

Title	株主への資本還元政策について：企業ライフサイクルと証券市場の成熟性の観点から
Sub Title	Capital return policy to stockholders : relation with lifecycle of the company and development of securities markets
Author	村上, 泰樹(Murakami, Yasuki)
Publisher	慶應義塾大学出版会
Publication year	2007
Jtitle	三田商学研究 (Mita business review). Vol.49, No.6 (2007. 1) ,p.221- 230
JaLC DOI	
Abstract	本稿では、企業のライフサイクルの段階と証券市場の成熟性の度合いを考慮しながら自己株買いなどの株主に対する最適な資本還元政策について考察する。そして、企業が成熟期から衰退期に入った場合や証券市場が成熟化すると企業はより厳格に株主に対して資本還元することを求められることを説明する。
Notes	赤川元章教授退任記念号
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-20070100-0221

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

株主への資本還元政策について

— 企業ライフサイクルと証券市場の成熟性の観点から —

村 上 泰 樹

<要 約>

本稿では、企業のライフサイクルの段階と証券市場の成熟性の度合いを考慮しながら自己株買などの株主に対する最適な資本還元政策について考察する。そして、企業が成熟期から衰退期に入った場合や証券市場が成熟化すると企業はより厳格に株主に対して資本還元することを求められることを説明する。

<キーワード>

自己株式、モジリアーニ＝ミラー理論（MM理論）、ROE、企業ライフサイクル、証券市場

1. はじめに

1994年の商法改正を契機として、株式会社の自己株式取得に関する規制が一部緩和され、株式の譲渡制限のない会社では定時株主総会の決議により、自己株式を取得し、留保利益の範囲内で償却することが可能となり、その後、自社株償却特例法の改正により、株主の払込資本の一部である資本準備金が自社株買いの原資に認められたことにより、留保利益の少ない企業においても自社株買いが選択肢の一つとして考えられるようになった。しかし、企業規模を縮小することに経営者や企業などが抵抗感を持っているため、現時点では、自己株式を取得し償却することが、企業の財務政策（投資政策含む）として一般化されたとは言えない。

そこで、本稿では、企業のライフサイクルの段階と証券市場の成熟性の度合いを考慮しながら自己株買などの株主に対する最適な資本還元政策について整理してみる。

まず、2.で、株式会社を株主から調達した資本を運用する主体と考え、会社において株主に帰属する（純）資産と株主の手元にある財産の合計額を最大化するにはどのような資本政策が望ましいか理論的に検討する。次に、3.では、企業のライフサイクルの段階を考慮することによって、2.で検討した資本政策についてより具体的に考察する。さらに、4.では、証券市場の成熟度によって企業の資本政策がどのような影響を受けるか検討する。

2. 株主資産の最大化

株式会社は現代社会において様々な役割を果たしているが、本稿では、株式会社の基本的役割は株主から委託された資本を最も有利な方法で運用（株主に資本還元するという消極的運用を含む）することにあると考える。確かに、企業は様々な利害関係者をも考慮して行動しているが、株主以外の利害関係者（債権者、労働者、消費者、地域住民など）が企業から得る利益は、株主資本を運用する上で生じるコストと解釈することができ、企業行動の第一義的目的ではないと思われる。

このような企業観を前提に、ここでは、企業が株主の資産（富）を最大化するために採るべき財務政策を議論する。その際の出発点になるのが、企業に最適資本構成は存在しないことを証明したモジリアーニ＝ミラー（以下MM）の一連の研究である¹⁾。

MMは、資本市場の完全性や投資政策が一定で企業の獲得する利益が確定しているなどの諸仮定の下では企業価値が資本調達（他人資本を含む）や配当政策には依存せず、最適な財務構成や資本還元策は存在しないことを証明した。しかし、現実にはMM理論の前提とした仮定とは相容れない状況が存在しており、MM自身やその後の研究者によってその仮定が緩められてきた。特に、MMは資本市場の完全性や合理的な投資家を想定しており、企業は当然に資本コスト以上の投資対象に資金を投下すると考えていたと思われる。そして、暗黙の前提として有利な投資対象の存在しない企業からは資金が流出すると考えていたと思われる²⁾。そのため、企業の投資利回りは株主の資本コストと等しくなり、株主にとって配当等により資本還元されることと内部留保され、その結果としてキャピタルゲインを得ることは無差別であった。

