

# 配当政策の変更が株主価値に与える影響について

東京理科大学 経営学研究科 宮永雅好

東京理科大学 経営学研究科 技術経営専攻 2年 荻野紘和

## 【目次】

1. はじめに
  - 1-1. 本研究の目的・背景
  - 1-2. 先行研究
2. 日本企業の株主還元の現状(各国との比較)
3. 研究の方法
4. 調査対象企業の選定
5. 調査・分析結果
  - 5-1. 配当性向を上げた企業の株価パフォーマンスの分析
  - 5-2. 配当性向を上げた企業の株価バリュエーションの分析
  - 5-3. PERを上昇させた要因の重回帰分析
6. 配当性向を上げた代表的な企業と同業他社の比較分析
  - 6-1. 個別企業の分析
  - 6-2. 丹青社の事例分析
  - 6-3. 日新製糖の事例分析
  - 6-4. 新明和工業の事例分析
  - 6-5. 千代田インテグレの事例分析
  - 6-6. 日立化成の事例分析
  - 6-7. 丸文の事例分析
  - 6-8. 沖縄電力の事例分析
  - 6-9. 前田道路の事例分析
  - 6-10. アサンテの事例分析
  - 6-11. SRAホールディングスの事例分析
  - 6-12. 4°CホールディングスとABCマートの事例分析
  - 6-13. 東芝機械の事例分析
7. 結論
  - 7-1. 本研究の結果とまとめ
  - 7-2. 本研究の意義
  - 7-3. 本研究の限界と今後の課題

## 【要旨】

欧米企業の配当と自社株買いを合わせた総還元性向がほぼ 100%なのに対して、日本企業の株主還元率は 50%にも満たない状況である。欧米企業が株主還元を重視するのは、配当を積極的に行うことは、株主価値の向上につながる、ということが経験則的に知られているためである。

本研究では、株主資本コストが低下することで株価バリュエーションの改善が図られるという配当政策のキャッシュフロー効果、すなわちエージェンシー理論に立ち、「上場企業は政策的に配当性向を高めることで、株主資本コストが低下し、株価バリュエーションが改善する。」という仮説を設定した。その上で日本において配当政策を変更したと推定される企業をスクリーニングし、株価、株価バリュエーションに及ぼす影響について分析した。

その結果、マクロ的な観点から、配当政策の変更は、株価にポジティブな影響を与えることが推定され、それは株価バリュエーション(PER)の改善によることがわかった。すなわち、配当性向を増加させた企業は EPS が減少したり微増にとどまったりしても、PER が高く評価されることで株価パフォーマンス相対的に高くなる傾向がみられた。さらにスクリーニングした中から配当政策が変更された可能性がある企業を抽出し、個別の分析を行った結果、調査対象企業の 13 社中 8 社で仮説を裏付ける結果となり、さらに 2 社で仮説をある程度サポートできる結果が得られた。

## 1. はじめに

### 1-1. 本研究の目的・背景

上場企業は投資家から資金を集め、事業を運営する。そして事業で生み出された利益は、成長のための再投資や財務規律の確保をするため内部留保されるか、配当金や自社株買いによって株主に還元される。米国では「会社は株主のもの」という考えが強く<sup>1</sup>、株主還元は重要な経営問題と捉えられている。一方で、これまで一般的な傾向として、日本の上場企業は株主還元の意識が低いと言われてきた。

株主還元の方法は大きく分けて配当と自社株買いの二通りである。

配当は、株主が保有する株数に比例して企業が利益を分配することをいう。通常は決算期末、または中間決算時と決算期末に株主に分配される。日本企業はこれまでは毎年安定した配当を支払うことが株主への義務のように考える傾向が強く、特別大きな利益があった年や会社の記念の年には、特別配当、記念配当といったように通常の配当に上乘せられることもある。

また自社株買いは、企業が発行した株式を、その企業が買い戻すことをいう。企業は、買い戻した後に消却することで発行済み株式数を減らすことができるが、償却しないで自己株式として保有する場合も自己株式には配当を支払うことができないため、その結果、1株当たりの利益を向上させることになり、EPSなどの経営指標を向上させることができる。また投資家にとっては発行済み株式数が減ることで、1株当たりの配当金の増加などが期待できることになる。

企業の株主還元の度合いを示す代表的な指標として配当性向がある。配当性向とは、その期の純利益(税引後利益)の中から、配当金をどのくらい支払っているかを示すものである。米国企業の配当性向の平均は30~40%程度と、日本企業の平均の30%と比較してもそれほど変わらない。しかし、配当と自社株買いを合わせた総還元性向では日本企業の平均が50%に満たないのに対し、米国企業は最近の数年間では100%以上となっており、還元率には大きな開きがある。

近年では日本においても、2018年末に上場したソフトバンク(9434)が目標配当性向を85%とするなど、IPO銘柄を中心に配当性向を高く設定する傾向にあり、株主還元を重視する企業が増加しつつある。

このように米国企業や新規上場企業が株主還元を重視する背景には、配当を積極的に行うことは、株価上昇の要因となりやすい、ということが経験則的に知られていることがあげられる。

しかし、先行研究にみられるとおり伝統的なファイナンス理論においては、配当性向の引き上げは株価の上昇に寄与するとは考えられていない。

---

<sup>1</sup> 一方で2019年に入り、アメリカ最大規模の経済団体「ビジネス・ラウンドテーブル」が数十年にわたって資本主義を推進してきた株主第一主義の廃止を発表するなど、行き過ぎた「株主ファースト」の姿勢を改めようとしている向きもある。

[https://moneyworld.jp/news/05\\_00018101\\_news](https://moneyworld.jp/news/05_00018101_news)

本研究は、日本の上場企業の配当政策の変更がいかにより市場価値に影響するかについて、実証的に分析するものであり、日本の上場企業がいかにより配当政策を考えるべきかについて、一定の示唆を与えることを目的とする。

## 1-2. 先行研究

Miller and Modigliani(1958)のMM理論に基づく「中立説」やFisher Blackの有名な「配当パズル(Dividend Puzzle)」をはじめ、配当政策が企業価値に与える影響についてはこれまでも多くの研究がなされている。

MM理論では企業の資本構成および配当政策は企業価値に影響を与えないとされている。しかし、MM理論は完全市場を前提とする理論であることから、完全市場でない現実の市場においては、資本構成や配当政策は企業価値に影響を与える可能性がある。

MM理論以降の配当政策と株価の関係を説明する学説には、シグナリング効果とフリーキャッシュフロー効果が提唱されることが多い。<sup>2</sup>後者はいわゆるエージェンシー仮説と表裏の関係をなすものである。

### ① シグナリング効果

増配を宣言すると、経営者は将来の収益拡大を確信しているというメッセージとなり、結果、株価が上昇するというもの。

多くの日本企業の配当金は固定的で、多少利益が増減しても配当は固定される傾向にあると言われている。これは、経営者は一度増やした配当を再び下げることが嫌い、長期にわたって維持可能な水準までしか配当を増やさない傾向があるためと考えられている。このような傾向は必ずしも日本固有のものではなく、Brav et al. (2005)による米国企業経営者の配当政策の決定に関する調査でも、経営者は減配を嫌い、配当水準を維持したいと考えていることが報告されている。

企業が増配をしたときには、将来引き上げた配当を維持するだけの収益を上げられなければ、減配をせざるを得ない。そのため、増益に対して高い確信がなければ経営者は増配を選択しないとも考えられる。そのような状況では、増配は、経営者が市場コンセンサス以上の業績を上げる自信があることのシグナルとしてとらえることができる。

すなわち、経営者が配当水準の維持を重視していることから、増配は短期的な増益シグナルというよりも、長期的に維持可能な利益水準に関する自信のシグナルと考えられる。

### ② フリーキャッシュフロー効果

---

<sup>2</sup> 諏訪部貴嗣(2006)日本証券アナリスト協会ジャーナル  
<https://www.saa.or.jp/journal/prize/pdf/2006suwabe.pdf>

配当によってフリーキャッシュフローが減った分、経営者の恣意的な裁量に委ねられる余剰資金が減って、株主価値が毀損される可能性が減り、結果として、リスク・プレミアムが減少し、株価が上昇するというもの。(エージェンシー問題の解決)

