

残余配当理論と配当政策

岡 部 政 昭

一 序——成長企業の資金調達

企業が小規模で成長の初期段階にあるとき、その成長に必要な資金は種々の制約から、企業間信用或いはまた銀行貸付に依存せざるを得ない。しかし、やがて成長の実現に伴い企業には資本市場への接近の途が開けてくる。とはいっても、この段階で企業が直ちに資本市場を利用し、新株発行、社債依存に向かうという訳ではない。資本市場の利用は、反面で市場からの厳しい審判という制約を免れない。証券発行会社の評価は自己資本(equity)をベースになされるから、企業は内部留保を厚くし追加新株の発行によって財務基盤の強化に努めることが不可避となる。一方また、資本市場での証券発行は、その発行の時機、方法、費用等多くの困難な技術的問題を惹起する。かくて、現実には、成長企業の多くはその事業活動を通じて獲得し、内部に蓄積した資金を主要な源泉として成長を実現しているのである。実際、米国企業の成長行動を例としたその歴史的経緯からは、「多くの企業が内部的に造り出された資金によってその資金需要の大半を賄うのが一般的であり、内部資金のうちでも留保利益にかなりの部分を負っていることが知られる⁽¹⁾」のである。このような留保利益は、例えば社債のよう

な外部資金と比較すれば明らかなように煩瑣な拘束のない比較的自由的な資金とみなされる。外部の負債は、しばしばその使用目的を限定されたり、また種々の制約をもつ契約条項に縛られている。これに対して、留保利益の利用は、外部からの直接的な干渉を免れ、専門経営者に大きな裁量の幅を与える。それは何よりも専門経営者の成長動機を実現する最適の資金源泉として利用されているのである。

以上のように、成長資金としての留保利益の重要性が一度認識されると、企業の財務担当経営者は直ちにひとつの重要な政策上の決定に直面する。すなわち、企業は成長資金の充足のためにどれ程の利益を留保すべきか、そしてまた、どれ程を配当として支払うべきであろうか。かくて、留保利益の決定は、単に企業の規模と成長を決める問題であるばかりでなく、反面でまた株主への配当支払額を決める問題でもある。このように留保と配当との間での利益の分割決定を仮りにひとつの問題の同質的な二面的理解のもとでの決定と解し得れば、一方の留保額の決定の重要性は直ちに他方の配当決定の重要性をも示唆するものである。そのような分割決定が、何らかの意味、とりわけ、多くの論者によって主張されたように株主の富の増大に繋がる決定という意味をもつものとするれば、これは財務政策上看過しえない決定問題である。

- (一) Wert, J. E., and G. V. Henderson Jr., *Financing Business Firms* (Homewood, Illinois: Richard D. Irwin Inc., 1979), p. 423. 資本形成における内部金融の重要性については、すでに一九五五年に「エリ・シャピロ (Eli Shapiro) のための指摘をなす」。Eli Shapiro, "Discussion of Long-term Trends in Capital Formation and Financing," *Journal of Finance*, 10 (May 1955), p. 281. なお、この研究は今世紀前半が考察の中心であるが、内部金融の重要性については六〇年代後半から七〇年代に入りやや様変わりし、総調達資金の中で留保利益の占める

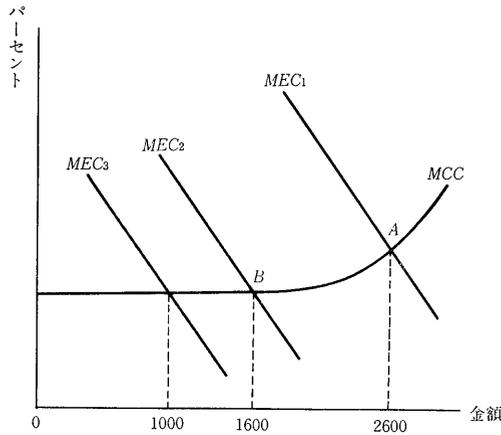
割合は漸減傾向にあり、代って負債依存が高まりつつある。これは、主として米國經濟のインフレ進行と売上鈍化に起因するものである。山一証券株式会社・山一証券經濟研究所編『我が國企業の資金調達』、商事法務研究会、昭和五十二年、二五—二六頁。

(2) 内部資金のうち金額的には減価償却費の占める比率は大きい。しかし、この資金源泉は資金フローの追加を意味しないから成長金融としての意義は乏しい。

二 ウェストン・ブリッグガムの残余配当理論

以上の説明においては、配当政策は留保利益の観点から考慮されている。企業はまず成長達成のために利益を留保することを第一義と考え、配当は単なる残余にすぎないものとみなされた。これは残余配当理論 (residual theory of dividends) として古くから知られている考え方で、⁽¹⁾ 企業の配当政策に対するひとつの有力な見方を提供するものと考えられた。この理論によれば、企業の再投資収益率が、株主が他の同一リスクの投資機会から実現しうる収益率を凌駕する限り、株主にとっては配当受取よりも内部留保による再投資の方がはるかにメリットが大きいことになる。かくて、まず投資額に関わる留保利益の規模が優先的に決定され、しかる後にもし残余があれば、それを配当支払にまわすことが許容されるのである。このような内容の残余配当理論は、配当政策に対するよりも明らかに成長企業の行動パターンを説明するうえで有力な論拠を示しうるものである。その一層洗練された理論モデルは、次に示す J・F・ウェストン (J. F. Weston) と E・F・ブリッグガム (E. F. Brigham) の議論によりよく現われている。⁽²⁾

第1図 資本コスト、投資機会および配当政策の相互関係を示すモデル



ウェストンとブリッガムは、資本コスト、投資機会それに最適負債比率を一括して扱い、それを同一のフレームワークに統合することによって配当政策問題を検討した。すなわち、まず企業が資本コストを最小にしうるような最適負債比率を維持するものと考え、この比率をベースに平均資本コスト、限界資本コストを算出しようとする。自己資本については、留保利益や減価償却による内部資金の利用から追加新株の発行による外部資金の利用まで利用資金源泉に幅があり、それは資本コストの大小にも影響する。内部資金は増資に比べて資本コストが低いため、最適負債比率の中で内部資金が主に利用されるうちは資本コストも低く、やがて内部資金の量的限界から外部資金の利用が追求されるにつれ自己資本コストも上昇してくる。順次上昇する自己資本コストに対応して平均資本コストも勿論変化し、その最小点も上昇する³⁾。かくて、何組かの平均資本コスト最小点に対応する限界資本コスト曲線を投資機会曲線に対峙させるとき、留保利益と配当の分割決定が自動的に行なわれるのである。いま、内部資金が減価償却費一、〇〇〇万ドルと利益合計