しかし、現実の企業には様々な制約があり、MMが想定したような財務政策をそのまま実施することは出来ない。例えば、株式会社が株主のために存在していると考えた立場からは、債権者保護を前提とした会社法（商法）が財務政策上の大きな足枷となる。具体的には、会社法においては、企業が新株を発行し株主資本を調達することは比較的容易に行えるが、調達した資本を配当や減資などによって間接有限責任しか負わない株主に還元することは様々な制限を受ける。つまり、企業が株式等を発行して資金調達することは、企業の財務的基盤が強固になるため、授権資本制度などにより制度上もスムーズに行うことができるが、減資等により株主に資本を還元する場合には、会社から資本が流出するため厳格な手続きが定められている³⁾。株式会社制度には、このような非可逆的な側面が存在しており、株主資本を非効率的な企業に拘束するというマイナス面もある。そこで、高度経済成長期のように投資機会が無数に存在する状況においては問題が

1) MMは1958年に最初の論文を発表し、アメリカにおいて資本コスト論争を引き起こした。その後、MM自身の仮定を一部修正し、税金を考慮した場合の理論を1963年に公表している。詳細については Miller = Modigliani [1961], 小宮 = 岩田 [1973] 参照。

2) ただし、MMが想定していたような世界では、どこかに資本コスト（リスク調整後）以上の投資対象が存在する場合には、全ての企業に対して平等に投資機会が与えられるため、一度、資本投下された資金が株主に資本還元される必要性はないと考えていたのかもしれない。

3) 資本還元ばかりでなく、企業が獲得した果実である利益を株主分配する場合にも様々な配当規制が存在する。

生じないが、経済が停滞し投資機会が存在しない場合には、企業財務の観点からは様々な矛盾が表面化する。つまり、企業に資本コスト以上の有利な投資対象が存在しない場合でも機動的に株主に対して資本還元できないため、非効率な投資を行う可能性が高くなり、企業から損失という形で株主以外へ資金が流出することになる。

確かに、どのような時代においても何らかの投資機会は存在しており、業務内容を柔軟に変更していけば企業規模を拡大することはあっても縮小する必要はないとも思われる。特に、証券市場が未成熟な場合には株主に資本還元しても株主が必ずしも有利な投資対象を見つけることができないため、株主に資本還元せずに再投資することが株主からも支持される場合もありうる。しかし、現在のように様々な企業が証券市場に上場し、投資家にそれらの企業の証券に投資する機会が提供されている場合には、どの企業にも得意分野と不得意分野が存在し、経営者のマネジメント能力も有限であるので、新規事業分野への多角化や新規市場への進出のように企業規模を拡大することだけが解決策ではないと考えられる。

以下では、このような考え方を前提として株主にとって最適な資本還元政策について検討する。その際、投資家（株主）の資本コストと企業の運用利回りが異なる場合を想定する⁴⁾。つまり、株主には他企業も含む様々な金融商品に対して投資する機会が与えられており、企業には一定の制約の下で実物投資する機会が存在する。そして、両者の投資対象（実物投資及び証券投資）が必ずしも一致していないため株主の資本コストと企業の再投資利回りが異なっていると仮定する⁵⁾。すると、株主が受け取る配当等の資本還元額の現在価値 W 、内部留保の現在価値 V 、そして、株主が株式投資から獲得する財産の総額 X は次の式のように表される。

$$W = D/r + (1+r)r_s D/r(r-r_s)^6 \quad (1)$$

$$V = (E-D)/r + (1+r)r_c(E-D)/r(r-r_c)^7 \quad (2)$$

$$\begin{aligned} X &= W + V \\ &= E/r + (1+r)[rD(r_s-r_c) + r_cE(r-r_s)]/(r-r_s)(r-r_c) \end{aligned} \quad (3)$$

4) 単純化のため、他人資本は存在せず、株主からの資本調達のみを企業を想定する。そこで、ROE と ROA は一致する。

5) 株主の資本コストと ROE が等しくなるということは、完全市場では暗黙の前提として一致している両者の裁定が行われる以前の状況を明示的に取り上げていると言い換えることができる。また、投資に関する規模の経済性や金融制度規制などにより株主の資本コスト < 企業の再投資利回りが一般的であると考えられる。

