

## (4) 実際の配当政策の動向

これまでは従来から、安定配当政策が多くみられたが、最近は業績連動型の配当政策をとる企業も目立ってきている

- ・ 配当性向に目標値
- ・ ( ) に目標値 (例) 東京ガス (東京ガスHPより)

$$\frac{( ) + ( )}{\text{当期純利益}}$$

「配当に加え、消却を前提とした自社株取得を株主還元の一つとして位置付け、総還元性向 (連結当期純利益に対する配当と自社株取得の割合) の目標を、2022年度に至るまで各年度5割程度とします」

(2020年度の決算：総還元性向60.1%)

※ [https://www.tokyo-gas.co.jp/IR/stock/return\\_j.html](https://www.tokyo-gas.co.jp/IR/stock/return_j.html) (2021年11月24日参照)

(参考新聞資料) 日経産業新聞2021年6月15日「東京ガス 再エネ投資と株主還元で葛藤」

東京ガスは2006年以来、総還元性向6割を維持してきたが、2020年11月、脱炭素対応に向けた成長投資に資金を振り向けるため、還元方針の見直しを表明。2021年9月末、還元方針の変更。

・  $\frac{(\quad)}{\text{Dividends On Equity}}$  (DOE) に目標値

$$\frac{\text{配当}}{\text{自己資本}} = \frac{\text{当期純利益}}{(\quad)} \times \frac{(\quad)}{\text{当期純利益}}$$

資本効率と業績連動型の利益還元の両方を重視  
 → 減益でも減配につながりにくい

(例) ・ エーザイ、アステラス製薬、塩野義製薬、第一三共など・・・ (製薬会社)

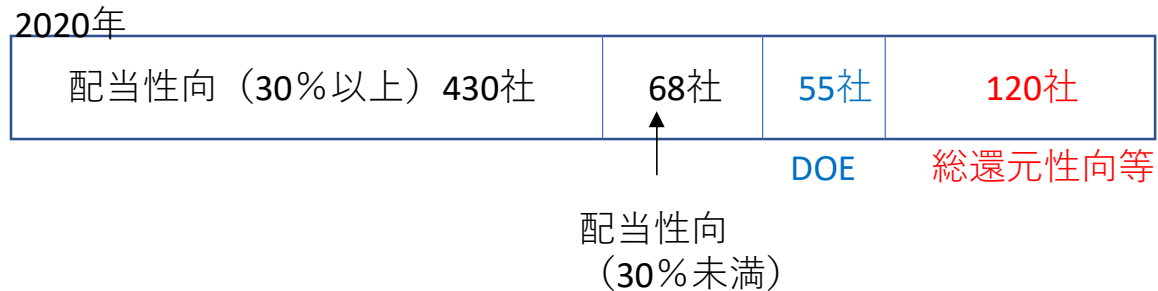
・ 資生堂 (かつては「総還元性向60%を目安」)  
 →

「配当金の決定にあたっては、連結業績、フリーキャッシュ・フローの状況を重視し、資本政策を反映する指標の一つとして自己資本配当率 (DOE) 2.5%以上を目安とした長期安定的かつ継続的な還元拡充を実現」  
 (資生堂HPより)

※1 <https://corp.shiseido.com/jp/ir/issue/dividend.html> (2021年11月24日参照)

※2 日本経済新聞2021年4月24日「アステラス、カギ握る配当 還元見劣り、株価低迷」  
 DOE (約5.7%) = ROE (15.6%) × 配当性向 (36.9%) 株主還元よりも成長優先<sup>2</sup>

(参考) 生命保険協会の調査結果によると、現状においては、  
DOEを採用する企業はまだ少ない

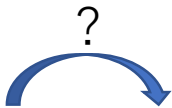


(参考新聞資料) 日本経済新聞2019年8月8日「DOE還元銘柄に底堅さ」  
企業における還元策の示し方で株価動向に差が生じるのか？

「利益に左右される配当性向と違い、業績が悪化しても減配  
できないことが多い」  
→「減配を想定していない優良企業との見方」

現実の配当政策はさまざまであり、企業価値に影響を与えるように  
見える??

