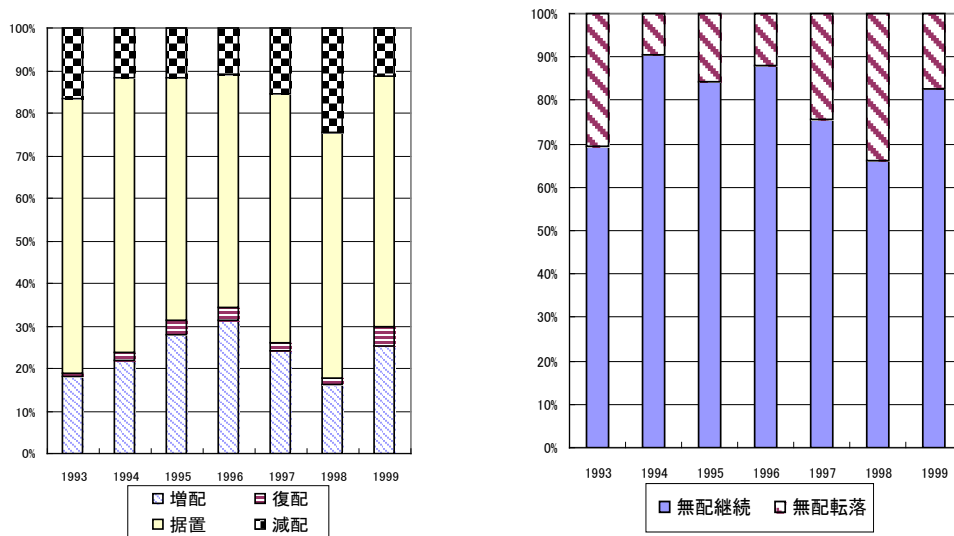
図 2-2 当期利益と配当金の増減率



出所：全国証券取引所協議会 平成 11 年度企業業績及び配当の状況より作成

図 2-2 は、1970 年から 1994 年にかけての、当期利益の前年度に比し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を増やしていないことがわかる。たとえば、1976 年度と 80 年度は利益が大幅に増加しているが、配当金増加率は利益に比べて小さい。逆に、利益が低下しても配当金の減少率は利益減少率より少ないことがわかる。例えば、1974 年度と 81 年度は当期利益は減少しているものの、配当金は前年と比べてむしろ増加

図 2-3 有配会社、無配会社それぞれの増減配会社数の推移



出所：全国証券取引所協議会 平成 11 年度企業業績及び配当の状況より作成

している。これらのことから、集計量で見た結果ではあるものの、わが国企業は利益に見合っただけで配当を変動させないことがわかる。

これは、前ページに示す図 2-3 から確認することが出来る。この図は、1993 年から 1999 年にかけての有配・無配会社それぞれにおける増減配の状況を示したものである。図から明らかなように、有配会社においては配当据え置き、無配会社においては無配継続の割合が最も多く、前年度の配当政策を継続する傾向が強いことが読み取れる。

2.2 安定配当政策が用いられた理由

前節で様々なデータから示したように、わが国の企業ではこれまで長い間、配当水準を低位で安定化させる行動をとってきたことがわかる。当節では、なぜ日本企業の経営者がこうした政策を取ってきたのか、配当が低水準である理由と、配当を利益に見合っただけで変化させず安定化させてきた理由の 2 つに分けて説明していく。まず、配当が低水準である理由については、花枝(1989)で述べられている最適配当政策の理論を用いて説明していくこととする。この議論の概要は、配当政策が企業の関係者間の利害の不一致と深く関わっているという点に着目し、経営者はこうした利害の不一致から生じるエージェンシー費用を最小化するような配当政策を選択するというものである。以下では、まず配当を高める要因を、次に配当を低める要因を議論し、両者を考慮に入れた最適配当政策を述べ、これを用いて日本企業の配当が低水準である理由を説明する。

2.2.1 配当水準が低位である理由

(1)配当を高める要因

配当を高めたほうが望ましい状況になるのは、経営者と株主の間に利害の不一致が存在するときである。利害の不一致とは、株主は保有株式から高い投資収益を得ることにのみ関心があるのに対し、経営者は自己が保有する株式からの収益と同時に、企業を運営する過程で消費する非金銭的利得からも効用を見出すということである。Jensen(1986)で述べられているフリーキャッシュフロー²は、本来ならば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が、経営者が自ら

2) 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キャッシュ・フローの投資を実行するのに必要な資金を上回る部分

の権力や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うなどして生産的でない目的のためにこれを浪費してしまい、企業価値が減少してしまう可能性がある。これが、経営者と株主の間の利害の不一致から生じるエージェンシー費用である。

このとき、配当を増やして内部留保を減らせば、経営者が株主の利益に背く行動を取る機会が少なくなるため、エージェンシー費用を低めることが出来ると考えられる。

また、配当を高めるとエージェンシー費用を減少させることが出来る 2 番目の理由として、金融・資本市場での監視活動（モニタリング）の促進がある。経営者が株主の利害に背く可能性があると予想されるときには、株主は監視活動を行おうとする。しかしこれには多額の費用がかかるため、特に株式が多数の株主に分散して保有されているような企業ではただ乗りが発生し、十分なモニタリングが行われる保証はない。このとき、配当を高めることによって内部留保が減少し、その分を外部からの資金調達に頼らざるをえなくなれば、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る。そのため、配当支払額を高め維持し、つねに企業外部の金融・資本市場から資金調達を行っている企業のエージェンシー費用は低くなると考えることが出来る。

(2)配当を低める要因

配当を低く抑えたほうが望ましい状況になるのは、経営者と資金の外部提供者の間に情報の非対称性が存在するときである。このとき、投資資金を増資によって賄おうとすると既存株主が不利益を被るため、経営者は増資を断念し、正味現在価値がプラスの設備投資でも行わなくなる事態が起こりうる。一方で、もし配当を抑えることで内部留保によって投資資金を賄うようにすれば、計画されている投資を行うことが可能になる。こうしたことを、Myers and Majul (1984) の具体的な数値例とモデルによって説明する。

① モデルの設定

まず、このモデルの概要を述べる。ある企業が存在し、ひとつの現有資産とひとつの投資機会を持つとする。この投資には I の資金が必要である。この資金を賄うために、企業は株式を新規発行するか、内部留保を取り崩すか、または手元の有価証券を売却することが出来る。ここで、内部留保と売却可能な有価証券の合計額は S で表される。 S は公開情報であり、経営者も投資家も知っているとする。もし $S < I$ が成り立つならば、企業は投資を行うために $E = I - S$ だけの増資を行う。なお増資に際しては、

取引費用はかからないとする。また、資本市場は完全で、公開情報には誰もが自由にアクセスできるものとする。一方で、重要な条件として、企業経営者しか知り得ない情報も存在し、こうした情報の非対称性があることは経営者も投資家も知っているとする。

以下では、モデルの詳細な仮定を示す。

(i) このモデルは3期間モデルとし、 $t = -1, 0, +1$ の3つの期間が存在する。 $t = -1$ においては、情報の非対称性は存在しない。 $t = 0$ において企業は投資を実行する。なおこの投資は当期($t = 0$)で行われないと価値が減じてしまうとする。このとき、経営者は現有資産から生じる将来利益の現在価値と新投資の正味現在価値を知っているが、外部の資金提供者にはわからないとする。 $t = 1$ において、外部投資家も上記の情報を知り、情報の非対称性は解消するものとする。

(ii) $t = -1$ における、現有資産から生じる将来利益の現在価値は、 $\bar{A} = E(\tilde{A})$ という期待値で表される。 $t = 0$ において、経営者は \tilde{A} の真の価値を知り、これは a という記号で表される。なお、 a は必ず正の値を取る。これは、有限責任であるとの仮定をおくためである。

(iii) $t = -1$ における、新投資の正味現在価値(NPV)は、 $\bar{B} = E(\tilde{B})$ という期待値で表される。 $t = 0$ において、経営者は \tilde{B} の真の価値を知り、これは b という記号で表される。なお、 b も必ず正の値を取る。これは、もし新投資が負の価値を生み出すと $t = 0$ 時点でわかれば、この投資は行われなければならないからである。

(iv) 企業の経営者は、 $t = 0$ 時点において既に株式を保有する既存の株主の利益を最大化するように行動する。つまり $V_0^{old} = V(a, b, E)$ を最大化する。しかし、情報の非対称性から、 $t = 0$ における株式の市場価値は必ずしも V^{old} とは等しくならない。そのため、 P' を $t = 0$ における増資が行われた場合の既存株主の株式の市場価値とし、 P を増資が行われない場合の株式の市場価値とする。

(v) モデルの概要で、情報の非対称性が存在すると述べたが、各期において経営者と投資家がアクセス可能な情報は以下の表のように集約される。

表 2-1 経営者、投資家が入手可能な情報

	$t = -1$	$t = 0$	$t = 1$
経営者	\tilde{A}, \tilde{B} の分布, S	a, b, S	a, b, S
投資家	\tilde{A}, \tilde{B} の分布, S	\tilde{A}, \tilde{B} の分布, S, E	a, b, S

出所：Myers and Majulf (1984)