6) 株主が每期受け取る資本還元額を r_s で運用する場合の収益は $r_s D(1+r)/(r-r_s)r$ のようになる（具体的計算については村上〔1996〕p. 116-117参照）。

ここで、 W は每期受け取る資本還元額を現在価値の合計と上記の収益を現在価値に還元したものの合計を足したものであり、以下のように表される。

$$W = D/r + (1+r)r_s D/r(r-r_s)$$

7) 同様に、企業が每期内部留保した資金を r_c で運用する場合の収益は $r_c(E-D)(1+r)/(r-r_c)r$ のようになる（具体的計算については村上〔1996〕p. 117参照）。

ここで、 V は每期内部留保される資金の現在価値の合計と上記の収益の現在価値の合計を足したものであり、以下のように表される。

$$V = (E-D)/r + (1+r)r_c(E-D)/r(r-r_c)$$

ここで、 D は株主が定期的に受け取る配当や臨時的に自社株買いにより受け取るキャッシュフローであり、 E は企業が每期獲得する利益額と定義し、 r は株主が株式を評価するに当たって適用する割引率であり、 r_s は株主が受け取った配当等の資本還元額を再投資する際の利回りであり、 r_c は企業が内部留保した資金を再投資する際の利回りである。⁸⁾

以上より、MM理論と異なり、株主財産 X は資本還元額 D の関数になり、資本還元政策は、株主にとって無差別ではなく、どのような資本還元政策を採るかによって株主の財産は増減する。ここで、最適資本還元政策を考えるため、 X を D で微分すると次のようになる。

$$dX/dD = (1+r)(r_s - r_c) / (r - r_s)(r - r_c)^{10)} \quad (4)$$

ここから、最適資本還元政策は、株主が受け取った資本還元額を再投資する際の利回り r_s と企業が内部留保した資金を再投資する際の利回り r_c との関係で決まることがわかる。つまり、 $r_s < r_c$ の場合には資本還元を必要最小限にし、内部留保を増やす政策が最適資本還元政策になり、 $r_s > r_c$ の場合には内部留保を極力抑え、資本還元を増やす政策が最適資本還元政策になる。¹¹⁾ なお、本稿では、企業がどのような対象に資金を投下するかという投資政策と企業が採用する資本還元政策などの資本政策とは密接不可分な関係にあると考える。それは、企業が行う資金調達（内部留保を含む）や資本還元は当該企業に有利な投資対象があるか否かに大きく依存するためである。そこで、例えば $r_s < r_c$ の場合に必要となる投資資金をどのように調達するかが問題となるが、なるべく既存株主から資金を調達すべきであると考え。というのは $r_s < r_c$ の場合には当該企業に有利な投資対象があることを示しており、その投資資金を既存株主以外から調達すると超過利潤を外部に分配することになるためである。¹²⁾

3. 企業のライフサイクルと資本還元

前節では、企業価値の最大化という観点から一時点の収益性に焦点を当てて、自社株買い（資本還元政策）を検討したが、本節では、企業の収益性はそのライフサイクルの段階によって異

8) 非現実的であるが、式を簡便にするため、 D と E は每期一定額であると仮定する。

9) 株主が不確実性のある株式を評価するに当たって適用する割引率 r にはリスクプレミアムが加算されている。一方、株主が配当を再投資する対象は、株式だけではなく預貯金などの元利が確定した金融資産も含まれるので、 r と株主が受け取った配当を再投資する際の利回り r_s との関係は、 $r > r_s$ となる。また、企業が内部留保した資金を再投資する際の利回り r_c も限定された情報しかない株主よりもリスクが小さいので、リスクプレミアムが限定されるため、両者の関係は、 $r > r_c$ となると考えられる。

10) r と r_s や r と r_c には上記の注9のような関係があると考えられるので、分母は正になる。

11) この理論を用いると低金利政策下において、なぜ日本企業の配当性向が低かったか説明できるが、これについては村上〔1996〕参照。

12) 仮に、エージェンシー・コストが存在しなければ、新規株主や債権者から資金を調達しても既存株主に不利益になることはないと考えられる（ただし、発行コストは無視する）。例えば、時価発行増資する場合でもその時価が新たな投資計画の超過利潤を反映しているからである（以下、適正時価）。

