

(年金運用)：配当政策は株主価値を高めるか？

株式運用において、配当政策は、どのように評価したら良いのだろうか。このテーマは、最近、買収防衛策としてどう活用するかとの視点で取り上げられることが多いが、ここでは、配当政策と株主価値の関係を、原点に立ち返って再考してみたい。

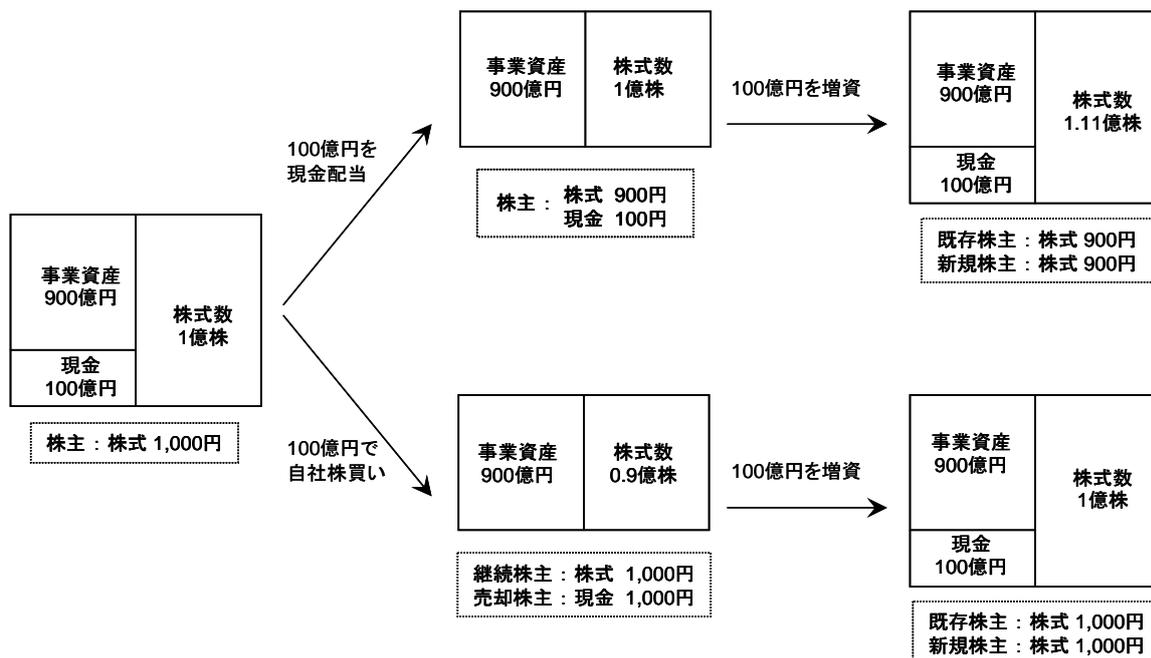
配当政策とは、企業活動で得られたキャッシュフローのうち、どれくらいを事業に再投資し、どれくらいを株主に還元すべきか、そして還元する際に、どのような方法を選択するかを、長期的な視点に立って意思決定することである。そこで以下では、配当政策を広義に捉え、現金配当だけでなく、自社株買いも含めて検討する。

では、どのような配当政策が株主価値を高めるのだろうか。この問いに対して、ノーベル賞学者であるミラーとモジリアーニは、理論的な考察から、配当政策は株価に何ら影響を与えないという有名な命題（配当無関連命題）を導き出した。これを数値例で確認してみよう。

図表1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円という計算になる。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、総資産は当初の1,000億円に戻る。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。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1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。

図表1 配当無関連命題の数値例



このように、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、総合的な価値の受け取りには何ら影響がないというのが、配当無関連命題の内容である。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。

しかし、現実の世界は、この理論が想定する単純な世界よりも、はるかに複雑である。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が公開されると、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、経営者が、常に株主価値最大化のために行動する保証もない。株主価値が毀損される可能性があれば、その懸念は株価に織り込まれるだろう。

配当に関するより発展的な理論である、シグナリング仮説やフリーキャッシュフロー仮説では、先の配当無関連命題では考慮されていない、上述の問題が扱われている。ここではその内容を詳細に解説する紙幅の余裕がないため、それらの主要な結論だけを、以下に簡単に紹介しよう。

シグナリング仮説では、投資家と経営者の間に情報の非対称性がある場合、配当政策の変更には、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が含まれることが示唆される。このため、図表2のように、増配や自社株買いの発表は、株価の上昇要因となる。

一方、フリーキャッシュフロー仮説は、企業に蓄積された余剰資金が、株主価値最大化のために活用されるとは限らないため、株価はその懸念を織り込んでディスカウント（割安に評価）されると主張する。このため、大幅な増配や自社株買いによって、経営者が株主還元姿勢を市場にアピールすれば、株価のディスカウントは解消される可能性が高い（図表2）。

以上のように、配当政策には経営者のメッセージが秘められており、これが株価に影響を与え得ると考えられる。投資家にとっては、このメッセージを的確に読み解くことが、望ましい配当政策を考える上での第一歩となる。（新田 敬祐）

図表2 株主還元方法とその効果

	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)

(注) 詳しくは、ニッセイ基礎研レポート2006年2月号の「配当政策再考」をご参照いただきたい。