

配当再投資・株式購入プランと情報の非対称性

森 直 哉

要 旨

近年、米国の企業では配当再投資・株式購入プランが活発に実施されている。一般に、証券投資の観点からは売買委託手数料を節約できる株式購入法、企業財務の観点からは引受手数料を節約できる資金調達法と認識されているようである。また、時価公募増資のもとでは投資プロジェクトの機会損失が発生する可能性があるが、配当再投資・株式購入プランは財務スラックとして機能するため、過小・過大評価による逆選択コストを回避できるとも評価されている。

しかし、これらの見解は株式購入プランについては妥当するものの、配当再投資プランに関しては疑問であると言わなければならない。特に割引発行についてはパズルである。利益留保を最優先するかぎり、過小・過大評価による富の移転ばかりではなく、割引発行による富の移転も同時に回避できるはずである。したがって、なぜ配当を宣言してまで割引発行によって再投資させようとするのかを合理的に説明できないのである。むしろ、配当再投資プランを実施しようとする根拠は、個々の株主が選好に応じて受取配当金（キャッシュ）と配当再投資（ストック）の割合を自由に設定できる柔軟性にあると考えられよう。

もし逆選択を気にかけるのであれば、あくまでも利益留保を最優先すべきである。そうではなく株主の選好を気にかけるのであれば、あくまでも無割引型の配当再投資プランを実施すべきである。いずれにしても、割引型の配当再投資プランに合理的説明を与えることは困難である。近年、割引発行が沈静化してきた傾向は、本稿のフレームワークにおいて何ら不自然な現象ではないのである。

目 次

- | | |
|-------------------|----------------|
| I. はじめに | III. 割引発行のパズル |
| II. 逆選択の論理 | 1. 新株発行価格の不確実性 |
| 1. 過小・過大評価による富の移転 | 2. 株主の合理的行動 |
| 2. 逆選択と財務スラック | 3. 「分権的な配当政策」 |
| 3. 「分権的な投資銀行」 | IV. おわりに |

I. はじめに¹⁾

「配当再投資プラン」(dividend reinvestment plan: DRP)とは、個々の株主が配当金の一部または全部を一度も受け取ることなく、これを自動的に再投資することで企業から直接に追加株式を購入できる制度である。現在、米国では銀行、公共企業、不動産投資信託(REIT)を中心に2,000~3,000社程度の企業で実施されており、証券投資あるいは企業財務の新しいスタイルとして個人投資家の間でも広く認知されている状況である。わが国では実施例がないばかりか、一般に諸外国における存在さえほとんど知られていないようである。

端的に述べると、個々の株主は受取配当金(キャッシュ)と配当再投資(ストック)の割合を自由に決定することになる。再投資される部分は実際に支払われることはなく、株主ごとに管理された口座に帳簿上の持株として記録される形となる。通常、物理的な証券を発行することなく、コンピュータによる電子的な登録で済ませるため、株主は小数点3~5位の端株まで購入できる場合が多いようである。

企業が流通市場から既発行株式を買い付けて割り当てる場合が「旧株型プラン」(open market DRP)であり、これは株主が配当金をもちいて流通市場で追加購入するプロセスを自動化したものである。上場企業に限定すればLehman社(1957年)が最初の事例である。一方、企業が資金調達を目的として新株を発行するものが「新株型プラン」(new issue DRP)であり、これは株主が配当金をもちいて株主割当増資に応募するプロセスを自動化したものである。電力企業のLong Island Lightning社(1972年)が最

初の事例であり、1979年の段階でエクイティ・ファイナンスの25%を占めるまでに成長している。

典型的な見解によると、第一に、配当再投資プランは企業から直接に株式を追加購入する方法であるため、個々の株主はブローカーに対して売買委託手数料を支払う必要がなく、個人的な取引費用を大幅に節約することが可能であるという。というのも、企業は購入手数料を参加株主から徴収しないのが通常であり、また売却手数料も無視できるほど微少な金額を徴収するにすぎないからである。すなわち、証券投資の観点からすると、配当再投資プランはブローカーと競合すると認識されているのである。第二に、新株型プランは旧株主からの資金調達法であるため、企業はアンダーライターに対して引受手数料を支払う必要がなく、企業経費を大幅に節約することが可能であるという。すなわち、企業財務の観点からすると、新株型プランはアンダーライターと競合すると認識されているのである。

配当再投資プランの普及に最も大きな影響を与えた転換点は、通信業のAT&T社(1975年)によって開発された「割引型プラン」(discount DRP)であった。これは市場価格から5%低い水準を発行価格とする新株型プランであったが、同社は翌年までに約65万人の投資家を市場から吸引することに成功したため、これに刺激された企業が1970年代後半に相次いで追随するに至っている。かつては3~5%の割引型プランが典型だったようであるが、近年では実施例が少なく全体の約1割程度にとどまっている²⁾。

なお、「追加的出資」(supplemental payment)とは、個々の株主が手元の余裕資金を付け加えることで配当再投資を超過する追加株式を購入

できるオプションであり、もともと新株型プランを補足する資金調達法として1972年に導入されたものである。たとえば毎月\$10~10,000といった具合に上限・下限を設けるのが通常である。個々の株主は範囲内で自由に投資額を設定できるが参加は強制されていない。現在でも配当再投資プランを実施する企業の多くが併用しており、事務処理も同じプログラムのもとで行われている。なお、配当日に限定することなく随時に出資を受け付ける企業が出現するようになったため、近年では「株式購入プラン」(stock purchase plan: SPP)とも呼ばれている。配当再投資に割引を適用しながら追加的出資については無割引とするなど、企業によって具体的な活用法は多様である。

ところで、Scholes=Wolfson (1989)によると、時価公募増資で資金を調達するよりも、新株型プランのほうが企業の過小・過大評価を原因とする「逆選択」を回避できるので合理的であるという。もともとMyers=Majluf (1984)が示した「財務スラック」に関連する見解であり、そこでは企業の収益性に関する情報の非対称性が論点となっている。すなわち、経営者が情報優位、投資家が情報劣位である。Scholes=Wolfson (1989)は配当再投資・株式購入プランの本質を「分権的な投資銀行」(decentralized investment banking)と認識しており、参加株主が実現できる割引益を引受手数料とみなすことで、割引型プランに対しても肯定的評価を与えている。

これらの見解にもとづくかぎり、配当再投資プランはブローカーやアンダーライターに代替しうる存在であるため、証券会社にとっては手数料の獲得機会を奪われる脅威的な制度と映るかもしれない³⁾。実際のところ、企業そのもの

ではなく銀行や信託会社が事務代理機関 (transfer agent) となるケースが多いので、近年、配当再投資プランが普及してきたことは、証券業界のビジネス戦略に少なからず影響を与えていると考えられるかもしれない。