しかし、既存株主と新規株主の間に情報格差が存在する場合には、新たな投資計画の超過利潤に対して十分な知識を持たない新規株主が応募する時価は適正時価を下回ると思われる。すると、本来、既存株主が獲得するはずの超過利潤の一部が新規株主に分配されることになる。

なってくるため、個別企業の観点から資本還元のあり方について考察する。

確かに、1994年の商法改正を契機とした日本における自社株買いの導入は、景気対策および株価対策としての側面が強かったが、その後、株式相互持合解消の受け皿としての役割も期待されるようになった。確かに、そのような効果を期待することができるが、自社株買いは企業のライフサイクルに応じて実施する恒常的に必要な制度として位置付ける必要があると考える。また、マザーズを始めとするいわゆるベンチャー企業に対する上場基準の緩和や民事再生法のような一部事業の継続を目的とする制度の導入などをかんがみると、日本においても今後ますます企業のスクラップアンドビルドを盛んにしていこうとする意図がうかがえる。そこで、以下ではこのような時代背景を考慮しながら今後の日本の企業のあり方を含めて、株主への資本還元のあるべき姿を検討する。

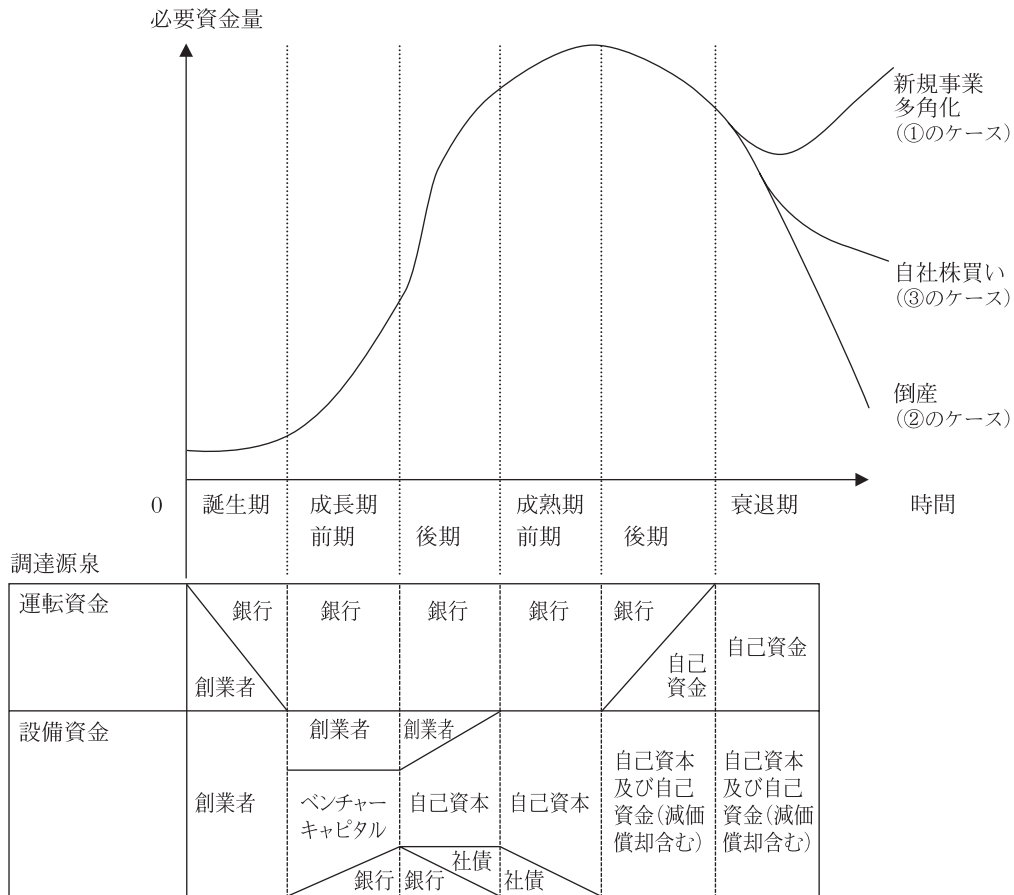
一般に、企業は創業者およびその関係者の出資により誕生する。その後、ある程度、事業の見通しが立ち、企業規模を拡大するような段階になると創業者などの資金だけでは十分ではなくなり、比較的リスクの小さい運転資金を（商業）銀行からの融資により調達するようになる。さらに、企業が成長過程に入ると設備投資も盛んになり、まとまった投資資金が必要になる。しかし、成長期前期には企業の実績もなく、リスクが高いため銀行から融資を十分に受けることができないことが多い。そこで、創業者と共に事業リスクを負担することができるベンチャーキャピタルなどから資金を調達することになる。さらに企業が成功し資金需要が旺盛になると、実績が伴うため銀行融資により必要な資金を調達することができるようになる。社債市場が整備されている場合には、成長期後期になると銀行融資と社債発行とが代替的關係になる。また、この段階になると、必要に応じて株式を公開することにより自己資本を充実させることが可能となる。¹³⁾