五〇〇万ドルの総計一、五〇〇万ドルとしよう。第一図のMCCは、最適負債比率(五〇パーセントと仮定)に対

応する限界資本コスト曲線であり、*MEC*は、各種の限界投資収益率を示す投資機会スケジュールを意味する。*A*点では、粗投資二、六〇〇万ドルのうち一、〇〇〇万ドルは更新投資に向けられ、純投資は一、六〇〇万ドルになる。最適負債比率を維持するためこの投資は、自己資本八〇〇万ドル、債務八〇〇万ドルで調達される。自己資本は留保利益を限度の五〇〇万ドルまで利用し、更に三〇〇万ドルの新株発行によって賄う。ここでは利益は全額成長資金として留保され、配当支払はゼロになる。他方、*B*点では資本予算の規模は一、六〇〇万ドルである。一、〇〇〇万ドルは更新分で、純投資は六〇〇万ドル、このうち三〇〇万ドルが自己資本（留保利益）で賄われ、残り三〇〇万ドルは負債による。従って、この場合には二〇〇万ドルの配当支払が可能となる。

ウェストン・ブリッガムのモデルでは、利益処分については、企業に有利な資金の運用先がある限り利益を留保して成長実現に向うべきことが示唆される。*A*点は規模拡大型の高収益投資機会であり、*B*点は比較的中庸の投資機会を意味する。前者の投資機会に直面する企業の場合には、明らかに、配当支払率を抑え留保率を高める決定が合理的なものとみなされるのである。以上のモデルは、投資機会スケジュール、限界資本コスト曲線それに最適負債比率が与件とされており、その意味では理論的にかなり単純化されており、問題点が多く残されている。しかしそれにも拘らず、彼らのモデルは、「キャッシュ・フローに関連してすぐれた投資機会を有する企業は低い配当支払率を有し、またその逆も真である、という多数の証拠の存在⁽⁴⁾」によって、その現実妥当性をかなりの程度保証されている。配当政策の実践については多くの要因がこれに影響を及ぼしている。例えば、企業の現金ポジション、債務返済、資本市場への接近、企業における支配、利益水準、資産の拡張率、税務上の影響、利益の安定性等々の要因を挙げ得よう。⁽⁵⁾しかし、ウェストンとブリッガムも言及するように、以上の諸要因にも

残余配当理論と配当政策

増して重要なのは留保利益の予想収益率である。それは、後述する J・E・ウォルター (J. E. Walter) や O・ハーカビー (O. Harkavy) 等の評価理論にあって中心的重要性を与えられるとともに、先の配当関連要因ともまた密接に関連している。実際、「急速に成長する会社は、概して高い潜在的利益を有する高収益の業種に多い。その資産拡張率は高いであろう。それは資金調達が必要が大きいか、あるいは返済すべき債務をもっている。その現金ポジションは窮屈であろう。初期の利益の不安定性は、利益の成長を強く推進する力によって除去されるであろう。資本市場への接近は、その必要性に比較して制約されている」⁽⁶⁾のである。こういった成長企業は、明らかに低率の配当支払をし、高率の利益留保を実践する。「低率の配当支払をもたらす諸要因の大部分は、留保利益の高い収益性と関連している」⁽⁷⁾ことは確かである。

以上の残余配当理論は、配当よりも留保利益を主要な決定変数とみなし、留保利益による成長政策を考察の中心に据えている。そのような議論はそれ自体がひとつの問題であるが、それをしばらく等閑視すれば、有望な投資機会が存在する限り、利益をすべてそれに充当すべきことが強調されている点に留意しなければならない。従って、ここでは配当と留保利益は投資家にとって全く無差別である。配当政策がもし何らかの効果をもつなら、それは資本コストに影響を与え、結果的にウェストン・ブリッガム・モデルも大きな修正を余儀なくされる。

投資家が配当と留保利益を無差別視するという議論については、すでに M・H・ミラー (M. H. Miller) と F・モジリアーニ (F. Modigliani) がこれに厳密で明快な論拠を与えている⁽⁸⁾。それは、配当政策論上「配当無関連説」(irrelevance of dividend policy) として夙に有名であり、配当政策研究のためのひとつの方向を提示した。彼らの理論は、実践的、技術的性格の強い残余配当理論に確固とした論理的基盤を与えた点で注目しうるのであ

る。

- (1) 例えば、E. Solomon, *The Theory of Financial Management* (New York: Columbia University Press, 1963), pp. 139—144 には、この理論に対する明確な認識がみられる。本来、この理論の意図するところは、配当支払、利益留保そして企業価値の間の相互関係の解明であり、その限りでは、後述する伝統的な配当政策論とも一致する。
- (2) Weston, J. F., and E. F. Brigham, *Managerial Finance*, 7th ed. (Hinsdale, Illinois: The Dryden Press, 1981), pp. 682—685. なお、ウエストンとブリッガムの一九八一年最新第七版では、投資機会については新規投資のみが扱われており、従って本稿のような減価償却費による更新投資は削除されている。以下の説明は邦訳（諸井勝之助訳『経営財務Ⅱ』、東京大学出版会、昭和四十五年）のある原著第二版（一九六六年）の仮説例を参考にした。
- (3) 負債の増加は自己資本の追加によって保証され、従って、負債のコストは一定と仮定されている。
- (4) 前掲『経営財務Ⅱ』、一七九—一八〇頁。
- (5) 他に、純利益ルール、資本減損ルールそして支払不能ルールを強調する法的規制や債務契約上の制限条項等がある。 Weston, J. F., and E. F. Brigham, *op. cit.*, pp. 674—677.
- (6) 前掲『経営財務Ⅱ』、一六〇頁。
- (7) 前掲『経営財務Ⅱ』、一六〇頁。
- (8) Miller, M. H., and F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, 34 (October 1961), pp. 411—433.

残余配当理論と配当政策

三 残余配当理論とMM理論

一九五八年のレバレッジ命題論文⁽¹⁾において、MMはある期間の留保と配当の分割はとるに足らない問題であると主張した。これに対し多くの論者から当然激しい反論がなされたことはいうまでもない。というのも一九五〇年代に入って理論と実践の両面において漸く研究も本格化し始めた伝統的な配当政策論においては、暗黙裡に配当政策は株価を決定する一要因とみなされた。D・デュランド(D. Durand)は早速MMに反論を試み、一九五九年のMM論文に対するコメントの中で、彼らが配当問題を無視したことはきわめて重要な問題を見逃さず結果となったと述べている⁽²⁾。すなわち、MMは利益留保が論理的には新株引受権付(preemptive)株式の発行と同じである⁽³⁾と示唆したが、彼らはその株式の価格を見逃していると指摘した。「企業収益の配当と留保との間での分割をとるに足らない問題と考えるときには、追加新株の市価と簿価が一致する一種の長期的均衡が仮定されているにちがいない⁽³⁾」とし、そのような厳格な仮定は現実的、実践的意味合いにきわめて乏しいものであると論じた。