Jensen(1986)によれば、本来、企業の経営者は株主の代理人として、株主価値を最大化する経営をすることを求められている。しかし、投資家は経営者ほどには企業の内部状況を知ることにはできないため、経営者が株主価値最大化の原理から外れた経営をしたとしても(完全に)知ることはできない。

株主価値最大化の原理から外れた経営の例として、経営者が無駄な投資を行い、価値を損ねてしまうことや、適切な投資を行わないことで機会損失を被ることなどが挙げられる。どちらの場合も、潤沢な余剰資金を抱えた企業ほど経営者の裁量が大きいため、株主価値の棄損割合が大きくなると考えられる。この価値の棄損分が、エージェンシーコストとなる。

フリーキャッシュフロー理論の観点からは、潤沢な余剰資金を抱える多くの日本企業にとって、増配は株主価値の向上をもたらすと考えられている。

増配により株価が上昇したケースに対しては、上記 2 つの観点から株主価値が増加したと説明する研究が多い。しかし、ブラック・ショールズ・モデルで知られるフィッシャー・ブラックが「配当はパズル」と言ったように、配当政策の決定に絶対的な解というものはないと考えられている。また、こうした配当パズルに関連して、日本市場における配当政策と株主価値の関係性を実証的に研究したものはまだ少ない。

## 2. 日本企業の株主還元の現状(各国との比較)

図2-1は2019年の世界の主要市場の株価バリュエーションと配当利回り及び配当性向を算出したものである。

中国は28.5%、韓国は29.75%、日本は36.14%と、アジア各国の配当性向はおおむね30%程度である。一方で、フランスは52.2%、ドイツは53.64%、イギリスは73.6%と、欧州では総じて高い水準にある。

米国は39.14%と、日本とそれほど変わらないが、これは配当よりも自社株買いに注力しているためであることは後述する。

図2-1 各国の株価バリュエーションと配当性向

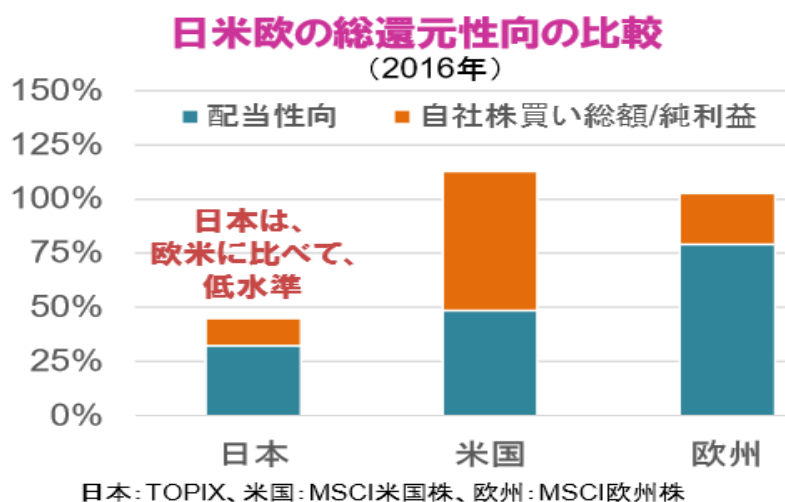
Country	PER	PBR	配当利回り	配当性向
China	9.5	1.1	3.00%	28.50%
Korea (South)	11.9	0.9	2.50%	29.75%
Japan	13.9	1.1	2.60%	36.14%
Russia	5.5	0.9	6.90%	37.95%
United States	20.6	3.3	1.90%	39.14%
Austria	10.9	1.1	3.70%	40.33%
Brazil	14.7	2.1	3.00%	44.10%
Hong Kong	14.6	1.4	3.10%	45.26%
Canada	16.8	1.8	3.00%	50.40%
Italy	13.5	1.2	3.80%	51.30%
France	17.4	1.8	3.00%	52.20%
Singapore	13.1	1	4.00%	52.40%
Germany	17.3	1.5	3.10%	53.63%
South Africa	13.1	1.8	4.70%	61.57%
United Kingdom	16	1.6	4.60%	73.60%
Portugal	16.1	1.5	4.80%	77.28%
New Zealand	22.2	2.2	3.50%	77.70%
Czech	13.6	1.5	5.80%	78.88%
Australia	17.6	2.1	4.70%	82.72%
Finland	18.8	1.8	5.10%	95.88%

(スターキャピタル社の調査をもとに筆者作成)

<https://www.starcapital.de/en/research/stock-market-valuation>

図2-2は2016年時点の自社株買いと配当を合わせた総還元性向を日米欧で比較したものである。米国と欧州の総還元性向の100%以上に対し、日本は50%に満たず、総還元性向の差異は配当性向以上に顕著である。

図 2-2

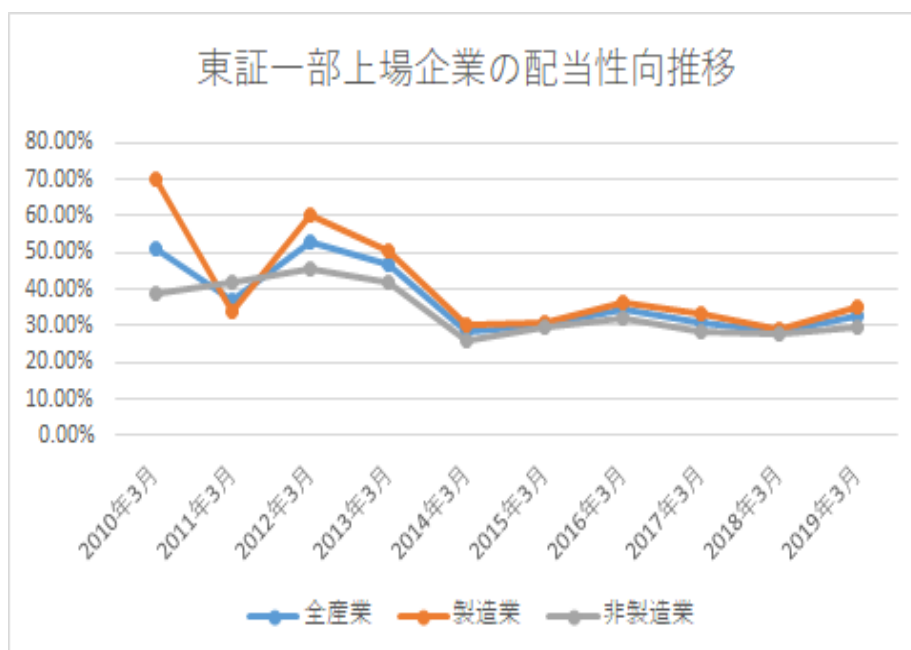


(日興 AM レポートより抜粋)

[https://www.nikkoam.com/files/fund-academy/rakuyomi/pdf/2017/raku170720\\_01.pdf](https://www.nikkoam.com/files/fund-academy/rakuyomi/pdf/2017/raku170720_01.pdf)

図2-3 は東証 1 部上場企業の配当性向の推移である。2010～2013 年度の配当性向は総じて高いが、これは 2008 年のリーマンショック後の景気の低迷により軒並み利益(EPS)が下がったためと推測される。利益(EPS)が正常化された 2014 年度以降は 30%前後で推移していることがわかる。

図2-3



(東証調査レポートより、筆者作成)

<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/index.html>

図2-1 から2-3 より、日本企業の株主還元の現状については下記のようにまとめられる。

- ・日本企業の配当性向の平均は 30～40%程度であり、欧州と比較して低い。
- ・日本と米国はそれほど配当性向に差はないが、これは米国企業が配当よりも自社株買いに注力しているためである。
- ・配当と自社株買いを含めた総還元性向では、欧米では利益の 100%またはそれ以上を株主に還元しているのに対し、日本企業は 50%以下である。

実際に、2018 年 6 月の株主総会では、国内の大手運用会社 12 社のうち 10 社で配当に関する議案への反対比率が上がるなど、現預金を多く保有する企業や、配当に回す割合が低い企業に対し「物申す」動きが広がっているという。<sup>3</sup>

こうした機関投資家の行動の背景には、より厳格化する議決権行使基準の設定がある。東京海上 AM はこれまで、配当性向が 15%以下の会社の案には反対していたが、この基準を 25%以下に引き上げた。その結果、2018 年4月から6月の総会で議決権を行使した 706 社中 34 社に反対票を投じ、その比率は前年の 0.2%から 4.8%に上昇した。また自己資本利益率(ROE)が賛否要件にあるニッセイ AM では、反対比率が 24.3%と 2.3 ポイント上がっている。