成熟期に入ると、安定した利益を確保することができるようになり、減価償却を含めた内部留保により設備の更新や新規の設備投資に必要な資金を十分に確保できるようになる。また、成熟期前期が進むと内部留保により過去にうけた銀行融資を返済したり、過去に発行した社債を償還したりするようになる。さらに、成熟期後期になると新たな投資機会が減少するため、運転資金として調達した銀行融資についても自己資本に代替するようになる。以上をまとめると以下の図1のようになる。

成熟期前期までは必要資金がほぼ右肩上がりのため、銀行融資や社債などの他人資本による資金調達を調整すれば余剰資金が生じることはない。さらに、成熟期後期になると企業が当初から営業してきた事業の必要資金が減少するが、他人資本を返済し自己資本を増やせば企業は過剰資本を抱えることはない。しかし、衰退期に入ると企業の必要資金は益々減少するため、企業は保有資金を有効活用するため、新規事業に進出したり、M&Aなどにより経営の多角化を進めたりしなければならない。これらの事業が成功すれば、企業は新たな成長軌道に乗るが（図1①のケース）、失敗すれば倒産などのハードランディングをする可能性もある（図1②のケース）。

13) 株式公開により創業者とベンチャーキャピタルは創業者利潤を得て、持ち株を一部売却する。また、最近では、上場基準が緩和されてきており、株式公開の時期が早まり、資本市場から早期に資金調達する場合も考えられる。

図1 企業のライフサイクルと資金の調達源泉



注) 調達源泉の表中の斜線は各期における調達源泉の変化を表している。また、この表では成長期前期にベンチャーキャピタルの出資を受け、成長期後期に株式公開をしたと想定した。

現在の制度の問題点は、2.でも検討したが、自己資本に関しては配当や自己株式などの資本還元によってしか、企業からの資本流出が可能でなく、かつ、成熟期後期から衰退期のような企業にとっては、資本還元が配当可能利益の制約を受けるため不十分なことである。確かに、1970年代までの日本の高度成長期のようにほとんど全ての企業が右肩上がりの成長を続けていた場合には資金量を減少させる必要性は低かったかもしれない。しかし、これからは急成長する企業もあれば、衰退し市場から撤退していく企業もあるため、これらの企業に対応する制度を確立する必要がある。

株式会社の場合、株主は有限責任しか負わないため、債権者保護を目的として減資など株主資本の流出を厳格に規制することは当然必要である。しかし、そのことによって企業が余剰資金の運用先に困り、企業規模を縮小することができないまま赤字を垂れ流したり、不得意な事業分野へ進出したりすることにより失敗し、企業倒産にいたった場合には、株主ばかりでなく、債権者

も損害を受けることはバブル崩壊以降の平成不況の過程で明らかである。そこで、自己株式を市場から買い戻すなどのソフトランディングする道を企業に与える必要がある(図1③のケース)。

また、上場企業の場合には、何らかの問題が生じた場合だけでなく、自社株買いを絡めた上場廃止などの道も考える必要があると思われる。というのは、企業が成長期や成熟期にある場合には、流通市場で株式を売買することによって投資家は投下資金を回収することが可能である。しかし、企業が衰退期に入った場合には流通市場で株式が売買されても、企業自身に当初投下された資本は企業内に留まったままであり、資本は有効活用されず損失等の形で社外流出してしまう可能性があるため、自社株買いなどによって実質的に資本を減少させる必要がある。また、上場や公開基準を緩和し、市場の入り口の門戸を広げたのであるから出口も広げなければ、不良資産を抱えた企業が市場に滞留することになる。

