

小野薬品工業株式会社 (B)

小野薬品工業株式会社は、1993年3月期に経常利益の過去最高値を更新する見通しであった。このため、1992年秋、佐野一夫社長は、株主への新たな利益還元を検討しなければならなくなったと考えていた。

概要

10

小野薬品工業は、プロスタグランジン (PG) の分野で他社をリードしていた。1974年に世界で初めてのプロスタグランジン医薬品「プロスタルモン」(注射用陣痛誘発剤) を発売して以来、次々に、PG関連の新製品を開発・発売していた。このため、小野薬品では、自社開発製品が売上高の90%以上を占めており、その自社製品の粗利益率は60%以上になっており、高い利益率を享受できるようになっていた。このため、売上高営業利益率も大手8社の平均利益率を大幅に上回っていた。さらに、1992年4月の薬価改定においても、医薬品業界平均で8.1%の引き下げとなった中で、小野薬品の自社開発医薬品の引き下げ幅はゼロであり、全体では若干のプラス改正となっていた。

1992年5月には、糖尿病性神経障害治療薬「キネダック」という新製品を発売した。この「キネダック」は小野薬品が1986年3月に製造承認申請を行っていた医薬品であった。1991年9月になって、厚生省薬事審議会が審議を開始し、1991年12月に、厚生省薬事審議会の常任部会で製造承認が出された。1992年4月には、薬価収載され、1日当り852円の薬価が公示された。厚生省の患者調査では、糖尿病患者2百万人以上のうち、治療を受けている患者は約110万人存在しており、そのうち、食事療法や運動療法、経口血糖降下剤、インスリンなどによる治療を行っても神経障害に悩んでいる患者は約11万人いると推定されていた。これに加えて、糖化ヘモグロビン値が高い値を示している患者は6万人おり、

このケースは、慶應義塾大学大学院経営管理研究科教授鈴木貞彦が、同研究科でのクラス討議のために、公表資料に基づいて作成したものである。このケースは経営の巧拙を例示するためのものではない。(1993年8月作成)

Copyright © 1993 by Professor Sadahiko Suzuki of Graduate School of Business Administration, Keio University, Japan. No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system, used in a spreadsheet, or transmitted in any form or by any means - electronic, mechanical, photocopying, recording, or otherwise - without the permission of the author. (Prepared in August 1993)

キネダックはこれら患者へに投与される見通しであった。このように、患者数が多いにも関わらず、佐野社長は、小野薬品の営業力が弱いために、新薬で売上を伸ばすのには、時間がかかると見ており、当初、開業医向けに営業活動を展開することを見込んでいた。このため、小野薬品では、1993年3月期におけるキネダックの売上高を34億円と慎重な予想を立てていた。¹ すなわち、大手医薬品メーカーが医薬品情報担当者（MR）を1,000人以上抱えていたのに、小野薬品のMRは720人に止まっていた。しかし、このような営業面での弱みを抱えていたにもかかわらず、発売後2カ月たらずで、キネダックの売上高は、10数億円となり、好調な滑りだしを見せていた。7月に入っても月商10億円のペースで推移していた。このため、アナリストや医薬品業界関係者は、今期で70億円の売上は堅いと予想するようになっていた。

さらに、新薬の気管支喘息治療剤「ベガ」は1992年4月に製造承認、5月に薬価収載された。ベガは、世界初のトロンボキササンA合成酵素阻害剤で、臨床試験における全般改善度および有用度で対照薬を上回る薬効が証明されていた。小野薬品は、このベガを6月に発売した。喘息患者は、全国で約80万人いると見られており、大型製品になる期待が高かった。ベガはキッセイ薬品との共同開発薬品であり、小野薬品では、同社単独で、今期に30億円の売上高を見込んでいた。

一方、既存薬の経口慢性すい炎治療剤「フォイパン」は、1992年3月期の売上高が255億円、経口閉塞性血栓血管炎治療剤「オパルモン」は、売上高が60億円となり、前年並みに止まっていた。

このほか、今後の新製品の準備も進めていた。フェーズⅢ（臨床試験第三段階）には、適応する病症の拡大も含めて5品目、フェーズⅡには7品目を有していた。このうち11品目は、自社開発であった。1992年11月までには、抗アレルギー剤「ONO-1078」の製造承認を厚生省に申請することにしてしていた。この新薬は、最初は喘息の治療薬として使用される見通しで、その他のアレルギー性疾患にも適応していた。既存薬に比べても、フェーズⅢで「有効」以上が60%超という効き目の強いうえに、効き目も早く1週間以内に効果が表れ、アトピー型、混合型などあらゆる種類の喘息に有効であるとされていた。² この

¹ 小野薬品の予想では、糖尿病性神経障害患者10万～11万人のうち重症患者（5万～6万人）の30%が使用するものと仮定し、15,000人×852円×30日×0.8（メーカー出荷）＝3億強（月）となり、11カ月では35億円と見込まれていた。これに対して、日興リサーチでは、投与対象患者数を約40万人と想定し、そのうち切迫患者数を5万人と計算している。したがって、キネダックの売上高を約100億円（＝50,000×852円×30日×8カ月）と予想していた。

田北浩章、「小野薬品」オール投資（1992年7月1日）、p. 44

² N（1992年9月11日）、p. 19

ため、佐野社長は、「キネダック」を上回る売上高を期待していた。この新薬については、海外で注目を集めており、欧米の医薬品メーカーへの技術輸出契約を進めていた。このため、1995年3月期には、「ONO-1078」の技術輸出によるロイヤルティ収入も期待できると見られていた。また、アナリストのなかには、1994年に製造承認が出されると見ている人もおり、「アレルギーの薬ではウエルカムのゾピラックスに匹敵し世界で売れる薬だ」との高い評価も見られた。¹ このほか、フェーズⅢでは、血液凝固阻止剤「OP-41483」も有望視されていた。さらに、フェーズⅡでは、前立腺肥大治療薬「ONO-3805」、肺炎・DIC治療薬「ONO-3307」、脳血管障害治療薬「ONO-1603」などが有望新薬として期待されていた。

このほか、小野薬品では、効能や効果の拡大にも力を入れていた。例えば、「フォバイン」については、胃と腸の消化液が食道に逆流する逆流性食道炎に関して、申請作業を終えていた。また、「プロスタンディン」(PGE₁)については、慢性期の脳血栓症に関してフェーズⅢを終えていた。さらに、「プロスタンディン500」については、重症肝炎治療薬に関してフェーズⅢにあり、1993年中に申請をする予定で計画を進めていた。このほかにも、小野薬品は、PG関連の医薬品で効能追加を進めるための臨床試験を進めていた。²

海外企業との提携

小野薬品では「発想の同じ日本人だけでは、研究開発に限界がある」と見ていた。このため、1990年5月から、ロンドンの聖バーソロミュー病院医科大学内のウィリアム・ハーヴェイ研究所と循環器疾患や自己免疫疾患などの研究プロジェクトで提携していた。また、同じく5月から、ミシガン州ウエイン・ステート大学に対しては、ガンの転移抑制、治療剤につながる12-リポキシナーゼ阻害剤の開発で研究開発費を全面的に援助する契約を結んだ。