しかしながら、企業の投資プロジェクトを所与とするとき、なぜ経営者は配当を宣言してまで資金調達の確実性が見込めない新株型プランに依存するのだろうか。一般の企業は利益留保を最優先することで余計な時価公募増資を少なくできるのであり、そのほうが引受手数料のみならず新株型プランの事務コストも節約できるはずである⁴⁾。また、財務スラックも利益留保を最優先するときに最も効率よく形成できるはずである。特に割引型プランは受取配当金 (キャッシュ) の選択を不利にするため、あらゆる株主は配当再投資 (ストック) を選択するのが合理的であるが、最初から利益留保で済ませれば同じ結果が得られるはずである。

従来の見解は、新株型プランと時価公募増資を資金調達の観点から比較するアプローチに偏っており、配当政策との関係については必ずしも十分に検討されていない。森 (2001) aは新しい見解として配当再投資プランの本質を「分権的な配当政策」(decentralized dividend policy) と認識しており、株主が自分自身の選好について当然に情報優位、経営者が情報劣位であると想定している。企業が配当再投資プランを実施するのは、個々の株主に受取配当金 (キャッシュ) と配当再投資 (ストック) の割合を自由に設定させるためである。実際にどの程度をペイアウトするかは、経営者の裁量的な判断ではなく、情報優位にある株主自身の選択に委ねられるのである。ともに情報の非対称性を扱っているにもかかわらず、情報の種類、優劣の立

場はScholes=Wolfson (1989) のアプローチと異なっていることに留意されたい。

本稿で特に検討するのは、割引発行、逆選択、株主の選好の相互関係である。結論を先に述べると、税の効果を捨象するかぎり、「分権的な投資銀行」概念のもとでは割引型プランも無割引型プランも意義を説明できないことになる。また、「分権的な配当政策」概念のもとでも割引型プランの意義を説明できないのである。近年、割引型プランが沈黙化しつつある傾向は、本稿のフレームワークにおいて何ら不自然な現象ではないというのが結論である。ただし、森 (2001) aと同様、本稿でも税の効果については捨象している。したがって、配当所得税率がキャピタル・ゲイン税率よりも高い場合、企業がなぜ配当再投資プランを実施しようとするかについては検討の対象としていない。

以下、第Ⅱ節では、時価公募増資における逆選択の要点を整理したうえで、新株型プランが財務スラックとして機能するという見解の妥当性について検討する。第Ⅲ節では、しばしば望ましいと推奨される割引型プランが、企業の収益性に関する情報の非対称性のもとでも、あるいは株主の選好に関する情報の非対称性のもとでも、ともに積極的な意義を持たないパズルとなることを論述する。最後に、第Ⅳ節では、全体を簡潔に要約することにしたい。

Ⅱ. 逆選択の論理

1. 過小・過大評価による富の移転

Scholes=Wolfson (1989) 系統の考え方が導き出される理論的背景として、まずMyers=Majluf (1984) が示した逆選択モデルの要点を整理しておくことにしよう。これはAkerlof

(1970) が示した「レモンの原理」を応用したものであるが、レモンは「不良品」を、プラムは「良品」を意味するものである。伝統的なミクロ経済学が想定する完全情報の場合、低品質 (レモン) が市場から締め出され、高品質 (プラム) だけが市場に生き残ることになる。その意味で弱肉強食の「自然選択」 (natural selection) である。しかし、Akerlof (1970) は商品の品質に関する情報の非対称性を考慮に入れることで、むしろ低品質 (レモン) が生き残り、高品質 (プラム) が淘汰される「逆選択」 (adverse selection) の可能性を指摘したのである。

Myers=Majluf (1984) のモデルでは、企業の収益性について経営者が情報優位、投資家が情報劣位であると想定されている。なぜなら、経営者は日常的な活動をつうじて多くの情報を保有している反面、投資家は経営に直接関与していないため、財務諸表などのディスクロージャーをもってしても十分な情報を保有していないと考えられるからである。また、企業は現在 ($t=0$) の時点で非負の純現在価値 $GN (\geq 0)$ を生み出す投資プロジェクトに直面しているとし、そのために必要な資金調達として時価公募増資を予定しているとしよう。なお、旧株主は時価公募増資に応募することはないと仮定し、所与の投資プロジェクトはすべて新株主の払込金によって調達されるものとする。また、単純化のために負債の存在を捨象し、自己資本だけで構成される企業を想定することにしよう。

所与の投資プロジェクトのもとで、将来 ($t=1$) に状態1 (プラム) が発生すれば高収益を反映して企業価値が高くなり、状態2 (レモン) が発生すれば低収益を反映して企業価値が低くなるとする。しかし、どちらの状態が発生するかは不確実であり、情報劣位の投資家はそれぞれが

発生する確率しか知らないため、現在 ($t=0$) の企業価値はせいぜい確率で加重平均した期待値として形成されることになる。このとき、情報優位の経営者がどちらの状態が発生するかを確実に知っているものと仮定して、予定どおりに投資プロジェクトを実施しようとすれば、新旧株主の富がどのように変化するかが問題となる。

以下、Myers=Majluf (1984) とは異なる方法で論述を進めていくことにしたい。まず、現在 ($t=0$) において経営者 (情報優位) が妥当と考える株価を P_0^F としよう。これは完全な情報をもとにしているため適正な評価額である。これに対して、実際の株価 P_0 は投資家 (情報劣位) の確率的評価を反映するため、適正な評価額とは一致していない。もし経営者が状態 1 (プラム) が発生することを知っているならば、平均的评价にもとづく実際の株価 P_0 は過小評価であり、状態 2 (レモン) が発生することを知っているならば過大評価である。株価のミス・プライス率を m とすれば、定義的關係は $P_0^F(1-m) \equiv P_0$ であり、 $m > 0$ の場合は過小評価を、 $m < 0$ の場合は過大評価を意味していることになる。

前提により、将来 ($t=1$) においては情報の非対称性が解消され、投資家はどちらの状態が発生するかを認識できるものとしよう。すなわち、株価 P_0 がミス・プライスであり、実際には P_0^F が妥当であったことを投資家は事後的に認識するのである。また、この段階では経営者と投資家の評価が一致するため、時価公募増資の実施後における適正な評価額を P_1^F とすれば、市場の株価は $P_1 = P_1^F$ となるはずである。もちろん、時価公募増資は株価を変動させないという意味で中立的であるが、いずれ情報の非対称性が解消され事後的に過小 (過大) 評価が是正

されることを考えると、割安 (割高) に形成されている株価 P_0 で時価公募増資を実施することは、情報優位の経営者にとって実質的に“割引 (割増) 発行”に等しいものと映るだろう。旧株数を N 、必要となる新株数を $\Delta N (\geq 0)$ とすると、以下の関係が成立しているはずである。

$$P_0^F N + P_0^F (1-m) \Delta N = P_1^F (N + \Delta N) \quad \dots (1)$$

$$P_1^F - P_0^F = -(P_0^F m \Delta N) / (N + \Delta N) \equiv -T \equiv 0 \quad \dots (2)$$