このように、日本の上場企業に対しては、欧米だけではなく国内の機関投資家からも、さらなる積極的な株主還元を求める声が増えている。

日本政府はこれまでもコーポレートガバナンス・コードの策定や法人税減税などを行ない、企業に設備投資や賃上げ、株主還元率の向上を促しているが、企業は先行き不透明感などを理由に多額の余剰資金を抱えたままの状況である。日本企業の配当総額は近年伸びているとされてはいるが、総還元性向は欧米に比べてなお低く、事業により生み出された利益が自己資本に蓄積される傾向は継続している。

---

<sup>3</sup> 2018 年 9 月 2 日の日本経済新聞に掲載された「お金の使い方に株主が厳しい目」より <https://www.nikkei.com/article/DGXMZO34884000R00C18A9EA5000/>



### 3. 研究の方法

本研究では、配当政策はエージェンシーコストまたは株式リスク・プレミアムと関連し、配当を引き上げることで株主資本コストが低下し、株価バリュエーションの改善が図られるという配当政策のキャッシュフロー効果、すなわちエージェンシー理論に立った分析を行うこととした。

そこで、配当政策の変更による株主価値へのインパクトについて分析するにあたり、以下の仮説を設定した。

仮説: 上場企業は政策的に配当性向を高めることで、株主資本コストが低下し、株価バリュエーションが改善する。

具体的には、リーマンショック後の業績不振時期から利益水準が正常化した 2013 年 8 月～2014 年 7 月期の本決算を期初基準とし、それからの 5 期間で配当性向を増加させた(または配当政策を積極的に変更したと思われる)企業を対象に、株主価値にどのような影響を与えたかを検証した。

その上で、上記仮説を検証するため、以下の4つの分析を行った。

分析1: 配当性向を上げた企業の株価パフォーマンスの分析

分析2: 配当性向を上げた企業の株価バリュエーションの分析

分析3: 下記をパラメータとした重回帰分析

目的変数: PER (PER の逆数である株式益利回りを株主資本コストの代理変数として採用)

説明変数: 配当性向、EPS、株主数、株価の  $\beta$  (対 TOPIX)

分析4: 個別企業の分析(配当性向を引き上げた代表的な企業)

- ・配当政策の変更内容
- ・同業他社との比較分析

#### 4. 調査対象企業の選定

具体的な選定方法は下記のとおりである。

母集団企業:2019年10月時点の東証一部上場企業

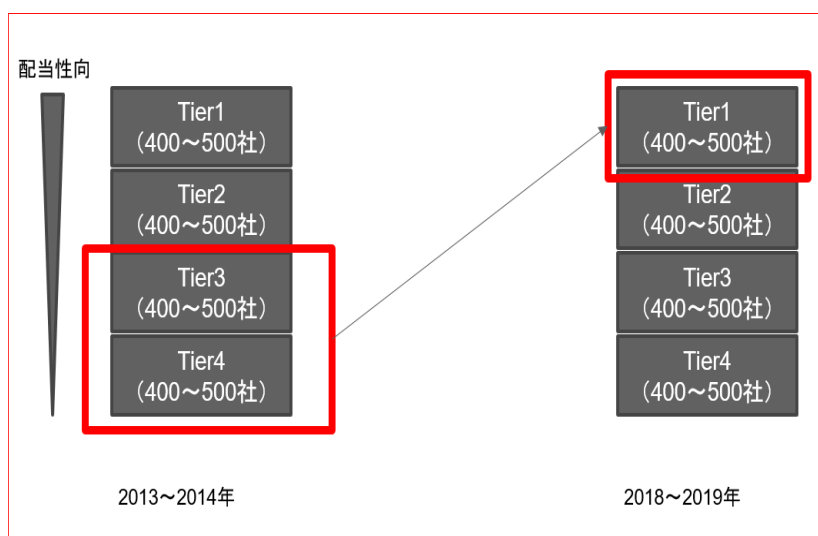
調査対象決算期:2013年8月~2019年7月期の5期間分の本決算

株価評価時点:初期を2014年3月末、終期を2019年3月末とする。

選定方法:

- ① 2013年8月~2014年7月期の配当性向をもとに、配当性向が高い順に全上場企業をTier1~Tier4に分類。
- ② 2018年8月~2019年7月期の配当性向をもとに、配当性向が高い順に全上場企業をTier1~Tier4に分類。
- ③ ①時点で下位のTier3,4だった企業の中から、②時点で上位のTier1に遷移した企業を選定。(図4-1参照)
- ④ ③の企業群から安定配当性向を採る企業を除外
- ⑤ ④の企業群から配当金が増加した企業のみを選定(配当金の変化がなくとも株式分割により1株当たりの配当金が増加している企業を含む)ここまでのスクリーニングで79社が選定された。
- ⑥ さらに⑤の企業群からEPSの下落が主要因で、結果的に配当性向が100%を超えた企業を除外した。

図4-1 スクリーニング方法



上記のスクリーニングの結果、以下の表4-1に示す68社が該当した。

表4-1 スクリーニングされた企業

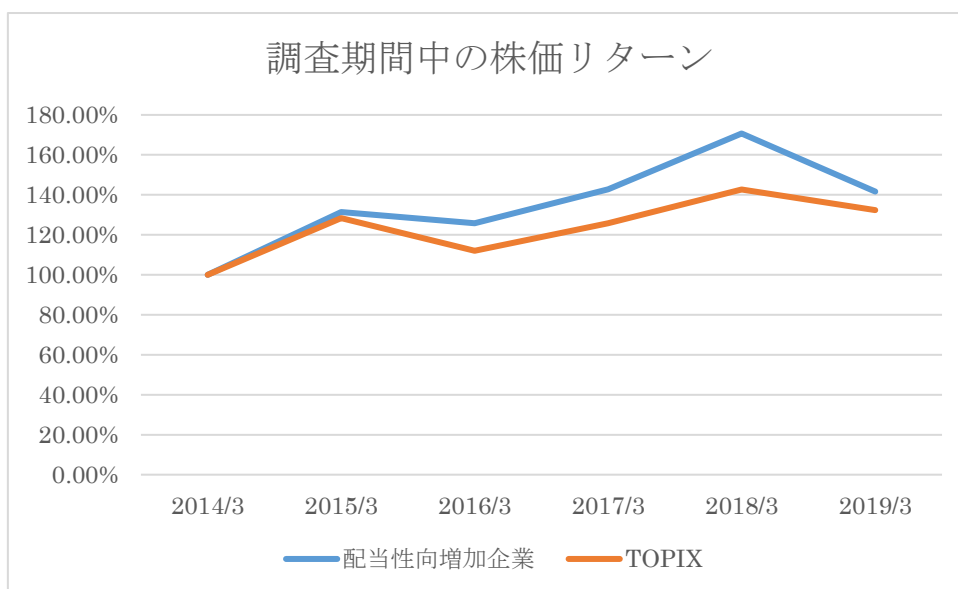
銘柄コード	銘柄名	初期の 配当性向	終期の 配当性向	銘柄 コード	銘柄名	初期の 配当性向	終期の 配当性向	銘柄 コード	銘柄名	初期の 配当性向	終期の 配当性向
1413	ヒノキヤG	20.5	49.1	4547	キッセイ	22.6	42.6	7224	新明和	16.1	58.9
1429	日本アクア	14.6	65.8	4559	ゼリア新薬	24.1	48.9	7270	S U B A R U	20	74.7
1719	安藤ハザマ	5.2	66.4	4613	関西ベ	18.5	44.3	7483	ドウシシャ	25.3	43.7
1826	佐田建	16.3	43.5	4671	ファルコHD	15.9	76.9	7537	丸文	24.7	47.9
1883	前田道	20.6	52.6	5121	藤コンボ	7.5	56.3	7762	シチズン	24.2	47.6
1929	日特建	20.5	46	5232	住友大阪	15.6	55.2	7817	バラベッド	20.8	44.7
1941	中電工	13	94.4	5332	T O T O	17.7	47.1	7958	天馬	24.1	86.8
2109	三井糖	20.3	42.8	5486	日立金	14.6	46.3	7971	東リ	23.2	45.8
2117	日新製糖	22.9	66.2	5991	ニッパツ	19.7	80.1	8008	4°Cホールデ	25.8	78.1
2148	ITメディア	24.9	56.9	6073	アサンテ	21.9	44	8114	デサント	16.9	49.7
2352	エイジア	20	61.9	6078	バリューHR	14.3	56.6	8174	日ガス	11.8	68.8
2432	ディーエヌエ	15.3	45.7	6104	東芝機	25.7	44.4	8336	武蔵銀	24.3	50.1
2461	ファンコミ	20.7	57	6222	島精機	22.9	52.1	8346	東邦銀	20.7	56.2
2670	A B C マート	20.7	46.3	6333	帝国電	17.1	46.7	8473	S B I	20.2	43.2
2753	あみやき亭	18.4	41.9	6358	酒井重	18.4	51.6	8511	日証金	23.2	55
3271	グローバル社	18.8	53.6	6369	トヨカネツ	20.7	88.7	8707	岩井コスモ	19	42.5
3284	フージャース	9.8	44.9	6373	大同工	17.5	43.2	9031	西鉄	20.9	43.6
3294	イーグランド	9	48.9	6703	O K I	8.3	51.5	9506	東北電	7.3	43
3421	稲葉製作	17.3	43.1	6737	E I Z O	21.6	49.5	9511	沖縄電	22.2	82.9
3553	共和レ	23.8	52.3	6748	星和電	13.7	61.7	9743	丹青社	9.6	43.4
3649	ファインデ	16.7	48.6	6770	アルプスアル	6.3	45.4	9755	応用地質	21.9	91.1
3817	S R A H D	23.8	67	6826	本多通信	9.8	61.4	9995	グローセル	19.7	42.8
4217	日立化	25.4	43.5	6915	千代田インテ	19.6	61.4				