1990年8月には、カリフォルニア州のバイオベンチャー企業テリオス社に資本参加した。この提携によって、テリオス社が開発中の乾燥性角結膜炎治療剤RGDペプチドについて、約5億円の導入契約料を支払って、日本での臨床開発を開始し、1995年をメドに厚生省に製造承認申請をする予定にしていた。また、日本から研究者を派遣して、糸球体腎炎や肝硬変など難治性の繊維性疾患への治療効果が期待されるTGF-β阻害剤の共同開発に取り組んでいた。また、テリオス社との共同開発の点眼剤は、日本ではフェーズⅡ(臨床試験の第二段階)にあった。小野薬品は、引き続きバイオベンチャー企業との提携を模索しており、「海外ベンチャーへの研究開発投資を現在の研究開発費の7%から10%に引き上

¹ 田北浩章、「小野薬品」オール投資(1992年7月1日)、p. 44

² N(1992年9月11日)、p. 19

げたい」としていた。

大株主の変更

小野薬品の大株主であった伏見屋は、小野薬品の創業者の一族が経営する資産管理会社であり、1991年9月までは、5百万株（4.1%）を所有していた。しかし、1992年3月末には、その持ち株数は760千株（0.62%）に低下した。また、小野家のもう一つの資産管理会社である鶴鳴荘は1992年9月末で2,590千株（2.9%）を持っていた。²

小野薬品は、1717年に、初代伏見屋市兵衛が大阪の道修町で薬種商「伏見屋」として創業した会社であった。1947年には、株式会社となり、小野雄造氏が社長に就任して以来、小野家が小野薬品の経営を支配していた。1986年には、小野順造社長（当時69歳）が健康にすぐれないために、現在の社長である佐野一夫氏が、一族以外では初めて社長に就任した。一方、伏見屋では、不動産事業が軌道に乗らないために、1991年暮れ頃から株式市場で小野薬品株の売却を進めていたと言われていた。³

このような大株主の動きもあって、小野薬品経営陣は伏見屋や鶴鳴荘を安定株主と認めにくいと思っており、小野薬品の安定株主比率は50%を下回っているものと推察していた。このため、小野薬品の経営陣では、金融機関に対して、株式の買い増しを要請することにした。このような小野薬品の要請もあって、メインバンクの東海銀行は1992年3月末以降に310千株を買い増して、1992年9月末で6,145千株を所有し、銀行の持株比率の上限である5%に近付いていた。このため、小野薬品では他の都市銀行に対しても、株式の買い増しを要請していた。しかし、その交渉は難航していた。⁴

一方、小野薬品の株主構成において、生命保険会社の比率が、他の大手医薬品メーカーの株主構成よりも低くなっていた。すなわち、他の大手医薬品メーカーでは、生命保険会社の比率は10~20%に達していたが、小野薬品の場合には、明治生命保険と第一生命保険の所有する株式を合計しても5%にも満たなかった。この他の生命保険会社は、小野薬品の大株主の20位にも顔を出していなかった。このため、小野薬品の経営陣は、生命保険会社に対しても、安定株主としての株式の買い増しを要請したいと考えていた。

1993年9月末現在、小野薬品の安定株主比率は33%にとどまっていた。⁵ このため、小野薬品の経営陣は、引続き、安定株主比率の増加を「経営の安定性確保のうえで問題のひとつ」であると受け止めていた。⁶

¹ 赤星和彦、「医薬・バイオ、これに賭ける」N（1992年6月2日），p. 14

² N（1992年12月13日），p. 11 ³ NF（1993年3月30日），p. 18

⁴ N（1992年5月8日），p. 13; N（1993年3月5日），p. 17

⁵ N（1993年3月5日），p. 17 ⁶ N（1993年12月13日），p. 11

金融資産の増加

佐野社長は、医薬品の開発のためにも、金融資産からの収入が必要であると見ていた。すなわち、「医薬品会社は製品の開発にたくさんの資金を必要とする。このお金を効率的に調達したり、手元にある資金もうまく運用して開発資金のコストを引き下げるという点で財テクは必要だ。・・・医薬品の場合、有望物質を発見したあと長い開発期間を経て、⁵ 発売できる確率はよくて千分の一くらいだ。このため、高い金利の借入金などに頼って開発は出来ない。メーカーがリスクを冒して財テクに走るのには感心できないが、本業を助けるための財テクには力を入れている。(運用については)運用利回りの目標は設けていない。目標を設定すると、財テク自体が目的になってしまいかねない」と述べていた。¹

配当政策

小野薬品は、1980年代に入って多額のエクイティ・ファイナンスを行った。そのため、株主へのプレミアム還元策として、2年間にわたって、2割、2割5分、3割、2割5分と半年毎に連続して多額の無償交付増資を行った。このため、発行株式総数もほぼ2倍に増加し、それに伴って、浮動株の比率も増加していた。¹⁰

1986年、小野薬品は、1984年に発行した転換社債がほぼ転換されたことに伴って、新たな株主還元策の検討を迫られた。小野薬品は、それまで、利益還元として主に大幅の無償交付増資を行っていたが、今後も大幅な無償交付を継続することは、1株当たり利益の希薄化を招きかねなかった。しかし、生命保険などの機関投資家からは「プレミアム還元は無償で」という要望が強かった。当時、佐野社長自身は「1株当たり利益の低下は気にして²⁰ いない」と述べていたものの、それまでの大幅無償交付の際には、権利落ち時点で大量の失権株が出て、株価の足を引っ張った経緯があり、大幅の無償交付が必ずしも株価に良い影響を与えないのではないかとの見方も出ていた。一方、現金配当の大幅増配については、佐野社長は「道修町では配当の横並びが大切で、うちだけが大幅というわけにいかない」ということを示唆していた。² 結果的には、小野薬品は、転換社債の転換に伴うプレミアム還元策として、1986年11月期に年1.5円増配して9円、1987年11月期に1円増配し、無償交付については、1986年11月末の株主に8分無償増資、1988年11月末の株主に2分無償増資という小幅無償増資を組み合わせる方法をとった。³

一方、佐野社長は、配当性向を考慮しながら、配当政策を検討するようになっていた。1988年には、経常利益が当初見通しを上回る見通しに伴って、配当性向が当初見通しを下³⁰ 回るようになり、1988年11月期にも2円を増配した。⁴

¹ N (1987年6月28日), p. 15 ² 株式新聞 (1986年7月4日), p. 10

³ N (1986年5月7日), p. 16; N (1986年7月2日), p. 16

⁴ N (1988年5月18日), p. 25

業績見通し

小野薬品では、1993年の前半にかけて、約315億円の設備投資を計画していた。主な投資としては、生物工学研究所での研究設備拡充に約60億円、福井工場の生産設備増強合理化に約40億円、各営業支店の営業施設に約90億円を予定していた。この計画のうち、既に支払った金額を差し引いた約270億円の資金調達については、1986年8月に発行した転換社債の手取額から約32億円、1987年8月に発行した新株引受権付社債の手取額から約91億円、1988年4月に発行した転換社債の手取額から約109億円、をそれぞれ充当すると述べていた。さらに、残りの金額の約40億円は、自己資金でまかなう予定にしていた。

小野薬品は、中期計画を推進中であり、医薬情報担当者（MR）の数を1,000人に増員することによって、1995年3月期に売上高1,200億円を達成することを目標としていた。しかし、売上高の目標は、1994年3月期に達成できる可能性が高まっていた。