② 数値例による説明

ここでは、上のモデルに具体的な数値を入れて考察し、企業と投資家間の情報の非対称性によって NPV がプラスである投資も行われなくなるということを示していく。

まず、現有資産の現在価値と新投資の NPV に関して、将来 2 つの状態が起これるとする。これは、以下の表のように示される。

表 2-2 数値例

	状態 1	状態 2
現有資産の現在価値	$a = 150$	$a = 50$
新投資の正味現在価値	$b = 20$	$b = 10$

出所：Myers and Majulf (1984)

このとき、企業は内部留保または売却可能な有価証券を持っていないとする ($S = 0$)。新投資には $I = 100$ の資金が必要であるため、 $E = 100$ の増資を行う。

ここで、NPV はどちらの状態でもプラスであるため、企業は状態にかかわらず新投資を実行するものとする。すると、

$$\bar{A} + \bar{B} = 0.5(150 + 20) + 0.5(20 + 10) = 115 \quad (2.1)$$

が成り立つため、 $P' = 115$ である。

次に、状態 1 における企業の真の価値を考える。100 の増資も考慮に入れると、

$$V \equiv V^{old} + V^{new} = 270 \quad (2.2)$$

と表される。一方で、 $t = 0$ 時点における市場価値は $P' + E$ で表されるため、以下の 2 式が成り立つ。

$$\begin{aligned} V^{old} &= \frac{P'}{P' + E} \cdot V = \frac{115}{215} \cdot 270 = 144.42 \\ V^{new} &= \frac{E}{P' + E} \cdot V = \frac{100}{215} \cdot 270 = 125.58 \end{aligned} \quad (2.3)$$

また、同様に計算すると、状態 2 に関しては以下の式が成り立つ。

$$V \equiv V^{old} + V^{new} = 160$$

$$V^{old} = \frac{115}{215} \cdot 160 = 85.58 \quad (2.4)$$

$$V^{new} = \frac{100}{215} \cdot 160 = 74.42$$

しかし、ここで求めた値は均衡にはなりえない。なぜなら、既存株主が損を被る結果となるからである。これを以下の表から示す。

表 2-3 増資の有無による既存株主の利益の変化

	増資をし、投資実行 ($E = 100$)	増資をしない ($E = 0$)
状態 1 における V^{old}	144.42	150
状態 2 における V^{old}	85.58	50

出所：Myers and Majulf (1984)

表 2-3 からわかるように、状態 1 が実現したときには既存株主にとっては増資をしないほうがよい。経営者は既存株主の利益を最大化するという仮定を置いていたので、経営者は、状態 2 が実現したときのみ増資をするという戦略をとることになる。このとき、増資をするという決断は状態 2 が起こると投資家にシグナルすることに等しいので、 $P' = 60$ となる。そのため、均衡は表 2-3 を修正した以下のように表される。

表 2-4 均衡における既存株主の利益

	増資をし、投資実行 ($E = 100$)	増資をしない ($E = 0$)
状態 1 における V^{old}	—	150
状態 2 における V^{old}	60	—

出所：Myers and Majulf (1984)

最終的に均衡は上の表のように現されるため、企業は 20 という正の NPV を持つ投資を見送ってしまうことになる。そして、既存株主にとっての価値は

$$V = 0.5(150 + 60) = 105 \quad (2.5)$$

となるので、当初求めた 115 と比べて、価値が 10 だけ減じてしまうことがわかる。

では、企業が投資のための資金を増資に頼ることなく、配当を抑えることで調達できる内部留保から賄った場合はどうなるのであろうか。表 2-2 と同様のケースで、 $S=100$ とおいて考える。このとき、既存株主にとっての価値は以下のように表される。

表 2-5 内部留保から資金調達した場合

	投資実行	投資をしない
状態 1 における V^{old}	170	150
状態 2 における V^{old}	60	50

出所：Myers and Majulf (1984)

上の表からわかるように、この場合はどちらの状態が起ころうとも経営者は投資を実行する。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出来、企業価値を高めることが出来る。

③ 一般的な説明

②では具体的な数値を用いて説明してきたが、ここではより一般化して議論していく。

まず、内部留保の S に関して、 $0 \leq S < I$ と仮定しておく。内部留保によって投資需要を賄いきれないため、新投資の全部または一部を増資によって資金調達する。先ほどの仮定と同じように、企業は増資の決定をする時点で a と b の真の値を知っているので、もし新投資を行わないとした場合は、

$$V^{old} = S + a \quad (2.6)$$

が成り立つ。一方、もし増資をして新投資を行うと決定した場合は、

$$V^{old} = \frac{P'}{P' + E}(E + S + a + b) \quad (2.7)$$

が成り立つ。

このとき、以下の条件が成り立つときにのみ、既存株主は増資によって利益を得る。

$$S + a \leq \frac{P'}{P' + E}(E + S + a + b) \quad (2.8)$$

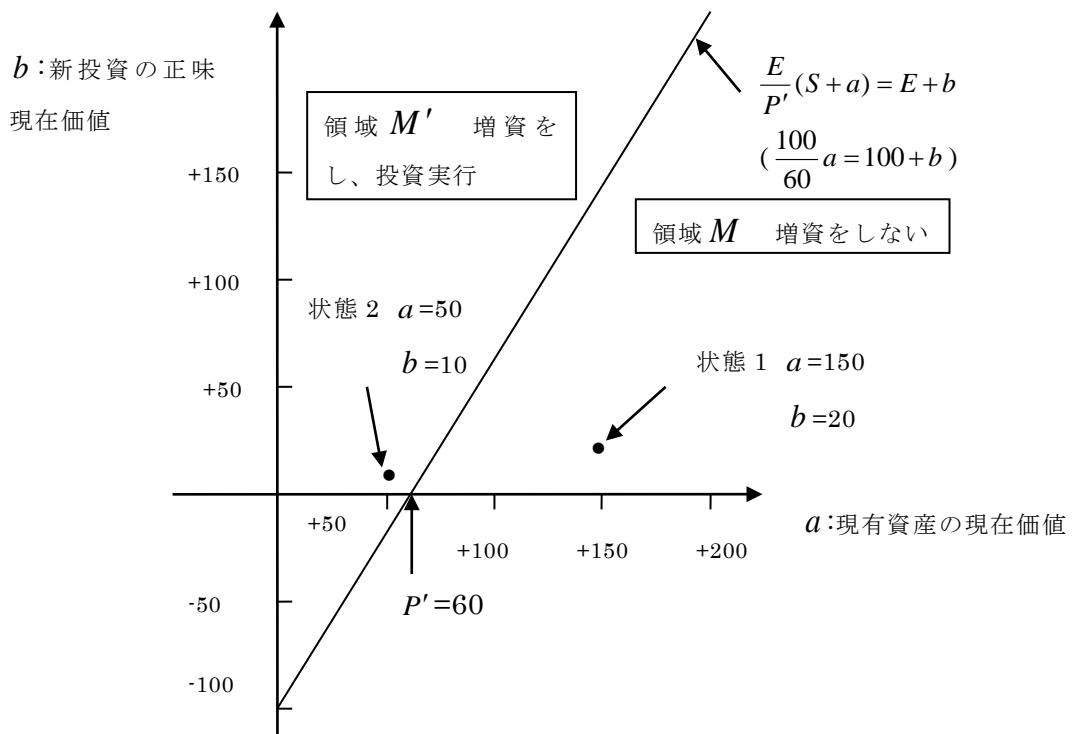
また、(2.8)式は以下のように書き直すことが出来る。

$$\frac{E}{P' + E}(S + a) \leq \frac{P'}{P' + E}(E + b) \quad (2.9)$$

さらに(2.9)式を変形すると以下のようになるが、これを用いて、増資が行われ新投資が実現するための条件を図で表す。

$$\frac{E}{P'}(S + a) \leq E + b \quad (2.10)$$

図 2-4 増資が行われるための条件



出所 : Myers and Majulf (1984)

上の図は、横軸に a (現有資産の現在価値) を、縦軸に b (新投資の正味現在価値) を取り、増資が実現され新投資が行われるための条件である直線

$$\frac{E}{P'}(S+a) = E+b \quad (2.11)$$

を引いたものである。 a と b は共に正であるとの仮定を置いていたので、分析対象となるのは第1象限に限られる。直線(2.11)が \tilde{A} と \tilde{B} の分布を2つの地域に分けており、実現した (a,b) の組が右下の領域 M に属すれば増資が行われなことになる、一方で左上の領域 M' に属すれば増資が行われ、投資も実行されることになる。②で具体的な数値例によって説明していたが、そのとき用いた例の状態1、状態2も書き入れている。この図から、 b がより高く、 a がより小さいほど、既存株主の利益になり、増資が行われやすくなることがわかる。