これに対し、MMは一九五九年に直ちにデュランドに対し反批判を展開する⁽⁴⁾。彼らは、配当無関連説の証明が市価と簿価の比率に関する如何なる特定の仮定にも依存していないことを強調した。また、デュランドが曾て銀行株式を対象に行なった配当関連説を支持する実証結果⁽⁵⁾については、彼が「配当の情報効果」の重要性を軽視した点を指摘した。そして、一九六一年の配当論文⁽⁶⁾において——一九五八年のレバレッジ命題論文と同じ論法であるが——伝統論を真向から批判する配当無関連説を本格的に展開したのである。

市場均衡論のフレームワークで問題解決を計るMMは、まず手順通り理想的な市場条件の特定化から議論を開始し、その中で価格すなわち企業価値がどのように決まるかを明らかにした。MMが設定する仮定とは次のようなものである。第一に、市場は完全競争であること。それは、価格に影響を与えるような強力な売手、買手が存在しない、情報は自由かつ完全に入手可能である、取引費用も税金もない、ことをその内容とした。次は、投資家は合理的な富極大者として行動する、という前提であり、そして第三に、現実性モデルの展開であった。すなわち、将来利益と投資は既知と考えられたのである。以上の理想的条件下で、彼らは個々の株式ではなく企業全体の評価を取り扱うことによって他の論者の見落した要因——新株による資金調達の効果——を導入した。MMのモデルは、

期首の企業価値＝期末の企業価値の現言＋期中に支払われた配当の現言－期中に発行された新株の現言

として公式化されるものであるが、このモデルによって、(1)現実性下では期中に支払われた配当は期末の企業価値に影響しない、(2)期末の価値は将来の予想のみ反映する、そして(3)過去の配当は無関係、という結論を導いたのである。⁽⁷⁾投資政策を一定とすれば、現在の配当と現在の資金調達需要は互に相殺される。配当の増加は、株式評価のうえに丁度相当額の減価を引起こすことによって相殺されるのである。かくて、配当政策は株価に無関連である。MMは次のように述べる。「経済学における他の多くの命題と同様、配当政策の無関連性は、投資政策を所与とする限り、『あなたがひとたびそれについて考えてみれば明白である。』それは結局、合理的かつ完全な経済環境において『財務的錯覚』はありえないという一般原理の単なる一例にすぎない。そこでは、価値は単に『真の』考慮事項——この場合には、企業資産の収益力と企業の投資政策——によってのみ決定されるのであ

残余配当理論と配当政策

って、収益力の果実がどのように分配のために『梱包される』かによって決定されるのではない⁽⁸⁾と。

MMの配当無関連説は前節で展開した残余配当理論の理論的基盤を構成する。この点では、配当問題に早くから着手し精力的な研究をすすめていたいわゆる伝統派といわれる人々の議論と比較してみることが大変興味深い。というのも、ウォルター、ハーカビー、M・J・ゴードン(M. J. Gordon)等戦後のこの分野の先駆的研究にあっても、配当政策はまた投資政策の副産物すなわち残余とみなされ、そのような政策を追求するとき株主の富は極大化されると考えられた。この説明から直ちに分るように、伝統論にあっても配当政策の意味は必ずしも十分に検討された訳ではなかった。

一九五六年にウォルターは残余配当理論の先駆的な研究⁽⁹⁾を発表し、そこでこの理論を構成する基本的要素を明らかにしうる評価モデルを公式化した。

$$V_0 = \frac{D + \frac{R_e}{R_c}(E - D)}{R_c}$$

ここで、 V_0 は普通株の市価、 D は一株当り配当、 E は一株当り利益、 R_c は留保利益の再投資収益率、そして R_e は市場資本化率を表わす。この評価公式によれば、 R_e が R_c より大である限り留保率を高めることが株価増大を結果し、従って正当化される政策である。ウォルターは、以上の関係は不完全市場においても事情はやや複雑になるとはいえ一般に是認されうるものと考えている。

同様の関係は、ゴードンとシャピロ(E. Shapiro)のモデル⁽¹⁰⁾についても指摘されよう。その有名な評価モデル

によれば、確実な無限の配当流列を一定の資本化率で割引くことによつて株価は次のように規定される。

$$P = \frac{D}{K_0 - g}$$

P は株価、 D は配当、 K_0 は株主の要求利回り、そして g は企業の成長率である。この g は、留保率 b と内部収益率 r の積に等しいが、留保率に関して P の最適条件を導けばウォルター・モデルの含意するところと同一の結論を導ける。すなわち、内部投資の収益率が市場資本化率より大であれば利益留保は株価増大に繋がることになる。伝統派の見解は要するに次のようなものであった。「ウォルターとゴードン等のモデルは、配当が残余すなわち『余り物』であることを意味している。株価がたとえ配当の増減に結びついて動くと思されても、もし企業が資本コスト以上の収益率を利用できるなら株主はより多くの恩恵を受けるのである。」⁽¹¹⁾当時の伝統派の論者の多くは、残余配当理論を余りにも単純、素朴に捉えすぎていたといえる。ここでは、彼らは合理的な配当支払の重要性を過小評価した。しかし、誰も配当政策が重要でないとか、増して無関連であるとは述べていない。この点に関しては、実務家或いは証券アナリストといわれる人々の方がむしろ一層はつきり伝統論の側に立ち、⁽¹²⁾「市場は一般に高配当株式の方を愛好し、そのような株式に高いプレミアムを支払う」と主張したのである。

伝統的な配当政策論においては、以上のように、理論と実践の間でやや議論が不明瞭であることを否定できない。ハーカビーは長期と短期の視点を導入することによつて議論の曖昧さを解消しようと試みた。⁽¹³⁾彼自身の実証研究に基づいて、(1)ある時点における株価は配当性向に直接比例して変化する傾向があり、また、(2)時間的経過においては、高い留保率の株式(低配当株式)がより大きな評価を得る傾向にある、と論じている。しかし、純理

論的な見地からみる限り、伝統派の主張はやはり根拠に乏しいものであった。MMはきわめて適切にも、ゴードン等の伝統的な配当関連説の欠陥は、配当政策と株価との関連についてみるときには、それが投資決定の効果と配当決定の効果を混同した点にあると述べている。企業成長の資金をすべて留保利益から調達すると仮定することにより、伝統論は両者の効果を区別しえなくしている。MMは資本コスト以上の収益を提供する投資決定を否定していない。しかし、その種の決定のために留保にのみ依存する必要はなく、新株でも他の外部源泉でも調達可能である。ゴードン等の評価モデルは、明らかに投資政策を不変とする条件下での配当問題への配慮を欠き、従って株価と投資決定を問題とする枠組で配当政策を考えてしまうためにその論理的矛盾を問われたのである。企業の真実の価値を決定するのは企業活動による利益であり、投資決定のみであるから、そこで配当政策が問題になることは論理的にもあり得ないことである。この限りにおいて、MMはこの本質的理解に達していたのである。

(1) Modigliani, F., and M. H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment," *American Economic Review*, 48 (June 1958), pp. 261—297. Reprinted in Archer, S. H., and C. A. D'Ambrosio, eds., *The Theory of Business Finance: A Book of Readings* (New York: Macmillan, 1976), pp. 453—488.