すなわち、過小 (過大) 評価のもとで時価公募増資を実施する場合、適正な評価額は一株あたりの企業価値が希薄化 (濃密化) したことを反映して下落 (上昇) することになる。したがって、旧株主は N 株に相当するだけの損失 (利益) $-TN$ を受けることになる。これに対して、新株主は一種の“割引益” (割増損) $P_0^F m \Delta N$ を受けることになるため、利益 (損失) TN を受けるのである。

$$\text{旧株主} \quad (P_1^F - P_0^F) N = -TN \equiv 0 \quad \dots (3)$$

$$\text{新株主} \quad (P_1^F - P_0^F) \Delta N + P_0^F m \Delta N = TN \equiv 0 \quad \dots (4)$$

旧株主と新株主の富の変化を比較すれば、いずれの場合においても絶対値が等しく符号は反対である。つまり、過小評価の場合は旧株主から新株主に対して富が移転し、過大評価の場合は新株主から旧株主に対して富が移転するということである。

2. 逆選択と財務スラック⁵⁾

さて、なぜ時価公募増資が逆選択をもたらすかを考察することにしたい。いま企業の経営者は旧株主の利益を最大化しようと努める忠実なエージェントであると仮定しよう。投資プロジ

エクトと時価公募増資の実施が旧株主に利益をもたらすのは $GN \geq TN$ の場合だけである。すなわち、投資プロジェクトの純現在価値が新株主に移転する富よりも小さくないという条件を満たさなければならない。

状態1（プラム）が発生するために過小評価であるときは $TN > 0$ となるので、必ずしも条件が満たされるとはかぎらず、 $GN < TN$ となる投資プロジェクトについては非負の純現在価値を持つにもかかわらず棄却されることになる。すなわち、旧株主は機会損失を原因とする「過小評価コスト」を負担しなければならないのである。これに対して、状態2（レモン）が発生するために過大評価であるときは $TN < 0$ となるので、必ず条件が満たされることになり、投資プロジェクトが実施されることになる。本来、資金の効率的配分のために収益性の高い投資プロジェクトから優先的に実施されるべきであるが、これは非効率な逆選択である。

そればかりではなく、時価公募増資をアナウンスすることは $GN \geq TN$ であることの証拠でもあるから、投資家は $TN < 0$ の可能性が高いと判断するかもしれない。この場合、時価公募増資は新株主から富を収奪する機会となるので、経営者にそのような誘因があると解釈されるケースである。もし投資家が「過大評価シグナル」と解釈して株価を下方修正するならば、実際には過小評価の企業であったとしても、さらに過小評価されて事態が悪化することになる。実際、時価公募増資のアナウンスが株価に負の影響を与えることはAsquith=Mullins (1986) などの実証研究によって指摘されており、これはMyers=Majluf (1984) の逆選択モデルと整合する現象であるとされている。

ところで、過小評価されている企業が機会損

失を回避するための解決策は以下のようなものである。いま所与の投資プロジェクトに必要とされる資金量を I 、負債を捨象して旧株主からの資金調達をSlackとしよう。さしあたり利益留保による内部資金調達が「財務スラック」(financial slack) に相当すると考えればわかりやすいだろう。企業の予算制約式は以下のとおりである。

$$\text{Slack} + P_0^F (1-m) \Delta N = I \quad \dots (5)$$

ここでは過小評価だけを考察するので $0 < m < 1$ であり、また $I \geq \text{Slack}$ であると仮定しよう。このとき、財務スラックの比重が大きいほど時価公募増資による新株発行は少なくて済み($\partial \Delta N / \partial \text{Slack} < 0$)、かつ時価公募増資の規模が大きいほど富の移転が大きくなる関係にあるため($\partial T / \partial \Delta N > 0$)、第6式で示すように、財務スラックの比重を大きくするほど新旧株主間で発生する富の移転を小さくできるのである。

$$\partial T / \partial \text{Slack} = (\partial \Delta N / \partial \text{Slack}) \times (\partial T / \partial \Delta N) < 0 \dots (6)$$

したがって、過小評価されている企業は時価公募増資で資金調達をするよりも、あらかじめ財務スラックを作っておくほうが旧株主の利益のために望ましいことになる。とりわけ $I = \text{Slack}$ の場合は過小評価率 m の値に関係なく時価公募増資 ΔN はゼロであり、旧株主しか存在しないため富の移転が発生することもないのである。もちろん、投資プロジェクトの機会損失は発生せず、いわゆる逆選択コストを回避することが可能となるのである。また、財務スラックを保有するかぎり、過大評価されている企業が新株

主から富を移転しようとする誘因も抑制されることになる。投資プロジェクトの実施に目的があるならば財務スラックを最優先の資金調達源とするはずなので、企業がこれを活用することなく時価公募増資をアナウンスすれば強い過大評価シグナルを発信することになるからである。

なお、株主割当増資で資金調達をする場合も、旧株主が新株引受権のすべてを行使して応募するかぎり、新株主が存在しないため財務スラックとして機能することになる。したがって、負債を捨象して考察するならば、まずは利益留保、それでも資金不足ならば株主割当増資、最後の手段として時価公募増資を活用するという順序になるだろう。このように資金調達に優先順位をつける考え方は「ペッキング・オーダー理論」(pecking order theory)と呼ばれており、企業が内部資金調達を選好する理由を説明するものとしてMyers＝Majluf (1984) の見解は説得力があると認識されているのである。

3. 「分権的な投資銀行」

さて、Scholes＝Wolfson (1989) の表現によると、配当再投資・株式購入プランの本質は「分権的な投資銀行」であり、逆選択を解決できる財務スラックであると評価されている⁶⁾。前述したように、時価公募増資のアナウンスは株価に負の影響を与えているのであるが、実際、このような現象を懸念する経営者が代替的な資金調達法として配当再投資・株式購入プランを実施しているようである。

株式購入プランだけを単独に考察するならば、その根拠は株主割当増資と基本的に同じと考えてよいだろう。厳密に言うとは、追加的出資には持株比率に関係なく共通の上限・下限が適用されるので、新株引受権が比例的に付与されるわ

けではないのだが、旧株主が資金調達に応じるという意味では類似している。また、時価公募増資で一度に資金調達をしようとするよりも、株式購入プランで長期間に資金調達をするほうが、情報の非対称性そのものを緩和できるとも指摘されている。あらかじめ将来の投資プロジェクトを賄うためにゆっくり資金調達することを意味しているのだが、この間に経営者が持つ良好な情報を財務諸表に反映できると期待されるからである。追加的出資に上限が設定されるのは資金調達をあえて長期化するためであるとも推論されている。

