

2つの配当性向

木 村 晃 久

1. はじめに

企業は、決算短信のサマリー情報において配当性向を開示するとともに、配当政策として、配当性向の目標値を設定していることも多い。その意味で、配当性向はメジャーな財務比率のひとつである。

配当性向は、大きく分けると2つの計算方法がある。ひとつは、以下の式(1)のように、財務諸表数値を基礎として計算する方法である。なお、本稿では、日本の会計基準に準拠して個別財務諸表を作成する非連結企業であることを前提に議論を進めるが、それによって議論の一般性は失われない。

$$DPR_{fs_t} = \frac{Div_t}{NI_t} \quad (1)$$

DPR_{fs} は、財務諸表数値をベースに計算した配当性向である。 Div は配当であり、キャッシュ・フロー計算書に「配当金の支払額」として記載されているほか、株主資本等変動計算書にも「剰余金の配当」として記載されている。 NI は利益であり、損益計算書や株主資本等変動計算書に「当期純利益」として記載されている。なお、添え字の t は「年度」を表している。

もうひとつは、以下の式(2)のように、1株当たり会計数値を基礎として計算する方法である。

$$DPR_{ps_t} = \frac{DPS_t}{EPS_t} \quad (2)$$

DPR_{ps} は、1株当たり会計数値をベースに計算した配当性向である。 DPS は1株当たり配当であり、決算短信のサマリー情報に「年間配当金」として記載されている。また、 EPS は1株当たり利益であり、これも決算短信のサマリー情報に「1株当たり当期純利益」として示されている。

式(1)と式(2)を比較すれば明らかなように、これら2つの配当性向のちがいは、インプットする会計数値の単位にある。 DPR_{fs} では会計数値の単位が「企業」であるのに対し、

DPR_{ps}では、それが「株式」になっている。1株当たり会計数値は、企業が発行し、市場で流通している株式数で財務諸表数値をデフレートしたものであるから、基本的に両者の計算結果は一致するように思える。しかし、のちに確認するように、実際には両者の間で計算結果が異なるケースもある。

異なる計算結果を生み出す異なるインプットが計算に用いられている以上、2つの配当性向は代替可能なものではないはずである。しかし、そのことが明示的に意識され、説明されることはこれまでなかったといってよい。実際、以下のように、2つの配当性向が、あたかも代替可能な同一の比率であるかのような説明がなされることさえある。

配当性向とは、利益をどれだけ株主に配当するかという割合。当期純利益に対して配当金支払額の占める割合の式で表される。

$$\text{配当性向 (\%)} = \text{配当金支払額} \div \text{当期利益 (当期純利益)} \times 100$$

1株あたりでも同じなので、以下の式でも表される。

$$\text{配当性向 (\%)} = \text{1株当たり配当額} \div \text{1株当たり当期純利益} \times 100$$

(グロービス経営大学院ウェブサイト「MBA用語集[配当性向]」)

本稿の目的は、分析目的を明確にしたときに、2つの配当性向が代替可能な同一の比率ではないことを示すことである。まず、第2節では、簡単な設例をもちいて、2つの配当性向の計算結果が異なるケースが存在することを確認する。第3節では、2つの配当性向が、それぞれどのような目的で分析に用いられることがあるかを示す。そして、第4節では、2つの配当性向の計算結果が異なるケースで、本来とは異なる配当性向を分析に用いた場合に、分析結果にどのような歪みが生じるかを確認する。第5節は本稿のまとめである。

2. 計算結果が異なるケース

ここでは、2つの配当性向の計算結果が異なるケースについて確認しよう。以下、期末配当を増配したケース、期中に自己株式を取得したケース¹、そして、優先株式²の保有者に優先配当をおこなうケースを取り上げる。

2.1 増配

まずは、第2期の期末配当について増配をおこなった企業Aについて考えよう³。設例の期間中、企業Aは期末配当の支払い以外の資本取引を一切おこなっていないものとする。配当性向

¹ このほか、期中に自己株式を処分した場合や、期中に新株発行をした場合など、期中に株式数が変動する取引については、これと同じように考えればよい。

² ここでの優先株式とは、配当を優先的に受け取る権利のある株式のことである。

³ 期末配当を減配した場合も、これと同じように考えればよい。

表1：企業Aの会計情報（増配のケース）

	第1期	第2期	第3期
期末株式数	100株	100株	100株
期中平均株式数	100株	100株	100株
年間配当金（期末配当）	15円	30円	30円
1株当たり当期純利益	100円	100円	100円
配当金の支払額	1,500円	1,500円	3,000円
当期純利益	10,000円	10,000円	10,000円
<i>DPR_fs</i>	15%	15%	30%
<i>DPR_ps</i>	15%	30%	30%