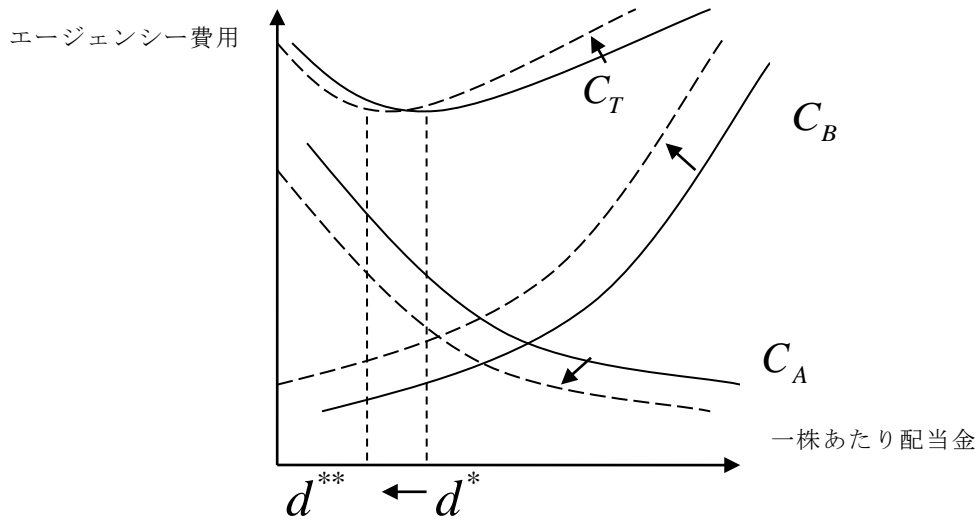
ここまで Myers and Majluf (1984)のモデルによって、経営者と投資家の間で将来の事業収益の見通しが異なるときに、必要資金を増資に頼ると、有利な投資でも行われな可能性があることを示した。もしも外部投資家が、コストをかけずに経営者の保有する内部情報を入手することが出来れば情報の非対称性は解消し、上記のような問題は発生しない。しかし、常に変化する経済環境にさらされている経営者は、質・量ともに多くの情報を保有しており、これを外部投資家が手に入れるには多くの時間と費用がかかる。また、経営者がコストをかけずに外部投資家に情報を伝達できれば同様に問題は解決するが、これは競争企業にも情報が漏れることにつながり、企業にとっては損失となる可能性が高い。

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に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の不利になると経営者に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。

(3) 最適配当政策と日本企業の配当政策の分析

ここまで、配当政策に絡んで発生するエージェンシー問題を考慮に入れたうえで配当を高める要因、配当を抑える要因を議論してきた。これを踏まえたうえでの最適配当政策を考える。以下の図2-5の横軸は一株あたりの配当金を示しており、この大小が配当政策の違いを表す。縦軸は、配当政策の違いによって生じるエージェンシー費用である。(1)で示した配当を高めるべきであるとの議論からは、 C_A のような曲線

図 2-5 最適配当政策の決定



出所：花枝(1989)

が得られる。無駄な投資によって生じ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、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。一方、(2)で示した配当を抑えるべきであるとの議論からは、 C_B のような曲線が得られる。外部資金に比した内部資金の優位性の議論からは、一株当たり配当金を増やすことによって、外部資金に依存するウエイトが高まり、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くなるとこの費用は逡増的に増加していくと考えられるので、曲線 C_B は一株当たり配当金の増加とともに逡増している。このように、一株当たり配当金の増減に対して、2つの費用曲線は逆の関係にある。そして、最適な配当政策は、両費用の合計である総エージェンシー費用（曲線 C_T で表される）を最小にする d^* の点に求めることが出来る。なお、こうしたエージェンシー費用の議論に関連して、我が国企業の配当政策がどのような要因によって影響を受けているか実証分析を行い、この結果は第4章に示してある。

この最適配当政策の決定理論を踏まえたうえで、日本企業の配当が長年低水準で推移してきた理由を説明したい。高度成長期におけるわが国の企業は、新規の事業機会が多く成長が著しかったと考えられる。こうした成長企業では、図 2-5 で示したように C_A 曲線が左下にシフトして破線のようにになる。なぜなら、成長企業では年々パイが拡大しているため、そうでない企業に比べて同一の配当率であっても、経営者の裁

量的行動によって生じるエージェンシー費用は小さくなると考えられるからである。一方、 C_B 曲線は左上方にシフトして破線のようになる。新規の事業機会が豊富な成長企業では、内部資金の蓄積を怠ると、情報の非対称性によって有利な投資機会が遂行されない事態が増大する。そのため、同一の配当率であっても、エージェンシー費用は成長企業のほうがそうでない企業よりも高くなると考えられるからである。こうした結果、 C_T 曲線も移動して最適な配当水準は d^{**} となり、 d^* より左に位置してより低い配当水準が選択されることになる。一般的に、情報の非対称性によって生じるエージェンシー費用のほうが、動機の違いによって生じるエージェンシー費用より大きければ（つまり、 C_B 曲線がより左上方に位置していれば）配当率は低くなり、純利益のうちより多くが内部留保される。わが国企業の配当政策の特徴である低配当率の大きな理由は、この C_B 曲線がより左上方に位置していることにあると考えられる。

2.2.2 配当水準を安定化させる理由

前節では、日本企業の配当水準が低い水準であることの理由を最適配当政策の理論を用いて説明してきた。ここでは、それに加えて、なぜ配当金を低位で「安定化」させるのかを検討していくこととする。本節では、花枝(2002)のモデルを用いて、この理由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。

(1) モデルの説明

2 期間モデルで、株主資本のみからなる企業を考える。既存の事業などから生じる第 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ものなので確率変数とする。そして、 X_2 は実現値 X_1 とは独立である。 X_2 の確率密度変数を $f(X_2)$ とする。第 1 期の配当額を D_1 とすれば、第 1 期の内部留保は $X_1 - D_1$ となる。

ここで、投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、企業は利益を全て株主に配当として分配してしまうとする。

次に、経営者の効用は、以下 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、当期の配当を高める

とそれを評価して株価が高まり、株価に連動する報酬を受け取る経営者の効用が高まると想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、その地位を維持することからも高い満足を得ると想定するため、第2期に解雇されないことから効用を得ると仮定する。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。このような条件を設定する理由は以下の通りである。もしこうした制約がないと、経営者は第1期に多額の配当を支払って外部株主を欺き、株価を上げることが出来る。このような行動を防止するため、事前に第2期での解雇の条件を経営者に示しておくが必要になるのである。

このような仮定の下で、経営者の効用関数は以下ようになる。ただし、 α, β 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が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示す。

$$U(D_1) = \alpha D_1 + \beta \int_{D_1 - g(X_1 - D_1)}^{\infty} f(X_2) dX_2 \quad (2.12)$$

(2) 最適解と配当安定化の条件

経営者の効用を最大化する配当水準 D_1 は以下の式を満たす値である。

$$\begin{aligned} \frac{dU(D_1)}{dD_1} &= \alpha - \beta f(D_1 - g(X_1 - D_1)) \left[1 - \frac{dg(X_1 - D_1)}{dD_1} \right] \\ &= \alpha - \beta f(D_1 - g(X_1 - D_1)) \left[1 + \frac{dg(I_1)}{dI_1} \right] = 0 \end{aligned} \quad (2.13)$$

(2.13)式の意味は以下のように考えられる。 D_1 を1単位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がある。プラスの影響は、右辺第1項で表される第1期の金銭的報酬の増加分 α である。それに対し、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、右辺第2項で示される。ここで、第2項の $D_1 - g(X_1 - D_1)$ は、第2期の純利益合計が第1期の配当額にちょうど等しくなる X_2 の値である。これを、 X_2^* とおくことにする。 D_1 を1単位だけ増加させると、 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 $1 + \frac{dg(I_1)}{dI_1}$ で

ある。 $f(X_2^*)$ にこの X_2^* の増加分 $1 + \frac{dg(I_1)}{dI_1}$ 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 をかけたものが、経営者の効用の減少分になる。以上のことから、(2.13)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ちょうど等しくなる D_1 が最適な点になることを示している。

次に、最適解 D_1 に及ぼす X_1 の影響を調べると、次式が得られる。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。

$$\frac{dD_1}{dX_1} = \frac{f(\cdot)g'' - f'(\cdot)g'(1+g')}{f(\cdot)g'' - f'(\cdot)(1+g')^2} \quad (2.14)$$

この式から、

$$\frac{dD_1}{dX_1} < 1 \quad (2.15)$$

という状況が成り立つかを考える。(2.15)式が成り立つとき、第 1 期の純利益 X_1 が増えてもそれに見合っただ当額 D_1 を増やさず、逆に X_1 が低下してもそれに応じて配当を減らさないという意味で、配当の安定化が行われているといえるからである。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。

(i) のときは、

$$f'(\cdot)(1+g')^2 > f'(\cdot)g'(1+g') > 0 \quad (2.16)$$

が成り立つため、必ず(2.15)式が成立する。

また(ii)のときは、

$$f'(\cdot)(1+g')^2 < f(\cdot)g'(1+g') \quad (2.17)$$

が成立するため、

$$f(\cdot)g'' - f'(\cdot)g'(1+g') < f(\cdot)g'' - f(\cdot)(1+g')^2 \quad (2.18)$$

となる。そのため、

$$f(\cdot)g'' - f'(\cdot)(1+g')^2 > 0 \quad (2.19)$$

という条件の下で、(2.15)式が成立する。

ここまで見てきたように、(1)第1期の配当を高めることで経営者の効用は高まる、(2)第2期の配当が第1期を下回ることで経営者は解雇されるという2つの仮定の下では、経営者の最適行動の結果として、利益に見合っただけで配当を変化させず安定化させるということが示された。