情報の非対称性が強くなるほど、証券会社のモニタリングに対する需要が増大すると考えられるが、株式購入プランにおける平均的な価格割引率5.26%は証券会社の引受手数料と同程度の費用であり、時価公募増資の逆選択コストを回避できるだけ合理的であるという。そのうえで、株式購入プランは証券会社ではなく旧株主に引受手数料を稼がせるものと認識している。要するに、参加株主が受ける割引益はアンダーライター機能の報酬として正当化されているのである。より具体的に言うと、情報収集費用、リスクヘッジ費用などを埋め合わせるための引受手数料である。

このような見解が妥当であるならば、株式購入プランにおいて、不参加株主は参加株主に対してアンダーライター機能を委託しているとも考えられるだろう。不参加株主は割引発行や過小評価による損失を受けるが、時価公募増資ならば発生するであろう投資プロジェクトの機会損失を回避できるために、最終的な純便益がプラスであるかもしれない。したがって、余裕資金に制約のある不参加株主であっても常に不利益を受けるとはかぎらないのである。たしかに、

無割引であれば事実上の引受手数料がゼロであるため、過大なリスクを負担してまで積極的にアンダーライター機能を提供する参加株主は少ないかもしれない。その場合、ある程度は不参加株主によるフリー・ライダー現象も発生するはずである。株式購入プランの参加率が低ければ時価公募増資に代替できるほどの資金量を確保できないため、あくまでも逆選択の回避を最優先に考えるならば割引発行に合理性が認められるとも言えそうである。

興味深いことに、株主割当増資の問題点を検討したHansen(1988)も株主のアンダーライター機能を論点としており、そこでも分権的(decentralized)という表現が使われている⁷⁾。もともと追加購入の意思がない場合、希薄化による損失を受けたくなければ、新株引受権を譲渡するか、あるいは新株を引き受けてから流通市場でただちに売却することになる。いずれにせよ個人的に売却手数料を負担しなければならないが、消極的なアンダーライター機能であるにもかかわらず、追加購入の意思がある株主よりも余計に取引費用を負担するのである。その点、株式購入プランにおける売却手数料は無視できる程度の水準であり、基本的に平等負担の企業経費で運営されることになる。株式購入プランは定期的かつ頻繁に株主割当増資を実施するよう制度化したものと言えそうだが、コスト負担の構造に関する問題点を巧妙に解決しているようである。

したがって、株式購入プランを単独に考察すると、それはベッキング・オーダーとして利益留保の次に位置づけられるべきエクイティ・ファイナンスであり、株主割当増資や時価公募増資に代替する手段として浸透しつつあると評価できることになる。すなわち、「分権的な投資

銀行」としての株式購入プランは、「集権的な投資銀行」である証券会社と競合する関係に位置しているのである。

しかし、配当再投資プランについては同様の論理が成立しないはずである。そもそも投資プロジェクトの機会損失が問題であるならば、Myers=Majluf(1984)が指摘するように、あくまでも利益留保を最優先するのが望ましいだろう。個々の株主は受取配当金(キャッシュ)と配当再投資(ストック)の割合を自由に選択できるため、配当再投資プランの参加率は経営者が直接にコントロールできる変数ではないし、資金調達の確実性に劣るため財務スラックとしての有効性は利益留保よりも乏しいはずである。また、投資プロジェクトの規模が小さいために利益留保の残余だけを配当再投資プランに委ねるのであれば、そもそも逆選択とは無縁のはずである。

実際、Scholes=Wolfson(1989)は配当再投資プランが一種のパズルであることを認識しているのだが、企業があえて配当を宣言する根拠については積極的に論じることなく、このような現象はよく理解されていないと述べるにとどまっている。にもかかわらず、企業財務のインプリケーションを指摘する箇所では、特に株式購入プランと区別することなく財務スラックの論理を展開しているため、全体の趣旨はやや不明瞭である。たとえば、割引型の配当再投資プランが株価に正の影響を与えることを指摘したDubofsky=Bierman(1988)の実証研究と、時価公募増資が株価に負の影響を与えることを指摘したAsquith=Mullins(1986)の実証研究を対比しているのである。そのためか、いくつかの文献は配当再投資プランそのものを逆選択の回避メカニズムと解釈しているようである⁸⁾。

利益留保は強制的な性格を持つがゆえに、逆選択の解決策としては最も有効であると言えるであろう。なぜなら、個々の株主がどのような選好を持つかに関係なく、経営者の裁量的な配当政策によって強制的に旧株主のアンダーライター機能が実現するからである。新株を発行するわけではないので“引受”という表現は馴染まないが、旧株主が資金調達に応じている点で実質的に同じである。企業が過小（過大）評価されている場合、配当再投資プランを実施すれば不参加（参加）株主の損失によって参加（不参加）株主が利益を受けることになるが、最初から利益留保で済ませるかぎり、あらゆる株主が“参加”することになるため、旧株主間で富の移転は発生しないはずである。

もっとも、Todd=Domian (1997) の実証研究が指摘するように、配当再投資プランの参加率は価格割引率の増加関数であるため、割引型プランを実施すれば強制的に旧株主のアンダーライター機能が実現すると考えられるかもしれない。しかし、単純に利益留保で代替できるという消極的な説明ばかりではなく、より積極的に割引型プランが無意味であることを指摘することが可能である。この点については、次の第Ⅲ節で詳しく検討することにしよう。

Ⅲ．割引発行のパズル

1. 新株発行価格の不確実性

企業が割引型の配当再投資・株式購入プランを実施する際、典型的には再投資日を含む直前の5日間を平均期間として設定し、その終値の平均値を基準価格とする場合が多いようである。あらかじめ決めている価格割引率は基準価格に対して適用されることになる。というのも、も

し再投資日の株価を基準価格とするならば、再投資日に空売りしておいて、株価下落後に買い戻すだけで確実な裁定利益を実現できるからである⁹⁾。新株の割引発行は一株あたりの価値を希薄化させることにより、それ自体が株価を下落させる原因となる。投機家による短期的なサヤ取りは当初の趣旨である旧株主の参加ではないため、経営者は「平均期間法」を採用することによって基準価格の予想を難しくし、空売りを助長することのないよう工夫したと認識されている。

配当再投資プランがもたらす割引購入のオプション価値について、株式購入プランを扱った Dammon=Spatt (1992) を参考にしながら定式化することにしよう。平均期間法にもとづく基準価格をA、企業の経営者が裁量的に設定している価格割引率をb^{*}、再投資日の株価をP₀とすると、株主による配当再投資（ストック）の選択は権利行使価格をA（1-b）とするコール・オプションの行使、受取配当金（キャッシュ）の選択は放棄とみなすことが可能である。厳密ではないが、個々の株主の選択が配当再投資プランの参加率や再投資日の株価P₀に無視できる程度の影響しか与えないと仮定することにしよう。このとき再投資日における旧一株あたりのオプション価値V₀は以下のとおりである。

$$V_0 = \max(P_0 - A(1-b), 0) \quad \dots(7)$$

しかし、平均期間法によって発行価格を決定するかぎり、経営者が予定している価格割引率ではなく、再投資日株価とのズレによって実質的な価格割引率が発生することに注意しなければならない。株価が平均期間中に下落する傾向にあるならば、事実上の割増発行となる可能性