小野薬品では、1993年3月期の売上高を930億円、経常利益を344億円と見込んでいた。さらに、税引後利益は、有価証券の評価損を考慮した上で、150億円となり、これまでの最高値になると見積もっていた。特に、キネダックについては、当初の見通しである34億円を上回って100億円に増額修正していた。このため、小野薬品では、公約配当性向である12%を満たす必要から、株主への新たな利益還元策を検討することになった。

選択肢としては、増配案と株式分割案とがあった。現金配当を増加する案の場合には、公約配当性向を満たすためには1株16円が検討されていた。また、株式分割の場合には、1株を1.3株に分割する案が検討されていた。

株式市場では、佐野社長は「創業者一族の経営支配を脱したいと考えており、伏見屋が大株主であるうちは、実質増配につながる株式分割は避けたい」との意向をもってたとされていた。¹しかし、伏見屋や鶴鳴荘の株式売却で株式分割の環境が整いつつあるのではないかとの期待がでていた。²

一方、小野薬品は、大阪証券取引所での人気銘柄であり、1日当たり売買株数でも1百万株を上回ってトップとなる日も多かった。これに対して、東京証券取引所では信用銘柄ではなく、その売買数量は10千株を下回る日や全く取引のない日も多かった。しかし、小野薬品は、関東でも知名度を高める必要があると考えていた。特に、今後、医薬情報担当者を大幅に増員することを計画しており、関東で優秀な人材を多数採用したいと考えていた。このため、東京でもファンドマネジャーを招いて会社や新薬の将来性を説明するなどIR（インベスターズ・リレーション）活動を活発化して、東京証券取引所での人気を高め、当面の目標として、東京証券取引所の売買数量を大阪証券取引所での売買数量の30%程度に高めたいと考えていた。

¹ N（1992年5月8日），p. 13

² オール投資（1992年7月1日），p. 44

利益還元についての意思決定

佐野社長は、利益還元についてはいろいろと悩んでいた。具体的には、株式分割と現金増配とについて、株主達がどちらを歓迎するのかを見極めた上で、決定したいと語っていた。

付属資料 1

小野薬品工業の貸借対照表 (百万円)

	1989年11月	1990年3月	1991年3月	1992年3月
現金及び預金	91,679	81,945	101,357	103,507
金銭信託	15,400	15,700	6,900	
売掛債権	23,436	28,783	25,034	26,601
有価証券	9,171	7,983	12,554*	11,865*
棚卸資産	4,517	4,639	4,407	4,986
その他	- 113	- 106	- 327	1,002
流動資産	144,090	138,950	149,931	147,966
建物・構築物	12,686	12,394	13,144	14,754
機械・装置等	2,534	2,370	2,438	2,846
土地	7,168	6,837	10,509	14,829
建設仮勘定	465	980	1,888	863
有形固定資産	22,853	22,582	27,981	33,295
無形固定資産	571	650	955	1,067
投資有価証券	9,713	10,361	14,311**	18,417**
関係会社・出資金	157	156	348	349
従業員長期貸付金	1,296	1,286	1,370	1,518
敷金	578	590	717	813
その他	451	450	518	1,341
投資その他資産	12,195	12,836	17,265	22,618
固定資産	35,618	36,069	46,203	56,981
資産合計	179,708	175,019	196,135	204,948
買掛債務	4,785	5,064	5,406	8,013
1年以内返済金	93	92	107	113
1年以内償還新株引受権付社債	—	—	—	19,025
未払法人税・事業税	12,755	6,050	12,201	10,898
未払消費税	853	443	689	955
未払費用	4,311	1,660	1,965	1,939
賞与引当金	—	2,406	2,413	3,055
値引割戻引当金	984	940	778	—
売上割戻引当金	—	—	—	639
販売促進引当金	472	456	452	508
設備建設関係支払手形	406	374	1,793	970
その他	27	978	1,004	987
流動負債	25,404	18,471	26,815	43,912
無担保普通社債	—	—	—	1,000
新株引受権付社債	19,026	19,025	19,025	—
転換社債	39,740	39,740	39,738	39,707
長期借入金	871	833	854	1,156
退職引当金	5,619	5,581	5,889	6,160
役員退職給与引当金	812	429	413	495
長期納税引当金	1,062	1,208	1,626	—
長期前受収益	1,968	1,727	1,007	—
固定負債	69,098	68,546	68,555	48,519
負債合計	94,502	87,018	95,370	92,432
資本金	17,339	17,338	17,339	17,355
資本準備金	16,983	16,982	16,983	16,999
利益準備金	974	1,122	1,172	1,338
その他剰余金	49,910	52,558	65,268	76,829
資本合計	85,206	88,001	100,764	112,516
受取手形割引高	4,500	4,500	4,400	3,600
発行済株式総数 (百万株)	122.9	122.9	122.9	122.9

付属資料 1 (続き)

	1989年11月	1990年3月	1991年3月	1992年3月
預金の内訳				
大口定期預金	77,400	75,500	90,600	82,500
外貨預金	—	—	5,542	16,506
定期預金	4,897	4,872	4,000	3,440
有価証券の内訳				
一時所有：株式	—	232	4,606	4,744
(取得原価)	—	(514)	(7,225)	(9,994)
債券	3,413	1,356	2,792	2,354
(取得原価)	(3,415)	(1,387)	(2,993)	(2,614)
投資信託受益証券	5,758	6,394	5,155	4,766
投資有価証券：株式	8,113	8,769	11,750	15,886
(取得原価)	(8,119)	(8,991)	(12,190)	(18,677)
債券	1,100	1,091	2,061	2,031
(取得原価)	(1,143)	(1,129)	(2,261)	(2,237)
貸付信託	500	500	500	500
* 評価損			- 861	- 967
** 評価益			12,778	6,334

付属資料 2

小野薬品工業の損益計算書 (百万円)

	1989年11月期	1990年3月期	1991年3月期	1992年3月期
売上高	71,859	23,112	74,798	79,344
(製品売上高)	(63,199)	(20,195)	(65,752)	(70,237)
(商品売上高)	(8,574)	(2,872)	(8,883)	(8,968)
売上原価	13,789	4,446	14,323	14,303
(商品仕入高)	(6,555)	(2,215)	(6,602)	(6,574)
(製品製造原価)	(6,878)	(2,096)	(6,773)	(6,976)
売上総利益	58,068	18,665	60,474	65,041
返品調整引当金戻入額・繰入額	116	2	7	1
差引売上総利益	58,144	18,667	60,481	65,043
宣伝費	212	76	222	219
販売促進費	4,912	1,393	4,293	5,034
荷作運賃	370	109	346	367
給与	4,608	1,536	4,934	5,261
賞与・賞与引当金繰入額	3,039	1,496	2,997	4,038
事業税	3,874	1,140	4,400	3,852
試験研究費	9,241	3,260	9,864	10,325
その他	—	508	1,197	1,274
販売費・一般管理費	34,550	11,596	35,451	38,048
営業利益	23,595	7,071	25,029	26,994
受取利息	5,125	1,981	7,865	6,664
有価証券利息	498	155	191	199
受取配当金	331	200	271	252
有価証券売却益	227	63	32	216
特許権等使用料収益	201	85	308	368
その他	252	109	511	651
営業外収益	6,634	2,596	9,180	8,352
支払利息・割引料	382	129	536	426
社債利息	655	218	655	708
寄付金	515	230	667	880
有価証券評価損	0	304	2,514	2,731
その他	314	79	809	626
営業外費用	1,866	962	5,184	5,375
経常利益	28,363	8,705	29,025	29,971

