

## REPORT II

# 配当政策再考

## - 配当政策は株主価値を高めるか? -

金融研究部門 新田 敬祐  
nitta@nli-research.co.jp

### 1. はじめに

新会社法の施行を今春に控え、買収防衛策が世間の耳目を集めている。企業買収の本格化に備えて、合理的な防衛策のあり方を検討することは、多くの企業にとって喫緊の課題であろう。本稿のテーマである配当政策についても、最近、買収防衛策としてどう活用するかとの文脈で語られることが多いが<sup>(注1)</sup>、ここでは、それが持つ意味を原点に立ち返って再考し、どのような配当政策が株主価値<sup>(注2)</sup>を高めるかを模索してみたい。

しかしながら、そもそも、あるべき配当政策を、株主価値と直接的に関連づけて語るのは難しい。まず、株主価値をどう評価したら良いかという問題については、単純に株価で代理するとしよう。こうすれば評価尺度は明確になるものの、以下でみるように、標準的な理論からは、配当政策は株価に何ら影響を与えないという結論しか導き出せない。このため、あるべき配当政策に関する議論は、歯切れの悪いものになりがちである。

したがって、配当政策の持つ意味を考えるには、少し視点を変える必要があることになる。そこで、本稿では配当政策の選択に秘められた、

企業経営者からのメッセージに着目することにしてしよう。株式市場では、企業経営に関する様々な情報が時々刻々と消化され、株価に織り込まれて行く。もしも企業経営者による配当政策の選択に、市場では未消化の何らかのメッセージが秘められているとすれば、株価に影響を及ぼす可能性が高い。これをどう読み解くかが、あるべき配当政策を考える上で鍵になるものと考えられる。

### 2. 配当政策とは何か

まず、以下で検討する配当政策の範囲を確認しておこう。配当政策とは、企業活動で得られたキャッシュフローのうち、どれくらいを事業に再投資し、どれくらいを株主に還元すべきか、そして、どのような還元方法を選択するかを、長期的な視点に立って意思決定することである。したがって、現金配当だけでなく、自社株買いも含めた株主還元方法を、広く検討対象とすることが必要である<sup>(注3)</sup>。

このように考えると、配当政策には様々な事情が絡み、その意思決定は容易でないことがわかる。例えば、将来、事業の拡大が予想される場合には、投資資金を確保するため、当面の間、

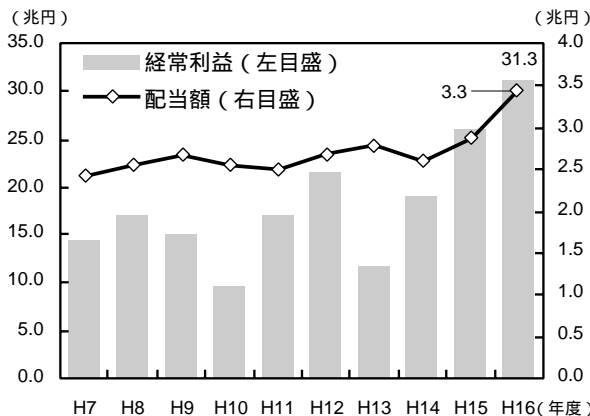
図表 - 1 現金配当と自社株買いの違い

	現金配当	自社株買い
現金の受け取り	株主全員	売却した株主のみ
配当落ち	発生する	発生しない
税金	インカムゲイン課税	キャピタルゲイン課税

配当を低く抑えることも選択肢となる。この場合、配当政策は、新規の借入や増資などの資金調達手段と同列に比較されることになる。また、事業の成長段階に応じて、配当政策の再検討が必要となることもある。当該企業の事業が、リスクの大きい高成長の段階から、安定的なキャッシュフローが得られるものの、有望なビジネスチャンスに乏しい段階に移行した場合には、株主還元を増やして過剰な内部留保を避けることも重要な選択肢となる。