さえあることに留意すべきである。参考までに Scholes=Wolfson (1989) が示した数値例を引用することにしよう。たとえば、5日間の平均期間法の場合、各取引日の終値がそれぞれ \$25, \$24.5, \$25, \$23.75, \$23であるならば基準価格は $A = \$24.25$ である。いま企業が裁量的に 5% の価格割引率 ($b=0.05$) を予定しているならば発行価格は $A(1-b) = \$23.0375$ である。しかし、この発行価格は再投資日の株価 \$23 を超過しており、実質的には 0.16% の割増発行を結果するのである。

そこで発行価格を $A(1-b) \equiv P_0(1-d)$ と定義し直して以下の分析を進めていくことにしよう。すなわち、再投資日の株価を基準として実質的な価格割引率 d を想定するのである。以下で詳しく検討するように、割引型プラン ($d>0$) であれば $V_0>0$ であるから、あらゆる株主はコール・オプションを行使して配当再投資 (ストック) を選択するのが合理的である。逆に、割増型プラン ($d<0$) であれば $V_0=0$ であるから、あらゆる株主はコール・オプションを放棄して受取配当金 (キャッシュ) を選択するのが合理的である。

$$V_0 = \max(P_0 d, 0) \quad \dots (8)$$

したがって、実質的に割増型プランとなるケースでは資金調達不成功は必ずである。もっとも、裁量的な価格割引率 b を十分に高く設定すれば、平均期間法のもとでも割増型プランに変質する確率を低めることができるため、資金調達の確実性を維持できると考えられよう。しかし、株価が平均期間中に上昇する傾向にあるならば、実質的により大きな割引発行となることも事実である。Scholes=Wolfson (1989)

は割引型の配当再投資・株式購入プランで購入した株式をただちに売却する裁定取引を実践してみせており、通常では考えられないほどの超過収益率を実現している。数多くの企業はこの種の裁定取引を嫌ったため、裁量的な価格割引を中止した経緯があり、近年では無割引型プランが標準のスタイルとして定着しつつある。もちろん、たとえ裁量的な価格割引率をゼロ ($b=0$) とした場合であっても、平均期間法を採用するかぎり実質的に割引・割増型プランとなる可能性は残されるが、単純に再投資日の株価を発行価格とすれば、いかなる場合でも実質的な価格割引率をゼロ ($d=0$) に固定することが可能であるし、配当再投資プランそれ自体が株価を変動させることもないのである。つまり、「再投資日時価法」にもとづく無割引型プランでは、もともと投機的な裁定取引が発生する余地はないのである。

2. 株主の合理的行動

裁量的な価格割引率を高めてまで割引型プランを実施しようとする政策が無意味であることを、企業財務の観点から論述していくことにしよう。個々の株主が選好にもとづいて受取配当金 (キャッシュ) と配当再投資 (ストック) の割合を素直に選択するならば、株主間で富が移転するゼロ・サム・ゲームに陥ってしまうことになる。なぜなら、割引型プランでは一株あたり企業価値が希薄化するため株価が下落し、不参加株主の損失によって参加株主が利益を受けるからである¹⁰⁾。

実際のところ、あらかじめ定められた再投資日より早い時期に意思表示をしなければならぬケースが多いので、コール・オプションの行使によるペイオフが正になるか負になるか、

事前の段階では不確実性に直面せざるを得ない。しかし、さしあたり同質的期待を仮定することで、個々の株主が期待割引率 $E[d]$ にもとづき意思決定すると考えることにしよう。また、コール・オプションの行使・放棄は旧一株あたりで決定がなされるものと前提して、配当再投資プランの参加率を α ($0 \leq \alpha \leq 1$)と定義することにしたい。

このとき行動タイプの異なる株主に与える影響をパラメータの範囲別に整理したものが第1表である。それぞれの状況下で参加・不参加株主が利益を受けるならば“+”，損失を受けるならば“-”，富の移転が発生せずに中立性が得られるならば“0”と表現している。また、空欄はそのような行動タイプを選択する株主が存在しないことを意味するものである¹¹⁾。

ここでは割引型プラン (①②③) に限定して検討することにしよう。ある株主が不参加を選択するならば、他のすべての株主が同様に行動するときだけ富の中立性が保証され (①)，そうでない状況では参加株主に富が移転して損失を受けることになる (②)。これに対して、ある株主が参加を選択するならば、他のすべての株主が同様に行動するときだけ富の中立性が実現し (③)，そうでない状況では不参加株主から富が移転して利益を受けることになる (②)。したがって、受取配当金 (キャッシュ) の選択は損失を受ける可能性が高い非合理的な行動で

あり、配当再投資 (ストック) の選択はどのような状況でも少なくとも損失を受ける可能性がない合理的な行動である。

したがって、同質的期待のもとで合理的行動を想定するならば、あらゆる株主が配当再投資 (ストック) を選択する状況こそが割引型プランのゲーム均衡であり (③)，このとき株主間で富の移転は発生しないことになる。しかし、きわめて重要なことであるが、これは経営者が一律の「株式配当」 (stock dividends) を実施する場合と結果がまったく同じなのである。なぜなら、最初から利益留保で確保するのと同じだけの資金量が自動的に再投資され、これと同時に発行済株数の増加を反映する形で「株式分割」 (stock split) が発生するからである¹²⁾。そうすると、あえて配当を宣言してまで割引発行によって再投資させる必要があるのだろうか。

より現実性を高めるために、株主の異質的期待を想定するならば、割引型プランは状況②をもたらすことになるだろう。この場合は、前述したように株主間のゼロ・サム・ゲームに陥ってしまうことになる。企業財務の観点から考察すると、経営者がある株主の無知、過失もしくは異質な期待にペナルティを与え、その他の株主を有利にすべき正当な根拠があるだろうか。少なくとも旧株主全体の利益を最大化するという仮定下では説明がつかないことになる。

たとえば、配当再投資プランを財務スラック

第1表 配当再投資プランにおける行動タイプ別の富の変化

	期待割引率	参加率	参加	不参加	実質的效果
①	$E[d] > 0$	$\alpha = 0$		0	現金配当
②	$E[d] > 0$	$0 < \alpha < 1$	+	-	
③	$E[d] > 0$	$\alpha = 1$	0		株式配当
④	$E[d] = 0$	$\alpha = 0$		0	現金配当
⑤	$E[d] = 0$	$0 < \alpha < 1$	0	0	
⑥	$E[d] = 0$	$\alpha = 1$	0		株式配当

の一種と解釈するChan=McColough=Skully (1994) は割引型プランにおいて参加株主が受ける利益を「事実上の手数料」(de facto fee)と表現している¹³⁾。しかし、参加株主が利益を実現できるのは、実際に不参加株主が存在して損失を負担する場合だけであり、同質的期待を想定するゲーム均衡では「事実上の手数料」がゼロである。すなわち、参加株主が受ける利益は、不参加株主の非合理性もしくは異質な期待を条件としているのである。