付属資料 2 (続き)

	1989年11月期	1990年3月期	1991年3月期	1992年3月期
特別利益	503	559	208	941
特別損失	580	665	373	3,299
(投資有価証券評価損)	(—)	(215)	(218)	(2,351)
税引前当期純利益	28,286	8,600	28,860	27,613
法人税および住民税	16,039	4,205	15,570	14,108
当期純利益	12,248	4,394	13,290	13,505
総製造費用				
原材料費	3,284	791	2,884	3,136
労務費	2,405	917	2,455	2,696
経費	1,216	388	1,433	1,614
(減価償却費)	(505)	(156)	(636)	(733)
減価償却費	2,224	639	2,053	2,052
1株当たり利益(円)	99.81	35.75	108.13	109.87
1株当たり配当金(円)	12.00	4.0	13.50	14.00
配当性向	12.0%	11.2%	12.5%	12.7%
従業員数(人)	1,719	1,704	1,722	1,740

付属資料 3

小野薬品による資本市場からの資金調達

発行年月	発行総額 (百万円)	転換額 (百万円)	未償還残高 (百万円)	利率	転換価格 (円)	償還期限
<u>転換社債</u>						
1986年8月	20,000	261	19,739	1.9%	8,234.40	1998年11月
<u>新株引受権付社債</u>						
1987年8月	22,627* (150百万ドル)	3,601**	19,025	3.0%	7,369.30 (\$1=152.30円)	1992年8月
<u>転換社債</u>						
1988年4月	20,000	1	19,999	1.4%	6,928.40	2000年11月
<u>無担保普通社債</u>						
1991年6月	1,000		1,000	7.2%	99.50円	1997年6月

* 付与率 100%

** 3,601百万円は為替予約による差益であり、長期前受収益への振替額である。

付属資料 4

小野薬品の株主構成

	1991年3月末		1992年3月末	
	株数(千株)	比率(%)	株数(千株)	比率(%)
1. 東海銀行	5,504	4.48	5,825	4.74
2. 北海道拓殖銀行	4,855	3.95	4,855	3.95
3. 鶴鳴荘	3,599	2.93	3,599	2.93
4. 明治生命保険	3,365	2.74	3,405	2.77
5. 小野奨学金	3,485	2.84	3,290	2.68
6. 大和銀行	3,269	2.66	3,269	2.66
7. 第一生命保険	2,713	2.21	2,714	2.21
8. 中央信託銀行	3,089	2.51	2,445	1.99
	39,447	32.09		
9. (株)丸川	2,227	1.81	2,237	1.82
10. 大阪証券金融	2,202	1.79	4,713	3.83
			36,357	29.58
伏見屋	5,005	4.07	760	0.62
11. 住友信託銀行	4,559	3.71	2,214	1.80
12. 千代田火災海上保険	2,138	1.74	2,138	1.74
13. 日興証券大阪	2,671	2.17	2,116	1.72
14. 横浜銀行	2,098	1.70	2,098	1.70
15. 三菱信託銀行	2,166	1.76	2,092	1.70
16. 三和銀行	n. a.	n. a.	1,955	1.59
17. 三井信託銀行	1,383	1.12	1,770	1.43
18. さくら(太陽神戸三井)銀行	1,493	1.21	1,493	1.21
19. 日本生命保険	n. a.	n. a.	1,256	1.02
20. 小野智恵子	1,443	1.17	1,142	0.92
小野順造	1,403	1.14	n. a.	n. a.
	58,676	47.73	54,634	44.43
外国	3,507	2.8	3,366	2.7
投資信託	5,417	4.4	6,111	4.9
浮動株		24.5		28.7

付属資料 5

小野薬品の薬価引き下げ率の推移

	1981年 6月	1983年 1月	1984年 3月	1985年 3月	1986年 4月	1988年 4月	1990年 4月	1992年 4月
小野薬品	- 8.0%	- 2.0%	-12.0%	- 1.2%	- 1.0%	- 4.2%	- 3.0%	+ %
業界平均	-18.6	- 4.9	-16.6	- 6.0	- 5.1	-10.2	- 9.2	- 8.1

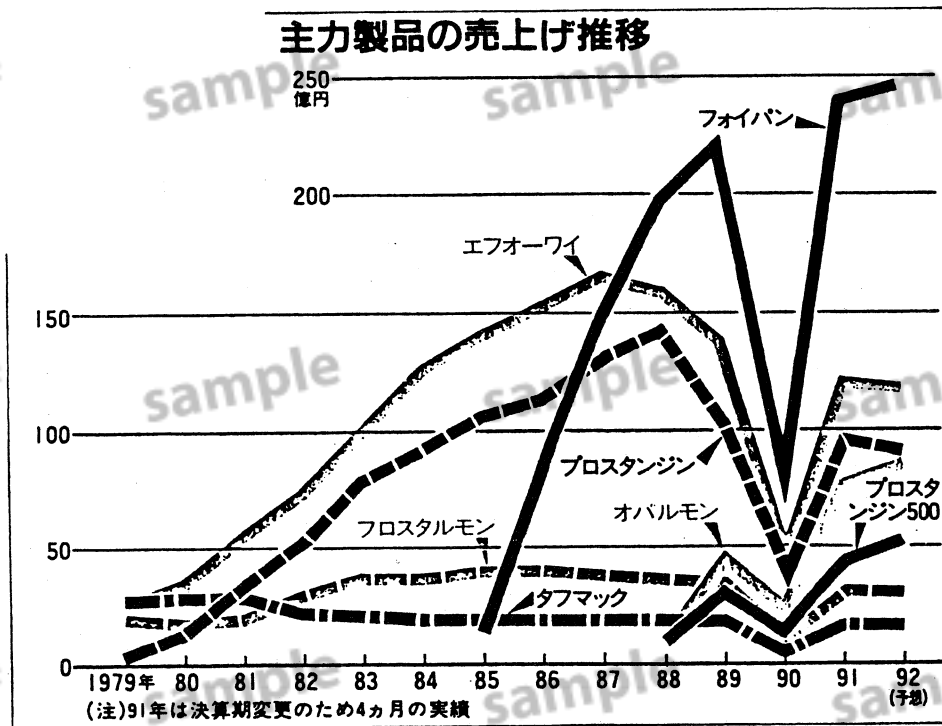
資料：1990年までについては、週刊ダイヤモンド（1991年11月9日）、p. 81