そこで、2.の結論、つまり、 $r_s < r_c$ の場合には資本還元を必要最小限にし、内部留保を増やす政策が最適資本還元政策になり、 $r_s > r_c$ の場合には内部留保を極力抑え、資本還元を増やす政策が最適資本還元政策になるという上記の関係を図示すると図2のようになる。つまり、企業のライフサイクルの各期と利益率の関係は実証的に証明されたものではないが、 $r_s < r_c$ となっている成熟期までは配当などにより株主へ必要最低限の利益還元を行えばいい。また、衰退期になり新規事業への進出や事業の多角化が成功した場合には新たな成長期に入り、 $r_s < r_c$ となるため問題ない(図2①のケース)。しかし、既存事業に固執し赤字を垂れ流したり、不確実な新規事業へ進出し失敗した場合のように $r_s > r_c$ となっているのに株主に対して資本還元を行わないとその企業はやがて倒産する(図2②のケース)。そこで、 $r_s > r_c$ となった場合には、自己株式の買入れなどにより株主に対して資本還元することによってその企業にとって必要な資金のみを保有することで、衰退期に入ってもソフトランディングさせることが望ましい(図2③のケース)。よって、2.の結論は、ライフサイクルの各段階の企業にも適用できると考える。

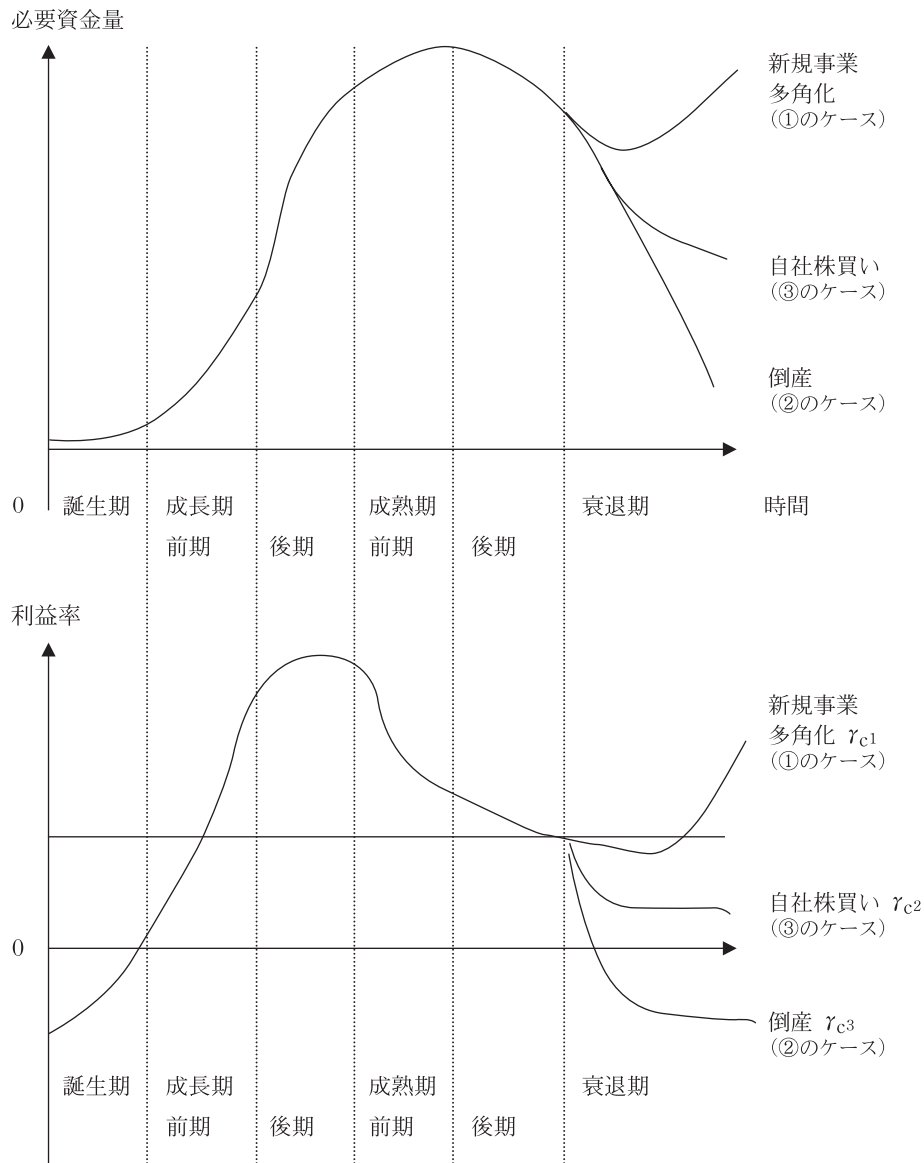
4. 証券市場の成熟性と企業の資本還元

本節では、証券市場の成熟性の度合いによって、株主の代替投資の機会が影響を受けると考えられるため、証券市場と資本還元のあり方との関連について検討する。

具体的には、証券市場が未成熟な場合には、株主が企業から資本還元されても新たな企業に投資するという代替投資の機会が十分に提供されていない。そこで、株主が再投資する場合の利益率が低くなるため、企業は株主からその収益性を厳しく求められず、企業が成熟期後期や衰退期に入っても株主に対して十分に資本還元しなくても許される。つまり、このような場合には、 $r_s < r_c$ となる可能性が高くなるので、資本還元を必要最小限にし、内部留保を増やす政策が正当化されやすい。

14) 確かに、流通市場で株価が低迷した場合には、発行市場での新株発行が困難となり、資本の効率的配分に一定の効果がある。しかし、その場合でもそれまでに投下された資本は死蔵されたままであり、効率的な資金配分が行われているとは言い切れない。

図2 企業のライフサイクルにおける必要資金量と利益率