実際、Todd=Domian (1997) は配当再投資プランの参加率が価格割引率の増加関数であることを実証しているのだが、このような認識にもとづく政策は不可解である。なぜなら、経営者が利益留保を最優先するかぎり、過小・過大評価による富の移転ばかりではなく、割引発行による富の移転も同時に回避できるからである。利益留保は参加率100%の配当再投資プランと実質的に同じである。最初から二重の中立性を可能なかぎり確保できるにもかかわらず、なぜ経営者があえて配当を宣言するのか、しかも割引発行によって再投資させようとするのか、財務スラックの論理では十分に説明できないのである。要するに、割引発行の有無に関係なく、「分権的な投資銀行」概念のもとでは配当再投資プランに積極的な意義を見出すことができないのである。

3. 「分権的な配当政策」

ここまで特に説明なく株主の“選好”という言葉を使ってきたが、税の種類に関する選好、リスクに関する選好、消費パターンに関する時間選好など複数の要素が考えられる。紙幅の制約があるため、時間選好の問題に限定する形で考察することにしよう。以下で論述するように、なぜ

企業の経営者が配当を宣言してまで株主に再投資させるのか、税の効果を捨象するかぎり¹⁴⁾、また無割引型プランであるかぎり、理論的に説明することが可能である。

通常、企業の配当政策は経営者の裁量的な判断によって実施されるため、あらゆる株主は個人的な選好に関係なく一律の配当性向を受け入れざるを得ない。しかし、低配当選好の株主は余計な受取配当金(キャッシュ)を再投資して流通市場で追加株式(ストック)を購入できるし、高配当選好の株主は過剰な利益留保に相当する保有株式(ストック)を売却して追加現金(キャッシュ)を確保できるはずである。これはMiller=Modigliani (1961) の系統に属する「自家製配当」(homemade dividend) の考え方であるが、摩擦がない完全市場を想定するかぎり、個々の株主は富を損なわれることなく、個人レベルのキャッシュ・フロー調整で効用を高めることが可能である。このとき経営者の裁量的配当と株主の自家製配当は独立した意思決定なので一種の「分離定理」が成立していることになる。株主のエージェントである経営者は個人的な選好情報を収集する必要がないとも表現できるだろう。

しかし、より現実的な考え方をすれば、個人レベルのキャッシュ・フロー調整はブローカーの売買委託手数料を伴うはずである。この点について、森 (2001) aは税を捨象したとしても配当政策に分離定理が成立しないことを問題視した分析である。そもそも一律裁量的な配当性向は全員を満足させることができないため、選好の異なる株主間で取引費用の節約に関するトレード・オフが発生するのである。たとえば、低配当を実施すれば利益留保を選好する株主の購入手数料が節約できる反面、高配当を選好する

株主の売却手数料が増加するといった具合である。このとき個々の株主は自分自身の選好について当然に情報優位であるのに対して、経営者は情報劣位であると想定されている。株主全体の取引費用を最小化しようとする経営者は推測的な判断に頼らなければならないため、一般にバランスの良い配当政策を決定することは非常に困難であると考えられるだろう。

このような認識のもとで、森 (2001) aは配当再投資プランの本質を「分権的な配当政策」と認識している。個々の株主は受取配当金（キャッシュ）と配当再投資（ストック）の割合を自由に決定できるため、効用を最大化する自家製配当は企業との直接的な関係で簡単に作り出せるのである。情報優位にある株主自身の選択をベースにしているため、情報劣位の経営者が推測するまでもなく、特定の自家製配当に対する需要と供給は個人レベルで自動的に満たされることになる。すなわち、選好情報の非対称性は必然的に緩和されるのである。

紙幅の制約により詳細は割愛するが¹⁵⁾、配当再投資プランを実施する場合、経営者は企業全体のペイアウトに裁量権を行使できないため、実際に支払われる配当金は個々の株主の選択を集計する結果として自動的に決定されることになる。このとき所与の投資プロジェクトとの関係において、平均的な選択が高配当選好に偏っていれば資金不足になる。しかし、その場合は新株型プランと時価公募増資を併用することで、企業の資金不足を解消することが可能である。逆に、低配当選好に偏っていれば資金余剰となるが、その場合は新株型プランと旧株型プランを組み合わせることで、企業の資金余剰を解消することが可能である。このような企業レベルのキャッシュ・フロー調整は、時価公募増資の

引受手数料ないしは旧株型プランに要する売買委託手数料を伴うが、いずれも平等負担の企業経費であるため、株主間で選好が異なるにもかかわらず、個人的な取引費用の節約に関するトレード・オフを解消することができるのである。

もちろん、追加的出資（株式購入プラン）は時価公募増資への依存度を引き下げる財務スラックとして機能することになる。また、旧株型プランは“repurchase DRP”とも呼ばれるように、余剰資金を吐き出す自社株買戻の機能を果たすのである。なお、資金不足の調整法として時価公募増資に依存するならば、過大評価のシグナルになると考えられるかもしれない。これとは対照的に、資金余剰の調整法として旧株型プランに依存するならば、過小評価のシグナルになるとも考えられよう¹⁶⁾。しかし、経営者は株主の選好について情報劣位であるため、事前に企業の資金過不足は予測できないはずであり、「分権的な配当政策」のもとでは、配当再投資プランのアナウンスがいずれかをシグナルすることはないと予想されるのである。

このような見解が妥当であるならば、むしろ配当再投資プランは経営者の不完全情報を緩和するメカニズムであるため、「分権的な投資銀行」概念のように投資家の不完全情報を問題としているのではないことになる。資金調達の実性は単純な利益留保よりも劣ることになるが、経営者が配当を宣言してまで株主に再投資させる根拠を説明できることになる。株主が提示する自家製配当と企業レベルのキャッシュ・フロー調整は独立した意思決定なので、一種の分離定理が成立するのである。

以上の点を踏まえて、第1表における無割引型プラン (④⑤⑥) のケースを検討してみることしよう。この場合は再投資日時価法である

から、実質的な価格割引率はゼロ ($d=0$) に固定されており、強く仮定するまでもなく、つねに同質的な期待割引率 $E[d]=0$ が支配することになる。他の株主の行動に関係なく、個々の株主は参加・不参加のどちらを選択しても利益がゼロにしかならないため、あらゆる状況において富の移転が発生することはないのである。すなわち、配当再投資 (ストック) と受取配当金 (キャッシュ) はつねに等価の選択である。したがって、一般に無割引型プランのゲーム均衡は⑤になると考えられよう。あらゆる株主が受取配当金 (キャッシュ) もしくは配当再投資 (ストック) だけを選択するならば、一律の現金配当 (④) や株式配当 (⑥) と同じになるが、少なくとも損失を回避するという消極的なゲーム均衡とは本質的に異なることに留意されたい。