さらに、どのような方法で株主還元を行うかについても決定する必要がある。大別すれば、現金配当と自社株買いがあり、どちらかが選択されることになる。両者には、図表 - 1 のような違いが認められるが、これだけでは還元方法の決定的な選択理由にはなりにくい。それでは両者に、本質的な違いはあるのだろうか、あるとすればどのようなものだろうか。

図表 - 2 上場企業の経常利益と配当額の推移



(注) 調査対象は、全国上場企業のうち、対象期間に継続してデータ取得可能な企業

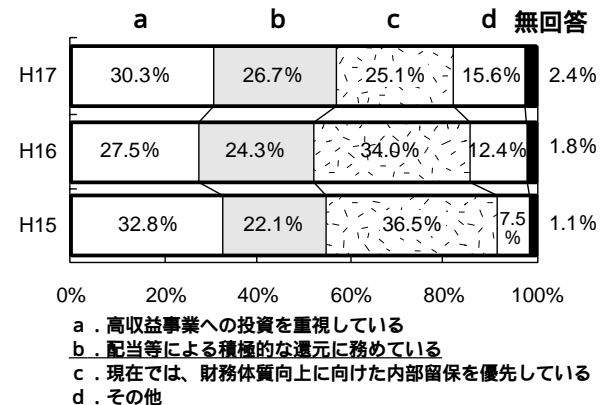
(資料) 生命保険協会 (2005)

### 3. 株主還元の現状

理論的な検討に入る前に、株主還元の現状を簡単に確認しておこう。以下は、生命保険協会が2005年に公表した「株式価値向上に向けた取り組みについて」に基づくものである。

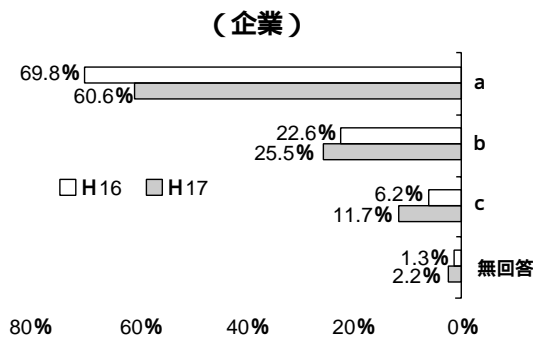
まず、図表 - 2 で、経常利益と配当額の推移を比較してみると、経常利益が毎年大きく変動しているのに対して、配当額は安定的に推移していることがわかる。このように、配当の利益連動性は、あまり高くないことが知られている。しかし、H13年度以降の状況を見ると、経常利益、配当額ともに増加基調にある。また、図掲しないが、最近は自社株買いも拡大しており、その規模は現金配当に匹敵する水準になっている。企業の株主還元姿勢も強まっており (図表 - 3)、配当の利益連動性が、近年、高まりつつあるのかもしれない。

図表 - 3 期間損益の用途 (企業)



(資料) 生命保険協会 (2005)

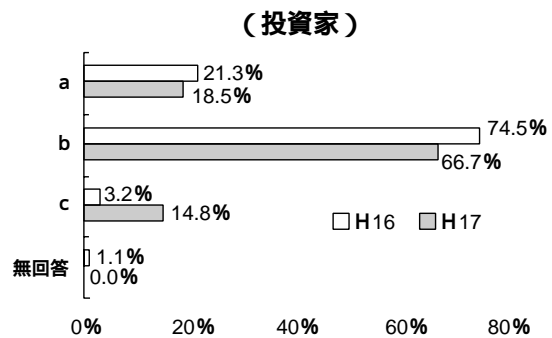
図表 - 4 望ましい配当方針



(回答数：17年度495、16年度593)

- a. 安定した配当の維持
- b. 各期の業績に応じた配当の実施
- c. その他

(資料) 生命保険協会 (2005)



(回答数：17年度81、16年度94)