を計算するために必要な企業Aの会計情報と、2つの配当性向を計算した結果は、表1にまとめてある⁴。

「年間配当金」は、配当の権利確定日ベースで認識・測定されるため、*DPR_ps*では、増配の効果が第2期に生じている。これに対し、「配当金の支払額」は、支払日ベースで認識・測定されるため、*DPR_fs*では、増配の効果は第3期に生じることになる⁵。

以上より、2つの配当性向は、配当を支払日ベースで認識・測定するか、権利確定日ベースで認識・測定するかにちがいがあがあるため、増配がおこなわれた第2期の計算結果が異なるものになることがわかる。ただし、そのちがいは増配が反映されるタイミングのちがいであり、最終的に差異は解消される。

2.2 自己株式の取得

つぎに、第2期の期央に自社株買いをおこなった企業Bについて考えよう⁶。設例の期間中、企業Bは、この自社株買いと期末配当の支払い以外の資本取引を一切おこなっていないものとする。配当性向を計算するために必要な企業Bの会計情報と、2つの配当性向を計算した結果は、表2にまとめてある⁷。

自社株買いによって配当を支払う対象となる株式数は減少する。それに伴い、企業が支払う配当金の総額も減少する。その効果は、*DPR_fs*であれば第3期に10%の減少というかたちで

⁴ 第1期の配当金の支払額が1,500円となっているのは、その前期に増配・減配がなかったものとしていいるからである。

⁵ これは、株主資本等変動計算書の「剰余金の配当」を用いた場合でも同じである。

⁶ 設例として自社株買いの時期を「期央」にしている理由は、期中平均株式数の計算を簡略化するためである。期央に自社株買いをおこなった場合、期中平均株式数は、期首株式数と期末株式数の平均値に一致する。もちろん、期央ではなく、期中のどのタイミングで自社株買いをおこなったとしても、結果の解釈に影響を与えるような差異は生じない。

⁷ 第1期の配当金の支払額が4,500円となっているのは、その前期に増配・減配がなかったものとしていいるからである。

表2：企業Bの会計情報（自社株買いのケース）

	第1期	第2期	第3期
期末株式数	100株	80株	80株
期中平均株式数	100株	90株	80株
年間配当金（期末配当）	45円	45円	45円
1株当たり当期純利益	90円	100円	112.5円
配当金の支払額	4,500円	4,500円	3,600円
当期純利益	9,000円	9,000円	9,000円
<i>DPR_fs</i>	50%	50%	40%
<i>DPR_ps</i>	50%	45%	40%

現れる。これに対し、期中平均株式数の減少は、第2期と第3期の2期間にわたって生じる。そのため、1株当たり当期純利益の増加も2期間にわたって生じることになり、その効果は、*DPR_ps*の第2期と第3期に、それぞれ5%の減少というかたちで現れる。

自社株買いのケースでは、2つの配当性向の計算結果は、自社株買いをおこなった第2期に一致しなくなる。ただし、この設例からも明らかなように、自社株買いの効果が反映される対象が利益か配当か、また、それがどのタイミングで反映されるのかにちがいはあるものの、最終的に差異は解消されることになる。

2.3 優先配当

企業が普通株式のほかにも優先株式を発行している場合、優先配当は、キャッシュ・フロー計算書の「配当金の支払額」や株主資本等変動計算書の「剰余金の配当」に含まれる。これに対し、「年間配当金」は、普通株主に対する配当金であり、優先配当は含まれない。また、1株当たり当期純利益を計算するさいは、優先配当が費用として認識されることになる⁸（「1株当たり当期純利益に関する会計基準」12項、15項）。

たとえば、企業Cの普通株式数は期間中100株で変わらず、「年間配当金」も20円で変化がないとしよう。また、当期純利益は10,000円で一定とする。さらに、企業Cは優先株式を1株発行していて、優先配当として2,000円を支払っているとしよう。このとき、企業Cの1株当たり当期純利益は $(10,000 - 2,000) / 100 = 80$ 円となる。