ここで、公開企業である企業 A と未公開企業である企業 B が存在し、¹⁵⁾ それぞれの企業が内部留保した資金を再投資する際の利回りは r_{cA} と r_{cB} で、企業 A は成熟期以降の企業で企業 B は成長期の企業であるとする。3. で検討したようにこのような場合には、一般的に $r_{cA} < r_{cB}$ となるが、企業 A の株主にとっては未公開企業である企業 B の株式に投資することができないため、

15) ここで未公開企業とは会社法の公開会社ではなく、株式譲渡制限がある会社とする。

株主 A が受け取った資本還元額を再投資する際の利回り r_s は r_{CB} に収斂することはなく $r_s < r_{CB}$ となる。そこで、2. と 3. で検討した結論をそのまま適用することが可能となる。つまり、企業 A にとって、 $r_s < r_{CA}$ の場合には資本還元を必要最小限にし、内部留保を増やす政策が最適資本還元政策になり、 $r_s > r_{CA}$ の場合には内部留保を極力抑え、資本還元を増やす政策が最適資本還元政策になる。

一方、証券市場が成熟している場合には、株主に対して資本還元された資金で成長期にある他の企業へ投資するという代替投資の機会が十分に提供されている。そこで、株主が再投資する場合の利益率が高くなるため、企業は株主からその収益性を厳しく求められ、企業が成熟期後期や衰退期に入って利益率が低下すると株主から十分に資本還元を求められる。つまり、このような場合には、 $r_s > r_c$ となる可能性が高くなるので、内部留保を極力抑え、資本還元を増やす政策が正当化されやすい。

ここで、いずれも公開企業である企業 A と企業 B が存在し、それぞれの企業が内部留保した資金を再投資する際の利回りは r_{CA} と r_{CB} で、企業 A は成熟期以降の企業で企業 B は成長期の企業であるとする。3. で検討したようにこのような場合には、一般的に $r_{CA} < r_{CB}$ となるが、企業 A の株主は企業 A から資本還元された資金を公開企業である企業 B の株式に投資することができるため、株主 A が受け取った資本還元額を再投資する際の利回り r_s は r_{CB} に収斂し r_s と r_{CB} が等しくなる傾向がある。そこで、 $r_s > r_{CA}$ となるため、企業 A は内部留保を極力抑え、資本還元を増やす政策が最適資本還元政策になる。このように、証券市場が成熟している場合には、株主は証券市場を通じて直接的に利益率の高い他の企業に投資できるため、 $r_s > r_c$ となる可能性が高く株主に対してより厳格に自己株式の取得などにより資本還元する必要がある。