## 5. 調査・分析結果

### 5-1. 配当性向を上げた企業の株価パフォーマンスの分析

図5-1-1は調査期間の初期の株価を100とし、対象企業の株価パフォーマンスについて、TOPIXと比較したものである。(株価には各年3月の終値を採用した)

図5-1-1



配当還元増加企業(対象企業)の株価パフォーマンスは TOPIX を上回っている。調査期間の第1期である 2014 年度にかけては TOPIX とほぼ同じパフォーマンスであったが、2015 年度以降は徐々に TOPIX をアウトパフォーマンスしている。それぞれの対象企業は調査期間中のいずれかの時点で配当政策等を変更し、配当性向の引き上げが株価を押し上げる要因になったという仮説と合致している。

### 5-2. 配当性向を上げた企業の株価バリュエーションの分析

次に、対象企業68社について株価バリュエーションの変化があったかを分析した。代表的な株価バリュエーションとして株価収益率(PER)を用いた。表5-2-1は、対象企業の配当性向と PER の平均値を計算し、TOPIX と比較したものである。

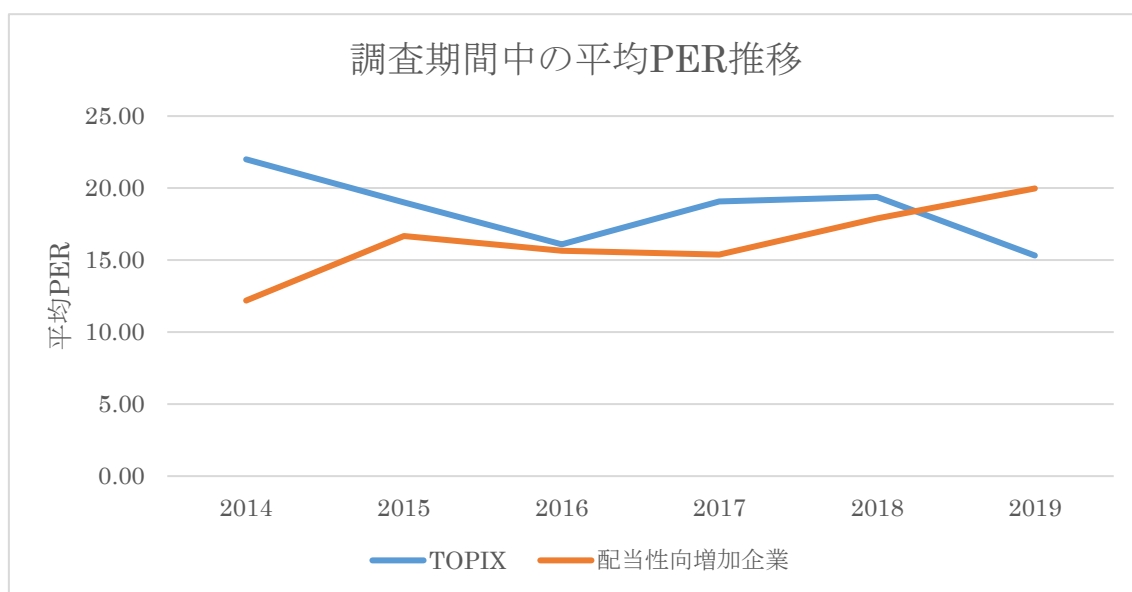
表5-2-1

	還元増加企業		TOPIX	
	2014/3末	2019/3末	2014/3末	2019/3末
PER	12.12	19.87	22.00	15.32
配当性向	18.21%	54.82%	28.49%	32.65%

表5-2-1より、対象企業においては、調査対象期間の初期から終期にかけて、配当性向は18.21%から54.82%に引き上げられている。そして、PERは12.12倍から19.87倍に大幅に上昇した。一方、同期間のTOPIX構成銘柄の平均PERは22.00倍から15.32倍に低下していることから、対象企業の株価バリュエーションは相対的に大きく高まったことが指摘できる。この点からも、配当政策の変更によってPERが改善した可能性が考えられる。

図5-2-1は調査期間中の対象企業とTOPIXのPERを時系列で比較したものである。対象企業のPERは2014年3月時点ではTOPIXよりも低かったが、調査期間中に徐々に上昇し、2018年3月末から2019年3月末にかけてTOPIXを逆転している。株価と同様に、調査期間である5年間のどこかで配当性向を改善しているという前提に立てば、2019年までに株価バリュエーション(PER)に影響を与えたのは、配当性向が原因である可能性は高いと思われる。

図5-2-1



一方で、対象企業の2013年8月～2014年7月期(2914)のEPSを100として、調査対象期間のEPSの変化率をグラフにしたところ、図5-2-2のようになった。

図5-2-2

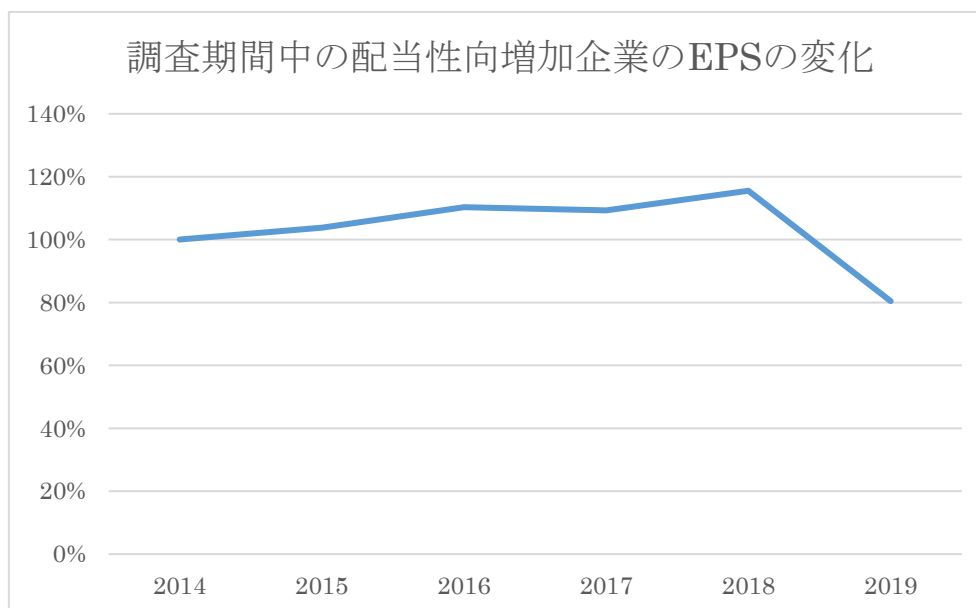


図5-2-2のとおり、2018年から2019年にかけて調査対象企業のEPSは悪化している。一方で、PERは2018年から2019年で12.12から25.06に拡大(ストレッチ)している。