この条件のもとで、*DPR_fs*を計算すると、配当金の支払額は $20円 \times 100株 + 2,000円 = 4,000$ 円となるから、 $4,000 / 10,000 = 40\%$ となる。いっぽう、*DPR_ps*を計算すると、 $20 / 80 = 25\%$ となる。さきほどまでの例とは異なり、この差異は優先配当が存在する限り、解消されること

⁸ なお、資本剰余金を原資とした優先配当は、1株当たり当期純利益を計算するさい、費用としてカウントされない（「1株当たり当期純利益に関する会計基準」8項）。この規定が1株当たり当期純利益の情報内容を歪めてしまっていることについては、木村（2022）を参照。

はない⁹。

なお、優先配当の支払いがあるケースでは、上記の例のように DPR_{fs} が DPR_{ps} よりも大きくなることもあれば、逆に小さくなることもある。たとえば、企業Cにおいて、優先配当として2,000円ではなく、9,000円を支払っているとしよう。このとき、企業Cの DPR_{fs} は、 $11,000 / 10,000 = 110\%$ となるいっぽう、 DPR_{ps} は、 $20 / 10 = 200\%$ となり¹⁰、たしかに DPR_{fs} が DPR_{ps} よりも小さくなるケースがあることがわかる。

3. 分析目的のちがい

前節では、2つの配当性向の計算結果が異なるケースがあることを確認した。計算結果が異なるときに本来利用すべきものとは異なる配当性向を分析に用いると、分析結果は歪むことになる。分析結果にどのような歪みをもたらすかを確認するためには、それに先立って、2つの配当性向がそれぞれどのような目的で分析に用いられるものであるかについて、明らかにしておかなければならない。

3.1 財務諸表数値をベースに計算した配当性向 (DPR_{fs})

配当性向は、利益と配当の大小関係を測るものであるといえる。企業を会計単位（あるいは、主体）とする場合、利益と配当の大小関係が問題となるのは、企業の資金調達方法を分析する場面である。

Myers and Majluf (1984) は、企業が投資資金を①内部留保、②銀行借入や社債発行、③新株発行の順番で調達するという経験則¹¹が、経営者と投資家の間の情報の非対称性によって説明することができることを明らかにした。これは「ペッキングオーダー理論」と呼ばれるものである。このうち、内部留保の大きさを規定するのが、利益と配当の大小関係である。株主との資本取引が配当しかないケースでは、以下の式 (3) が成立する。

$$BE_t = BE_{t-1} + NI_t - Div_t \quad (3)$$

BE は「株主資本」であり、貸借対照表や株主資本等変動計算書に記載されている。式 (3) は、利益に対して配当が少ないほど、内部留保が積みあがる（株主資本が大きくなる）ことを示している。これが配当性向とどのように関係しているかは、式 (3) を以下のように変形すると、よりはっきりとするだろう。

⁹ ただし、ここでの計算結果の差異は、財務諸表上、優先株式の持分と配当が、普通株式の持分と配当と分離把握されていないことから生じている。優先株式の発行事例の多い米国では、それらを分離把握できるよう財務諸表を組み替えたうえで、普通株式の配当性向を計算する方法が財務諸表分析のテキストのなかで紹介されている。たとえば、Penman (2013) を参照。もちろん、これらを分離把握したうえで配当性向を計算すべきか否かは、それをどのような目的で分析に用いるかによって異なる。

¹⁰ DPR_{fs} の分子は、 $20円 \times 100株 + 9,000円 = 11,000円$ となる。いっぽう、 DPR_{ps} の分母は、 $(10,000 - 9,000) / 100 = 10円$ となる。

¹¹ この経験則は、Donaldson (1961) ではじめて明らかにされた。

$$\begin{aligned}\frac{BE_t - BE_{t-1}}{BE_{t-1}} &= \frac{NI_t}{BE_{t-1}} \times \left(1 - \frac{Div_t}{NI_t}\right) \\ &= ROE_t \times (1 - DPR_{fs_t})\end{aligned}\quad (4)$$

式 (4) の左辺は株主資本成長率であり、 ROE は株主資本利益率である。式 (4) は、収益性を所与とすれば、配当性向の大きさが資本の成長性、つまり、資金調達としての内部留保の大きさを決めることを意味している。