※一般社団法人 生命保険協会 (2021)  
「生命保険会社の資産運用を通じた「株式市場の活性化」と「持続可能な社会の実現」に向けた  
取り組みについて」より、数値を引用。  
(上場企業時価総額上位1,200社を対象にした調査結果)



### 5.3 配当政策と企業価値

**(前提) 投資政策は一定として考える**

このとき、配当政策は企業価値に影響するのか？

完全資本市場

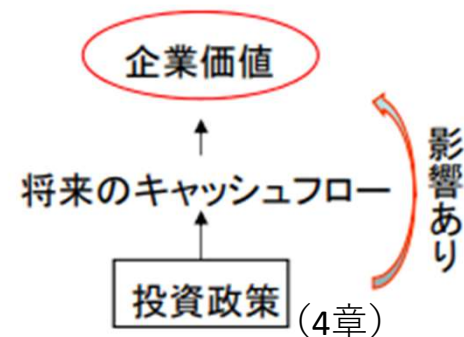
#### 前提条件

- ・ 税金は存在しない  
(とくに問題となるのが配当や株式売却益に関わる税金)
- ・ 取引コストが存在しない (例 株式売買手数料)
- ・ 情報コストが存在しない  
市場の参加者すべてが同じ情報を入手できる  
経営者と投資家との間に情報の格差がなく、  
→ 経営者は株主価値を損なう行動をとらない



#### 結論

配当政策は企業価値に( )  
(配当無関連命題)



(理由) ① 株主は配当に対する選好をもたない

調整可能

証券の売買を通じて自分で調整できるので、企業がどのような配当政策であったとしても、**配当と株式売却益(キャピタルゲイン)**の構成を変化させて自分に適した資金の流れをつくることのできる

→ 自家製配当

権利付き最終日

翌日 配当の権利がつく最後の取引日

権利落ち日

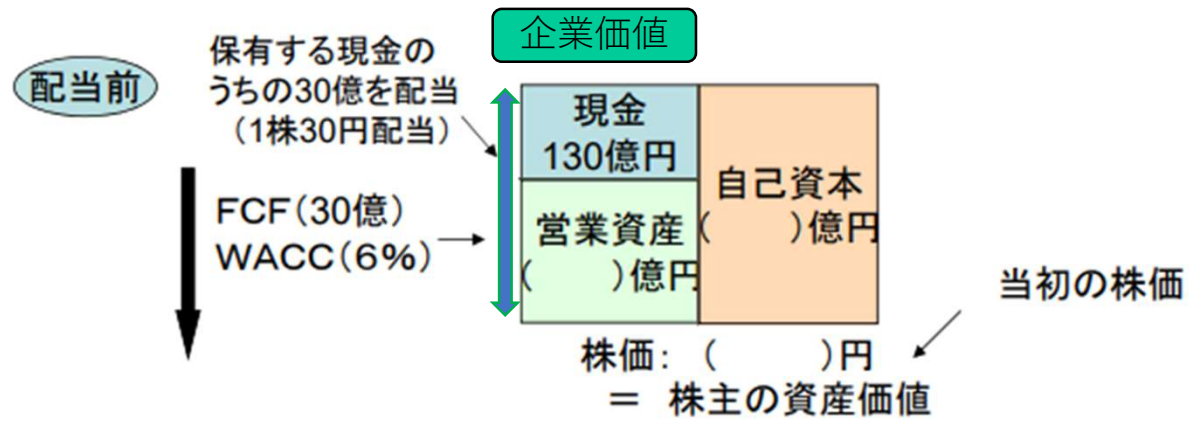
配当支払いで株価が落ちる

権利確定日(基準日)

この日の名簿上の株主に配当支払い

② 配当は会社の中の株主保有分が株主の手元に移るのみ  
配当落ち日の株価 + 配当 → 変化なし

例 負債なし、非事業用資産(現金)と営業資産を保有する会社を仮定。  
営業資産から期待できる毎期のFCF(当期純利益):30億円、  
資本コスト(WACC):6%、発行済み株式数:1億株