(2) Durand, D., "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Comment," *American Economic Review*, 49 (September 1959), pp. 639—655. Reprinted in Archer, S. H., and C. A. D'Ambrosio, eds., *op. cit.*, pp. 488—504.

(3) *Ibid.*, p. 497.

(4) Modigliani, F., and M. H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment: Reply," *American Economic Review*, 49 (September 1959), pp. 655—669. Reprinted in Archer, S. H., and C. A. D'Amprosio, eds, *op. cit.*, pp. 505—519.

(5) Durand, D., *Bank Stock Prices and the Bank Capital Problem* (New York: National Bureau of Economic Research, 1957) に「まづい」キララン²⁴はすでに配当関連説を支持する結論を示している。彼は「銀行株価が金融的、制度的な諸要因によって影響を受けることは確かであるが、実証分析の示すところでは、それらの諸要因は簿価²⁵配当として利益の影響に比べればその程度ははるかに小さいと述べている。

(6) Miller, M. H., and F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, 34 (October 1961), pp. 411—433 を指す。

(7) MMの配当無関連命題は次のように証明される。企業は投資決定に際して、必要資金を全額留保利益に依存するか、或いは配当支払をする場合には配当額に相当するだけ新株を発行しそれを留保利益に合計して賄うかのいずれかを選択しなければならない。いま、期首の株式市価 P_0 が、期末に支払われる配当 D_1 の現価と期末の株式市価 P_1 の現価を加えたものに等しいとする²⁶

$$P_0 = \frac{1}{(1+r)} (D_1 + P_1) \quad (1)$$

となる。但し、 r は資本化率を表わす。期首の発行株数を n 、期末に株価 P_1 で発行される新株数を m とすれば、前式は次のように変形できる。

$$nP_0 = \frac{1}{(1+r)} [nD_1 + (n+m)P_1 - mP_1] \quad (2)$$

新株の総額は

$$mP_1 = I - (X - nD_1) \quad (3)$$

残余配当理論と配当政策

残余配当理論と配当政策

である。I は新規投資額、X は純利益を表わす。なお、ここでは一期間モデルを考える。(3)式を(2)式に代入すれば、

$$nP_0 = \frac{1}{(1+r)} [(n+m)P_1 - I + X] \quad (4)$$

ここで結果を得る。(4)式は配当項を含まず、また、 $(n+m)P_1$ 、I、X として r は配当から独立と仮定されているから、結局、企業の現在価値は配当政策から独立と考えるのである。MM の結論は要するに、配当支払後として追加新株発行後の株式の割引価値総額は、配当支払前の割引価値に等しいことである。

(8) Miller, M. H., and F. Modigliani, *op. cit.*, p. 414.

(9) Walker, J. E., "Dividend Policy and Common Stock Prices," *Journal of Finance*, 11 (March 1956), pp. 29—41.

(10) Gordon, M. J., and E. Shapiro, "Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit," *Management Science*, 3 (October 1956), pp. 102—110.

(11) Wert, J. E., and G. V. Henderson Jr., *op. cit.*, p. 448.

(12) *Ibid.*, p. 426. また、長期間証券分析の標準的な教科書とされた Graham, B., and D. C. Dodd, *Security Analysis: Principles and Technique*, 3rd ed. (New York: McGraw-Hill, 1951) では、配当インカムが株価に与える平均的な影響は留保利益インカムの四倍にも達すると述べている。

(13) Harkavy, O., "The Relation Between Retained Earnings and Common Stock Prices for Large, Listed Corporations," *Journal of Finance*, 8 (September 1953), pp. 283—297.

(14) コーエンは配当関連説の代表的な論者であるが、彼は配当の不確実性が将来時間の経過とともに増大すると考え、従って、配当流列に適用される割引率は配当の期待成長率 br の増加関数となるとみなした。かくて、留保率の増大は割引率の増加に繋がり、結局、株価を低下させる。彼のこの議論は配当の「質」ということに注目する点で優れ

た着想といえる。ただ、投資政策との混同という批判を払拭しえなかった点に問題は残るが、それにも拘らず、後述する企業の配当政策の安定化と関連して重要な洞察を提供するものである。Gordon, M. J., *The Investment, Financing and Valuation of the Corporation* (Homewood, Illinois: Richard D. Irwin, Inc., 1962), ch. 5 を参照。

四 配当政策の実際

MMの配当無関連説は、理想的条件の下で配当政策と株価の関係を否定したものである。配当と資本利得を投資家が無差別とみなすことになれば、経営者は配当政策上の深い配慮を払うことなく企業成長に主眼をおいた利益処分の決定を下すことが可能となる。すなわち、残余配当理論に即した企業行動がとられることになる。かかる意味において、MM理論は残余配当理論の強力な理論的基盤となりうるものであった。しかし、そのようなMM理論は、すでにみたようなこの問題の伝統派に属する人々、とくに実際問題への多大の関心と豊富な経験を有する識者の間で拒否的ともいえる程の激しい反論が展開された。彼らの多くは、実践的、現実的見地から配当無関連説を擁護する主張を展開した。かくて、ここに引き起こされた配当論争は以後二〇年にも互って活発な議論を呼び今日に至っている。⁽¹⁾ その過程で問題点は理論的に煮詰められ、議論の関心はもっぱら実証研究の場に向けられた。最近では資本市場理論の台頭もあり、その枠内で厳密で精緻な分析が志向されている。⁽²⁾ その際、配当無関連説は効率的市場仮説によって裏付けられている。ただ、アメリカの資本市場が本当に「効率的」(efficient)であるか否か現段階では確証は難しい。⁽³⁾ 従って、配当政策と株価の関係について統計上有意な証拠を見出すこと

は必ずしも容易でない。それは未だ未解決の問題なのである。しかしながら、その種の経験的な確証の有無とは一応無関係に、現実の企業がある特定タイプの配当政策を実施していることは事実である。

配当政策論の中ではすでに古典となり実践的な優れた洞察に富む一九五六年のJ・リントナー(J. Lintner)の卓越した論文⁽⁴⁾には、米国企業の配当政策の実態がきわめて明瞭に示されている。彼は六〇〇社以上もの企業について配当支払と政策に重要な関連を有すると思われる要因を検討し、次いで、更に詳細な調査のため二八社を選び、配当変更に関しては(実際には変更が起ころなくとも)何が積極的な考慮要因となるかを解明しようとした。リントナーによれば、配当は多くの場合主要なそして積極的な決定変数となっている。企業がどれ程留保するかは、一般には、主として十分確立された実践や政策に基づいて採られた配当行動の副産物なのである。配当政策の実際は、企業がまずどの程度留保するかを決定し、次いでその残余を配当支払に回すという残余配当理論とは正に正反対の実態を示している。「配当が望ましい貯蓄規模それ自体に関する現在の決定の副産物であることはめったになかった⁽⁵⁾」という彼の指摘はその意味で大いに注目すべきものといえる。