この章では、配当水準を低位で安定化させるという日本企業の配当政策の特徴を示した上で、こうした政策が採られてきた理由を(1)配当水準が低い理由、(2)配当を利益に見合っただけで変化させず安定化させる理由の2つに分けて理論的に検証してきた。以下の章では、こうした分析を踏まえた上で、配当が実際にはどのような要因によって決定されているのか考えていくこととする。

第3章 配当の決定に関する理論分析

ここまで、わが国企業の配当政策の特徴をデータや理論を用いて示してきた。以下の章では、実際の配当決定にかかわる問題を扱っていききたい。もし、配当政策が株価と無関連であるならば、経営者は増配や減配といった配当異動の意思決定に頭を悩ませる必要はない。また、株主も配当異動に注意を払う必要はないであろう。こうした配当政策と株価の無関連性は、M.H.Miller と F.Modigliani (以下、MM) の「配当無関連命題」としてよく知られている。これは、ある一定の仮定の下では、企業の投資政策を所与とすると、配当政策は株式の市場価値に影響を及ぼさないというものである。

しかし、MM がおいた仮定は必ずしも現実の市場に当てはまらず、契約の不完全性や情報の非対称性が存在することから、経営者がエージェンシー問題の緩和や私的情報の伝達のために配当を利用する可能性が高い。この章では、まず MM の無関連命題を説明した上で、「経営者が、自社の将来キャッシュ・フローに関する私的な情報を投資者に伝達するための信頼性の高いシグナルとして配当を使用する」というシグナリング・モデルの議論に入っていきたい。

3.1 MM の配当無関連命題

MM は、完全な資本市場、投資者の合理的行動、および完全な確実性という 3 つの仮定の下で、配当無関連命題が成立することを以下のように理論展開した。

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 とし、 t 期に支払われた一株当たり配当を $d(t)$ とすれば、次式のように表すことが出来る。

$$p(t) = \frac{d(t) + p(t+1)}{1+r} \quad (3.1)$$

そして、株式総市場価値 $V(t)$ は、 t 期首の発行済み株式総数を $n(t)$ 、 t 期末に支払われる配当金総額を $D(t)$ とすれば、 $n(t)$ を(3.1)式の両辺に乗じることで求められる。

$$V(t) = \frac{D(t) + n(t) \cdot p(t+1)}{1+r} \quad (3.2)$$

また、配当権利落ち時点での株式総市場価値 $V(t+1)$ は、 t 期末に $p(t+1)$ の価格で新たに発行される株式数を $m(t)$ とすれば

$$V(t+1) = (n(t) + m(t))p(t+1) \quad (3.3)$$

であるため、 $V(t)$ は(3.4)式のようにも表すことができる。

$$V(t) = \frac{D(t) + V(t+1) - m(t)p(t+1)}{1+r} \quad (3.4)$$

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、以下の関係式が成り立つ。

$$I(t) = X(t) - D(t) + m(t)p(t+1) \quad (3.5)$$

(3.5)式を(3.4)式に代入すると、(3.6)式が得られる。

$$V(t) = \frac{X(t) - I(t) + V(t+1)}{1+r} \quad (3.6)$$

同じようにして、 $V(t+1)$ は次式で表される。

$$V(t+1) = \frac{X(t+1) - I(t+1) + V(t+2)}{1+r} \quad (3.7)$$

(3.7)式を(3.6)式に代入すると、 $V(t)$ は次式のようにになる。

$$V(t) = \frac{X(t) - I(t)}{1+r} + \frac{X(t+1) - I(t+1)}{(1+r)^2} + \frac{V(t+2)}{(1+r)^2} \quad (3.8)$$

同様のことを繰り返していくと、 $V(t)$ は最終的に(3.9)式のように表すことができる。

$$V(t) = \sum_{\tau=0}^{\infty} \frac{X(t+\tau) - I(t+\tau)}{(1+r)^{1+\tau}} \quad (3.9)$$

現時点を $t=0$ とすれば、現在の株式総市場価値 $V(0)$ は(3.10)式のようにになる。

$$V(0) = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{X(t) - I(t)}{(1+r)^{1+t}} \quad (3.10)$$

これを見ると、(3.10)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わかる。

以上の理論展開に基づいて MM は、完全資本市場を前提として、企業の投資政策を所与とする限り、企業が配当政策を変更しても、全体的な投資収益や株価にはまったく影響を及ぼさないと結論付けたのである。

3.2 配当のシグナリング・モデル

3.2.1 モデルの説明

上で述べた MM の命題は、企業価値が投資政策 $I(t)$ とその成果 $X(t)$ によって規定されていることを示しており、投資政策の重要性と配当政策の無関連性を示唆している。ただし、この命題の成立のためには(1)税や取引コストが存在しない、(2)情報が対称的である、(3)契約が完全であるといった条件が満たされている必要がある。

しかし、現実にはこれらの条件が満たされているケースは少ない。ここでは、(2)の非対称情報の点に着目する。経営者が、自社のキャッシュ・フローについて投資者よりも多くの情報を有しているため、この情報の非対称性を緩和し、将来利益に対する期待の上方修正を通じて株価の上昇をもたらすために配当を利用するというシグナリング仮説を分析していく。ただし、経営者が発信するシグナルが市場で信頼性を持って受け止められるためには、配当によるシグナリングにはコストが伴わなければならない。さらに、そのコストが、低い私的特性を持つ企業にとってはより高くつくような仕組みになっている必要がある。ここでは、配当にはキャピタル・ゲインよりも高い配当税がかかるというコストを設定した John and Williams (1985) のモデルを用いる。

1 期間モデルについて考える。企業は専ら自己資本のみを利用し、現在の株主が創業時に出資した資金残高を C とする。期首に経営者は投資 I を決定し、この投資と内部資金 C を条件として配当総額 D と新株発行による資金調達額を決定する。経営者の決定変数は D と新規の資金調達額である。

1 株あたりの配当落ち価格を p_e 、新株発行数を N とすると新規の資金調達額は $p_e N$ で表される。よって、資金の需要と供給の均衡関係より

$$D + I = C + p_e N \quad (3.11)$$

が成立する。株価は市場で形成されるため、経営者が決定できるのは新規の資金調達額 $p_e N$ だけであって新株発行数 N ではない。なお、投資家は(3.11)式を構成する変数については観察可能であるとする。具体的にいえば、 $C, I, D, p_e N$ は公開情報である。

1 期末に各企業はそのキャッシュ・フローを実現し、つづいて解散して清算する。キャッシュ・フローには企業の清算価値分も含まれており、清算配当には課税されないものと仮定する。すると、株主にとっての期末の企業価値は期末のキャッシュ・フローに等しい。しかし、これについては情報の非対称性が存在する。期末のキャッシュ・フローの現在価値を X で表すと、これは内部情報であり、経営者には知られているが投資家は観察できない私的特性である。これの各企業を通じての全体的な分布は共通の知識であり、 $1 \leq X < \infty$ であるとする。

重要な仮定として、配当にはコストが伴う。全ての投資家を通じて配当には一律の税率 T_d が課されるものとする。したがって、企業が配当 D を支払うなら株主にとっては $T_d D$ のコストが発生する。配当によるシグナリングのコストを強調するため、キャピタル・ゲインには課税されず、法人税制や取引コストは存在しないとする。

また、配当の決定と発表、配当落ち、配当の支払いは期首において一瞬のうちに相次いで進行するものとする。新株式を発行する直前における発行済み株式数を Q とすれば、一株あたりの配当込み価格 p は以下のように表される。

$$p = p_e + (1 - T_d)D/Q \quad (3.12)$$

ここで、 $(1 - T_d)D/Q$ は一株あたりの税引き後配当額を表している。なお、株式の配当込み市場価格総額を P とすれば、

$$P = p_e Q + (1 - T_d)D \quad (3.13)$$

と書くことも出来る。

現在の株主が企業との関連で持つ資金需要を L とする。これを満たすために、株主は株式を配当込みで売却することもあるいは配当落ちで売却することも可能であり、これらは無差別であるとする。ここでは、以下で示すように、株主は配当 D を受領し、ついで一株あたりの配当落ち価格 p_e で M 株を売却すると仮定する。

$$L = D + p_e M \quad (3.14)$$

この L は外性的に決定された定数であり、現在の株主は引き続き株式の一部を保有するものとする ($M < Q$)。

経営者は、現在の株主の富の最大化を目指して行動する。これは、以下の式のように表される。

$$(1-T_d)D + p_e M + \frac{Q-M}{Q+N} X \quad (3.15)$$

上の式における $\frac{Q-M}{Q+N}$ は、期末における現在の株主の株式保有比率を表す。経営者は、(3.11)(3.12)(3.14) 式を所与として、(3.15)式を最大化するような D と $p_e N$ を選択しなければならない。これらを(3.15)式に代入すると、現在の株主にとっての企業価値は以下のように変形できる。

$$U(D, P, X) = L - T_d D + \frac{P + T_d D - L}{P + T_d D + I - C} \quad (3.16)$$

すると、経営者の決定問題は(3.16)式を最大にするような D の選択問題に単純化される。これは、最適解 D が与えられるなら、(3.11)式より $p_e N$ は自動的に定まるからである。