- a. 安定した配当の維持
- b. 各期の業績に応じた配当の実施
- c. その他

次に、望ましい配当方針について、企業と投資家の姿勢を比較した図表 - 4 をみてみよう。興味深いことに、60.6%の企業が「安定した配当の維持」を望ましいとしているのに対し、投資家の66.7%は「各期の業績に応じた配当の実施」が望ましいとみている。つまり、企業は安定配当を、投資家は業績連動配当を好む傾向が強いことになる。では、こうした傾向を生じさせる要因は何だろうか。また、株主価値を高めるには、どちらのスタイルが良いのだろうか。

#### 4. MMの配当無関連命題

以上を踏まえて、配当政策の理論的検討に移って行こう。出発点は、ノーベル賞学者であるミラーとモジリアーニ（以下、MMと略す）が提唱した有名な配当無関連命題である。そのエッセンスは、「配当政策の変更は、インカムゲイン（配当収入）とキャピタルゲイン（株価変動による損益）の割合を変化させるだけで、株主が得る総合的な損益には何ら影響を及ぼさない」というものである。もっとも、この結論を導き出す前提として、市場は完全で情報格差や税金、取引コストなどが存在しないこと、事業内容や資本構成が変更されないこと、経営者が

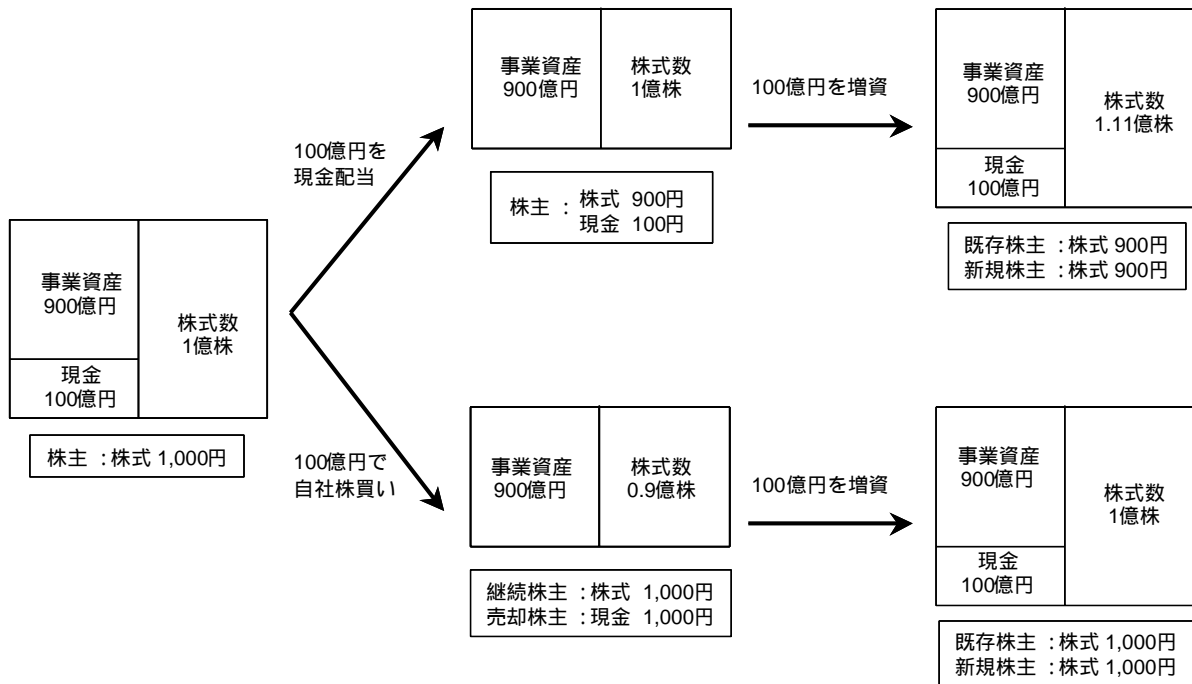
株主価値の最大化に努めることなど、一連の仮定が置かれている。このように単純化して考えれば、配当政策の変更には経済的な価値がないというのが、彼らの理論的帰結なのである。