付属資料 6

小野薬品の主力自社開発製品の売上高（百万円）

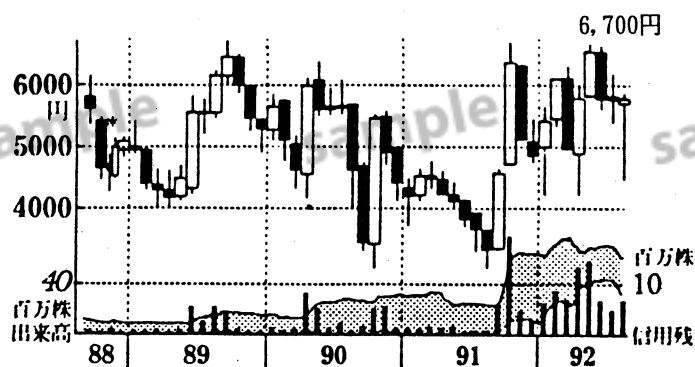
	11月期					3月期		
	1985年	1986年	1987年	1988年	1989年	1990年	1991年	1992年
エフオーワイ	14,030	15,150	16,457	*16,400	@13,600		A11,900	
フォイバン	1,360	8,401	14,913	*19,300	@22,100		A24,000	S25,500
プロスタンジン	10,580	11,290	12,928	*15,000	@10,300	1,100	E 4,200	
プロスタルモンF	3,340	3,340	3,334	#3,000				
プロスタルモンE	580	530	506	# 500				
プレグランジン	300	300	326	# 300				
オバルモン	—	—	—		@4,400	1,900	A7,500	S 6,000
プロスタンジン500	—	—	—		@3,100		4,300	
	30,190	39,020	48,464	#51,800				

資料：エコノミスト（1988年2月23日）、p. 96 # 予想値
 株式新聞（1988年9月8日）、p. 3 * 予想値
 NS（1990年3月13日）、p. 17 @ 実績値 N（1990年10月20日）、p. 17 E 予想値
 NF（1992年5月4日）、p. 14 A 実績値 N（1992年5月21日）、p. 16 S 推定値



資料：週刊ダイヤモンド（1991年11月9日）、p. 81

付属資料 7
小野薬品の株価



付属資料 8
小野薬品のβ値

	3月	6月	9月	12月
1991年	0.45	0.44	0.48	0.57
1992年	0.63	0.74	0.73	

資料: Daiwa Institute of Research Ltd., Tokyo Stock Market Quarterly

付属資料 9
市場収益率

(東京証券取引所第一部市場, 買い持ち収益率)

保有期間	収益率	保有期間	収益率
1980~1985	15.8%	1975~1985	14.7%
1981~1986	21.8	1976~1986	16.1
1982~1987	29.8	1977~1987	18.2
1983~1988	31.1	1978~1988	18.5
1984~1989	32.8	1979~1989	20.2
1985~1990	24.2	1980~1990	18.5
1986~1991	12.4	1981~1991	15.8

資料: 日本証券経済研究所, 株式投資収益率

付属資料 10
利子率 (%)

	1991年				1992年		
	3月	6月	9月	12月	3月	6月	9月
国債 (10年)	6.215	6.488	6.300	5.836	5.444	5.673	4.804
国債 (2年)	6.502	6.489	6.114	5.156	3.603	4.504	3.692
国債 (割引債) (3カ月)	7.268	7.664	7.237	6.138	4.594	4.471	3.240
金融債 (3年)	6.500	6.700	6.500	6.000	5.100	5.300	4.500
大口定期預金 (10百万円以上)							
1年以上2年未満	6.362	6.601	6.118	5.631	4.768	4.341	
3カ月以上6カ月未満	7.836	7.503	6.506	5.843	4.679	4.372	
プライム・レート (短期)	8.25	7.875	7.625	6.625	5.875	5.25	4.75
プライム・レート (長期)	7.50	7.70	7.50	7.32	6.0	6.30	5.70

付属資料 11 証券取引の手数料および税金

	転換社債	株式
売買委託手数料		
約定金額 1百万以下	約定額の1%	1.150%
" 1～5百万以下	約定額の 0.90% + 1,000円	0.900% + 2,500円
委託手数料の消費税	購入時委託手数料の3%	3%
有価証券取引税	売却時約定金額の0.16%	0.30%
キャピタルゲイン課税		
申告分離	譲渡益年間合計額の 20% (所得税) + 6% (住民税)	
源泉分離	譲渡価額の0.5%	1%

付属資料 12 利益配分ルールに関する理事会決議の制定について

平成4年3月18日

日本証券業協会

1. 公約配当性向は、利益配分の増加が期待できる水準で、原則として、上場企業の平均的水準（30%）以上となるように要請する（注1）。
2. 株主資本利益率8%以上の企業については弾力的に対応するが、株主資本配当率が2.4%以上となる公約配当性向水準とするように要請する（注2）。
3. 公約維持期間はファイナンス後3決算期間とし、3期平均で公約水準の維持を要請する。
4. 株式分割は、基準日に配当増加があったものとみなす。
5. 1株当たり配当金が20%以上増加した期は、公約を遵守したものとして取り扱う。ただし、公平性確保のため、配当性向が10%以上の企業に限定するとともに、配当性向実績により配当金の増加率に差を設ける。
6. 配当性向の計算上、特別利益は当期利益に含めないことができる。
7. ファイナンスの際に、配当政策についての具体的な考え方を公表するよう要請する。
8. 発行会社及び証券業協会において、公約の遵守状況を定期的に公表する。

（注1）1990年度（1990年～1991年）の上場企業の平均配当性向は30.3%であった。

（注2）株主資本利益率（ROE）×配当性向＝株主資本配当率（DOE）

ROE＝10%の企業の場合 10%×配当性向＝2.4% 配当性向＝24%

ROE＝15%の企業の場合 15%×配当性向＝2.4% 配当性向＝16%

したがって、ROEの高い企業ほど、公約配当性向は低くてもよいことになる。

なお、1990年度の上場企業の平均ROEは6.87%、平均DOEは2.08%であった。

付属資料 13 大阪・道修町に本社を置く大手製薬会社の配当状況

	1987. 3期	1988. 3期	1989. 3期	1990. 3期	1991. 3期	1992. 3期
武田薬品工業						
株主資本 (10億円)	281. 7	313. 7	344. 3	375. 1	403. 7	426. 0
税引後利益 (〃)	22. 3	31. 4	34. 5	37. 5	37. 1	32. 4
1株当り利益 (円)	28. 6	39. 9	39. 7	42. 9	42. 5	37. 2
1株当り配当 (円)	7. 5	8. 0	10. 0	10. 0	12. 0	12. 0
株式分割			0. 1 (5)			
転換社債	300億円 (9)					
新株引受権付社債	80百万円 (8)					
株価 高値 (円)	3, 680 (4)	3, 290 (3)	2, 840 (1)	2, 410 (1)	1, 860 (3)	1, 350 (1)
安値 (円)	2, 450 (1)	2, 180 (10)	2, 220 (3)	1, 220 (8)	1, 220 (12)	980 (4)
藤沢薬品						
株主資本 (10億円)	155. 9	171. 4	177. 7	206. 6	216. 2	221. 4
税引後利益 (〃)	5. 7	8. 4	6. 3	7. 0	8. 1	6. 0
1株当り利益 (円)	21. 7	27. 9	20. 5	22. 0	25. 2	18. 8
1株当り配当 (円)	7. 5	7. 5	7. 5	7. 5	7. 5	7. 5
株式分割		0. 1 (5)	0. 1 (5)			
転換社債	300億円 (5)					
新株引受権付社債	370百万円 (5) 150百万DM (5)					
株価 高値 (円)	2, 580 (3)	2, 260 (4)	2, 140 (11)	2, 410 (1)	2, 010 (4)	1, 540 (1)
安値 (円)	1, 540 (1)	1, 450 (10)	1, 580 (2)	1, 200 (10)	1, 400 (12)	705 (8)
塩野義製薬						
株主資本 (10億円)	136. 6	144. 3	153. 0	162. 4	168. 7	173. 2
税引後利益 (〃)	9. 2	10. 3	11. 3	11. 8	9. 0	7. 3
1株当り利益 (円)	27. 6	29. 4	32. 3	33. 7	25. 5	20. 3
1株当り配当 (円)	7. 5	7. 5	7. 5	7. 5	7. 5	7. 5
株式分割		0. 05 (5)				
転換社債	200億円					
新株引受権付社債	250億円					
株価 高値 (円)	2, 030 (4)	2, 070 (4)	1, 940 (10)	1, 850 (1)	1, 370 (9)	1, 010 (3)
安値 (円)	1, 290 (11)	1, 380 (11)	1, 480 (3)	950 (10)	905 (12)	531 (8)