※ 日本経済新聞2021年3月20日「「基準日」の株主に利益還元 配当の仕組みと受け取り方」

配当後

FCF(30億)  
WACC(6%)  
(変化なし)

現金 ( )億	自己資本 ( )億
営業資産 ( )億	

株価: ( )円  
配当落ち株価  
+  
**配当: 30円**

} 株主の資産価値  
( )円  
(変化なし)

つまり・・・  
配当政策は株主の資産価値に対して中立的

but 現実の市場は? 完全資本市場の前提条件が成立していない

不完全資本市場

結論 配当政策は企業価値に( )可能性がある



## (1) 税金の問題

配当やキャピタルゲインに対する税制上の違い

配当にかかる税率

キャピタルゲインにかかる税率

異なる



税率の低い方が好まれる



投資家にとって有利な配当政策であるほど  
企業価値にプラス

(例) キャピタルゲイン課税が  
増税されると・・・  
配当にかかる税の方が低い  
→ 配当が高い株が好まれる

## (2) 取引コストの問題

株式の発行コスト、売買コストなどが存在する



投資家側

・自家製配当をつくるのが難しい

ポートフォリオの組み替えにかかる手間やコストを嫌う

株主は安定的な配当が支払われる株式を保有

企業側

・配当して増資するよりも、配当を見送り内部留保

でまかなう方が取引コストは削減できる

配当↑ → 内部留保 → 増資 (コスト)

成長企業の場合: 投資機会が多く資金需要(大)

配当( ) 収益性の変動も(大)

内部留保による資金調達のほうが有利  
なので、配当による内部留保の減少を抑える

### (3) 顧客効果

現実には、投資家によって配当とキャピタルゲインのどちらを好むかは異なる（自家製配当は現実には難しい）

（個々の投資家）自分の特性にあった配当政策の企業を選択

### (4) 情報コストの問題

#### ① 配当シグナル効果（「配当シグナル」仮説）

現実には、経営者と投資家の間には情報格差が存在する

↓  
経営者が決断する配当政策の変更は、経営者が市場に送るシグナルとして受け取られる

増配：一般的には株価に対して（ ）の効果

（理由）

※ 増配は将来の好業績に対する経営者の自信のあらわれ

混同しない！

#### ② 経営者と株主間の利害対立の問題（「配当のFCF仮説」）

FCF（フリーキャッシュフロー）を有効に活用すべきと要求

（例）増配は、経営者が株主利益を重視した経営をおこなっていることのあらわれ（FCFの有効活用）

→ 増配により株価上昇

※このほか、増配がプラスと受け止められる理由としては、成熟企業ほど、投資機会が減少して現金保有の必要性がなくなり、増配をおこなう可能性が高いので、増配は企業が直面するリスクが低下したことのシグナルとなっている、という説明もある。



## (5) 配当のライフサイクル仮説 (成熟性仮説)

収益性の高い投資機会があれば、配当よりも投資を優先

( ) 企業ほど配当のインセンティブが強く、

( ) 企業ほど無配の場合が多い

→ (例) マイクロソフトやグーグル、ヤフーなどは無配成長企業の代表だった



実際の日本の配当政策においては、「配当無関連命題は成り立っていない」

### ◎ 「配当無関連命題」の前提は、投資政策が一定であること

「配当によって企業価値が高まるのは、情報コストの問題(エージェンシーコスト)などの解消によって、価値が失われる可能性が小さくなるからであって、新たな価値が生み出されるわけではない。一方、正しい投資決定基準による事業投資は、新たに価値を生み出すことで企業価値に貢献する」

(砂川ほか「日本企業のコーポレートファイナンス」P274より)