リントナーの実証結果は、経営者が配当の規模よりも変化に焦点を合わせていることを強調し、とくにその変化の非対称性を明らかにした。すなわち、増配については、将来その引き上げられた水準を維持できるという確信を抱けなければその実施を躊躇するであらうし、またその逆の減配については、市場の拒否的な反応を予想して(利益回復が絶望とみなされない限り)回避的な傾向を示すことを明らかにした。彼の研究は事後調整モデル(lagged adjustment model)としてモデル化され、その中で配当決定に関する政策変数が特定化された⁽⁶⁾。すなわち、経営者は利益のうちある適正な割合を支払う政策を策定し、また、配当は新規の高水準を維持することが

第1表 米国における配当性向パターン
1946—79年 (単位、10億ドル)

	税引後利益	配 当	配 当 性 向
1946	\$ 7.5	\$ 5.6	0.75%
1947	10.9	6.3	0.58
1948	16.7	7.0	0.42
1949	16.7	7.2	0.43
1950	15.7	8.8	0.56
1951	15.5	8.5	0.55
1952	16.0	8.5	0.53
1953	15.2	8.8	0.58
1954	17.0	9.1	0.54
1955	22.6	10.3	0.46
1956	20.9	11.1	0.53
1957	20.6	11.5	0.56
1958	18.5	11.3	0.61
1959	24.6	12.2	0.50
1960	23.9	12.9	0.54
1961	24.1	13.3	0.55
1962	30.9	14.4	0.47
1963	33.4	15.5	0.46
1964	39.0	17.3	0.44
1965	46.2	19.1	0.41
1966	48.9	19.4	0.40
1967	46.8	20.1	0.43
1968	46.4	21.9	0.47
1969	41.8	22.6	0.54
1970	33.4	22.9	0.69
1971	39.5	23.0	0.58
1972	50.5	24.6	0.49
1973	50.4	27.8	0.55
1974	31.2	31.0	0.99
1975	46.1	31.9	0.69
1976	63.0	37.5	0.60
1977	77.3	42.1	0.54
1978	83.2	47.2	0.57
1979	85.8	52.7	0.61
配 当 性 向			
1947—1955	146.3	74.5	0.51
1955—1966	353.6	168.3	0.48
1966—1972	307.3	154.5	0.50
1972—1979	487.5	294.8	0.61

(出所) President's Council of Economic Advisers, *Economic Report of the President* (Washington, D.C.: Government Printing Office, 1980).: in Weston J.F., and E.F. Brigham, *Managerial Finance*, 7th ed. (Hinsdale, Illinois: The Dryden Press, 1981), p.678.

可能と判断される場合にのみその新しい水準に調整される。リントナーのモデルにあっては、配当がラグを伴って利益変動に調整されることが示される。従って、景気上昇期には配当は利益ほど急速には増大しないであろうから留保利益が増大することになり、反対に景気下降期には、利益の下落にも拘らず配当は不変の水準に維持される傾向が強いのである。リントナーのモデルは、現実企業の配当行動をかなりよく説明しうる(7)ことが分る。米国企業の全体を見渡してみても、配当性向はおおよそ四〇から六〇パーセントの間で安定しており、また金額的にみても利益変動の激しさと対比すればかなり安定した配当支払がなされていることは明らかである(第一表)。

以上のような配当支払の実態をみると、利益処分の決定に関して企業は残余配当理論の教えるところとは全く異なる行動パターンをとっていることが知られよう。配当は決してとるに足らない問題ではなく、むしろ経営者の重要な政策決定課題であることは歴然としている。企業は理論の示すところとは異なり、安定配当という特定タイプの配当政策にむしろ固執しその維持に相当の努力を払っていることが窺える。ここでは、配当支払こそが第一に検討され、次いでその残余が留保として蓄積されるといった方が適切なのである。

残余配当理論と現実の配当政策にみられる以上のような乖離はこれをどのように解釈し、また説明することが可能であろうか。表面的な概観によらず幾分とも掘り下げた分析は、理論と実践の間には上にみられた程の明白な不一致はないことを示唆している。長期的な視点に立って問題を検討するならば、両者の内容はかなり近似して、くることが知られよう。一般に実証研究は、成長企業ほど配当性は低く、低成長企業ほど高配当の傾向が強いことを示している。企業は現時点の或いは一時的な投資機会のために、残余配当理論が教えるように配当を犠牲にすることはしない。しかしながら、企業成長実現のための長期的な投資機会には十分配慮を加えている。米国内における多くの成長企業がその資金需要を内部留保に依存したことは統計上きわめて明白な事実である。

以上のような傾向は、リントナーの実証結果とも矛盾するものではない。彼は、企業はその政策決定に際して有利な機会を考慮することに躊躇しないであろうが、ある年度の機会がその年度の配当を変更することはないとし、何年にも亘って有利な機会をもつ成長企業は、その機会を十分生かすために低率の目標配当性を設定していることを見出している。これは、残余配当理論における有利な投資機会はある期間の配当性を引き下げ、という見解と一致する。多くの企業にみられる安定配当政策は、長期的な目標配当性によって利益の一定割合

を配当として支払うことを定め、投資家の大方の承認を得るように努めると同時に、短期的な「配当の部分的調整」を通じて利益変動に対応することにより、配当決定において合理的で一貫した行動パターンを現出せしめている。この場合に、残余配当理論にみられるような成長重視、利益留保重視の考え方は、企業がその長期的な目標配当性向を如何に設定するかにかかっている⁽¹⁰⁾のであり、その限りにおいて、理論と政策上の立場は互に矛盾がないといえるのである。

しかるに、以上のような見解はなおひとつの重要な問題点を残している。仮りに、ある一定の成長期間内に比較的安定的な配当政策が実施されるとしても、そこに政策上の幅があれば、結果的に投資家の得る配当所得流列のパターンは厳密には決して固定したものではない。フローの多様性とそのパターンの相違は投資家の富に影響を与える。この場合、MM理論の如く、配当変化が株価の変化によって相殺されるとするなら問題はない。しかし、その主張が保証されるためには、配当と資本利得に適用される割引率が同一という条件が不可欠である。それは、結局、後述するような配当流列と利益流列のそれぞれに適用される割引率の相違如何に帰着する問題であるが、その一致が無条件に保証されるのは、長期的パースペクティブにおいてのみであり、短期的な評価に際して企業の政策的効果が関わってくる場合には、また別の解釈も可能なのである。

(1) 配当政策論争については、拙稿「配当政策論争の再検討」(本誌第六十八号、昭和五十五年一月)を参照。

(2) 資本市場理論の展開とその枠組での配当政策の理論と実証については、次の文献が詳しい。Copeland, T. E., and J. F. Weston, *Financial Theory and Corporate Policy* (Reading, Mass.: Addison-Wesley, 1979) 44-47
Van Horne, J. D., *Financial Management and Policy*, 5th ed. (Englewood Cliffs, N. J.: Prentice-Hall,

1980).