また、証券市場の成熟性と企業の資本還元の関係について、次のように考えることもできる。証券市場が成熟している場合には、株主は証券市場を通じて直接的に利益率の高い企業に投資できるため、企業が証券市場の機能を補完する必要がない。一方、証券市場が未成熟な場合には、公開企業である企業 A の株主にとって $r_s < r_{CB}$ である可能性が高いため、企業 A は株主に資本還元せずに、企業 B を買収し企業規模を拡大したり、多角化するという戦略を採用し、企業 B の収益性の高さを利用して $r_s < r_c$ とすることを目指すことが株主の利益につながる可能性がある。¹⁶⁾ このように、証券市場が成熟していない場合には、株主に資本還元せずに企業が他の企業の株式を取得することが株主から支持される可能性が高い。これは証券市場の機能の一部を企業が補完していると考えることができる。

5. おわりに

本稿では、最適な資本還元政策について、企業のライフサイクルの段階や証券市場の成熟性の度合いを考慮しながら検討してきたが、最近の企業が経営資源を企業の得意分野に集中している

16) 企業 A の経営者の経営能力を超えた規模の拡大や企業 A にとって得意な事業分野へ進出するような多角化をする場合には、リスクが高まることになる。

のは、4. で検討した証券市場の成熟化と関連があると思われる。つまり、証券市場が成熟化したことにより、企業が証券市場の機能を補完する必要がなくなったため、企業は株主から低収益部門から撤退し、より高収益の企業になることを株主から暗黙のうちに求められているため、そのような企業行動が様々な企業で生じていると思われる。

現時点では、株主に資本還元するほど企業規模を縮小するようなことは求められていないが、このような傾向がさらに進むとやがて自己株式の取得なども資本政策の一つとして浮上してくると思われる。これにより企業の効率性が高まり、経済の活性化にもつながると考える。

参 考 文 献

- 1) Miller, M. H. and Modigliani, F., "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", The Journal of Business, 34 (4), October 1961.
- 2) Miller, M. H. and Scholes, M. S., "Dividends and Taxes", Journal of Financial Economics, 6, 1978.
- 3) Modigliani, F. and Miller, M. H., "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", The American Economic Review 48 (3), June 1958.
Modigliani, F. and Miller, M. H., "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", The American Economic Review 53 (3), June 1963.
- 4) 企業金融と自己株式取得研究会編『企業金融と自己株式取得に関する研究の中間報告』, 日本証券経済研究所, 1992年
- 5) 小宮隆太郎, 岩田規久男『企業金融の理論』日本評論社, 1973年
- 6) 杉野博貴『自己資本構造論』中央経済社, 1998年
- 7) 津村英文『配当——その光と影——』税務経理協会, 1981年
- 8) 花枝英樹『経営財務の理論と戦略』東洋経済新報社, 1989年
- 9) 森脇彬編『日本企業の配当政策』中央経済社, 1992年
- 10) 村上泰樹「日本企業の配当政策の合理性——クロスセクション分析を中心として——」『証券経済学会年報』第30号, 1995年, pp. 326-333
- 11) 村上泰樹「日本企業の低配当の合理性と問題点——金利自由化との関係を中心として——」『証券経済学会年報』第31号, 1996年, pp. 115-122
- 12) 村上泰樹「自己株式取得と企業行動——業の株主に対する利益還元の観点から——」『明海大学経済学論集』Vol. 11, No. 1, 1999年7月, pp. 83-123
- 13) 村上泰樹「株主資産最大化と自社株買い——実施企業の実証分析を中心として——」『慶應商学論集』第15巻第1号, 2002年3月, pp. 71-87

[公認会計士]

〈謝辞〉

私は赤川元章先生に大学院の修士課程及び後期博士課程を通じて企業財務に関してご指導いただきました。また、赤川先生がおっしゃっていた問題意識の重要性は、現在の仕事の会計監査やコンサルティングにおいても大変役立っており、感謝申し上げます。