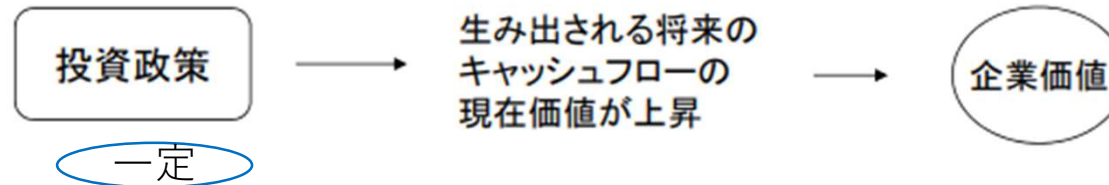
「圧倒的意味をもつのは事業による株価上昇。配当を一段と増やしても上乗せはいくらかにすぎない。配当政策が事業を左右しているわけではない。この順序が逆転すると配当していればおかしな経営をしても許されるという倒錯につながりかねない」

(「変わる配当政策(下)」日本経済新聞2006年9月23日より)

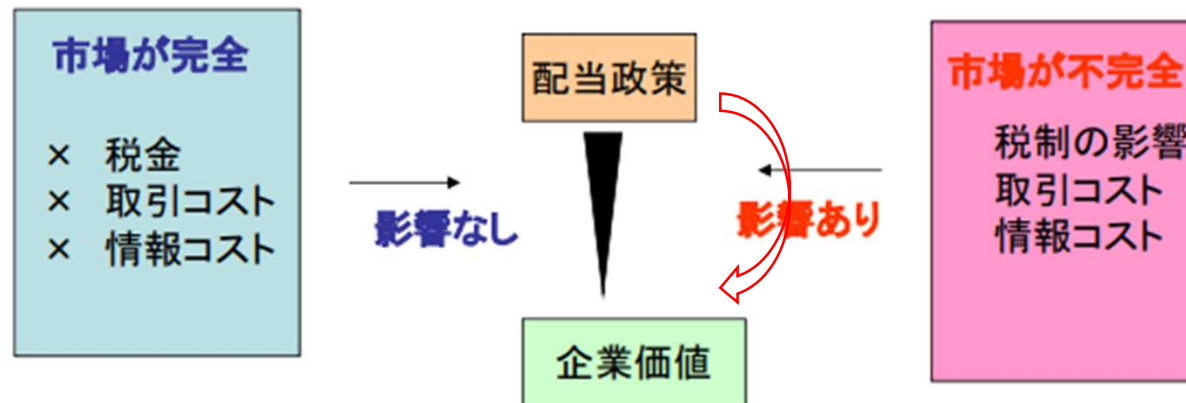
新たな企業価値を生み出すのは「投資政策」であって、投資政策が一定という前提のもとで、配当政策によって企業価値が高まっているように見えるのは、情報コストの存在ゆえに生じた企業価値低下の問題が解消したにすぎない

つまり...

投資政策が企業価値に影響を与える



投資政策を一定として動かさないならば、配当政策のみが企業価値に影響するか？



(出所)「基礎からのコーポレートファイナンス」 P266より掲載

(参考新聞資料) 「配当はパズル」

- 日本経済新聞2009年12月7日 土居丈朗  
「(経済教室) 株主還元、企業価値に影響 投資家への「信号」に」

- 「MM命題」では配当と企業価値は無関連
- 現実には株主還元策が株価に影響及ぼす
- 配当や自社株買いのあり方に様々な仮説

- 日本経済新聞2017年6月19日 伊藤友則  
「(経済教室) 日本企業 株主還元の課題 成長段階に応じ柔軟に配当の大幅な変動避けよ」

- 金融理論上は株主還元は株価に影響せず
- 成長期は投資機会を優先し株主価値創出
- 一時的利益は自社株買いでの還元が適切

- 日本経済新聞2010年6月1日 宮川寿夫・伊藤彰敏  
「(経済教室) 「安定配当」株主の利益にも 経営の裁量、価値生む 人的資産の能力発揮へ」

配当のFCF仮説



「外部株主モデル」  
(マイヤーズ2000年)

- 配当の多寡と企業価値との関係は明確ではない
- 経営者の裁量権奪うとインセンティブも失う
- すべての企業に妥当な配当政策は存在せず

固定的な配当政策維持が、経営者の十分な  
経営能力発揮につながる