ここで、完全情報の下で成立する現在の株主にとっての企業価値を $V(D, X)$ とすると、投資家が経営者と同じように企業の私的特性 X を知るならば、企業の市場価格 P は企業の真の価値 V に等しくなるはずである。(3.16)式に V を挿入すると次の関数方程式が得られる。

$$V(D, X) = U[D, V(D, X), X] \quad (3.17)$$

これは計算すれば明らかなように V についての2次式であって以下の2つの根を持つ。

$$V(D, X) = L - T_d D \quad (3.18)$$

$$V(D, X) = C + X - I - T_d D \quad (3.19)$$

仮定により現在の株主は引き続き株式の一部を保有するから、企業の真の価値 V は現在の株主にとっての税引き後の現金収入 $L - T_d D$ を上回らなければならない。よって、(3.19)式のみが企業の真の価値であり、 V は企業の正味現在価値 $C + X - I$ から配当のコスト $T_d D$ を差し引いた値に等しい。

次に、シグナリング均衡について定義する。完全競争市場においては経営者も投資家もプライス・テイカーとして行動する。経営者は価格関数 $P(D)$ を与えられたものと考えて目的関数を最大にするような配当 $D(X)$ を選択する。つまり次式が成り立つ。

$$\max_{D \geq 0} U[D, P(D), X] \quad (3.20)$$

他方、投資家は価格が企業の真の価値を反映しているという信念の下に株式の取引を行う。こうした予想が実現されるためには

$$P[D(X)] = V[D(X), X] = C + X - I - T_d D(X) \quad (3.21)$$

でなければならない。条件(3.20)(3.21)が満たされているときにシグナリング均衡が成立し、そのときの $P[D(X)]$ を情報の面で矛盾のない価格関数という。

更に、シグナリング均衡が成立するための条件について考える。ここでは、分離均衡が成立するための条件に絞って考察していく。分離均衡のためには、シグナル D の市場価格 P に対する限界代替率、つまりシグナル水準の追加的増大がもたらす限界機会費用が、企業の私的特性 X について減少する必要がある。これを式で表すと

$$\frac{\partial}{\partial X} \left(-\frac{U_D}{U_P} \right) < 0 \quad (3.22)$$

となる。この(3.22)式にしたがって(3.16)式を偏微分し計算すれば、上の条件が成り立つのは

$$\frac{L + I - C}{(P + T_d D + I - C)^2} > 0 \quad (3.23)$$

のときであるから、したがって

$$C < L + I \quad (3.24)$$

が成り立つ必要がある。

以下では、具体的にシグナリング均衡について求めていきたい。まず、最低の私的特性を持つ ($X = 1$) 企業はシグナルを発信しないというのは明らかである。なぜなら、こうした企業の経営者はシグナルを発信しても何の利益も得られないからである。よって次式が成り立つ。

$$D(1) = 0 \quad (3.25)$$

次にシグナリング関数 $D(X)$ の残りの部分を見出すため、計算を行う。まず最大化

のための必要条件を求める。

$$\frac{\partial}{\partial D} U[D, P(D), X] = 0 \quad (3.26)$$

とおくと

$$T_d = (T_d + P') \frac{L + I - C}{(P + T_d D + I - C)^2} X \quad (3.27)$$

であるから、これに(3.21)式を代入し整理することで

$$P'(D) = \frac{X}{1 - C + L} T_d - T_d \quad (3.28)$$

となる。次に(3.21)式を X について微分すれば

$$\frac{dP[D(X)]}{dX} = 1 - T_d D'(X) \quad (3.29)$$

となり、また

$$\frac{dP[D(X)]}{dX} = P'(D) \frac{dD}{dX} \quad (3.30)$$

であることに着目すると

$$1 - T_d D'(X) = \left(\frac{X}{1 - C + L} T_d - T_d \right) D'(X) \quad (3.31)$$

となるから、次式が得られる。

$$D'(X) = \frac{1 - C + L}{T_d X} \quad (3.32)$$

これを解くことによって、シグナリング均衡は以下のように求められる。

$$D(X) = \frac{1}{T_d} \max(I - C + L, 0) \log X \quad (3.33)$$

ただし、 $C < L + I$, $X \geq 1$ である。

更に、(3.33)式を用いて(3.21)式の X に代入すれば、シグナリング均衡において配当を支払う各企業に対して、配当と株式の市場価格の関係は以下ようになる。

$$P[D(X)] = C - I - T_d D(X) + \exp \frac{T_d D(X)}{I - C + L} \quad (3.34)$$

3.2.2 モデルの結論

ここまで、John and Williams (1985) のモデルを用いて配当のシグナリング均衡について説明してきた。前節から得られる結論は以下ようになる。

経営者は、企業及び現在の株主からの資金需要 $L + I$ が企業の内部資金 C を上回るときにのみ配当を支払う。したがって、配当を支払う企業も配当を支払わない企業も存在し、配当を支払う企業の中で同時に新株式を発行する企業も存在する。また、シグナル（配当）は企業の私的特性（将来のキャッシュフローの現在価値）であるため、有利な私的情報を持つ経営者ほど大きな配当を支払う。更に、株式の市場価格は配当の凸関数であるため、大きな配当には高い株式の市場価格が随伴する。つまり、経営者が自社の将来キャッシュフローを投資者に伝達する信頼性の高いシグナルとして配当を用い、こうしたことを市場も認識しているということである。

こうしたシグナリング仮説と関連して、石川 (2007) で述べられている、利益と関連付けた配当によるシグナリングの特徴を説明していく。これは次章での実証分析の基礎となるものである。これによると、業績が赤字（黒字）のとき、配当がより大きく（小さく）プラス評価される。なぜなら、企業業績が好調で利益を獲得しているときに支払われる配当のコストよりも、業績悪化で損失を計上しているにも関わらず支払われる配当のほうが、コストの高いシグナルと考えられるからである。前述したように、コストが高いほど、その配当シグナルの信頼性は高くなる。次章では、この章で述べた配当のシグナリング・モデルをもとにした実証分析を行っていきたい。

第4章 配当政策の実証分析

この章では、前章までで見てきた理論が現実にもあてはまるのか実証分析を試みる。まずは、第2章で紹介した最適配当政策の理論に基づき、日本企業の配当政策の決定要因を考察する。続いて、第3章で見てきた配当のシグナリング仮説が実際にも妥当するのか分析を加える。

4.1 最適配当政策の理論に関連した実証分析

4.1.1 先行研究の紹介

ここでは、第2章で議論した最適配当政策の理論をもとに、我が国企業の配当政策がどのような要因によって影響を受けているのか実証分析によって検証していく。まずは、花枝(1989)で行われた分析結果を紹介する。ここでは、被説明変数として、以下の3つを扱う。これらの変数は、全て1983年度のデータである。

- ① 一株あたり配当金
- ② 配当性向（配当金を税引後当期純利益で割ったもの）
- ③ 株主資本配当率（配当金を株主資本（簿価）で割ったもの）

分析に必要な財務データは、日本開発銀行財務データテープより採取している。なお、研究開発費は「日経会社情報」あるいは「会社四季報」より収集されている。

この分析で用いる回帰式は以下のようなになる。なお、これは一株あたり配当金(*DIV*)に関する式である。

$$\begin{aligned} DIV = & a_0 + a_1 \cdot RD + a_2 \cdot FIX + a_3 \cdot DEBT + a_4 \cdot PROVAR + a_5 \cdot OPE \\ & + a_6 \cdot INSIDER + a_7 \cdot GR + a_8 \cdot PRO82 + a_9 \cdot PRO83 + a_{10} \cdot PRO84 \end{aligned} \quad (4.1)$$

なお、サンプルは全て3月期決算企業であり、水産・鉱業、建設、食品、繊維、紙・パルプ、化学、薬品、石油・ゴム、ガラス、鉄鋼、非鉄金属、機械、電機、造船、自動車、精密機器、印刷・事務機器より計90社を抽出している。

次に、説明変数の内容と、それぞれが一株あたり配当金に及ぼすであろう影響について述べる。

- ① 研究開発費比率(*RD*)

これは、研究開発費を売上高で割ることで求められる。この比率が高いほど、一株当

たり配当金は低くなると考えられる。第2章で述べたように、経営者と外部投資家の間で将来の収益に関して情報の非対称性があるとき、必要資金を外部金融に頼るとNPVが正である有利な投資が行われない可能性が起これ、エージェンシー費用が発生する。研究開発のための投資においても情報の非対称性は顕著であると考えられるため、外部金融に頼ることなく内部資金で投資が行われれば、こうしたエージェンシー費用を回避することが出来る。そのため、研究開発比率が高いほど一株あたり配当金は低くなると考えられるのである。

②固定資産増加率(*FIX*)

研究開発費以外の一般の設備投資についても、上で述べたことが該当し、他の条件が同一であれば固定資産増加率が高いほど一株あたり配当金は低くなると考えられる。

③負債比率(*DEBT*)

負債比率が高いほど、一株あたり配当金は低くなると考えられる。負債比率が高いと、財務レバレッジ効果により、税引後利益の変動幅が増大してしまう。利益に見合っただけで配当が変化せず固定化している状況の下では、配当が支払えなくなる危険を回避するために、一株あたり配当金を低く抑えらる。

④自己資本税引後利益率の変動係数(*PROVAR*)

自己資本税引後利益率の変動性が大きくなると、上で述べたように、配当が支払えなくなる状況を避けるため一株あたり配当金を低く抑えらる。

⑤固定・変動費比率(*OPE*)