なお、自社株買いがあるケースでは、式 (3) は以下のように書き換えられることになる。

$$BE_t = BE_{t-1} + NI_t - (Div_t + Rep_t) \quad (5)$$

Rep は自社株買いであり、キャッシュ・フロー計算書に「自己株式の取得による支出」として記載されているほか、株主資本等変動計算書にも「自己株式の取得」として記載されている。式 (5) は、利益に対して配当と自社株買いの合計が少ないほど、内部留保が積みあがる（株主資本が大きくなる）ことを示している。配当と自社株買いは、この意味で同一視できる。

さきと同様に、式 (5) を変形すると、以下のようなになる。

$$\begin{aligned}\frac{BE_t - BE_{t-1}}{BE_{t-1}} &= \frac{NI_t}{BE_{t-1}} \times \left(1 - \frac{Div_t + Rep_t}{NI_t}\right) \\ &= ROE_t \times (1 - TPR_t)\end{aligned}\quad (6)$$

式 (6) の TPR は「総還元性向」と呼ばれるものである。式 (6) は、収益性を所与とすれば、総還元性向の大きさが資金調達としての内部留保の大きさを決めること、配当性向は総還元性向の構成要素のひとつであることを示している。

配当は継続的に支払われる性格をもつものに対し、自社株買いは一時的な性格をもつ取引である。このことから、財務諸表数値をベースに計算した配当性向は、資金調達としての内部留保の大きさを決める要素のうち、持続的な性格をもつものの大きさを測るための比率と解釈することができる。

3.2 1株当たり会計数値をベースに計算した配当性向 (DPR_{ps})

1株当たり会計情報は、投資家（普通株主）の投資判断に資する情報の提供を目的として開示されるものである（「1株当たり当期純利益に関する会計基準」3項）。ここでは、 DPR_{ps} を分析に利用する場面として、投資判断の出発点となる、ゼロ成長を仮定した期待リターンへの推定を取り上げる。

実績PERは、株価が実績利益の何倍の大きさであることを示す代表的な株価倍率であり、以下

で定義される.

$$PER_t = \frac{P_t}{EPS_t} \quad (7)$$

PER は実績 PER であり, P は株価である.

Penman (2013) で説明されているように, 実績 PER の分母に利用されている1株当たり当期純利益からは, 配当は控除されていない. それに対し, その分子に利用されている株価は「配当落ち株価」であり, 配当支払い分だけ株価は下落している. 配当に関する取扱いを分母と分子でそろえるためには, 分子の株価を配当支払い前の水準である「配当込み株価」に修正すればよい. そのような調整が施された株価倍率は「配当調整後 PER 」と呼ばれ, 以下で定義される.

$$\begin{aligned} Adj_PER_t &= \frac{P_t + DPS_t}{EPS_t} \\ &= PER_t + DPR_ps_t \end{aligned} \quad (8)$$

Adj_PER は配当調整後 PER である. 式 (8) は, 配当調整後 PER が, 実績 PER に1株当たり会計数値をベースに計算した配当性向を加えたものであることを示している.

この配当調整後 PER は, ゼロ成長を仮定した場合, 期待リターンと以下のような関係にあることが知られている¹².

$$Adj_PER_t = \frac{1+r}{r} \quad (9)$$

r は期待リターンである.

式 (8) と式 (9) から, 1株当たり会計数値をベースに計算した配当性向は, 株式投資意思決定のベンチマークとなるゼロ成長を仮定した期待リターンの決定要因のひとつと解釈することができる.

4. 分析結果の歪み

前節では, 2つの配当性向が, それぞれどのようなかたちで分析に利用されることがあるかを明らかにした. ここでは, 分析に利用すべきものとは異なる配当性向を利用してしまった場合に, 分析結果にどのような歪みが生じるかについて, 第2節で明らかにした, 2つの配当性向の計算結果が異なるケースを取り上げて, 確認していこう.

¹² この関係は, 株式価値評価モデルのひとつである「異常利益成長モデル」において, 将来の異常利益成長をゼロと置くことで証明することができる. この点について, 詳しくはPenman (2013) を参照.