以上の示唆を数値例で確認してみよう。図表 - 5 は、事業資産900億円の無借金企業が、保有する現金100億円を株主に還元するケースである。この企業は、総資産が1,000億円で発行済株式数が1億株なので、当初の株価は1,000円ということになる。仮に、この企業が100億円の現金配当を行った場合、株価は900円に下落するが、株主は、代わりに配当として現金100円を得るので損も得もしない。

次に、この企業が100億円を株価900円で時価発行増資すると、企業の総資産は当初の1,000億円に戻る。このとき、新規株主が加わって発行済株式数が増えるものの、株価は900円のままであり、既存株主は、やはり経済的に損も得もしない<sup>(注4)</sup>。また、先の現金配当の代わりに自社株買いを行った場合も、図表 - 5 の通り状況は少し異なるが、株主には何ら経済的な損得が発生しない。

このように、単純な仮定の下では、配当政策を変更しても、株主にとっては、インカムゲインとキャピタルゲインの割合が変わるだけで、

図表 - 5 配当無関連命題の数値例



総合的な価値の受け取りには何ら影響がない。また、企業が配当のために自由に増資できれば、いかなる高配当も実現可能であるが、このような行動も株主には無意味であろう<sup>(注5)</sup>。つまり、標準的な理論からは、配当政策にはあまり経済的な意味がないという結論が導き出されているのである。

しかし、現実の世界では、株主は、伝統的に高配当を選好・要求し、他方、多くの企業では、配当政策が慎重に検討されてきた。こうした一連の行動は無意味なのだろうか。無意味だとしたら、なぜこのような慣行が長年にわたって継続されてきたのだろうか<sup>(注6)</sup>。また、増配や自社株買いの発表を好感して、株価が上昇する現象もしばしば確認されるが<sup>(注7)</sup>、MMの配当無関連命題によれば、配当政策の変更は、株価に影響しないはずである。配当政策と現実の株価との関係は、この標準的な理論から導き出される結論とは必ずしも一致しないように思われる。

こうした不一致は、標準的な理論における仮定（現実の単純化）が強すぎるために生じると考えられている。経営者と投資家の間には、情報の非対称性があるので、株価は経営者しか知らない私的情報の公開に反応する可能性が高い。この私的情報が配当政策に含まれているとすれば、株価はその発表に反応することになるだろう。また、経営者は、常に株主価値の最大化のために行動するとも限らない。株主価値が毀損される懸念があれば、それは株価に反映されることになるだろう。

そこで、以下では、MM理論では考慮されていない上述の問題を扱った、シグナリング仮説とフリーキャッシュフロー仮説という2つの理論仮説を紹介し、配当政策が株価に影響を与える可能性を示す。さらに、配当政策を通じて、株主と経営者の間で、どのようなコミュニケーションが成立する可能性があるのかについても検討する。

## 5. シグナリング仮説

まず、シグナリング仮説について現金配当から考えてみよう。投資家は、経営者ほど当該企業に関する情報を入手したり、理解できないので（情報の非対称性）収益動向の予想面では経営者に劣ると考えるだろう。また、投資家には、増配を賞賛し、減配を強く非難するという伝統的な習性がある。他方、経営者は、減配すると投資家から強い非難を浴びるので、業績が悪化しても、配当水準を可能な限り現状維持するよう迫られる<sup>(注8)</sup>。すなわち、増配する場合、経営者は投資家に対して、その配当水準の長期的な維持と、それを可能にする利益水準の確保をコミットメント（確約）したことになる。

したがって、増配は、投資家から「将来の収益拡大トレンドに自信あり」という経営者の私的情報の発信（シグナリング）と受け止められ、株価の上昇要因になる。反対に、明確な理由がない減配は、企業収益が悪化傾向にあり、配当水準の現状維持すら困難であることを経営者が表明したと解され、株価下落をもたらす。このように、配当政策の変更は、将来の収益トレンドに関する経営者からのシグナリングと解釈され、株価に影響を与えるのである。