	1987. 4期	1988. 3期	1989. 3期	1990. 3期	1991. 3期	1992. 3期
田辺製菓						
株主資本 (10億円)	65. 6	94. 4	106. 3	111. 7	114. 6	118. 8
税引後利益 (〃)	5. 4	8. 2	8. 7	7. 0	5. 0	5. 0
1株当り利益 (円)	25. 7	34. 2	36. 3	29. 1	20. 6	20. 8
1株当り配当 (円)	7. 0	7. 5	8. 5	8. 5	7. 5	7. 5
株式分割		0. 03 (6)				
転換社債			300億円 (2)	300億円 (10)		
株価 高値 (円)	2, 380 (12)	2, 680 (3)	2, 100 (1)	1, 800 (1)	1, 530 (10)	1, 180 (3)
安値 (円)	1, 580 (11)	1, 570 (11)	1, 600 (2)	850 (12)	825 (1)	665 (8)

	1987. 5期	1988. 5期	1989. 3期	1990. 3期	1991. 3期	1992. 3期
大日本製菓						
株主資本 (10億円)	43. 9	48. 4	50. 9	56. 2	66. 4	70. 0
税引後利益 (〃)	4. 1	5. 9	3. 1	5. 1	5. 2	4. 7
1株当り利益 (円)	27. 5	39. 4	20. 6	33. 9	33. 8	29. 5
1株当り配当 (円)	8. 5	7. 5	6. 25	7. 5	7. 5	7. 5
株式分割	0. 1 (7)					0. 05 (11)
転換社債		120億円 (6)		150億円 (6)		
株価 高値 (円)	3, 690 (1)	3, 130 (4)	2, 980 (10)	3, 460 (6)	2, 340 (4)	2, 170 (3)
安値 (円)	2, 410 (11)	2, 000 (11)	2, 150 (2)	1, 680 (10)	1, 350 (12)	779 (8)

(注) () 内の数字は、月を示している。

付属資料 14

日本企業実務家の配当についての考え方事例

1. 岩松茂裕（日本郵船副会長）

「株式と債券を比べて考えてみるのも、ひとつの方法だ。債券は確定利付きで、返済すべきものだ。どの位の利回りは、元本が返って来た時にわかる。株式は返す義務はない。配当に株そのものの処分益を加えたものが投資家の利益といえる。利回りを株の処分益で補うことになる。

日本の経営者の場合、利益を内部留保したが。1株当りの価値はそれだけ高まるのだから、配当に反映させなくとも、株主に損をかけていないことになる。なんだか言い訳めくが、配当と内部留保とは同じことではないだろうか。

最近、内部留保や資本金などの『自己資本』を『株主資本』と表現すべきという意見が強まっている。つまり資本は株主のものという考え方だ。わが社は自己資本のまま、カッコ付きの（株主資本）と付け加えている。個人的には、まず会社のものとしておきたい。最終的には株主のものであるには間違いないのだが。

配当の固定は確かによくはない。郵船は常に50円額面の4円。インフレもあるのでこれでは株主でなくともおかしいと思う。ただ『もうかったらもっと吐き出せ。だめなら無配で構わない』という意見は頂けない。

海運会社の場合、1964年の海運集約以来、計画造船に国からの利子補給を受け、配当は常に8分に抑えられて来た。しかし、81年に計画造船を打ち切ってから、配当を弾力的に決めようという空気は出ている。

ただ、最終の受給は97年で、それまでは規制がある。例えば1割を超える増配をすると、将来の受給分のうち何億円かを辞退しなければならない。資本調達でよほど不利でないなら、無理して増配しようという気にならないわけだ。ただ、その期限が近付くにつれ、株主総会などで、『いつまで8分配当なんだ』と言われても、反論できなくなるかもしれない。〔日経産業新聞（1989年9月8日）、p.28〕

2. 竹内松雄（TDK）

a. 「日本企業の場合、業績が上がってもなかなか配当を増やさないのは、逆に業績がおちても米国のようにドライに配当を落とすことが難しいからだ。TDKは無償増資や分割よりも配当を業績に応じて増やす政策を続けているが、これは配当性向重視というよりはむしろ株価をどうしたら高くできるかに株式戦略の基本を置いているからだ。

株価を上げる財務的な手段として増配や無償増資、分割などがある。しかし、無償増資や分割はタイミングが難しく、へたをすると株価を下げることになりかねない。

その点増配は株主に利益を還元する方法としては最も適している。

確かに無償増資などは短期的に株価を引き上げる方法としては有効だ。しかし長期的には株価を維持できるか、という点では問題が残る。短期の投機ではなく長期的に持ってくれる株主にいかに還元するかが重要だ。無償増資を実施しても株価との差を埋められなければ十分な還元とはいえないだろう。

TDKはかつて配当性向15%程度をめどにしていた。その後円高で急速に利益が減少し、配当性向も86年度には37%、87年度には31%となった。その後円高対策が浸透し88年度には26%に下がっている。当面は20-25%程度がいいのではないかと考えている。

米国では、日本に比べて配当性向を高く保つことが重視されている。しかしまだ成長力、利益力の高い日本企業の場合、すぐに配当をふやして利回りを高く保つメリットよりも、再投資を増やして利益を生み株価を上げるほうが株主に対する還元になる。このためあくまで配当を増やすというよりは、むしろ、必要な配当を確保しつつ株価を上げることを目指している。

もちろん今後成長力、利益力が下がる時代がくると配当で株主に還元する場合が増えてくるかもしれない。」(取締役経理部長)〔日経産業新聞(1989年9月8日), p. 28〕

b. 「最もポピュラーなのは配当性向、つまり当期利益の何パーセントを株主への配当金に回しているかという指標だろう。

しかし、配当性向だけで企業の株主への還元姿勢をみるのはどうか。利益が減れば配当金は変わらなくても配当性向が高くなる。成長過程にある企業では、配当金を減らしても事業の拡大のために必要な資金を使うことが、結局は株主のためになるというケースもある。

最近になってROE(株主資本利益率)も注目されている。株主資本に対する当期利益の割合を示すものだが、これも問題がないわけではない。成熟化して安定成長に入った企業に、高いROEの伸びを期待するには無理がある。