4.1 増配

期末配当を増配した場合、2つの配当性向は、増配をおこなった期に差異が生じるのであった。それは、第2節の企業Aの設例(表1)で確認できる。

1) 投資資金の調達方法の分析

前節で確認したように、企業Aの資金調達方法を分析する場面では、 $DPR_{fs_2}=15\%$ を用いる必要がある。このとき、 $DPR_{ps_2}=30\%$ を用いると、企業Aの内部留保による資金調達が実際よりも「過小」に測定されることになる¹³。もちろん、この過小測定による歪みは一時的なものであるが、増配を繰り返しおこなうケースでは、この過小測定による歪みも持続してしまう点には注意が必要である。

ペッキングオーダー理論によれば、企業は内部留保による資金調達を優先的におこなうことになる。つまり、内部留保による資金調達が少ないことは、それだけ企業の投資機会が少ないというシグナルと捉えることもできる。投資機会が少ないことは、低い成長性につながることを考えれば、とくに繰り返し増配をおこなう企業について、分析に利用すべきものとは異なる配当性向を利用してしまった場合には、成長性を過小評価することにもなりかねない。

以下の投資価値の公式からも明らかのように、成長性の過小評価は、株式価値の過小推定に結び付く。

$$VE_t = \frac{Div_{t+1}}{R - G} \quad (10)$$

VE は株式価値、 R は投資家の要求リターン、 G は配当の長期成長率である。配当の長期成長率は、配当性向が一定のもとで利益の長期成長率と一致し、さらにROEが一定のもとで資本の長期成長率と一致する。

標準的な投資意思決定の規準に従えば、投資価値が提示された投資額を上回るとき、投資家はその投資を実行することになる。成長性の過小評価は、投資価値を意味する株式価値の過小推定に直結するから、それだけ投資価値が投資額を上回る可能性が低くなる。よって、成長性の過小評価は、投資に値する魅力的な投資対象を見逃す危険性を投資家が抱えることになるという意味で好ましくない¹⁴。

2) 期待リターンの推定

いっぽう、企業Aのゼロ成長を仮定した期待リターンを推定する場面では、 $DPR_{ps_2}=30\%$ を用いる必要がある。このとき、 $DPR_{fs_2}=15\%$ を用いると、式(8)と式(9)から企業Aの Adj_PER_2 が「過小」に計算されることになる。これは期待リターンを「過大」に推定することにつながる¹⁵。

投資家は、期待リターンが要求リターンを上回っているときに、その投資を実行することに

¹³ 減配であれば、内部留保による資金調達が実際よりも「過大」に測定されることになる。

¹⁴ なお、繰り返し減配をおこなう企業の存在を想定することはあまり現実的ではないが、もしこのようなケースが存在すると、企業の成長性を過大評価することにつながるため、要注意である。

¹⁵ 減配のケースでは、期待リターンを「過小」に推定することにつながる。

なる。期待リターンの過大推定は、実際には期待リターンが要求リターンを超えていないにもかかわらず、それを超えているものとして、投資に値しないような投資対象に誤って投資を実行する可能性を高めてしまうことになるため、要注意である。

3) 小括

以上のことから、増配をおこなう企業について、分析目的によらずどちらか一方の配当性向を統一的に利用することによる歪みは、つぎのようにまとめることができる¹⁶。

統一的に DPR_{fs} を分析に利用した場合、増配をおこなう企業の期待リターンは過大推定される。いっぽう、統一的に DPR_{ps} を分析に利用した場合、増配をおこなう企業の成長性は過小評価される。

ここで、歪みの「方向」が投資家にあたえる影響について考えてみよう。成長性の過小評価は、投資に値する魅力的な投資対象を見逃す危険性を投資家が抱えることになるが、Penman (2013) で示されている「ファンダメンタル分析における基本原則」のひとつである「成長に対する払い過ぎに要注意¹⁷」に対する安全弁として機能する面もある。これに対し、期待リターンの過大推定は、投資に値しないような投資対象に誤って投資を実行する可能性を高めてしまう。そのため、増配のケースでは、投資家にとってより危険な歪みは、統一的に DPR_{fs} （財務諸表数値をベースに計算した配当性向）を分析に利用した場合に現れる。

石川 (2010) によれば、日本企業が連続増配をおこなうケースは、決して珍しいものではない¹⁸。連続ではないにせよ、繰り返し増配をおこなうケースは、これよりもさらに多いはずである。よって、分析目的によらずどちらか一方の配当性向を統一的に利用することによる歪みは、一時的な影響にとどまらないという意味でも注意を要するといえる。