続いて、経営者と投資家の間に情報の非対称性があることを前提として、自社株買いに含まれるメッセージを検討しよう。このとき、投資家は、経営者の方が自社の株価水準をより正確に評価できると考え、株価が割安なときには自社株買いが行われ、割高なときには株式が新規に発行（自社株の売却と同じ）される可能性が高いと予想する。すなわち、自社株買いの発表は、投資家にとって、現在の株価が適正水準を下回っているというメッセージとなり<sup>(注9)</sup>、株価上昇をもたらすのである。

以上のように、経営者と投資家の間に情報の非対称性があれば、増配や減配、自社株買いなどの配当政策の変更は、経営者からの私的情報の発信（シグナリング）と解釈され、株価に影響を与えるものと考えられるのである。

## 6. フリーキャッシュフロー仮説

次に、フリーキャッシュフロー仮説について考えてみよう<sup>(注10)</sup>。企業は、その事業活動を通じて、毎期キャッシュフローを獲得し、それを事業への再投資にあてたり、余剰資金として蓄積したりする。後者の余剰資金の使い道は、経営者の裁量下にあるが、これが株主にとって望ましい形で、すなわち株主価値を最大化するように、活用されるとは限らない。経営者は、これを、株主以外の利害関係者、特に自らのために費消してしまうかもしれない。また、財務的な余裕が大きいので、経営者は経営努力を怠ったり、その資金を収益性の低いプロジェクトに投資してしまったりする可能性もある。

このフリーキャッシュフロー問題は、株主・経営者間の利害不一致から生じるエージェンシー問題の一部である。この問題は特に、毎期のキャッシュフローや余剰資金<sup>(注11)</sup>が潤沢で、有望なビジネスチャンスが少ない企業で深刻化しやすい。このような企業で、余剰資金が無駄遣いされるという懸念が市場で共有化されれば、株価はその分を割り引いて評価（ディスカウント）されることになる。

企業がこのディスカウントを解消するには、余剰資金の無駄遣いが生じないことを市場に確信させることが必要となる。それには、増配や自社株買いなどを通じて、余剰資金を株主に還元することが最も効果的である。近年、多くの余剰資金を蓄積し、かつ株価評価の低い（ディ

スカウント)企業が、投資ファンドの標的になりがちであるのは、フリーキャッシュフロー問題の解消に積極的に関わることで利益を得られる可能性が高いためと考えられる。

## 7. 株主還元方法の違いに関する示唆

以上の2つの理論仮説から、株主還元方法の違いに関して得られる示唆を整理してみよう。両仮説とも、増配や自社株買いは、株価を高める可能性が高いことを示唆しており、株主が伝統的に増配を賞賛し、減配を強く非難してきたのもうなずける。しかしながら、それぞれの還元方法が持つ意味は、仮説によって異なっている(図表-6)。シグナリング仮説に基づけば、現金配当には将来の収益動向に関する経営者の私的情報が含まれ、自社株買いには現在の株価水準に関する私的情報が含まれる。投資家は、配当政策の変更から新しい情報を得ることになり、株価はその情報を織り込む形で反応する。他方、フリーキャッシュフロー仮説では、増配、自社株買いともにエージェンシー問題を緩和する効果を持ち、ここでも、投資家に対して、余剰資金を無駄遣いしないという経営者のコミットメントが、発信されたことになる。特に、ビジネスチャンスが少なく、余剰資金が潤沢な企

業でこの効果が大きい。

したがって、経営者にとっては、どのような情報を市場に発信したいかが、株主還元方法を選択する要因となり得る。将来の収益拡大トレンドに自信があり、それが株価に十分に織り込まれていないと判断すれば、増配するのが適切であろう<sup>(注12)</sup>。また、現在の株価がファンダメンタルズからみて割安に放置され、買収が懸念されるなら、自社株買いで対応するのが良いだろう。特に、余剰資金や毎期のキャッシュフローが潤沢で、株価が大幅に割安となっている場合、敵対的買収の標的となる危険性が高い。このディスカウントを解消するには、大幅な増配、あるいは、大規模な自社株買いを行い、エージェンシー問題を緩和する姿勢を積極的に市場にアピールすることが効果的である。