「 $PER = \text{株価} / \text{EPS}$ 」であることから、EPS下げ幅に対して株価がそれほど下がらなかったため、2018年から2019年にかけてPERの上昇が生じたといえる。

なお、対象企業の2018年のPERは17.84であり、その後は17.84から19.87までのストレッチがみられる。同期間のTOPIXのPERは22.0から19.38と低下している。これらの結果から考えると、対象企業のPERの上昇は、将来業績への期待(成長率)というよりも、EPSの減少があっても、何らかの理由で株価が下支えされ、PERの拡大につながったものと解することができる。

### 5-3. PERを上昇させた要因の分析

これまでの分析結果から、配当性向を高めた企業は、株価パフォーマンス、株価バリュエーション(PER)ともに改善すること、またEPSが下がっても株価へのインパクトが少ないこと、などが検証された。

そこで、配当性向以外にもPERに影響を与えた要因が存在する可能性を考慮して、一般に株価バリュエーションに影響するファクターを抽出し、配当性向の変化がPERにどのように影響したのかを検証するため、以下の4つの説明変数を用いて重回帰分析を行った。

#### 説明変数①:配当性向

配当/EPSで、仮説に基づけば、PERとの正の関係が想定される。

#### 説明変数②:EPS の変化

EPS の上昇が成長期待をもたらすとすれば、成長期待が高まれば、PER は上昇するため、正の関係が想定される。

#### 説明変数③:株主数の変化

高配当を期待して個人株主が増えれば PER を上げる可能性があり、正の関係が想定される。

#### 説明変数④: $\beta$ 値(初期と終期)

CAPM 理論からは  $\beta$  が高ければ、それに伴い高い資本コストを要求されるため、PER との関係では負の関係が想定される。

なお、本研究では配当政策と株主資本コストの関係を見出すことを目的とするが、株主資本コストは市場株価から推計することが合理的であり、その際用いられる指標は益利回り(PER の逆数)またはゴードンモデルの変形(益利回りー成長率)などがある。ここでは日本経済の成熟度から株主資本コストの代理変数として益利回り(PER の逆数)を使用することとし、PER を被説明変数とした。

重回帰分析の結果は下記表5-3-1のとおりである。

表5-3-1

回帰統計								
重相関 R	0.61701764							
重決定 R2	0.380710768							
補正 R2	0.341390817							
標準誤差	0.74369709							
観測数	68							
分散分析表								
	自由度	変動	分散	観測された分散比	有意 F			
回帰	4	21.42073385	5.355183463	9.682381484	3.61689E-06			
残差	63	34.84437777	0.553085361					
合計	67	56.26511162						
	係数	標準誤差	t	P-値	下限 95%	上限 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
切片	0.026863326	0.27395483	0.0980575	0.922197952	-0.520591718	0.57431837	-0.520591718	0.57431837
配当性向変化率	0.193399961	0.051672148	3.742827968	0.000395971	0.090141413	0.29665851	0.090141413	0.29665851
株主数変化率	-0.009992165	0.095219185	-0.104938569	0.916757945	-0.200272522	0.180288192	-0.200272522	0.180288192
EPS変化率	-0.831722442	0.242812186	-3.425373559	0.001085404	-1.316943877	-0.346501006	-1.316943877	-0.346501006
$\beta$	0.224096468	0.219164872	1.022501767	0.310453862	-0.21386958	0.662062517	-0.21386958	0.662062517

表 5-3-1 より、重回帰分析の相関係数はますますであり、配当性向の変化率は PER と正の関係があり、一方で EPS 変化率との関係では負の関係で、それぞれの t 値の絶対値が 3 以上であるため、調査期間中の対象企業の PER の改善はこの 2 つによるものではないかと推定できる。

EPS との関係が負になったのは、調査対象の 68 社のうち初期から終期にかけて EPS が低下した企業数が 53 社(サンプル全体の78%)で、EPS の変化率の平均はマイ

ナス 19.6%であったことが影響しているものと想定される。すなわち、配当を上げた企業の多くが EPS の低下によって PER の拡大幅が増幅されることにつながったようだ。

そこで、次に、説明変数から EPS 変化率を除いた 3 つの説明変数による重回帰分析を行った。その結果を表 5-3-2 に記す。

表 5-3-2

回帰統計	
重相関 R	0.51514436
重決定 R2	0.265373712
補正 R2	0.230938105
標準誤差	0.803642393
観測数	68

分散分析表					
	自由度	変動	分散	観測された分散比	有意 F
回帰	3	14.93128153	4.977093843	7.706375268	0.000179195
残差	64	41.33383009	0.645841095		
合計	67	56.26511162			

	係数	標準誤差	t	P-値	下限 95%	上限 95%	下限 95.0%	上限 95.0%
切片	-0.003222594	0.295884623	-0.010891386	0.991343983	-0.59432008	0.587874893	-0.59432008	0.587874893
配当性向変化率	0.241606176	0.053726301	4.496981416	2.96566E-05	0.134275552	0.348936801	0.134275552	0.348936801
株主数変化率	-0.036407189	0.102556279	-0.354997175	0.723758928	-0.241286909	0.16847253	-0.241286909	0.16847253
$\beta$	0.300351482	0.235605608	1.274806169	0.206986703	-0.170324827	0.771027791	-0.170324827	0.771027791

この重回帰分析の結果は、相関係数、決定係数は表 5-3-1 に比べて低下したものの、配当性向変化率と PER の関係は正の係数となり、t 値が 4.49 であることから、調査期間中の対象企業の PER の改善は配当性向の増加によるものと推計することができる。

また、 $\beta$  値との関係では、仮設通り、表 5-3-1 の結果と同様に正であったが、t 値はやや低い数値となった。また株主数との関係では、どちらの分析でも事前の推定とは異なり、マイナスの係数となったが、t 値は低く、何らかの関係性を示す説明力はないものと考えられる。



## 6. 配当性向を上げた代表的な企業と同業他社の比較分析

### 6-1. 個別企業の分析

以上、マクロ的な分析として、母集団から抽出された対象企業 68 社について母集団と比較した結果、配当性向を引き上げることで、PER の向上につながるということが統計的に説明できそうなことがわかった。しかし、この分析対象の中には、EPS が下落した企業が多数を占めていることから、配当性向の変化がどの程度 PER の上昇、すなわち株主資本コストの下落につながったのか、をより詳細に調査することが必要と考えた。

そこで、次に個別企業の配当政策の変更が資本コストの低下につながるのか、について調査・分析を行った。特に PER は、業種による平均値の違いや個々の企業の業績変動による増幅が大きいことから、そうした要因を考慮しつつ分析する必要がある。

本研究では、マクロ的な分析対象とした企業の中から、配当政策において還元率の引き上げを行った結果として、資本コストの低下をもたらしたのか否かについて明らかにすべく、以下の条件に合致する企業をピックアップし、時系列分析、市場平均と比較、同業他社との比較などを行い、かつ実際にどのような配当政策の変更があったのか、について調査を行った。

#### <個別企業選抜条件>

- ① 初期と終期の EPS の変化が 20%以上減少していないこと：一時的な利益の落ち込みによる PER の拡大は除去すべきと考えたため。
- ② 所謂安定配当維持の結果でないこと：終期の EPS が初期と比べて 20%以上減少していない場合でも、計測期間中に EPS が上昇し配当を増やしたが、終期において利益が減少し、その配当を維持した結果、配当性向が上がった企業は、配当政策の積極化とはいえないため除外した。
- ③ 成長企業でないこと：将来の成長期待が高い企業の場合、将来の成長率が株価に反映されるため PER が高く評価される。そこで、調査期間において売上高、利益ともに年率 10%以上成長した企業は除外した。

以上の選抜条件によって選ばれた企業は表6-1-1の13社であった。13社の平均配当性向は、初期から終期にかけて21.5%から56.7%に拡大しており、配当額は約3倍になっている。そして株価リターンは73.1%と市場平均を大幅に上回っており、PERは10.7倍から16.8倍へと改善している。