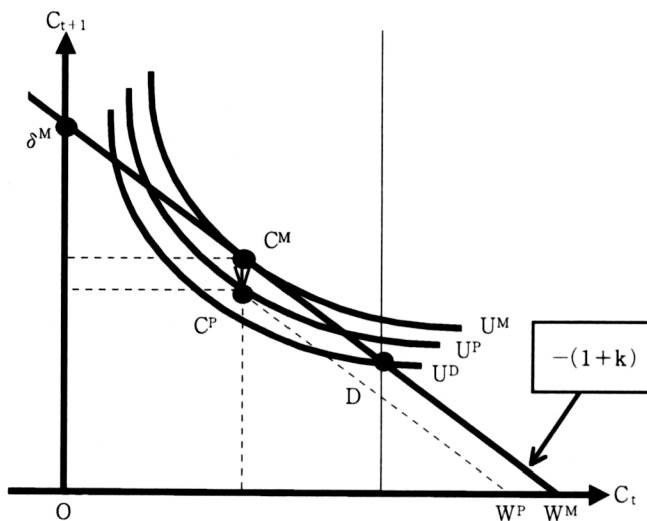
しかし、割引型プランについては「分権的な配当政策」概念でも合理性を説明できないパズルに陥ってしまうのである。現在 (t 期) と将来 ($t+1$ 期) の2期間モデルによって説明することにしよう。資本コストとしての要求収益率を k とし、ここでは記述の簡単化のため企業経費

や取引費用も捨象することにしたい。また、消費の限界効用は正であり、限界時間選好率は通減するものと仮定する。つまり、現在と将来の消費は完全代替ではないということである。

企業の経営者によって配当 $D(D_t, D_{t+1})$ が宣言されたものとしよう。個々の株主 i は現在と将来の消費パターンについて独自の時間選好を持つと想定されるため、第1図のような無差別曲線をもつ株主であれば低効用 U^P にとどまることになる。しかし、配当再投資プランにおいて、個々の株主は配当再投資 (ストック) S_t と受取配当金 (キャッシュ) $\delta_t (=D_t - S_t)$ を最適な割合で企業に提示することが可能である。一般に、個人的な時間選好に合致した最適消費パターン C^* (C_t^*, C_{t+1}^*) は、現在消費を $C_t^* = D_t - S_t^*$ 、将来消費を $C_{t+1}^* = D_{t+1} + S_t^* (1+k)$ とすることで直接的かつ簡単に実現できるのである。

すでに確認したように、無割引型プランではどのような選択のもとでも富の移転が発生しないため、第1図において最適消費パターンは C^M (C_t^M, C_{t+1}^M) であり、富 W^M が不変のままで効用を U^M まで高めることが可能である。したがっ

第1図 株主の効用最大化



て、個々の株主は素直に時間選好に応じた選択をすることになるだろう。しかし、割引型プランのもとで素直に C^M (C_t^M , C_{t+1}^M) を提示するならば、この株主は部分的にせよ不参加であるため、他の株主が合理的であるかぎり富の移転による損失を受けるはずである。割引型プランで実現する消費パターンは第1図において C^P (C_t^P , C_{t+1}^P) である。現在消費は $C_t^P = C_t^M$ のままであるが、保有株式に希薄化の損失が発生するため将来消費は $C_{t+1}^P < C_{t+1}^M$ となる。消費の限界効用を正と仮定しているため ($\partial U / \partial C_{t+1} > 0$)、この株主の効用は低下するのである ($U^P < U^M$)。また、富の損失 $W^M - W^P$ は減少した将来消費 $C_{t+1}^M - C_{t+1}^P$ の現在価値に相当するものである。

最も重要なインプリケーションであるが、税や取引費用を捨象するかぎり、割引型プランのもとではいかなる時間選好を持つ株主であっても100%の配当再投資(ストック)を選択すべきである。もし現在消費のためにいくらかの現金を必要としているのであれば、素直にそれだけの受取配当金(キャッシュ)を企業に提示すべきではなく、購入したばかりの追加株式を個人レベルで適当に現金化するほうが望ましいのである。第1図で説明すると、まずは δ^M (0 , δ_{t+1}^M) を選択するほうが、富の移転による損失を回避するために合理的である。そのうえで購入したばかりの追加株式のうち C_t^M だけを売却するならば、最終的に C^M (C_t^M , C_{t+1}^M) に移行できるため、素直な選択のもとで C^P (C_t^P , C_{t+1}^P) を受け入れる場合よりも高い効用 U^M を実現できるということである。

すなわち、割引型プランのもとでは、たとえ受取配当金(キャッシュ)を選好する株主であっても、企業から素直に配当金を受け取らないほうが望ましいという奇妙な逆説(パラドック

ス)が発生するのである。前述したように、配当再投資プランは企業レベルのキャッシュ・フロー調整に特徴を持つと考えられるのだが、逆説的なことに割引型プランの場合には、あらゆる株主にとって個人レベルのキャッシュ・フロー調整のほうが望ましいことになる。そうなると、最初から経営者の裁量によって一律の利益留保を実施する場合と異なる結果になるだろう。取引費用を考慮に入れたとしても、防衛的な行動によって回避できる損失を超過しないかぎり、逆説的な投資戦略のほうが望ましいことになるため、基本的に取引費用の節約よりも富の損失を回避することが重大視される状態に陥るのである。

その点、無割引型プランであれば、第8式においてコール・オプションの価値が当初よりゼロ ($V_0 = 0$) であり、これを行使しても放棄しても等価である。証券投資の観点からすると一見無意味に思われるかもしれないが、企業財務の観点からすると、つねに受取配当金(キャッシュ)と配当再投資(ストック)が等価であるからこそ個人的な選好が損なわれないのである。企業の経営者が利益留保を実施せずに、あえて配当再投資プランを実施しようとするのは、個々の株主に選好を顕示させるためであると考えられるが、そのためには無割引型プランでなければ積極的な意味を持たないのである。

IV. おわりに

一般に、新株型の配当再投資・株式購入プランは、証券投資の観点からはブローカーを迂回する株式購入の手段、企業財務の観点からはアンダーライターを迂回する資金調達的手段として認識されている。また、時価公募増資におい

て発生しうる投資プロジェクトの機会損失を回避するものとして、財務スラックの役割を期待されているようである。

たしかに、株式購入プランを単独に考察するならば、これを逆選択の解決策として理解することも可能であり、利益留保に次ぐベッキング・オーダーの位置を占めつつあるとも考えられる。しかし、配当再投資プランについては同様の論理が妥当しないはずである。なぜなら、利益留保を最優先するほうが逆選択の解決策として望ましく、あえて配当を宣言してまで割引発行によって再投資させる必然性を説明できないからである。むしろ、配当再投資プランは株主の時間選好に関する不完全情報を緩和するメカニズムとして説明することができるだろう。