## 8. 株主にとっての配当政策

これまでみてきたように、株主は、企業の配当政策を通じて、当該企業の将来の収益動向や現在の株価水準に関する経営者の見方、あるいは余剰資金の利用に関する経営者の姿勢などの情報を得ることができると考えられる。これらの情報が、株価評価や経営者の資質評価にとって重要なことは、改めて指摘するまでもな

図表 - 6 株主還元方法とその効果の整理

	シグナリング仮説 (シグナリング効果)	フリーキャッシュフロー仮説 (余剰資金削減効果)
現金配当	増配(減配)は、収益拡大(低下)トレンドという私的情報を含み、株価にプラス(マイナス)。	増配(減配)は、エージェンシー問題を緩和し、株価にプラス(マイナス)。 成長機会が少なく、余剰資金が潤沢な企業ほど効果大。
自社株買い	自社株買いは、自社の株式が割安であるという情報を含み、株価にプラス。	同上。 (ただし、増配 自社株買い)

いだろう。さらに、以上の議論から、株主による配当要求のあり方についても、いくつかの示唆を得ることができると思われる。

第1に、株主は配当政策の情報価値を劣化させないように行動することが重要である。増配は、企業業績の拡大トレンドに関する経営者の自信を表すが、その背後には減配が株主に許容されないという企業側の認識がある。したがって、この情報価値を高めるには、増配を賞賛し、減配を強く非難するという株主の行動ルールを明らかに示すことが必要となる。

しかし、第3節でみたように、近年、投資家が配当性向の一定化を重視する機運が高まっている。一定の配当性向に固執すれば、配当水準は毎期の利益に応じて機械的に変化し、減配も当然のこととして受け容れざるを得ないようになる。こうなると、配当政策は、長期的な利益水準に一定のボトムラインを設けるという経営者のコミットメントではなくなってしまう、情報価値の劣化につながる可能性が高い。

もっとも、この見方は、配当性向の重要性を否定するものでも、配当水準の方がより重要であることを主張するものでもない。ここで問題なのは長期か短期かの時間軸であり、目標配当性向は長期的な見通しに基づいて設定されるべきであるが、短期的には配当水準の維持が重要であると考えられる。このような見方は、配当政策を決定する際の経営者の考え方とも一致するのではないだろうか<sup>(注13)</sup>。

そして第2に、株主は多くの企業に対して、増配要求することが有効であると考えられる。しばしば、配当性向の日米比較などに基づき、日本企業の配当が低すぎると指摘されるが、理由はそれだけではない。減配が許容されず、配当が将来収益のボトムラインに関するコミットメントである以上、経営者は配当を極力低く抑

えようとするだろう。株主からの増配圧力が不十分なものととどまれば、企業の目標配当性向は長期的に達成可能なものよりも、はるかに低い水準に設定される可能性が高い。

この結果、内部留保が積み上がり、フリーキャッシュフロー問題の深刻化を招きやすくなる<sup>(注14)</sup>。さらに、このような企業が増配を行った場合でも、将来の収益見通しが明るいためなのか、それとも収益見通しには変化がなく、過少な株主還元を是正したに過ぎないのかが十分に識別できず、情報価値も劣化することになる。

第3に、望ましい配当政策は、企業によって異なることが指摘できる。配当政策に関する画一的な要求は、企業によっては過少あるいは過大となり、多くの企業で、株主価値を最大化する行動と整合的でない恐れがある。

例えば、安定的で潤沢なキャッシュフローがある企業、あるいは、用途が明確でない余剰資金を多く抱えている企業では、フリーキャッシュフロー問題が深刻で、株価が大幅にディスカウントされている可能性が高い。このような企業では、他の企業にとっては過大と思われるような水準の大幅増配や大規模な自社株買いが望ましい。他方、ビジネスチャンスに恵まれ、成長性の高い企業では、フリーキャッシュフロー問題はほとんどないため、配当政策は企業の自主性に任せて、株主はそこから得られるシグナルの分析に注力した方が効率的である。

以上、株主による配当要求のあり方について試論を述べたが、どのような配当政策が株主価値を最大化するかに関しては、まだ分かっていないことも多い。今後、配当政策に関する議論が活発化し、その意義や効果、最適性などについて、投資家・経営者双方の理解が、より一層深まることを期待したい。

## <参考文献>

生命保険協会(2005)「株式価値向上に向けた取り組みについて」.