総費用を固定費と変動費に分解し、固定費を変動費で割った値を固定・変動費比率とすると、これが増えるに伴って一株あたり配当金は減少すると思われ。この比率が高いということは、総費用に占める固定費用の割合が大きいということであり、税引後利益の変動がより拡大してしまう。そのため、上で述べたことと同じ理由によって、固定・変動費比率と配当金はマイナスの関係になる。

⑥役員持株比率(*INSIDER*)

役員持ち株比率が高いと、一株あたり配当金は高くなると考えられる。なぜなら、オーナー経営者型企業を含む役員持ち株比率が高い企業では、経営陣は彼ら自身の消費

あるいは資産購入などのために、自分たちが経営している企業の株式から安定した高水準の配当所得を望むことがあるからである。

⑦成長率(*GR*)

1979年から1983年までの5年間の売上高成長率の、幾何平均値を用いている。成長企業ほど負債比率が低いと考えられるため、③で述べた負債と配当金とのマイナスの関係から、成長率が高いほど一株当たり配当金は高くなると考えられる。

⑧自己資本税引後利益率(*PRO*)

税引後当期純利益を自己資本で割ったものであり、1982年から1984年までの3つのデータを用いている。この値が高いほど余裕資金が豊富になるので、一株当たり配当金は高くなると考えられる。

以下の図は、3つの被説明変数それぞれについての、回帰式(4.1)の推定結果である。なお、(1)は固定資産増加率を除いた場合、(2)は成長率を除いた場合である。

図 4-1 回帰式(4.1)の推定結果(一株あたり配当金)

	切片	<i>RD</i>	<i>FIX</i>	<i>DEBT</i>	<i>PROVAR</i>	<i>OPE</i>
(1)	19.931 (7.573)***	-0.157 (-0.912)		-0.136 (-4.899)***	-2.370 (-1.557)	-0.116 (-0.087)
(2)	20.753 (8.002)***	-0.078 (-0.476)	0.049 (0.856)	-0.140 (-5.025)***	-2.244 (-1.442)	-0.647 (-0.490)
	<i>INSIDER</i>	<i>GR</i>	<i>PRO82</i>	<i>PRO83</i>	<i>PRO84</i>	adj.R ²
(1)	0.206 (1.767)*	0.140 (1.456)	0.262 (1.570)	0.281 (1.305)	-0.179 (-1.349)	0.357
(2)	0.208 (1.759)*		0.260 (1.542)	0.336 (1.580)	-2.195 (-1.443)	0.346

(注)括弧内はt値を表す。***は1%水準で有意、*は10%水準で有意である。

出所：花枝(1989)

図 4-2 回帰式(4.1)の推定結果(配当性向)

	切片	<i>RD</i>	<i>FIX</i>	<i>DEBT</i>	<i>PROVAR</i>	<i>OPE</i>
(1)	54.387 (6.503)***	-0.205 (-0.374)		0.388 (4.408)***	7.773 (1.607)	2.586 (0.604)
(2)	52.644 (6.466)***	-0.347 (-0.678)	-0.219 (-1.231)	0.399 (4.560)***	8.390 (1.717)*	3.862 (0.931)
	<i>INSIDER</i>	<i>GR</i>	<i>PRO82</i>	<i>PRO83</i>	<i>PRO84</i>	adj.R ²
(1)	0.118 (0.319)	-0.295 (-0.964)	0.045 (0.086)	-5.334 (-7.789)***	0.487 (1.153)	0.645
(2)	0.079 (0.213)		0.074 (0.140)	-5.422 (-8.115)***	0.560 (1.317)	0.647

(注)括弧内は t 値を表す。***は 1%水準、*は 10%水準で有意である。

出所：花枝(1989)

図 4-3 回帰式(4.1)の推定結果(株主資本配当率)

	切片	<i>RD</i>	<i>FIX</i>	<i>DEBT</i>	<i>PROVAR</i>	<i>OPE</i>
(1)	1.075 (1.867)*	-0.072 (-1.893)*		0.024 (3.919)***	0.251 (0.753)	0.430 (1.459)
(2)	1.117 (1.998)*	-0.064 (-1.818)*	-0.013 (-1.035)	0.024 (3.955)***	0.372 (1.108)	0.422 (1.481)
	<i>INSIDER</i>	<i>GR</i>	<i>PRO82</i>	<i>PRO83</i>	<i>PRO84</i>	adj.R ²
(1)	-0.007 (-0.282)	0.008 (0.356)	0.017 (0.462)	-0.020 (-0.428)	0.031 (1.074)	0.117
(2)	-0.012 (-0.450)		0.020 (0.549)	-0.014 (-0.295)	0.035 (1.215)	0.187

(注)括弧内は t 値を表す。***は 1%水準で有意、*は 10%水準で有意である。

出所：花枝(1989)

まず、一株あたり配当金についてみてみると、統計的に有意な t 値が検出されているのは負債比率であり、符号もマイナスになっているので理論と一致している。この分析が行われた 1983 年は、現在とは異なり利益に見合っ配当金を変動させない安

定配当政策がどの企業にも顕著であったので、負債比率の増加による財務レバレッジ効果で配当を支払えなくなる事態を回避するためにこのような結果が出ていると考えられる。なお、役員持株比率についても、有意水準は 10%と低いと理論と一致する結果が出ており、経営陣が自社株式を多く所有する場合は、自らの消費などのために高い配当所得を望む可能性があるといえる。

また、配当性向についてみると、自己資本税引後利益率は統計的に有意な t 値が検出されているが、符号は一株当たり配当金のときと異なりマイナスになっている。これは、当期の利益率が上昇したときに企業は一株当たり配当金を増やすが、それが部分的調整にとどまるために利益の上昇に見合うほど配当金が増加せず、結果として配当性向と同期の利益率はマイナスの関係になってしまうためだと考えられる。負債比率を見ても、統計的に有意な t 値が検出されているものの符号が一株当たり配当金のときと異なりプラスとなっているのは、一株あたり配当金と配当性向が逆の動きをすることによるものである。

最後に株主資本配当率(DOE)を被説明変数にした結果を検討すると、決定係数が 0.2 弱と上の 2 つに比べて非常に低く、経営者はこれを基準にして配当政策を立てているとは考えにくいといえる。実際、DOE は配当性向と ROE を掛け合わせたものであり、近年になって株主還元の重要性が増した時期から経営目標として意識され始めた数値であるので、1983 年の段階では経営者の中で重視されていないと考えられる。

4.1.2 最新年度における実証分析

上で紹介した花枝(1989)の実証分析は、サンプル数が比較的少ないため、全体的に t 値が低く統計的に有意な係数が少ないという問題があった。そこで以下では、最新年度(2001 年~2006 年)のデータを用い、サンプル数も増やして分析する。安定配当政策が顕著だった 1983 年度と比べてどのような変化が現れているかをみていくこととする。この分析で用いる回帰式は以下ようになる。花枝(1989)で使われた全ての説明変数を入手することは出来なかったため、変数の数は少し減らしてある。分析に必要な財務データは日経 NEEDS から入手し、役員持株比率については eolESPer(有価証券報告書)から採った。

$$DIV = a_0 + a_1 \cdot RD + a_2 \cdot DEBT + a_3 \cdot GR + a_4 \cdot INSIDER + a_5 \cdot PRO \quad (4.2)$$

なお、ここで用いたサンプルは、食品、繊維、自動車、鉄鋼、海運、建設、石油、通信の 8 業界から計 189 サンプルを利用している。

以下の図は、3つの被説明変数それぞれについての、回帰式(4.2)の推定結果である。

図 4-4 回帰式(4.2)の推定結果(一株あたり配当金)

切片	<i>RD</i>	<i>DEBT</i>	<i>GR</i>	<i>INSIDER</i>	<i>PRO</i>	adj.R ²
10.916 (8.711)***	-1.115 (-3.662)***	-0.0882 (-4.302)***	0.00018 (0.0347)	0.552 (3.036)***	0.327 (6.321)***	0.266

(注)括弧内は t 値を表す。***は 1%水準で有意である。

図 4-5 回帰式(4.2)の推定結果(配当性向)

切片	<i>RD</i>	<i>DEBT</i>	<i>GR</i>	<i>INSIDER</i>	<i>PRO</i>	adj.R ²
54.687 (2.534)**	7.596 (1.476)	-0.00077 (-0.0021)	-0.00765 (-0.0883)	1.160 (0.360)	-2.203 (-2.362)**	0.0183

(注)括弧内は t 値を表す。**は 5%水準で有意である。

図 4-6 回帰式(4.2)の推定結果(株主資本配当率)

切片	<i>RD</i>	<i>DEBT</i>	<i>GR</i>	<i>INSIDER</i>	<i>PRO</i>	adj.R ²
0.0431 (0.233)	-0.0753 (-1.676)*	0.0187 (6.129)***	-0.00016 (-0.216)	0.0424 (1.579)	0.0412 (5.486)***	0.304

(注)括弧内は t 値を表す。***は 1%水準、*は 10%水準で有意である。

まず、一株あたり配当金について見てみると、成長率を除く全ての変数は t 値が大きく 2 を超えており、得られた符号も理論どおりである。そしてこれらの変数の中では、研究開発費が配当金に及ぼすマイナスの影響が最も大きい。