さらに、個別企業の配当政策の変更も株価への影響が想定されるため、この13社について、以下の調査を実施した。

- ・ 調査対象期間において配当政策の変更があったのか
- ・ 株価はどのように推移したのか
- ・ 同業他社との比較で株価バリュエーションは変化したのか

表6-1-1 個別分析対象企業

証券コード	会社名	初期配当性向	初期PER	終期配当性向	配当金変化率	株価リターン	EPS変化率	終期PER
1883	前田道	20.6%	9.88	52.6%	133%	49.3%	-8.72%	16.16
2117	日新製糖	22.9%	8.12	66.2%	250%	184.7%	20.9%	19.11
2670	A B C マート	20.7%	16.88	46.3%	209%	47.1%	38.22%	17.96
3817	S R A H D	23.8%	8.24	67.0%	175%	78.1%	-2.33%	15.02
4217	日立化	25.4%	9.93	43.5%	67%	74.5%	-2.51%	17.78
6073	アサンテ	21.9%	8.20	44.0%	116%	132.6%	7.48%	17.74
6104	東芝機	25.7%	16.70	44.4%	100%	-8.7%	15.66%	13.18
6915	千代田インテ	19.6%	7.96	61.4%	233%	61.9%	6.51%	12.10
7224	新明和	16.1%	12.62	58.9%	275%	46.1%	2.33%	18.01
7537	丸文	24.7%	6.99	47.9%	58%	18.6%	-18.53%	10.17
8008	4℃HId	25.8%	15.23	78.1%	150%	17.5%	-17.51%	21.70
9511	沖縄電	22.2%	12.91	82.9%	209%	66.9%	-17.31%	26.04
9743	丹青社	9.6%	5.81	43.4%	641%	181.9%	64.53%	13.23
<b>13社平均</b>		<b>21.5%</b>	<b>10.73</b>	<b>56.7%</b>	<b>201.3%</b>	<b>73.1%</b>	<b>6.8%</b>	<b>16.78</b>

## 6-2. 丹青社の事例分析

### <会社の概要>

商業施設や文化施設の内装・展示などを手がける大手総合ディスプレイ会社。施設の空間づくりをサポートする。調査・企画から、デザイン・設計、制作・施工に加えて、管理運営も手がける。

店舗などの商業空間、展示会をはじめ販促・PRにつながるイベント空間、博物館や科学館などの文化や技術を広める文化空間など、様々な空間づくりを行う。実績例は、ミライザ大阪城、モリパーク アウトドアヴィレッジ、リーガルロイヤルホテル(大阪)、グリコピア CHIBA、中目黒高架下、すみだ北斎美術館など。(日経会社情報より抜粋)

### <配当政策>

丹青社の配当政策の変遷を表6-2-1に示した。(同社の決算短信より抜粋)

丹青社は長らく配当還元には消極的で、2014年3月期の配当性向は10%と低水準であった。しかし、2016年からスタートする中計では配当性向の引上げを公表し、さらに、2017年1月期の決算発表時(同年3月)において、前年(2016年)に掲げた40%の配当性向目標を50%に引き上げた上で、1株あたりの配当金を前年の22円から30円とする増配予想を行った。したがって、会社として、この間に配当政策を積極化する方針に変更したことがわかる。

表6-2-1

	利益分配に関する基本方針
2016/1 期決算短 信	当社の利益分配の方針は、長期的な観点に立ち資本の充実を勘案しながら、収益の状況に応じた 配当を行うことを基本とし、この方針に基づき配当性向等を考慮し利益の配分を行っております。また、内部留保資金につきましては、今後予想される競争の激化や経営環境の変化に耐え得る企 業体質の強化をはかり、新たな成長分野への事業展開を推進するための研究、開発、設備投資及び 財務体質の改善その他の資金需要を賄う原資として活用してまいります。当期の期末配当金につきましては、上記の方針を踏まえ、1株当たり 10 円といたします。また、当期は平成 27 年8月1日付で普通株式1株につき 1.5 株の割合をもって株式分割をいたしました。当該株式分割の影響を考慮した中間配当金(1株当たり 5.33 円)を加えた年間の配当金は 1株当たり 15.33 円となります。
2017/1 期決算短 信	当社の利益分配の方針は、長期的な観点に立ち資本の充実を勘案しながら、収益の状況に応じた 配当を行うことを基本とし、この方針に基づき配当性向等を考慮し利益の配分を行っております。また、内部留保資金につきましては、今後予想される競争の激化や経営環境の変化に耐え得る企 業体質の強化をはかり、新たな成長分野への事業展開を推進するための研究、開発、設備投資及び 財務体質の改善その他の資金需要を賄う原資として活用してまいります。 当期の期末配当金につきましては、上記の方針を踏まえ、1株当たり 12 円といたします。 中間配当金(1株当たり 10 円)を加えた年間の配当金は1株当たり 22 円となります。 なお、当社は、 <u>中期経営計画(平成 28 年1月期～平成 30 年1月期)の目標値として、連結配当性向 40%を掲げておりましたが、平成 29 年1月期に達成したこと</u> から、 <u>平成 30 年1月期からは 50%を 還元目標とあらため、次期の配当予想</u> につきましては、1株当たり中間配当金 15 円、1株当たり期 末配当金 15 円とし、1株当たり年間配当金 30 円を予定しております。

<株価推移>

図6-2-1、6-2-2で示すように丹青社(証券コード 9743)の株価(青線)は、2017/1 期の決算公表後に上昇し、それまでの株価の水準を切り上げた可能性が高い。

図6-2-1 5年間の株価パフォーマンス



図6-2-2 10年間の株価パフォーマンス



#### <株価バリュエーション>

丹青社の PER は初期の 5.8 倍から終期の 13.2 倍へと上昇している。一方で EPS は 64.5%増加したことから、株価は 181.9%と大幅に上昇した。

個別企業の選択にあたり、成長期待が高まったことによる PER の変化とも考えられるが、計測期間の売上高の伸びは年率では 7.7%と大幅ではなく、またリーマンショック前(2007/3 期)の売上高は終期(2019/3 期)の売上高よりも高かったことを考慮すると、景気循環に影響を受ける事業であり、決して成長期待が高くなったことによる PER の上昇とは思われない。

丹青社と同業の上場企業には乃村工藝社とスペースがある。その2社との比較は、表6-2-2の通りである。乃村工藝社は EPS を大幅に増加させたが、PER はほとんど変化していない。また EPS の増加が緩慢だったスペースはむしろ PER が上昇している。丹青社の PER は、なお同業2社に比べて低いものの、他の2社の配当性向が高いことを考慮すると、丹青社の経営陣は、低配当還元によって株価が割安に放置されていたことを解消す

るため、配当還元策を積極化することで株価バリュエーションの修正を図ったものと推定することができる。

表6-2-2

証券コード	社名	初期データ		終期データ			
		配当性向	PER	配当性向	PER	EPS増加率	株価上昇率
9743	丹青社	9.6%	5.8	43.4%	13.2	64.5%	181.9%
9716	乃村工藝社	48.3%	24.3	42.9%	25.7	266.2%	93.8%
9622	スペース	52.0%	13.1	61.9%	16.2	24.7%	39.8%

<分析結果>

以上の分析を踏まえると、丹青社の配当政策と PER(株主資本コスト)の関係は以下のように整理できそうだ。

- ① 丹青社は配当性向を引き上げるといふ資本政策の変更を行った結果、株価が EPS の増加率以上に上昇した。
- ② その株価の上昇によって PER は上昇したが、その PER の上昇率は市場平均や同業他社の変化率と比べても顕著な幅であった。
- ③ 以上の結果、丹青社においては計測期間中の配当性向の引上げが PER の拡大につながったものと推定できる。

6-3. 日新製糖の事例分析

<会社の概要>

「カップ印」のブランドで展開する家庭用・業務用の各種砂糖製品が主力。国内小売市場では高いシェアを誇る。このほか、甘味料や食品添加物などのその他食品を製造・販売する。住友商事が筆頭株主。

砂糖その他食品事業では、上白糖、三温糖、グラニュー糖、独自製品であるきび砂糖などの精製糖商品を取り揃え、その他食品では、果糖、ガムシロップなどの甘味料、輸入果物加工品などを販売する。健康産業事業では、「ドゥ・スポーツプラザ」や女性専用のホットヨガ&コラーゲンスタジオ「BLEDA(ブレダ)」を展開し、倉庫事業では、保有する冷蔵倉庫や普通倉庫で保管・荷役などを手掛ける。(日経会社情報より抜粋)