牧田修治(2005)「わが国上場企業の自社株買いに関する実証研究」現代ファイナンス 17 pp.63-81 .

Eastbrook, F. (1984) "Two Agency-Cost Explanations of Dividends," American Economic Review 74, pp.650-659.

Jensen, M. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," American Economic Review 76, pp.323-329.

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

Miller, M. H. and F. Modigliani (1961) "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," Journal of Business 34 pp.411-433.

(注11)ここでは簡単化のために「余剰資金」と表現するが、これには、運用目的で保有する有価証券や不動産、シナジーがないままに保有する子会社・関連会社株式や他社株式など、当該企業の主要な事業との関係が薄い余剰な資産も幅広く含まれる。

(注12)将来の収益拡大トレンドが市場で共有化されているにもかかわらず、増配しない場合は、市場から増配圧力を受けることになるだろう。

(注13)この考え方は、Lintner(1956)の古典的な研究で確認された事実と一致する。また、第3節のアンケート調査でみられた、企業・投資家間の望ましい配当方針の違いは、回答の際に考えた、両者のタイムホライズンの違いを反映したものである可能性もある。

(注14)紙面の関係上、本稿では触れなかったが、経営者が内部資金の積み上げを愛好するというベッキングオーダー仮説も有力である。投資家と経営者の間に情報の非対称性がある場合に、外部から必要な資金を自由に調達することは困難となる。そこで、経営者は、将来の財務的な危機やビジネスチャンスに備えて、用途を定めぬ内部資金の積み上げを愛好することになる。

-----  
(注1)新会社法により、配当は利益処分から切り離され、決算配当の縛りも緩和される。また、配当制限も、従来の「配当可能利益」から「剰余金の分配可能額」へと概念変更される。しかし、実質的には、現行制度からの大きな変更はなく、配当政策に関しては、現行法下のものと、ほぼ同様の議論が可能であると思われる。

(注2)株主と他の利害関係者(ステークホルダー)の利害には一致しない部分があるため、株主価値が、より広い概念である企業価値と完全には一致しない可能性が指摘されている。こうした利害対立は重要な問題であるが、ここでは、「企業価値 株主価値」と単純化して考え、この難しい議論には立ち入らないこととする。

(注3)以下では、「配当政策」という言葉の表現に、現金配当だけでなく、自社株買いも含める。「株主還元政策」という表現の方が適切かもしれないが、あまり一般的でないため、ここでは用いない。

(注4)新規株主が加わったため、株主議決権は希釈化されることになる。

(注5)増資をする場合に、企業は株主からモニタリングを受けることになるので、エージェンシー問題が緩和されるという見方もある(Eastbrook 1984)。

(注6)株主への配当支払いについて明確な根拠が見出せない問題は、「配当パズル」と呼ばれている。ここでは扱わないが、税金の支払いを考慮すると、配当は税率が高く、株主にとっては経済的に不利なため、配当はむしろ少ない方が良いことが示唆される。ただし、こうした見方は、実証研究での裏づけが十分に得られていない。

(注7)この現象を実証的に分析したものとして、牧田(2005)などがある。

(注8)配当水準を、将来も持続可能な利益水準に応じたものに設定し、減配を可能な限り回避しようとする経営者の行動は、Lintner(1956)などの古典的な研究以来、指摘され続けている。

(注9)この仮説は、アンダーバリュエーション仮説とも、マーケットタイミング仮説とも呼ばれている。

(注10)この仮説は、提唱者の名を冠した「ジェンセンのフリーキャッシュフロー仮説」として、広く知られている(Jensen 1986)。