

東証上場 4 業種企業の株主還元行動 —アンケート調査に基づく分析—

水野 満 (日本大学)

1. はじめに

配当政策や自社株買いのあり方は株主への利益還元という観点から重要な経営判断が求められている分野であるが、これらはファイナンスの中でもっとも議論の余地のある分野で学者の間でも意見が分かれている。従来、日本企業の配当政策は安定配当の考え方が主流を占めてきたが、株式の持ち合い解消やグローバル資本市場の一体化に伴う株主重視の考え方から配当額を増やしたり業績連動型の配当を行う企業が増加している。増額配当や業績連動型の配当を行う企業が増加している背景には株主に利益を還元することで敵対的な買収に備えるという目的もあると考えられる。

株主還元策にはシグナリング仮説、フリー・キャッシュフロー仮説、成熟性仮説などの仮説が存在している。一方、完全市場下では株主還元策は企業価値に影響を与えないというMM命題 (Modigliani and Miller) が存在する。では、企業経営者は株主還元策や株主還元策の諸仮説及びMM命題をどのように考えているのであろうか。近年、株主重視の掛け声とともに利益の株主還元策が注目されている状況に鑑み、株主還元策の実態を把握するため、東京証券取引所に上場する 4 業種企業 (食料品、電気機器、不動産、電力・ガス) に対してアンケート調査を実施した。調査対象業種は製造業 2、非製造業 2 とした。調査は 2007 年 1 月に調査票を郵送し、2 月中旬までに回答した企業のデータを基に分析した (回収率は 22.2%)。

2. 調査結果

第一に、株主還元策として経営者は圧倒的に自社株買いよりも配当を重視し、自社株買いは二義的に考えている。第二に、近年、業績連動型配当を行う企業が増えてきているものの経営者は業績連動型配当よりも安定配当を重視している。第三に、目標とする配当性向を有する企業は 36.2% に及んでいるが、目標とする DOE を有している企業は 7.2% と低い。第四に、配当は投資需要や財務体質の強化の後にすべきであると思っている企業が約 3 分の 2 を占め、経営者は投資や財務体質の強化を優先し配当を劣後的に考えている。第五に、過半数の経営者は配当をするにあたり株主資本コストを考慮している。第六に、企業経営者は有意に配当と企業価値の関係を認めている。第七に、株主還元策の諸仮説及びMM命題に関してはシグナリング仮説、収益安定性仮説、ケイタリング仮説、マーケット・タイミング仮説が支持されているが、フリー・キャッシュ・フロー仮説と成熟性仮説は支持されていない。一方、MM命題に関しては支持よりも不支持が多く、不完全市場で適切な株主還元を模索せざるを得ない企業経営者の姿を表わしている。第八に、近年、配当額を増やす企業が多くなっている理由として、株主の期待するリターンを考慮するためと、株主重視の姿勢を示し企業買収に備えるためが多く拮抗している。いずれの理由も従来あまり考慮されてこなかったもので、ここに経営者の意識の変化を読み取ることができる。