4.2 自己株式の取得

自社株買いをおこなった場合、2つの配当性向は、それをおこなった期に差異が生じるのであった。それは、第2節の企業Bの設例（表2）で確認できる。

1) 投資資金の調達方法の分析

前節で確認したように、企業Bの資金調達方法を分析する場面では、 $DPR_{fs_2}=50\%$ を用いる必要がある。このとき、 $DPR_{ps_2}=45\%$ を用いると、企業Bの内部留保による資金調達が実際よりも「過大」に測定されることになる。もちろん、この過大測定による歪みは一時的なものである。なお、自社株買いは一時的な株主還元策に用いられることが多いため、増配のケースとは異なり、それを繰り返しおこなうケースはそれほど多くないと考えられる¹⁹。

¹⁶ もちろん、減配をおこなう企業では、分析目的によらずどちらか一方の配当性向を統一的に利用することによる歪みが、増配とは逆方向に生じることになる。

¹⁷ ここでは、邦訳書p.24の表現をそのまま用いた。なお、原文は“Beware of paying too much for growth.”（原書p.19）である。

¹⁸ 石川 (2010) で検証対象とされているサンプル（1994年から2007年までの3月決算企業のうち、検証に必要な条件を満たすもの）のうち、8.3%が連続で増配をおこなっている。

¹⁹ 企業が発行した株式数を超えて自社株買いをおこなうことは不可能であるから、その意味でも、繰り返しの自社株買いを想定することは、現実的ではない。

増配のケースとは反対に、自社株買いのケースでは、内部留保による資金調達を実際よりも「過大」に測定される。つまり、このケースにおいて、分析に利用すべきものとは異なる配当性向を利用してしまった場合には、企業のもつ成長性を過大評価することにもなりかねない。式(10)から明らかのように、成長性の過大評価は、株式価値の過大推定に直結するから、それだけ投資価値が投資額を上回る可能性が高くなる。

投資価値が提示された投資額を上回るとき、投資家はその投資を実行するものとしよう。そのとき、成長性の過大評価は、投資に値しないような投資対象に誤って投資を実行する危険性が高まるため、要注意である。

2) 期待リターンの推定

いっぽう、企業Bのゼロ成長を仮定した期待リターンを推定する場面では、 $DPR_{ps_2}=45\%$ を用いる必要がある。このとき、 $DPR_{fs_2}=50\%$ を用いると、企業Bの Adj_PER_2 が「過大」に計算されることになる。これは期待リターンを「過小」に推定することにつながる。

投資家は、期待リターンが要求リターンを上回っているときに、その投資を実行することになる。期待リターンの過小推定は、投資に値する魅力的な投資対象を見逃す危険性を投資家が抱えることになるという意味で好ましくない。

3) 小括

以上のことから、自社株買いをおこなう企業について、分析目的によらずどちらか一方の配当性向を統一的に利用することによる歪みは、つぎのようにまとめることができる。

統一的に DPR_{fs} を分析に利用した場合、自社株買いをおこなう企業の期待リターンは過小推定される。いっぽう、統一的に DPR_{ps} を分析に利用した場合、自社株買いをおこなう企業の成長性は過大評価される。

期待リターンの過小推定は、投資に値する魅力的な投資対象を見逃す危険性を投資家が抱えることになるいっぽう、成長性の過大評価は、投資に値しないような投資対象に誤って投資を実行する可能性を高めてしまう。Penman (2013) では、「ファンダメンタル分析における基本原則」として、「投資リスクの一部は、株式に対して払いすぎるというリスクである」(邦訳書 p.24) が示されている²⁰。これは、魅力的な投資対象を見逃す危険性よりも、投資に値しないような投資対象に誤って投資を実行する危険性を回避すべきことを示唆している。その意味で、自社株買いのケースでは、投資家にとってより危険な歪みは、増配のケースとは逆に、統一的に DPR_{ps} (1株当たり会計数値をベースに計算した配当性向) を分析に利用した場合に現れる。

ニッセイ基礎研究所のレポート「2022年4～5月の自社株買い動向～発行済株式総数に対する割合と株価の関係～」によれば、近年、日本企業の自社株買い設定金額は高く、設定件数も多くなってきている。これは、分析目的によらずどちらか一方の配当性向を統一的に利用することによる歪みが生じるケースが多くなり、かつ、その歪みも大きくなることを意味している。とくに多額の自社株買いがおこなわれるケースには要注意である。

²⁰ なお、原文は“Part of the risk in investing is the risk of paying too much for a stock.”(原書p.19)である。