- (3) 資本市場が真に「効率的」であるための条件は、取引費用や税金の影響を無視でき、且つすべての企業の経済環境についての完全情報を誰もが無償で入手し得ることである。しかし、そのような条件が実際に満たされることはかなり難しいであろうから、多くの研究者は効率的市場仮説を疑問視しているのである。Wert, J. F., and G. V. Henderson Jr., *op. cit.*, p. 427 を参照。ただ、実証研究においては、セミストロンク型のナスストまでは株式市場（すべてにニューヨーク証券取引所）の効率性を支持している。Van Horne, J. D., *op. cit.*, p. 50.

- (4) Lintner, J., "Distribution of Income of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," *American Economic Review*, 46 (May 1956), pp. 97—113.

- (5) *Ibid.*, p. 97.

- (6) リントナー・モデルは次のような形で示される。

$$D_t = D_{t-1} + p(k * E_t - D_{t-1})$$

すなわち、今期の配当 D_t は前期の配当 D_{t-1} プラス今期の調整分（右辺第二項）に等しい。今期の配当調整は、目標配当性向 k と調整係数 p を主要な政策変数として決められる。なお、 E_t は今期利益（税引後）である。

- (7) Fama, E. F., and H. Blahak, "Dividend Policy: An Empirical Analysis," *American Statistical Association Journal*, 63 (December 1968), pp. 1132—1161 は、リントナー・モデルが現実と比較的よくマッチしたものであると述べている。この研究は、一九四六—六四年の期間について主要三九二社の利益変化と配当変化の関係調べているが、三期連続で利益がある場合には、およそ八〇パーセントの会社が増配を決定し、逆の連続減益の場合でも約五〇パーセント以上の会社が配当据置もしくは増配をすら決定したことを示している。その他、リントナー型モデルの現実妥当性については、Brealey, R. A., *Security Prices in a Competitive Market, More*

about Risk and Return from Common Stocks (Cambridge, Mass.: The M. I. T. Press, 1971), ch. 2 によ
述べられている。また Werts, J. E., and G. V. Henderson Jr., *op. cit.*, pp. 427—432 を参照。

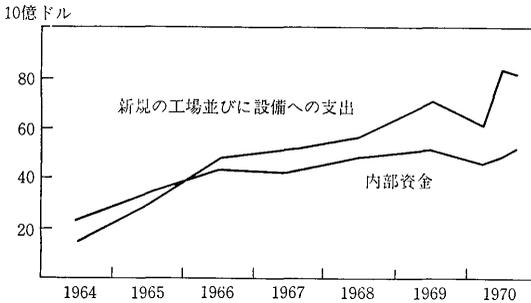
- (8) 実際には、目標配当性向は二〇パーセントから八〇パーセントの間で変動しているが、最も一般的な比率は四〇
〜六〇パーセントの間にある。Johnson, R. W., *Financial Management*, 4th ed. (Boston: Allyn & Bacon,
Inc., 1971), pp. 488—489. また Werts, J. E., and G. V. Hen-
derson Jr., *op. cit.*, p. 430 を参照。ここでは一九五〇—七七年ま
の期間についての平均配当性向が四五パーセントであることが示されて
いる。その他、ウォルターは配当性向を公表している企業入〇社につ
いてその最も多い配当性向の数字は五〇パーセントであると述べてい
る。Walter, J. E., *Dividend Policy and Enterprise Valuation*
(Belmont, California: Wadsworth Publishing Company, Inc.,
1967), p. 33.

- (9) 例え、図一 (Johnson, R. W., *op. cit.*, p. 480) をみると一九六〇
年代後半からは新規投資が内部資金を凌駕しているにも拘らず、他方で
なお持続的な安定配当政策が実施されているのである。

- (10) R. C. ヒギンズ (R. C. Higgins) の実証研究では、配当政策が一時
点というよりむしろ時間的 (長期的) な自己資本需要によって影響をう
けることが明らかになっている。Higgins, R. C., "The Corporate
Dividend-Savings Decision," *Journal of Financial and Quantita-*

残余配当理論と配当政策

図1 固定資産投資と内部資金



(出所) Flow of Funds, Federal Reserve Board; *Statistical Bulletin*, Securities and Exchange Commission.

五 安定配当政策の意義

1 MM仮説の問題点

MMの配当命題は発表当時であつては正に「異端」であり、激しい論議を惹起したが、やがてその理論は（資本構成無関連命題とともに）企業財務論上のひとつのパラダイムを形成するとまで評される程に多くの支持者を集め、学界に広く浸透した。しかるに、MM命題の骨子である配当無関連説については、その主張を承認する幾多の理論的、実証的研究⁽¹⁾の発表にも拘らず、なおその正当性が確証されるには至っていない。このことは、前節でみたような、現実の配当政策とMM理論⁽²⁾とが長期的展望の中で一致するという見方を更に論議の渦中に引き込むものである。すなわち、長期的な投資機会の追求と並行して、企業は仮に低率としても目標配当性を維持し配当を安定化させることを顧慮している。このような政策は、視点を変えれば、配当政策が株主の富従つて株価に何らかの関連を有するという配当関連説⁽³⁾と伝統派の立場を容認する証拠となりうるものといえる。

MM命題に対する批判は、多くの場合、現実世界における配当決定の観点から提起される。完全市場、確実性下という理想条件下では、配当無関連説の正当性はゴードンを始めとする伝統派の側からも容認されている。問題は、不完全市場、不確実性下という現実状況に即した配当政策問題なのである。MMは理想的条件下におけると同様の精緻なモデルをこそ展開しなかったが、その複雑な状況下にあつても配当が無関連であることを確認し

うる明白な証拠の存在を指摘した。配当の顧客効果 (clientele effect) と情報効果 (informational content) の議論がそれである。⁽³⁾