次に配当性向に関しては、統計的に有意な t 値が検出されているのは自己資本税引後利益率のみである。これは花枝(1989)の結果と同様に符号がマイナスになっており、近年我が国において配当は大幅な増加傾向にあるものの、やはり利益の上昇に見合うほどには配当が増えていないことを示していると考えられる。また、配当性向の分析結果は決定係数が他の 2 つに比べて非常に低い。配当性向は配当金を当期純利益で割ったものであるが、近年の企業業績の回復によって企業間における利益のばらつきが大きくなり、ここで用いた 5 つの変数のみではこうした利益の変動を説明しきれないからだと考えられる。

最後に株主資本配当率は、決定係数が 0.304 となっており、花枝(1989)の分析より大幅に改善している。第 1 章でも述べたように、近年株主還元が多く企業の重要視されるようになった結果、DOE をひとつの基準として配当政策を立てる経営者が増えたものと考えられる。なお、t 値が有意であるのは負債比率と自己資本税引後利益率であり、後者は一株当たり配当金のときと符号は一致しているものの負債比率は逆にプラスの符号になっている。これには以下のような理由が考えられる。負債が増えるということは株主資本がその分減少するということである。DOE は配当金を株主資本で割ったものであるので、分母が小さくなることで結果として DOE が増加するためであると考えられる。

4.2 配当のシグナリング仮説の実証分析

4.2.1 先行研究の紹介

ここでは、第 3 章で説明してきた配当のシグナリング仮説が現実にも妥当するのかわかりかねる実証分析を通じて見て行きたい。まず、石川 (2007) で行われた分析結果を紹介する。この研究は、

- ① 簿価と利益などを所与としてもなお、実績配当情報には、追加的な情報内容が含まれているか
- ② その追加的な情報内容は、利益の時系列特性（利益の符号）とどのように関連しているか

といった点を分析している。

まず、①についてである。この分析で用いる回帰式は以下の通りである。

$$\begin{aligned} \frac{P_t}{P_{t-1}} = & a_0 + a_1 \frac{b_t}{P_{t-1}} + a_2 \frac{x_t}{P_{t-1}} + a_3 \frac{d_t}{P_{t-1}} + a_4 \frac{E_t[\tilde{x}_{t+1}]}{P_{t-1}} + a_5 \beta_{t-1} \\ & + a_6 \ln(MVE_{t-1}) + \sum_{i=85}^{98} a_{i-78} YEAR_i + \sum_{n=2}^{27} a_{n+19} INDY_n + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (4.3)$$

変数について説明する。被説明変数は株価 (P_t) であり、被説明変数は純資産簿価 (b_t) 当期純利益 (x_t)、配当 (d_t)、および次期の予測利益 ($E_t[\tilde{x}_{t+1}]$) である。これらは不均一分散を緩和するために、期首の一株当たり株価 (P_{t-1}) でデフレートされている。以下の変数はコントロール変数であり、 β_{t-1} は CAPM に基づくベータ値であり、 $\ln(MVE_{t-1})$ は前期末の時価総額の自然対数を取ったもので、規模効果をコントロールしている。また、 $YEAR_t$ と $INDY_t$ はサンプルの決算年と所属産業を表すダミー変数

である。

なお、サンプルの主な条件は以下のようになっている。

(i) 東京証券取引所第1部上場企業の1984年~1998年の3月期決算企業である。

(ii) 当期と次期に決算期の変更が行われていない。

(iii) 単独と連結の当期の純資産がいずれもプラスである。

実際に収集されたサンプルは、これらの条件を満たす延べ7872個の企業と年度から構成されている。これらの株価データは「株価CD-ROM2000」から、当期の実績値や予測値に関する一株あたり決算発表データは日本経済新聞縮刷版から採取されている。

以下の図4-7は、(4.3)式の推定結果である。なお、石川(2007)では無配企業も含めた分析結果も載っているが、ここでは有配企業の結果のみを取り上げる。

図4-7 回帰式(4.3)の推定結果

切片	b_t	x_t	d_t	$E_t[\tilde{x}_{t+1}]$	β_{t-1}	$\ln(MVE_{t-1})$	adj.R ²
1.0625 (4.7260)	0.0350 (2.0293)	-0.4812 (-3.0667)	6.9152 (7.8553)	4.2776 (17.437)	-0.0518 (-7.2269)	-0.0082 (-3.3021)	0.6418
1.0709 (4.7606)	0.0347 (2.0152)		6.9584 (7.9007)	3.8007 (20.019)	-0.0519 (-7.2380)	-0.0084 (-3.3846)	0.6414

(注)括弧内はt値を表す。いずれの推定値も5%水準で有意である。

上段は当期純利益を説明変数に含めたモデル、下段は含めないモデルである。

(当期純利益と予測利益の間に多重共線性の存在が懸念されるため2つのケースを検証しているが、推定値に大きな違いはないので多重共線性は深刻ではないと考えられる。そのため以下では、上段のケースを考察する)

なお、年度ダミー変数と産業ダミー変数の推定値及びt値は省略されている。

出所：石川(2007)

これを見ると、決定係数の大きさから、企業間に存在する株価の変動の約64%が上述の8つの変数によって説明されることがわかる。そして、配当に着目すると、t値は2を大きく超えており、推定値も最も大きな値である。よって、有配企業における配当情報には、簿価、実績利益、及び予測利益を所与としてもなお、企業年度間に存在する株価の変動を追加的に説明する大きな増分情報内容が存在すると結論付けることが出来る。

ただし、この分析結果だけでは配当のシグナリング仮説を説明するのに十分ではな

い。第3章の終わりでも述べたように、シグナリングにはコストが伴うため、業績が赤字のときに配当がより大きく評価されるという事実を示す必要がある。そのため、以下では、実績利益と予測利益の符号を加味して有配企業サンプルを次の4つにわけ、企業評価における配当の役割を検証する。

- ① $[x_t > 0, E_t[\tilde{x}_{t+1}] > 0]$ グループ (当期黒字、次期黒字予想)
- ② $[x_t > 0, E_t[\tilde{x}_{t+1}] \leq 0]$ グループ (当期黒字、次期赤字予想)
- ③ $[x_t \leq 0, E_t[\tilde{x}_{t+1}] > 0]$ グループ (当期赤字、次期黒字予想)
- ④ $[x_t \leq 0, E_t[\tilde{x}_{t+1}] \leq 0]$ グループ (当期赤字、次期赤字予想)

以下に、①③④グループの有配企業の推定結果を示す。なお、②グループはサンプル数が少ないため省略する。

図4-8 利益の符号を考慮に入れた回帰式(4.3)の推定結果

	切片	b_t	x_t	d_t	$E_t[\tilde{x}_{t+1}]$	β_{t-1}	$\ln(MVE_{t-1})$
①	1.0638 (4.7187)**	0.0138 (0.7221)	-1.6816 (-5.2368)**	7.1956 (7.5558)**	5.9834 (16.395)**	-0.0541 (-7.3107)**	-0.0096 (-3.6569)**
③	1.2254 (6.3174)**	0.0757 (1.5128)	0.1874 (0.6267)	6.3982 (2.0195)*	3.2701 (3.4248)**	-0.0083 (-0.1995)	-0.0127 (-1.2343)
④	-0.8956 (-5.4940)**	0.0416 (0.5574)	-1.0577 (-1.8334)	20.992 (4.1903)**	-0.1865 (-0.1790)	0.0882 (1.5392)	0.0299 (2.0508)*

(注) $adj.R^2$ は、それぞれ①:0.6341 ③:0.7864 ④:0.7966 である。

括弧内は t 値を表す。**は 1%水準で有意、*は 5%水準で有意である。

なお、年度ダミー変数と産業ダミー変数の推定値及び t 値は省略されている。

出所：石川 (2007)

まず①のグループを見ると、図4-7の実証結果とほぼ同様である。これは、有配企業サンプルのおよそ90%が①グループで占められていることを考えると当然の帰結であるが、簿価については t 値が非常に小さく有意ではない。当期、次期共に黒字の企業については、簿価には企業評価のうえでの追加的な情報内容が含まれていないことを示している。

次に③のグループを見ると、t 値が2を超過しているのは配当と予測利益のみである。しかし、配当の係数に着目すると、①よりも若干小さくなっており、これだけに着目すると必ずしもシグナリング仮説とは妥当しない結果になってしまっている。

配当の推定値に関して特に着目すべきなのは④のケースである。ここでは 20.992 という値が出ており、①の約 2.9 倍、③の約 3.3 倍に達する。前述したように、シグナリング仮説の元では赤字企業の配当係数がより大きくプラス評価される。したがって、我が国市場において、配当のシグナリング仮説が妥当性を有すると考えることが出来る。企業の将来の収益性を評価するうえで、それを直接的に表現する次期の予測利益の信頼性が低い ($E_t[\tilde{x}_{t+1}] \leq 0$) 場合、市場は、将来の収益性に関する信頼性の高いシグナルとして配当に着目しているのである。