4.3 優先配当

企業が普通株式のほかに優先株式を発行している場合、2つの配当性向は、優先配当をおこなっているすべての期間で生じるのであった。それは、第2節の企業Cの設例で確認できる。

第2節で示したとおり、優先配当の支払いがあるケースでは、 DPR_{fs} が DPR_{ps} よりも大きくなることもあれば、逆に小さくなることもある。そのため、統一的に DPR_{fs} を分析に利用した場合には、期待リターンが過小推定されることも過大推定されることもあるし、統一的に DPR_{ps} を分析に利用した場合には、企業の成長性が過大評価されることも過小評価されることもある。歪みの「方向」が場合によって異なるため、優先配当の支払いがあるケースは、どちらかの配当性向を統一的に分析にもちいた場合に、投資家の投資意思決定を誤らせる危険性がもっとも大きなケースといえる。

日本企業が優先株式を発行する事例はあまり多くないが、木村（2022）で示されているように、COVID-19による業種によっては「不況」と呼べる状況で、その発行事例は増加している。ここでは、優先配当の支払いによって分析結果に歪みが生じるケースが、今後は無視できない程度に起こりうることを指摘しておきたい。

5. おわりに

企業は、決算短信のサマリー情報として、配当性向を開示している。東京証券取引所が作成した『決算短信・四半期決算短信作成要領等』をみれば明らかなように、そこで開示されている配当性向は DPR_{ps} である。そのためかどうかはわからないが、証券会社が提供するスクリーニングツールでは、配当性向として DPR_{ps} を用いているところが多い²¹。

2つの配当性向が、あたかも代替可能な同一の比率であるかのような説明がなされることさえある現状に鑑みれば、情報の利用者が、無自覚に DPR_{ps} を統一的に分析にもちいていてもおかしくはない。しかし、それが投資意思決定を誤らせる危険性をもっていることは、さきに示したとおりである。

財務諸表分析や企業価値評価、投資意思決定に関するテキストは多く存在するが、それらは配当性向を分析目的に応じて適切に使い分けられているだろうか。そのような視点でテキストを読み比べてみると、面白い発見があるかもしれない。

参 考 文 献

- Donaldson, G. 1961. *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*. Harvard University Press.
- Myers, S. C., and N. S. Majluf. 1984. Corporate Financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13(2): 187–221.
- Penman, S.H. 2013. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, 5th Edition, McGraw-Hill Irwin (S.H.ペンマン). 2018. 『アナリストのための財務諸表分析とバリュエーション〔原書第5版〕』 荒田映子・大雄智・勝尾裕子・木村晃久（訳）、有斐閣.）.
- 石川博行. 2010. 『株価を動かす配当政策：コロボレーション効果の実証分析』中央経済社.

²¹ たとえば、楽天証券株式会社が「MARKET SPEED」で提供しているスクリーニング機能や、株式会社SBI証券が「HYPER SBI」で提供しているスクリーニング機能では、1株当たり会計情報をベースに計算された配当性向がもちいられている。これは各社のウェブサイトを確認できる。

- 株式会社SBI証券. 「高機能トレーディングツールHYPER SBI操作ガイド」.
https://search.sbisek.co.jp/v2/popwin/guide/tool/hyper_sbi/03_stock/ck_stockinfo_01.html
(2022/6/29).
- 株式会社東京証券取引所. 2020. 『決算短信・四半期決算短信作成要領等』(2020年11月).
- 企業会計基準委員会. 2002. 「1株当たり当期純利益に関する会計基準」企業会計基準第2号, 企業会計基準委員会(最終改正2013年9月13日).
- 木村晃久. 2022. 「一株当たり会計情報の歪み—優先株式の配当原資に着目して—」『会計』201巻5号, 480-492頁.
- グロービス経営大学院. 「MBA用語集[配当性向]」.
https://mba.globis.ac.jp/about_mba/glossary/detail-12435.html (2022/6/14).
- ニッセイ基礎研究所. 2022. 「2022年4～5月の自社株買い動向～発行済株式総数に対する割合と株価の関係～」. <https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=71244?pno=2&site=nli> (2022/6/29).
- 楽天証券株式会社. 「MARKETSPEEDオンラインヘルプ」.
https://www.rakuten-sec.co.jp/MarketSpeed/onLineHelp/msman1_7_23.html (2022/6/29).

[きむら あきひさ 横浜国立大学大学院国際社会科学研究院准教授]

[2022年6月30日受理]