しかるに配当の顧客効果については、企業が既存の配当政策を変更したとしても、そのことは単に新しい政策を選好する投資家層を顧客として誘引するだけで企業評価には無関係である、とする解釈は一応の説得力をもつとはいえず、それ自体は配当関連説を否定する論拠には乏しいものであろう。そのような議論は、企業の政策変更と投資家のポートフォリオ・ミックスの変更が瞬時のうちに何の抵抗もなく調整されることを前提としている。しかし、不完全市場、不確実性という現実状況下では、その種の調整が現実の摩擦要因に全く影響されることなく円滑に実現されるとは考え難い。また、実際にある特定タイプの配当政策に明らかな選好をもつ投資家が存在する限り、配当関連説の主張を無視しえない。他方、配当の情報効果説については、なお一層の疑義が存在しよう。配当が将来利益の動向に関する情報を提供するという議論はきわめてミスリーディングな議論になり易い。配当情報効果説の根拠となったのは、リントナーの実証が明らかにしたような、一般投資家による配当切下げの嫌悪や利益変動に対する配当調整の遅れという配当政策の独特な実態である。しかし、そのような配当行動は、投資家が配当を将来利益の動向に対する重要な情報手段としてみることに對する企業の反応によるものであろうか。企業の将来については、投資家は他にむしろより直接的な情報手段をもつであらうし、その意味では配当の情報的意義を過大評価するべきではない。⁽⁴⁾ 配当が仮りに何らかの情報内容をもつとしても、その範囲はきわめて限定されたものであろうし、何よりもその内容の不明瞭さ、不確定さを無視する訳にはいかない。配当を将来の企業利益の判断材料のひとつとしてとり扱い得ても、それが意味のある情報内容を伝達すると解することは誤解

を招き易い。配当変化はせいぜい将来利益の動向についての注意を喚起するきつかけとなるにすぎない。株価の変更は配当のもつ情報効果によるのではなく、配当支払額それ自体の変更によるものと解する方がはるかに自然であり説得力がある。リントナーの見出した経験的事実は、むしろこのことを裏付けるひとつの証拠を提供していると解せよう。いま経済的な諸要因のみを問題とすれば、投資家の株式保有動機は端的に配当と資本利得であり、ある株式への投資は当該企業の既存の配当政策並びに成長政策を無意識的であれ容認した結果である。配当支払に全く無関心の投資家はともかくとして、一般の投資家は自らが一度承認した配当政策の変更は、とくにその切下げは、配当それ自体の利害に直結する重大な政策変更とみなすであろう。

ここで投資家による株式保有期間の意義について言及しなければならぬ。配当情報効果がいうように、配当の情報効果を重視する投資家は、配当切下げという事態を将来利益の状況についての悲観的シグナルとみなすであろうから、直ちに持株の売却に走り、それが株価下落を引き起こすことは十分あり得ることである。しかしここで注意しなければならないのは、そのような投資家行動が明らかに短期的な株式保有に基づくものであり、配当よりも資本利得にはるかに大きな関心を抱いていたことの結果として起こった点である。彼は投資家というより投機家的性格を多くもつか、或いは、少なくとも企業の支配ないしは経営内容にほとんど関心を抱いていない。重要なのは、企業の財務政策上の目的である株主の富の最大化が決してそのような短期株主の富の増大を直ちに意味するものではないということである。財務政策の目標は、基本的には、企業の経営内容或いは配当関係により多くないしは直接的な利害を有する長期株主の利益を第一に配慮したものでなければならぬ。配当の情報効果は、短期株主の行動に比較的多くの注意を払っており、従って、この論拠によって配当政策の株主

の富に対する中立性を主張することには問題が多い。配当政策の正当性は、真の株主たる長期株主への貢献という観点に立って初めて評価しうるものなのである。⁽⁵⁾

以上の議論は、配当の情報効果説といわれるものが多分に解釈の余地を残し、それだけ評価し難く確答を得るのが難しい性格の問題であることを窺わせている。しかし、それにも拘らず以上の吟味を通じて興味深い点は、現実企業の配当安定化への強い志向性に対する理由である。⁽⁶⁾多くの企業が特定タイプの配当政策を長年に亘って持続していることは歴然とした事実である。そのような政策は、市場サイドの要求を企業が十分に汲み取った結果であり行動様式とみなしうる。その場合、配当支払の安定化という企業の対応は、既述したように、とくに長期株主の利害と密接に関連する点を強調しておかねばならない。目標配当性向の変更やその安定化を阻害するような政策決定は、明らかに株価形成に不利な影響を及ぼすものである。しかし、それが真に問題となるのは、長期株主の富を損う場合である。安定配当政策が評価されるのは、正しくそのような長期株主の利害との調和という観点からであり、従って、財務管理目的との一致ないしは整合性においてその意義を認められるものなのである。

2 安定配当政策と配当リスク

ところで、もし安定配当政策が株主にとって何らかの意味をもちうるものであるなら、その政策の追求が株価の上昇に繋がるといえるであろうか。現在のところこの問題についての確証は存在しないから、安定配当政策がそれ以外の配当政策と此べて、平均して一層高い株価をもたらすという命題は仮説にすぎない。⁽⁷⁾しかし、米国に

残余配当理論と配当政策

おける時価思考中心下での配当性向の相対的な安定化や、わが国における伝統的な額面思考中心下での額面配当率の安定化は、その内容こそ各市場の特質を反映して重要な相違があるものの、配当政策の安定化、という点に関しては一致しており、それは仮説の信憑性を判断するうえでひとつの重要なファクターとなりうるものである。

配当政策が投資家の富に関連するとみなしうる理論的なひとつの根拠は、自己資本価値の評価において、配当流列或いは利益流列にそれぞれ適用される割引率が相違する可能性である。例えば、先のゴードンの配当モデルは留保率 b を用いることによって、容易に次のような利益還元モデルに転換しうる。

$$P = \frac{(1-b) Y}{K_e - br}$$

このモデルに適用される割引率 K_e が、またゴードン・モデルの割引率と等しい限り両者は同一である。⁽⁸⁾これは、配当が結局のところ利益 Y を唯一の源泉として決定され、従って、配当に含まれるリスクは、（企業が全額自己資本のみを利用するとすれば）利益変動のリスクつまりビジネス・リスクに全く一致するとみなしうるところから帰結する。しかし、リスクという用語は、一般に将来の受取りの変動に関連する概念であり、その場合とくに伝統論においては、投資家と企業経営者の間でそれぞれそのような受取分としての配当或いは企業利益に適用されるリスク測定タイプについて、その関連性や重要性に相違した見方がなされうることに留意しなければならない。ビジネス・リスクは投資決定に関わるリスクであり、概念規定上これを単に、企業活動を通じての利益全体の変動の程度、ということに限定しておけば、このリスクを投資家の受取る配当が変動するリスクと同一視することは、若干問題が残るところであろう。配当変動のリスクを絶対値でなく、一株当たり配当金の変動係数として相対

