

独立系 IR コンサルティング会社として数多くの企業のサポートをしているフィナンテックは、全米 IR 協議会 (NIRI) に加盟する唯一の日本企業です。企業において IR 活動を行う皆様や証券業界関係者の皆様に対して、常に最新の情報をご提供してまいります。

### 1. IR レポート「アナリストは企業に配当を求めるべきだ!？」

CFA マガジン 3 月/4 月号に「More dividends, Please」(Ralph Wanger) というレポートが掲載されています。米国での配当事情をテーマとした面白い内容ですので、今回はこれを紹介させていただきます。

新聞等を見ていると日本企業の配当性向は諸外国に比較して低いとよく書いてありますが、米国でも配当しない企業の割合は結構高いようです。また 1993 年あたりを 1 つの境として、配当性向などが低下傾向にあるそうです。著者のワグナー氏はこのレポートで、配当は株主還元として非常に重要であり、アナリストやファンド・マネージャーなどの投資のプロは企業に対して配当をもっと重視するように働きかけるべきだ!と主張しています。ここで配当の効用として以下の三点を挙げています。

1. 予想可能、ローリスク、継続的な可処分可能収入を投資家にもたらす。
2. アナリストに企業価値評価の有力な材料を提供する。
3. 増配、復配、減配、無配などによる企業業績と将来への経営者の見方を示すシグナル効果。

企業の業績は每期每期ぶれるものですが、配当は相対的に安定しています。この点から投資家、特に配当課税免除の投資家は配当のある銘柄を常に好む傾向が強くあります。日本でも分配の多い投信や高配当株を好む投資家は多数存在します。またアナリストによる企業価値評価、目標株価の推定も配当をベースにして評価するアプローチがかなり利用されています。このように配当の効用は大きいはずなのに、米国では 1993 年を境としてその前後で比較すると配当性向 (50% 30~40%)、配当利回り (3.0% 1.8%) はともに低下しているとデータを示しています。

配当による株価評価モデル (ゴードンモデル) によれば株価は以下の式で求められます。

$$P = D / (r - g) : \text{株価} = \text{配当} / (\text{期待利回り} - \text{配当成長率})$$

$$\text{変形すると、} r = D / P + g : \text{期待利回り} = \text{配当} / \text{株価} + \text{配当成長率}$$

また著名な研究者であるジェレミー・シーゲルは、株価は将来の利益の現在価値でなく、配当と自社株買いによる現金還元の現在価値である!と述べているそうです。こうした説を裏付ける研究結果も他の研究者が発表しているそうです (ロバート・シラー)。もしゴードンモデルのように株価は配当の現在価値であるという考え方が正しいなら、アナリストは企業に配当をしてもらわないと予想株価を計算できません。このような配当を重視する企業価値評価の考え方がありながら企業が配当を減らして来ているのは、経営者と株主の利害が異なるからだと著者は分析しています。

株主にとってのリターンは繰り返しですが、「期待利回り = 配当 / 株価 + 配当成長率」です。しかしストックオプションを貰っている経営者にとってのリターンは、配当ではなく利益成長による株価上昇で決まるので、投資家への配当については関心が低いのだと分析しています。「経営者の利益 (期待利回り) = (利益) 成長率」としています。もちろん高配当政策で株価を上げるという考え方もあるでしょうが、それより多いのは自社株買いでのより直接的に株価サポートしようという考え方です。特に大量のオプションを付与されている場合には、自分の行使による EPS の希薄化を避けるために自社株買いを行い、その金庫株を自分のオプション行使に充てようとする。経営者にはそうしたインセンティブのほうが強くなります。そのインセンティブに動かされた経営者は、株主に対しては「収益・EPSこそが大事であり、配当は株価には影響ない!」というロジックを受け入れさせようとしています。そしてプロであるアナリストまでもこのロジックを安易に受け入れてしまう傾向があるようです。しかし、このロジックが正当化できるのは、配当しない代わりに成長

のための投資をする企業のみです。配当せずに無意味に内部留保を行い、キャッシュを積み上げている企業もかなり存在しており、過去の研究では配当している企業のほうが、配当していない企業より成長率が高いという結果も出ています。

経営者が主張しアナリストも受け入れている、もう1つのロジックである「自社株買いは配当と同じように株主にとって好ましい」という主張についても、それが正しいと言えない理由があります。

- ・配当は継続的で予想できる。自社株買いは予想できない。
- ・配当は長期保有している株主に行く。自社株買いのキャッシュはその一時点の保有者に支払われる。
- ・自社株買いは大きなストックオプションプログラムとセットであるケースが多い。
- ・自社株買いは、株価がフェアバリューより下の時に行われる場合にのみ価値あること。

プロのアナリストはこうした点を再認識し、企業に対して配当を払うことを求めるべきです。こうした行動をアナリストが避けるのは、配当政策はコーポレート・ガバナンスに関わるの話なので考え方を考えていくにも時間のかかるということが理由の一つです。また、より良いガバナンスをするように企業に訴えていくことが企業価値に与える影響は、必ずしも即効性があるとは言えません。これは機関投資家が議決権の行使を行い、それにより企業にメッセージを送る取組でどれだけ投資の成果が上がっているか、という点から実感しているところでしょう。さらに役員報酬についての投資家側の意見を経営者に教えるという行為は、企業から見るとうるさい奴、トラブルメーカーとしてリストアップされかねないリスクを伴います。こうした点からガバナンス関連の提言を実践しているアナリストは少なく、積極的にやっているのは独立して自分で投資顧問・調査会社を営んでいるような立場の人に限られます。しかし、それでもプロのアナリストたる者は、その知識と立場・影響力を行使して、コーポレート・ガバナンスの問題に積極関与しなければならないと著者は訴えています。面倒なことをやりたくない気持ちは良くわかるが、それでも配当の話は別と考えるべきとしています。企業のCEOも、次のような条件を満たす提案には耳を傾けるはずで

- ・企業の強みを否定しない
- ・役員報酬制度を批判しない
- ・株価上昇の要因になる

だからプロのアナリストは勇気をもって企業に言うべきだ。「配当しない株は買い推奨しない！」と。

「今は高配当企業が投資家に受けているようだ」という安易な結論には走らず、コーポレート・ガバナンスと絡めてじっくり自社の利益還元の方針を考えるべきだ、というのが企業側へのメッセージでしょう。

(株)フィナンテック IRコンサルタント CFA協会認定証券アナリスト 深井浩史)

お問合せ：(株)フィナンテック e-mail [info@finantec-net.com](mailto:info@finantec-net.com) 電話 03-3560-5444 (代表) FAX 03-3560-5445

過去のレビューは、<http://www.irstreet.com/j/index.jsp> に掲載しております。