本稿における主要な結論は以下のとおりである。もし過小・過大評価による逆選択を気にかけないのであれば、あくまでも利益留保を最優先すべきである。そうではなく時間選好に関する不完全情報を気にかけないのであれば、あくまでも無割引型の配当再投資プランを実施すべきである。いずれにしても、なぜ割引型の配当再投資プランが必要であるかを説明するのは困難であると言わなければならない。近年、それほど割引型プランが実施されなくなってきた傾向は、本稿のフレームワークにおいて何ら不自然な現象ではないことになる。

配当再投資・株式購入プランはわが国での導入を検討するに値する実務であると考えられるが、米国において割引型の配当再投資プランがそれほど典型的ではなくなった現状を肯定的に受け止め、その理論的裏づけを認識することが重要であろう。株式購入プランを財務スラックとして評価することは可能であるが、配当再投資プランについては妥当しないのである。

注

- 1) Cherin=Hanson(1995), Carlson(1996), 森(2001)a, 森(2001)b, Kinoshita(2001)参照。最新状況はNatcorp (<http://www.natcorp.com/direct.html>)を参照されたい。
- 2) Kinoshita(2001)は投資家向けガイドブックであるが、そこに掲載された757社のうち割引型プランは72社だけである。
- 3) 証券取引委員会(SEC)の規制緩和(1994年)によって、投資家は最初の株式についても企業から直接に購入することが可能となった。紛らわしい名称であるが「株式直接購入プラン」(direct stock purchase plan: DSPP)と呼ばれている。大崎(1998), Levinsohn(2000)参照。Kinoshita(2001)が挙げた757社のうち237社が導入している。
- 4) 不動産投資信託(REIT)のように配当性向を95%以上に維持するよう規制されている業界については合理性が認められそうである。Landy(1996)参照。
- 5) 明快な解説としてMyers(1984), pp.581-585, 馬場(1995), 109-112頁参照。
- 6) Scholes=Wolfson(1989), p.9, p.27, p.29, pp.31-33.参照。
- 7) Hansen(1988), pp.304-305.参照。
- 8) Chan=McColough=Skully(1994), p.131, Saporoschenko(1998), p.278.参照。
- 9) Scholes=Wolfson(1989), p.13, Carlson(1996), pp.19-21, Levinsohn(2000), p.61.参照。
- 10) 詳細については森(2001)b参照。
- 11) 価格割引率が100%($d=1$)のときは発行価格がゼロになるため実質的に「無償交付」となるが、現実性に欠けるため特に分析の対象とはしていない。
- 12) 森(2000)参照。従来の利益配当説や株式分割説とは異なり、株式配当の本質をファイナンス理論の観点から新株発行型の利益留保と位置づけている。
- 13) Chan=McColough=Skully(1994), p.129参照。
- 14) 通常、個人投資家は配当の所得税率のほうがキャピタル・ゲイン税率よりも高いため、自社株買戻のほうが有利であり、現行税制下で配当再投資プランに合理的説明を与えるのは困難である。しかし、米国の1981年税法による内国歳入法305(e)のもとでは興味深い結論が得られることになる。この点については別の機会に検討することにしたい。
- 15) 森(2001)a, 88-92頁参照。経営者の推測的判断にもとづいて一律裁量的な配当政策を模索するよりも、配当再投資プランに委ねるほうが選好情報の正確さを反映できるために、株主の総コストを節約できる可能性が高いと結論されている。
- 16) 第1～2式において $\Delta N < 0$ という設定に変えようと、それ以降の記述を読み替えて自社株買戻のケースを検討することが可能になる。

参考文献

- 大崎 貞和 「拡大する米国の株式直接購入プラン」、『資本市場』151号, 1998年3月。
- 馬場 大治 「資本調達論の新潮流」, 赤石雅弘・小嶋

博・濱村章編著『コーポレート・ファイナンス論の最前線』, 1995年.

森 直哉 「企業金融アプローチによる株式配当 (Stock Dividends) の機能分析」, 『証券経済学会年報』35号, 2000年 5月.

森 直哉 「配当再投資プラン (Automatic-DRP) の基礎的考察」, 日本経営財務研究学会編『経営財務戦略の解明』, 中央経済社, 2001年 4月. (a)

森 直哉 「割引発行による配当再投資プランと富中立性命題の誤謬」, 『社会科学 (同志社大学人文科学研究所)』67号, 2001年 8月. (b)

Akerlof, G.A., "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics* 84(3), 1970.

Asquith, P. and Mullins, D.W.Jr., "Equity Issues and Offering Dilution", *Journal of Financial Economics* 15(1,2), 1986.

Carlson, C.B., *Buying Stocks Without a Broker (2nd ed.)*, McGraw-Hill, 1996.

Chan, K.K.W., McColough, D.W. and Skully, M.T., "Do Dividend Reinvestment Plans Add Value?", *Research in International Business and Finance* 11(B), 1994.

Cherin, A.C. and Hanson, R.C., "Dividend Reinvestment Plans: A Review of the Literature", *Financial Markets, Institutions and Instruments* 4(5), Dec.1995.

Dammon, R.M. and Spatt, C.S., "An Option-Theoretic Approach to the Valuation of Dividend Reinvestment and Voluntary Purchase Plans", *Journal of Finance* 47(1), Mar. 1992.

Dubofsky, D.A. and Bierman, L., "The Effect of Discount Dividend Reinvestment Plan Announcements on Equity Value", *Akron Business and Economic Review*

19(2), Summer 1988.

Hansen, R.S., "The Demise of the Rights Issue", *Review of Financial Studies* 1(3), Fall 1988.

Kinoshita, S., *Directory of Companies Offering Dividend Reinvestment Plans (18th ed.)*, Evergreen Enterprises, 2001.

Landy, E.W., "Benefits of Dividend Reinvestment Plans and Shareholder Investment Plans for Shareholders, Real Estate Investment and the Economy", <http://www.mreic.com/landy.html>, Jan. 1996.

Levinsohn, A., "When a DRIP Drops Wall Street's Fees", *Strategic Finance* 82(5), Nov. 2000.

Miller, M.H. and Modigliani, F., "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", *Journal of Business* 34(4), Nov. 1961.

Myers, S.C., "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance* 39(3), Jul. 1984.

Myers, S.C. and Majluf, N.S., "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Informations That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics* 13(2), Jun. 1984.

Saporoschenko, A., "Do Dividend Reinvestment Plans Contribute to Industrial Firm Value and Efficiency?", *Financial Services Review* 7(4), 1998.

Scholes, M.S. and Wolfson, M.A., "Decentralized Investment Banking: The Case of Discount Dividend-Reinvestment and Stock Purchase Plans", *Journal of Financial Economics* 24(1), Sep. 1989.

Todd, J.M. and Domian, D.L., "Participation Rates of Dividend Reinvestment Plans", *Review of Financial Economics* 6(2), 1997.

(同志社大学大学院商学研究科博士後期課程)