的に測定する⁽⁹⁾とき、投資家にとってこの種の配当リスクは、同じく相対的なリスク尺度としての先のビジネス・リスクとは必ずしも同一とみなすことはできない。現実的な配当変動の程度は、利益変動の程度と比べてはるかに安定している。このことは、米国における配当と利益の推移に関する長い歴史的経過を一瞥すれば直ちに明らかとなる⁽¹⁰⁾。三〇年代の大不況の最中に企業利益が悪化状態にあったときも、なお配当支払は継続された⁽¹¹⁾、また五〇年代以降は安定的で絶え間ない配当増加を見出すことができる。米国企業の配当行動は、明らかに配当支払の変動を極力回避しようとし、そのことによって投資家の負担する配当リスクを最小化する効果を生み出している。投資家が配当のリスク評価に際して第一義的に問題にするのは、ビジネス・リスクではなく正しくそのような配当リスクの存在であると思われる。このリスクの政策的管理は、配当を重要な決定変数と考える企業評価において、より大きな価値を実現する可能性を高めよう。企業の安定配当政策は、経営者による意識的な配当リスク最小化の表明とみなすことができ、この政策によって、投資家の富に対するビジネス・リスクの影響は一層軽減されることになる。

配当政策と株価の関連性の有無については、実証研究の一層の深化とともに、なお多くの経験的事実の蓄積が必要であろう。そのような成果を経ないうちは以上の議論はあくまでひとつの推論にすぎないとはいえ、配当政策の安定化志向が株主の富に有意な寄与をなしうることは明らかである。それは、現在の企業の配当政策を黙認する投資家層にある種の安心感を与えることによって、企業評価の重要ファクターである配当の変動が株価形成に不利に働く可能性を排除しうるものである。本来、企業の価値は投資決定によってのみ決まるものであり、その意味では配当政策それ自体が企業価値に貢献することはありえない。問題は、市場の摩擦要因や不確実性要因

が投資家の所得流列に影響し、それが富の配分に大きく関わるとすれば、そのような攪乱要因の効果を意図的に調整した政策的配慮が可能な点である。配当政策に関し、企業がすべての投資家の要求を満たしうる政策を採用することは不可能であろうから、配当の規模ではなく、一貫性ある安定的な方針こそが比較的多数の投資家の意に沿い、結果的に(配当リスクを最小にするという意味で)その富の増大に貢献しうるものなのである。このような安定配当政策が、株価の無用の攪乱を排除しその持続的安定に寄与しうるものなら、それは成長企業に資本市場接近への確実でより大きな途を開き、幅広い資金源泉の利用可能性を与えることになる。

- (1) 例えば、E・F・ファーマ(E. F. Fama)は、企業の投資政策が配当政策から独立であるとするMMの見解を実証的に明らかにし、MM命題の正当性を支持した。Fama, E. F., "The Empirical Relationship between Dividend and Investment Decisions of Firms," *American Economic Review*, 64 (June 1974), pp. 304-318. 但し、MMがその証明プロセスで新株発行の問題を扱ったことについては、その後、ウインホーンとJ・G・マドナルド(J. G. McDonald)によって発行費用(flotation cost)の存在を考慮した場合の留保利益と新株との代替性を問題視する実証研究が発表されてくる。Van Horne, J. C., and J. G. McDonald, "Dividend Policy and New Equity Financing," *Journal of Finance*, 26 (May 1971), pp. 507-519.

- (2) 企業の安定配当政策については、法的・制度的要因がとくに重要な意味をもつと思われるが、本稿ではMM理論の検討とリスク・収益関係の問題に焦点を合わせたためそれらの諸要因の考察は割愛した。なお若干の説明は、拙稿「配当政策と企業行動」(本誌第六十六号、昭和五十四年七月)を参照。

- (3) Miller, M. H., and F. Modigliani, *op. cit.*, pp. 430-432.

- (4) W・F・シャープ(W. F. Sharpe)は、ロス・ワッツ(Ross Watts)の実証結果を取りあげながら、配当の情報

内容がどちつかとてえは貧弱なものであると論じている。Sharpe, W. F., *Investment* (Englewood Cliffs, N. J.: Prentice-Hall, 1978), p. 307. また、配当情報の有用性に限度があり、将来利益の予測指標として不十分であるとするのは Ang, J. S., "Dividend Effect: Information Content or Partial Adjustment," *Review of Economics and Statistics*, (February 1975), pp. 65-70 でも述べられている。

(5) 一九五六年のフォーチュン誌九月号の中で、I・フレンド(L. Friend)とS・パーカー(S. Parker)は、投資家が彼の投資決定に際して、配当変化よりも企業利益の変化によって影響を受けたとする方が三倍も多いと述べている。しかし、この事実が直ちに配当政策の意義を過小評価し得る議論には繋がらない。ここでは、長期的投資家と短期的投資家(或いは投機家)の区別が明瞭につけられていない。A・ウッド(A. Wood)の指摘するよう、「企業の行動」従って経営者の行動が株主の利害に影響されるとすれば、それはとくに長期株主の利害によるものである。Wood, A., *A Theory of Profits* (Cambridge University Press, 1975), p. 39.

(6) ジョーンソンは、企業(経営者)が配当政策の安定化を追求するのは、株主がそれに対して高い選好を示すためであるとする。Johnson, R. W., *op. cit.*, pp. 488-489. 同様の主張は、Clark, J. J., Clark, M. T., and P. T. Elgers, *Financial Management, A Capital Market Approach* (Boston: Holbrook Press, Inc., 1976), pp. 366-368 にもみられ、安定配当政策が株主の富に貢献するものであることが指摘されている。

(7) ウェストンとブリッガムの前掲書(第二版)では、安定配当政策がより高い株価をもたらす傾向を、企業ごとの株価変動の様子を記録した若干の資料をもとに検討している。前掲『経営財務II』一六〇—一六四頁。

(8) E・ソロモン(E. Solomon)は、資本化率が、市場価値と利益・資本利得との関係、或いは市場価値と配当・資本利得との関係によって決まるとして両者の間の区別をせず、配当説と利益説を同一視した。Solomon, E., *op. cit.*, pp. 60-62.

残余配当理論と配当政策

残余配当理論と配当政策

- (9) すなわち、期間的な配当確率分布の標準偏差と平均値との比率。ビジネス・リスタと配当リスタの関係については Baker, A. J., *Investment, Valuation and the Managerial Theory of the Firm* (Hampshire: Saxon House, 1978), p. 112 を参照。
- (10) 図2は、この五〇年間の配当推移の安定性を明瞭に物語るものである。Weston, J. F., and E. F. Brigham, *Managerial Finance*, 6th ed. (Hinsdale, Ill.: The Dryden Press, 1978), p. 793.
- (11) マーケットインダーソンによれば、一九三二—三三年の期間には、大部分の企業が損失を被っていたにも拘らず、配当は支払われた。Wert, J. E., and G. V. Henderson Jr., *op. cit.*, p. 432.
- (12) 投資家のリスタ評価の複雑性についてはリントナーによっても指摘されている。彼は配当説の立場からMMを批判し、MMの資本コストは確実性下では高すぎ、不確実性下では低すぎると述べている。MMは、企業の再投資に伴って生ずる株主のリスタを増大させる要因を軽視している。Lintner, J., "Optimal Dividends and Corporate Growth Under Uncertainty," *Quarterly Journal of Economics*, 78 (February 1964), pp. 49—95.

図2 企業利益と配当