<配当政策>

日新製糖は、2015/11/10 に、「新たな資本政策の決定および平成 28 年3月期配当予想の修正に関するお知らせ」を公表し<sup>4</sup>、新たな株主還元方針として、①配当性向 60%、または連結株主資本配当率(DOE)2%(2018/3 期からは3%に変更、表 6-3-

<sup>4</sup> 日新製糖の以下の HP 参照 (2020.1.18 現在)  
<https://ssl4.eir-parts.net/doc/2117/tdnet/1301508/00.pdf>

1 参照)のいずれか大きい金額を年間の配当額とする、とした。これは、それ以前の安定配当主義を改め、積極的な配当還元を行うという意義を持つものであった。

表6-3-1

利益配分に関する基本方針	
2014/3 期決算短 信	<p>当社は、当期の利益、経営環境への対応および企業体質強化のための内部留保との調和を図りつつ安定的な配当を継続していくことを基本方針とし、安定配当の実現に向けた経営基盤づくりを行ってまいります。当社の剰余金の配当は、株主総会を決定機関とした年1回の期末配当を基本的な方針としています。なお、取締役会の決議により中間配当ができる旨を定款で定めています。当期の配当金につきましては、基本方針に基づき、1株につき60円とさせていただく予定です。次期の配当予想につきましては、基本方針に則って実施する予定です。</p>
2018/3 期決算短 信	<p>当社は、「資本政策の基本的な方針」において、中長期的に株主資本利益率(ROE)向上を図り、成長投資と株主還元の充実を両立させることとしています。利益配分については、連結配当性向(DPR)60%、または連結株主資本配当率(DOE)3%のいずれか大きい額を基準に配当を行います。(中略)</p> <p>なお、当期の1株当たり年間配当金額の算定式は、以下のとおりです。</p> <p>[1株当たり年間配当金額の算定式(当期)]</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 連結配当性向(DPR)60%基準 期末1株当たり連結当期純利益 84.90 円の60%=51円(1円未満切上げ)</li> <li>・ 連結株主資本配当率(DOE)3%基準 期末1株当たり連結自己資本 2,302.13 円の3%=70円(1円未満切上げ)</li> </ul> <p>連結株主資本配当率(DOE)3%基準 70円の方が大きいため、70円を1株当たり年間配当金額とします。なお、平成29年10月31日に公表し、平成29年12月に実施しました中間配当金額35円を差し引いた35円を1株当たり期末配当金額とします。</p> <p>筆者注:同社は2016/3に1:3の株式分割をしているため、2018/3期の実質配当は、2014/3期の配当から3.5倍になった。</p>

#### <株価推移>

表6-3-1が示すように、日新製糖(証券コード`2117)の株価は、2015年11月の配当政策変更の開示を契機に、それまでの株価の水準を切り上げた可能性が高い。同開示によれば、業績予想の修正はない中で、配当予想は60円から155円に引き上げられたことで、株価変化率(約50%)の上昇要因になったものと想定される。

実際に当時の株価を見ると2015年11月2日から6日の終値は2800円台で極わずかな出来高であった。しかし11月9日から出来高を伴って株価は急騰し、11月末に

は 4,500 円台まで上昇した<sup>5</sup>。(なお、同社は 2016 年 3 月に株式を 1:3 に分割しており、図 6-3-1 のチャートは分割後の株価で表している。

表 6-3-2 日新製糖の 2015 年 11 月の株価と出来高

日付	始値	高値	安値	終値	出来高	調整後終値*
2015年12月1日	4,550.01	4,590	4,509.99	4,539.99	30,600	1,513.33
2015年11月30日	4,560	4,569.99	4,500	4,539.99	25,300	1,513.33
2015年11月27日	4,550.01	4,560	4,449.99	4,530	23,800	1,510
2015年11月26日	4,505.01	4,575	4,475.01	4,524.99	33,600	1,508.33
2015年11月25日	4,325.01	4,515	4,299.99	4,485	61,800	1,495
2015年11月24日	4,179.99	4,350	4,145.01	4,350	42,600	1,450
2015年11月20日	4,134.99	4,235.01	4,130.01	4,200	24,400	1,400
2015年11月19日	4,145.01	4,190.01	4,100.01	4,140	30,000	1,380
2015年11月18日	4,250.01	4,314.99	4,125	4,155	59,700	1,385
2015年11月17日	4,190.01	4,269.99	4,170	4,239.99	43,900	1,413.33
2015年11月16日	4,050	4,179.99	4,005	4,155	43,600	1,385
2015年11月13日	3,950.01	4,235.01	3,905.01	4,095	94,400	1,365
2015年11月12日	3,924.99	4,044.99	3,849.99	3,960	84,000	1,320
2015年11月11日	3,750	4,209.99	3,750	3,939.99	333,900	1,313.33
2015年11月10日	3,039.99	3,750	3,035.01	3,750	228,800	1,250
2015年11月9日	3,305.01	3,305.01	3,015	3,050.01	254,300	1,016.67
2015年11月6日	2,817	2,822.01	2,817	2,822.01	200	940.67
2015年11月5日	2,831.01	2,831.01	2,811.99	2,817	500	939
2015年11月4日	2,858.01	2,859.99	2,831.01	2,831.01	700	943.67
2015年11月2日	2,856.99	2,856.99	2,799.99	2,829.99	800	943.33

<sup>5</sup> 実際の適時開示は 11 月 10 日であるにも関わらず、株価が前日から反応しているのは、日経新聞等のメディアで観測記事が流れた可能性が高く、企業の情報管理と開示ポリシー上では問題となりそうだ。

図6-3-1(5年間の株価パフォーマンス)



<株価バリュエーション>

日新製糖のPERは初期の8.1倍から終期の19.1倍へと上昇している。これは、いうまでもなく、2015年11月に株価が1.5倍になったことから説明可能であるが、相対的な比較を行ったうえで、客観的な分析をしておきたい。

日新製糖の計測期間のEPS増加率は20.3%と同業他社と比べて特に大きな違いはない。最もEPSが伸長した三井製糖のPERは変化していないし、ほぼ同じ増加率であった日本甜菜製糖のPERはむしろ低下している。なお、フジ日本製糖のPERが高くなっているのは終期の決算時に減損によって最終利益が落ち込んだためであり、決算時に公表された翌期(2020/3期)のEPS予想を使った予想PERは16.3倍であり、初期とほぼ同じである。

表6-3-3を見ると、日本甜菜製糖とフジ日本製糖の初期PERは相対的に高く、配当性向も高いことが読み取れる。したがって日新製糖の配当性向の引上げは同業他社に比べて低い株価バリュエーションの修正を狙った配当政策の変更と推定できる。

表6-3-3 同業他社との比較(日新製糖)

証券コード	社名	初期データ		終期データ			
		配当性向	PER	配当性向	PER	EPS増加率	株価上昇率
2117	日新製糖	22.9%	8.1	66.2%	19.1	20.9%	184.7%
2109	三井製糖	20.3%	10.0	42.8%	10.6	30.3%	38.4%
2108	日本甜菜製糖	65.3%	26.1	85.7%	20.5	21.9%	-4.3%
2114	フジ日本精糖	40.7%	16.1	85.9%	45.0	-42.1%	62.3%



#### <分析結果>

以上の分析を踏まえると、日新製糖の配当政策と PER(株主資本コスト)の関係は以下のように整理できそうだ。

- ① 日新製糖は 2015 年11月に従来の安定配当主義から、積極的な配当性政策に変更したことにより、株価が跳ね上がり、その後も増益と増配を反映した配当利回り重視の株価が形成されている。
- ② そうした株価の上昇によって PER は上昇した。同社の PER の上昇率は、市場平均や同業他社の変化率と比べても顕著な幅であった。
- ③ 以上の結果、日新製糖においては計測期間中の配当性向の引上げが PER の拡大につながったものと想定できる。

#### 6-4. 新明和工業の事例分析

##### <会社の概要>

ダンプトラックや塵芥車(ごみ収集車)、ミキサ車など様々な特装車の架装を手掛ける。国内唯一の飛行艇メーカーとして救難飛行艇の製造を担うほか、海外民間航空機向けの機体コンポーネントも分担製造する。