そこで、配当性向とROEを掛け合わせて算出する株主資本配当率を目安にしてはどうか。企業が高度成長期にあるときはROEを高めることを、成熟期に入ったら配当を厚くして配当性向を高めることを株主還元の目標にする。いずれの場合も株主資本配当率が高まるから、株主への還元度をはかる指標になる。

一方、株式の値上がり益、配当金によって株主が受け取る利益の合計が、銀行預金の金利収入に比べて高いかどうかは株主還元の目安になる。当社は決算短信の『配当政策』の欄で『株主が受け取る総合的な収益が、市中金利を上回るよう努力する』という目標を記している。」(常務)〔日経産業新聞(1991年8月29日), p. 23〕

3. 山内溥（任天堂社長）

a. 「株価が高いので多少増配しても利回りは知れている。無償のほうが株主に喜ばれる。何割増益だから何割無償といった単純なモノサシがあるわけではない。」〔日本経済新聞（1991年1月30日），p. 7〕

b. 「利益に応じた還元は必要だ。しかし，株式市場低迷下で大幅な株式分割をすることは株主の期待を裏切る恐れがある。」〔日本経済新聞（1992年8月5日），p. 15〕

4. 松田和光（資生堂副社長）

「1991年9月中間期末に続き，1992年3月期末にも株式分割（1株を1.1株に）することを決めた。これはわが社が来年4月に創業120周年を迎えることを記念する意味も含まれている。わが社は前3月期末にも株式分割を実施しており，これで1年間で3回の株式分割となる。

今回，利益還元として株式分割を選んだのは，記念配より株式分割を求める声が個人投資家中心に多かったこと，記念配とはいえいったん増やした配当をあとで減らすのにはやや抵抗があるからだ。また，2回に分けて実施するのは楽しみは多い方がいいだろうと考えたからだ。

配当性向も上昇する。今期の業績が計画通り（経常利益で320億円）となり，ワラント債の権利行使がすべて実施されると仮定すれば，1992年3月期の配当性向は23.5%と，前期の20.8%から改善される。

ただ目標とする配当性向を定めている訳ではない。今後は，株主資本利益率（ROE）などの指標を見ながら前向きに株主に利益を還元していきたい。」〔日経産業新聞（1991年9月13日），p. 29〕

付属資料 15

株主に対する社長の意識調査 (1991年4月)

設問：「日本の株主は会社にどんなことを最も望んでいると思いますか」

	配当(増配)	株式分割	成長力	開発力	安定性	その他
全体	12.9%	19.3%	53.6%	1.9%	10.9%	1.8%
(資本金別)						
50億円未満	16.8	22.2	48.0	2.5	9.9	0.6
50～100億円未満	11.0	17.8	56.2	1.4	11.0	2.8
100～200億円未満	8.5	18.4	56.1	1.9	13.2	1.9
500～1,000億円未満	5.1	10.3	71.8	0.0	12.8	0.0
1,000億円	6.5	3.2	71.0	0.0	6.5	12.9
(創業期別)						
1926年以前	16.2	11.5	57.9	2.2	10.4	1.8
1927～1945年	11.5	15.6	55.7	3.1	13.0	1.0
1946～1959年	13.5	22.4	48.3	1.9	12.4	1.6
1960～1969年	3.4	29.9	58.3	0.0	8.0	2.3
1970～1979年	13.7	39.2	41.2	0.0	3.9	2.0
1980年以降	14.3	42.0	28.6	0.0	0.0	14.3

設問：「あなたは株主に、どう報いるべきだと思いますか」

	安定的な 配当維持	増配	株式 分割	成長力 の維持	開発力 の強化	利益の 向上	その他
全体	39.4%	4.8%	8.7%	29.3%	1.6%	15.6%	0.6%
(資本金別)							
50億円未満	39.7	6.1	11.9	25.8	1.1	15.0	0.4
50～100億円未満	43.2	6.2	7.5	25.3	4.1	12.3	1.4
100～200億円未満	38.7	1.9	5.2	34.4	1.4	17.9	0.5
500～1,000億円未満	33.3	2.6	2.6	46.2	0.0	15.4	0.0
1,000億円	29.0	3.2	0.0	41.9	0.0	22.5	3.2
(創業期別)							
1926年以前	40.6	7.2	1.4	30.6	2.2	16.9	1.1
1927～1945年	51.0	2.6	8.3	22.9	1.6	13.5	0.0
1946～1959年	37.5	3.9	10.0	32.4	1.2	13.9	1.2
1960～1969年	29.9	4.6	17.2	26.4	2.3	19.5	0.0
1970～1979年	17.6	5.9	25.5	33.3	0.0	17.6	0.0
1980年以降	14.3	0.0	28.6	42.9	0.0	14.3	0.0

設問：「貴社の配当政策は何を基本に置いていますか」

	一定の 年間配 当額を 保つ	特別配当 記念配当 で報いる	業績に 応じて 配当を 増減	成長力 減配に は慎重	配当と 分割を 合わせて 考慮	同業他社 と同水準 の配当	その他
全体	18.1%	42.1%	7.1%	8.9%	20.3%	1.1%	2.4%
(資本金別)							
50億円未満	19.3	41.7	6.7	7.2	22.2	0.9	2.0
50～100億円未満	15.1	37.7	8.9	8.2	26.0	1.4	2.8
100～200億円未満	20.3	44.3	5.7	12.3	14.6	0.5	2.4
500～1,000億円未満	10.3	53.8	10.3	5.1	15.4	5.1	0.0
1,000億円	9.7	38.7	9.7	19.4	9.7	3.2	9.7

付属資料 15 (続き)

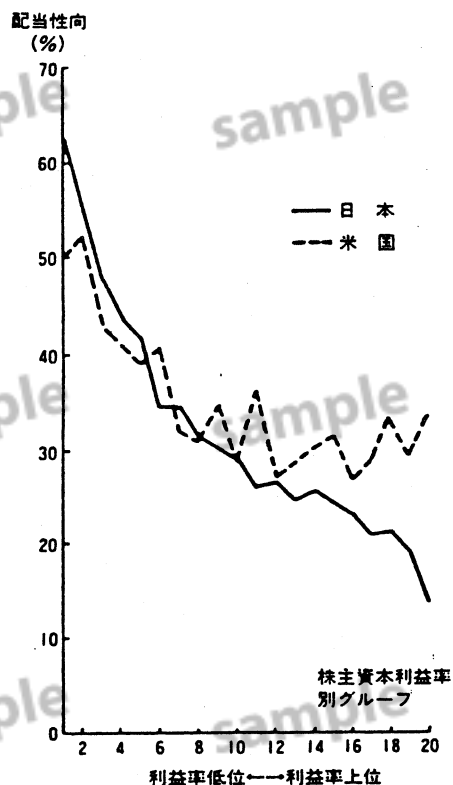
(創業期別)	一定の 年間配 当額を 保つ	特別配当 記念配当 で報いる	業績に 応じて 配当を 増減	減配に は慎重	配当と 分割を 合わせて 考慮	同業他社 と同水準 の配当	その 他
1926年以前	19.4	49.3	7.2	8.3	9.4	2.2	4.3
1927～1945年	21.9	46.4	6.8	10.9	13.0	1.0	0.0
1946～1959年	18.9	38.7	8.5	10.4	22.4	0.4	2.7
1960～1969年	9.2	40.2	2.3	4.6	41.4	0.0	2.2
1970～1979年	9.8	19.6	9.8	5.9	52.9	2.0	0.0
1980年以降	0.0	28.6	0.0	0.0	71.4	0.0	0.0