4.2.2 最新年度における実証分析

ここでは、石川(2007)で行われた研究を元に、更に最新の年度におけるシグナリング仮説の実証分析を行う。石川(2007)が 1984 年~1998 年の期間を対象としていたが、ここでは 2001~2006 年のサンプルを扱う。第 1 章でも述べたように、特に 2000 年代に入ってから我が国において配当金の増加傾向が顕著になってきているので、より配当のシグナリング仮説の妥当性が高くなっているのではないかと予想される。この分析で用いる回帰式は以下の通りである。

$$\begin{aligned} \frac{P_t}{P_{t-1}} = & a_0 + a_1 \frac{b_t}{P_{t-1}} + a_2 \frac{x_t}{P_{t-1}} + a_3 \frac{d_t}{P_{t-1}} + a_4 \frac{E_t[\tilde{x}_{t+1}]}{P_{t-1}} \\ & + a_5 \ln(MVE_{t-1}) + \sum_{n=1}^8 a_{n+5} \cdot INDY_n + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (4.4)$$

石川(2007)で使われた全ての説明変数を入手することは出来なかったため、変数の数は少し減らしてある。

なお、この分析で用いるサンプルは、自動車、小売、食品、石油、通信、電気機器、繊維、不動産の 8 業界から計 378 サンプルを用いている。分析に必要な財務データは日経 NEEDS から入手し、次期の予測利益のみ eolESPer(有価証券報告書)から採っている。以下の図は、回帰式(4.4)の推定結果である。

図 4-9 回帰式(4.4)の推定結果

切片	b_t	x_t	d_t	$E_t[\tilde{x}_{t+1}]$	$\ln(MVE_{t-1})$	adj.R ²
-0.5711 (-1.4524)	0.2396 (4.9029)**	0.2984 (1.0429)	7.9213 (3.3974)**	-0.01087 (-1.2842)	0.08635 (4.5415)**	0.079

(注)括弧内は t 値を表す。**は 1%水準で有意である。なお、産業ダミー変数の推定値及び t 値は省略されている。

石川(2007)と比較すると、サンプル数の少なさから t 値が有意でないものもあり、決定係数も低くなってしまっている。しかし、配当に着目すると、t 値は大きく 2 を超えており、推定値も最も大きい。よって、有配企業の配当情報には、簿価を所与としてもなお、企業間に存在する株価のばらつきを説明する追加的な情報内容が存在するといえる。更に、石川(2007)においては配当の推定値は 6.9152 だったので 1 ポイント近く上昇しており、近年の増配ラッシュが続く中で、より市場が配当に着目するようになってきているといえる。

以下では、配当のシグナリング仮説が妥当性を有することを証明していく。シグナリングにはコストが伴うため、赤字企業ほどより配当情報が大きく評価されるということを示したい。石川(2007)にならい、上のサンプルを 2 つに分割する。

① $[x_t > 0, E_t[\tilde{x}_{t+1}] > 0]$ グループ (当期黒字、次期黒字予想)

② ①グループ以外の企業 (当期または次期が赤字)

石川(2007)では 4 つに分割していたが、サンプル数が少ない関係でここでは 2 つのグループに分割している。以下にサンプルを分割した上での推定結果を示す。

図 4-10 利益の符号を考慮に入れた回帰式(4.4)の推定結果

切片	b_t	x_t	d_t	$E_t[\tilde{x}_{t+1}]$	$\ln(MVE_{t-1})$	adj.R ²
① -0.9615 (-2.4047)**	0.2335 (4.5334)**	2.0986 (3.1388)**	6.9077 (2.9348)**	-0.01135 (-1.3620)	0.1001 (5.1921)**	0.1495
② 0.2362 (0.2495)	0.1160 (1.0697)	-0.0704 (-0.2738)	11.3043 (2.1965)**	0.09718 (0.2192)	0.03078 (0.6789)	0.1785

(注)括弧内は t 値を表す。**は 1%水準で有意である。なお、産業ダミー変数の推定値及び t 値は省略されている。

まず、①グループについては、簿価と予測利益に関して図 4-9 とほぼ同じ結果が出ている。①グループは全体サンプルの約 85%を占めているので、このような結果が生じるのは当然ともいえる。しかし当期純利益に着目すると、全体サンプルでは有意ではなかったのに対してここでは有意になり、推定値も比較的大きな値を示している。また、配当は図 4-9 と比べて推定値の大きさが 1 ポイント近く減少している。当期・次期ともに黒字と考えられる業績好調な企業に対しては、市場は当期純利益を大きく評価しているものと考えられる。

次に②のグループに関しては、統計的に有意な t 値を示しているのは配当のみであり、更に推定値の大きさも 11.3043 と①グループの約 1.6 倍に達している。したがって配当は、実績利益または予測利益がマイナスの企業価値を評価する上で最も重要な役割を果たしていると考えられ、配当のシグナリング仮説が妥当性をもっていると結論付けることが出来る。

第5章 結論

本論文では、望ましい配当水準とは何か、経営者は配当をどのような要因によって決定しているのかといった問題意識をもって配当に関する様々な理論や実証を検証してきた。まず、日本企業が長年取り続けてきた安定配当政策に関しては、第2章で述べたように高度経済成長期のような新規の事業機会が豊富な経済環境の下では妥当性があり、配当水準が「低位」でありかつ「安定」していることも理論的に意義があったと証明できた。経営者の立場から見た配当の決定要因は、配当が利益の分配に関わるものであるゆえ明確な理論は現時点では存在しないが、第3章で取り上げた配当のシグナリング・モデルによって一定の示唆を与えることが出来たと考えられる。つまり、経営者が自社の将来キャッシュフローを投資家に伝達する信頼性の高いシグナルとして配当を用いており、こうしたことを市場も認識しているということである。実際、第4章で行った実証分析からも、この仮説は現実に妥当すると証明することが出来た。こうした状況の下では、経営者はこれまでのように一株当たり配当金を安定させるだけではなく、第1章でも述べたように配当政策に工夫を凝らしたり、有価証券報告書などで具体的な数値や基準を用いて配当政策をわかりやすく開示する必要があると考えられる。例えば、DOE基準の配当政策や四半期配当の導入も市場にアピールする上で有効であろう。

最後に本論文の課題としては、上に述べた四半期配当の有効性をシグナリング・モデルを用いた実証分析で証明することが出来なかったことが挙げられる。この制度は米国ではすでに一般的であり、我が国でも実際に導入した企業は10社弱と少ないものの、いつでも実施可能なように定款を変更した企業は東証一部上場企業だけで200社超にのぼる。国内では確かにサンプル数が少ないが、米国のデータを用いた分析で四半期配当がより大きなシグナリング効果を持つことが証明できれば、今後我が国にも浸透する可能性があると考えられる。

参考文献

- 石川博行(2007),「配当政策の実証分析」中央経済社.
- 花枝英樹(1989),「経営財務の理論と戦略」東洋経済新報社.
- 森脇彬(1992),「日本企業の配当政策」中央経済社.
- 内藤三郎(1994),「配当の決定」,『経営志林』,31, 1-17.
- 花枝英樹(2002),「配当政策の理論」,『経済学研究』,68, 1-25.
- 日経ビジネス 2001年7月16日号, 2002年2月4日号, 2004年2月23日号, 2007年5月21日号.
- 日本経済新聞 2006年7月7日, 2007年7月24日.
- Jensen, M, (1986), “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economic Review*, 76, 323-329.
- John, K. and J. Williams, (1985), “Dividends, Dilution, and Taxes; A Signaling Equilibrium,” *Journal of Finance*, 40, 1053-1070.
- Miller, M. H. and F. Modigliani, (1961), “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares,” *Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Myers, S. and N. Majulf, (1984), “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have,” *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- 財務総合経済研究所 平成 18 年度法人企業統計調査
<http://www.mof.go.jp/1c002.htm>
- 生命保険協会 平成 18 年度生命保険協会アンケート調査 株主価値向上に向けた取り組みについて <http://www.seiho.or.jp/data/news/h18/181215.html>
- 全国証券取引所協議会 平成 11 年度企業業績及び配当の状況
<http://www.ose.or.jp/news/0010/001002a.pdf>

あとがき

昨年5月、スティー爾パートナーズがブルドックソースに対してTOBを仕掛け、株主還元のあり方について新聞やテレビなどで色々な考え方を目にしたのがこのテーマを選んだきっかけであった。配当水準に関して、経営者側と投資家側に大きな考えの隔たりがあるように感じられ、自分なりの考え方をもてるようになりたいと思ったためである。株式投資の経験もないので、当初は配当に関する基本的な用語もよくわからず手探りの状態だったが、安定配当政策に関する理論やシグナリング・モデルなど扱うべき点は数多く、研究を進めるのは楽しかったように思う。日本において配当が注目され始めたのはここ数年のことであり、これからますます重要になる分野であると考えられる。今後も、配当政策の多様化や四半期配当の動向など、目を配っていききたい。なお、心残りなのは実証分析をもっと徹底的に出来なかったことだ。サンプル数をもっと増やしたり、米国のデータを用いた分析ができれば更に幅が広がったのではないかと思われる。

最後に、テーマの選定から合宿、発表にいたるまで、指導教官の石橋先生には本当にお世話になりました。先生の暖かく、時には厳しいご指導があつてこそ最後まで論文を書き上げることが出来ました。また、8期の仲間とは一緒に遅くまで残つて論文を書いたり、励ましあつたりしたことで、時には辛くなる執筆作業も楽しく進めることが出来ました。このゼミで得た様々な経験は、社会に出ても必ず生きてくると思います。本当に2年間ありがとうございました。