(注) アンケートは回答のあった 874社を対象 (上場 710社, 店頭公開164社)

資料: 日経金融新聞 (1991年 5月 8日), p. 9

付属資料 16

株主資本利益率別配当性向 (1989年度)



- (注) 1. 対象会社は、株主資本が正値かつ現金配当会社で、配当性向が100%未満の会社
2. 米国の対象会社は、「Moody's Handbook of Common Stock,」(Sum. 1990) に収録されている約900社のうち、1989年の株主資本利益率と配当性向の数値が利用可能な444社。
3. 対象会社を株主資本利益率順に並べ、日本90社、米国23社づつ20グループに分けた上でグループ毎の平均配当性向を算出した。

資料: 広田真人, 「日米企業の配当政策の実証分析」 証券アナリストジャーナル (1991年 7月), p. 20

付属資料 17

配当政策と投資家にとっての収益率との関係

A. 配当性向と投資家にとっての収益率との関係

株式市場における投資家にとっての収益率が、配当利回りと株価変化率との合計によって示される場合には、配当性向を d 、1株当たり利益を EPS 、株価を P 、株価変化率を g 、株価収益率を PER 、投資収益率を r として表現すると、その収益率は以下の関係式によって示される。

$$(d \times EPS) / P + (g \times P) / P = d \times (1/PER) + g$$

さらに、株価変化率 g は、企業が行う設備投資等の投資のための資金が当該企業の利益の内部留保金と等しい場合には、 $[g = \{(1 - d) \times r\}]$ によって単純化出来る。したがって、株式市場における投資家の収益率は次のように要約出来ることになる。

$$(d/PER) + (1 - d) \times r$$

この式に基づいて、今、企業の行う投資の収益率が当該企業の株主資本利益率に等しい場合には、投資家にとっての収益率は次のように計算できることになる。

業	株主資本 利益率 (r)	配当性向 (d)	株価変化 率 (1-d) x r	配当利回り (d/PER)			投資家にとっての収益率		
				株価収益率 (PER)			株価収益率 (PER)		
				10倍	20倍	50倍	10倍	20倍	50倍
A	5%	25%	3.75%	2.50%	1.25%	0.50%	6.25%	5.00%	4.25%
		50	2.50	5.00	2.50	1.00	7.50	5.00	3.50
		75	1.25	7.50	3.75	1.50	8.75	5.00	2.75
B	10%	25%	7.50	2.50	1.25	0.50	10.00	8.75	8.00
		50	5.00	5.00	2.50	1.00	10.00	6.00	6.00
		75	2.50	7.50	3.75	1.50	10.00	6.25	4.00
C	15%	25%	11.25	2.50	1.25	0.50	13.75	12.50	11.75
		50	7.50	5.00	2.50	1.00	12.50	10.00	8.50
		75	3.70	7.50	3.75	1.50	11.20	7.45	5.20

B. 日本企業の配当政策のシグナリング効果についての研究

配当は、幾つもの要因を考慮して行われる。そのなかで最も重要視されるのは配当金が株価に及ぼす影響の度合いであろう。アメリカ企業についての研究では、配当金は、企業の将来の見通しについての情報を与える（すなわち、シグナリング効果がある）と言われている。例えば、減配をする企業は、経営者が将来の業績が高まるとは予測していないことを示唆するものと投資家に受け止められる。このため、株価は下落することになる。このことは、増配する企業の場合には、将来の業績について自信をもって示唆するものと投資家に受け止められる。

ところで、日本企業についての研究では、小林（1975年）は、配当の変更についての情報が発表された前60日、後30日の期間について検討しており、「減配の情報は、発表後すぐに株価に完全に反映するのが観測出来るものの」、増配の情報については、発表後に株価にプラスの効果が出ているとは必ずしも言い切れないという結果を示している。これに対して、久保田（1981）は配当率の情報について、情報の前5カ月、後2カ月の期間を検討しており、良いニュースについては株価はプラスに、悪いニュースについては株価はマイナスに反応するという結果を得ている。さらに棚橋（1992）は、黒字でありながら減配した企業について、利益を超えて配当した企業は、利益の範囲内まで配当を落とした企業や配当を維持出来る利益をあげていながら減配した企業よりも、減配後1期および2期において増益となるケースが多いことを見出している。

ところで、今日上場企業の配当政策としては、現金配当を増加させることと、株式を無償交付（株式分割）することによって迂回的に将来の現金配当を増加させる方法とがある。そのような無償交付の情報がもつシグナリング効果については、小峰（1980）は、無償交付の情報に対して株価はプラスに反応するものの、権利落ち後1年間にわたって株価が下がるという傾向を示している。すなわち、1年程度の間隔でみると無償交付は株価にプラスの効果と及ぼしていないという結果を示している。また、松原（1986）は、無償増資について、権利落日、払込日および取締役会を基準にして情報の効果を前後12カ月の期間について検討している。その結果、株価は、基準日までは、プラスに反応しているが、基準日以後は、マイナスに反応して、12カ月後には、基準日12カ月前の水準にほぼ戻っているという結果を得ている。このような結果について、伊藤（1992）は、権利落ち前に無償株の買い支えがあったことや、1985年以前にはエクイティ・ファイナンスを行った企業が「利益分配ルール」のもとで無償交付を強制された面があり、企業の自発的な配当政策の結果としての無償交付でないという事情もあり、無償交付の情報の意味内容を問題視する必要があることを示唆している。そこで、伊藤は、1986年に「利益配分ルール」が改定されたことに注目して、これ以後の利益還元策では、現金配当と無償交付の選択が企業の自主判断に委ねられていたと解釈している。その上で、伊藤は、無償交付アナウンス前30日、権利落ち後30日の期間について検討し、プラスの

アナウンスメント効果のあるという結果を得ている。しかし、伊藤の研究は、小峰や松原の研究と異なって計測期間が短く、無償交付の長期間の効果については言及されていない。

なお、以上の研究においては、現金配当と無償交付とのシグナリング効果の差異についての示唆は見られない。

〔関連する主な研究〕

1. 伊藤正之, 「無償交付の情報の意味内容」 証券経済 (179号) (1992年3月)
2. 久保田敬一, ポートフォリオ理論 (日本経済評論社, 1981年), pp. 95-100
3. 小林親一, 「株式市場の効率性(1) — ファイナンスの実証研究(4)」 財界観測 (1975年2月), pp. 22-29
4. 小峰みどり 「フェア・ゲームモデルによる株式市場の効率性の検定(3): 無償増資に対する株価の反応 - わが国証券市場の数量分析(そのVII)」 計測室テクニカル・ペーパーNo. 51 (1980年6月)
5. 松原, 「日本の株式市場における効率性市場の検証(下)」 大和証券投資資料 (613号) (1986年7月), pp. 18-29
6. 棚橋祥紀, 「配当とシグナリング」 野村週報 (1992年2月10日), p. 13

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

不 許 複 製

慶應義塾大学ビジネス・スクール

© 19年4月・200