主力の特装車事業は機能部位を開発・生産し、トラックメーカーが製造した車体に取り付ける。航空機事業では防衛省向け「US-2 型救難飛行艇」やボーイング社の中型旅客機「787」向け主翼スパー(主翼の内部を支えるもの)、大型旅客機「777」向け翼胴フェアリング(飛行中の空気抵抗を減らすために機体の下部を覆っている部品)などを製造。産機・環境システム事業が水中ポンプおよび水処理関連設備などを製造・販売するほか、パーキングシステム事業は機械式駐車設備や航空旅客搭乗機の製造・販売、保守・改修などを手掛ける。(日経会社情報より抜粋)

##### <配当政策>

新明和工業は2017年3月期までは、安定配当主義で1株10円をベースに業績等を鑑み特別配当などの名目で配当金を加算していた。しかし、2018年5月22日の「剰余金の配当に関するお知らせ」にて、1株あたりの配当金を前年の14円から23円に引き上げることを発表し、同時に以下のように配当性向を40~50%に高める方針に変更した。(表6-4-1)

表6-4-1

	利益配分に関する基本方針
2014/3 期有価証 券報告書	当社は、株主への適切な利益還元を経営上の重要な課題と認識しており、継続的かつ安定的な配当を行うことを基本方針として、当社の業績、連結決算の内容、中

	長期的な業績の見通し、将来価値の創造に向けた投資、経営基盤の確保のための内部留保等を総合的に勘案して配当金額を決定するとしている。
2018/3 期有価証券報告書	当社は、株主への適切な利益還元を経営上の重要な課題として認識しており、将来に向けた戦略的な事業投資や経営基盤の維持・拡大のために必要な内部留保を勘案しつつ、連結配当性向を40%~50%とすることを基本としている。 また、資本効率の向上を目的として、機動的に自己株式の取得を行うこととしている。

<株価推移>

図6-4-1、6-4-2に示すように新明和工業(証券コード 7224)の株価(青線)は、2018/5の配当政策変更後に大きく上昇している。

図6-4-1(5年間の株価パフォーマンス)



図6-4-2(10年間の株価パフォーマンス)



<株価バリュエーション>

新明和工業は調査期間の初期から終期にかけ、株価が46.1%上昇し、PERも初期の12.7倍から終期の18.0倍へと上昇した。EPSが2.3%の増加にとどまっていることから成長期待よりも、配当政策の変更による株価上昇と考えられる。

表6-4-2にて、新明和工業の同業他社との比較を行ったところ、2014年から2019年にかけて、同業2社のPERがほぼ同じ水準で推移しているのに対し、新明和工業のみ、PERが大きく改善している。PER改善の理由は、新明和工業のEPS増加率は微増であるのに対し、株価の上昇率が大きかったためである。一方で、プレス工業のEPSは大きく改善しているが、株価の上昇率も同程度だったため、PERは微増にとどまった。愛三工業については、EPSは微減したため、株価が下落し、PERもやや低下した。

表6-4-2

証券コード	社名	初期データ		終期データ			
		配当性向	PER	配当性向	PER	EPS増加率	株価上昇率
7224	新明和工業	16.1%	12.6	58.9%	18.0	2.3%	46.1%
7246	プレス工業	16.5%	6.5	18.1%	8.5	19.7%	57.0%
7283	愛三工業	25.8%	7.9	27.8%	7.0	-2.6%	-14.1%

#### <分析結果>

以上の分析を踏まえると、新明和工業の配当政策とPER(株主資本コスト)の関係は以下のように整理できそうだ。

- ① 新明和工業は2018年5月に従来の安定配当主義から、積極的な配当性政策に変更したことにより、株価が跳ね上がり、その後も株価を維持している。
- ② 新明和工業のEPSは5年間で2.3%とほぼ変わらなかったにもかかわらず、株価は46.1%上昇したことにより、PERは上昇した。同社のPERの上昇率は、市場平均や同業他社の変化率と比べても顕著な幅であった。
- ③ 以上の結果、新明和工業においては計測期間中の配当性向の引上げがPERの拡大につながったものと想定できる。

#### 6-5. 千代田インテグレの事例分析

##### <会社の概要>

フィルム、ウレタン、両面テープ、それらの複合材料など「軟らかい素材」をクライアントの要望に応じて自在に高精度加工する「ソフトプレス」加工技術を応用し、OA機器、AV機器、通信機器、自動車などに使われる機構部品や機能部品を幅広く製造販売する。

どの系列にも属さない独立系メーカーで、取り扱い品目は、複写機のペーパーガイドや静電気除去部品、スマートフォン等の液晶周辺部品、自動車やAV機器内部の絶縁やスパーサー、クッション、シールドなどに使われる部品、スイッチパネルをはじめとする外装品な

ど多岐にわたる。グローバルな生産体制により、日本、東南アジア、中国、北米、その他世界中でサービスを提供できるネットワークを構築している。(日経会社情報より抜粋)

<配当政策>

千代田インテグレは、2014年8月期の決算発表時(2014年10月に公表)までは安定配当主義とし、低い配当性向となっていたが、翌年の2015年8月期から配当性向35%以上を目標とし、1株当たりの配当金を38円から105円(普通配当95円+記念配当10円)へと増配した。また同時に総還元性向を80%まで引き上げる可能性を示唆した。

表6-5-1

	利益配分に関する基本方針
2014/8 期決算短 信	<p>当社グループの利益配分に関する基本方針は、株主の皆様に対する利益還元を経営の重要課題とし、安定した配当を継続して実施することを目指すとともに、将来の事業展開に備えて財務体質の強化を図ることに努めます。</p> <p>また、内部留保につきましては、今後予想される事業環境の変化に対応すべく、多様化した市場ニーズに応える技術・製造開発体制を強化し、今まで以上にコスト競争力を高め、更には、グローバル戦略の展開を図るために有効投資することとしております。</p> <p>以上を踏まえ、当事業年度の連結業績を勘案し、期末配当金につきましては、1株につき直近予想値の30円を38円といたします。</p> <p>また、次期の期末配当予想につきましても、38円といたしました。</p>
2015/8 期決算短 信	<p>当社グループの利益配分に関する基本方針は、株主の皆様に対する利益還元を経営の重要課題とし、<u>2016年12月から2018年12月までの3期につきましては、①配当性向は35%以上を目処とする②ROE10%以上の維持を目標として、株価水準や市場環境等を勘案しながら総還元性向80%を上限とした自己株式の取得を機動的に実施する</u>といたします。</p> <p>また、期末配当金につきましては、当期の業績等を勘案し1株につき普通配当95円、60周年の記念配当10円を合わせた105円といたします。</p> <p>また、次期の期末配当予想につきましても、104円といたしました。</p>

<株価推移>

図6-5-1、6-5-2に示すように千代田インテグレ(証券コード 6915)の株価(青線)は、2015/8期の決算公表後に大幅に上昇し、それまでの株価の水準を切り上げた可能性が高い。

図6-5-1(5年間の株価パフォーマンス)



図6-5-2(10年間の株価パフォーマンス)



<株価バリュエーション>

以下、千代田インテグレと同業他社との比較を行った。

表6-5-2

証券コード	社名	初期データ		終期データ				
		配当性向	PER	配当性向	PER	配当増加率	EPS増加率	株価上昇率
6915	千代田インテ	19.6%	8.0	61.4%	12.1	233.3%	6.5%	61.9%
2715	エレマテック	30.2%	9.5	40.1%	10.3	15.8%	-12.9%	-5.2%
4109	ステラケミファ	59.6%	23.1	24.7%	16.7	18.4%	285.4%	106.4%
6988	日東電工	31.8%	15.7	42.5%	13.7	80.0%	34.6%	17.7%

同業他社のエレマテックのPERは僅かに上昇。ステラケミファはEPS、株価ともに大きく伸ばしたが、PERは23.1倍から16.7倍へと低下した。日東電工もEPSは増加した

ものの、PERは下がっている。一方で、千代田インテグレのEPSは6.5%増と2014年からほとんど成長していないにもかかわらず、株価は61.9%も上昇し、PERは8.0倍から12.1倍に改善している。

<分析結果>

以上の分析を踏まえると、千代田インテグレの配当政策とPER(株主資本コスト)の関係は以下のように整理できそうだ。

- ① 千代田インテグレは2015年3月に株主還元を重要な経営課題と認識し、配当性向の目標を35%とし、大幅な増配を行い、その結果、株価は61.9%上昇した。
- ② 千代田インテグレのEPSは5年間で6.5%とほとんど成長がなかったにもかかわらず、株価が61.9%上昇したことにより、PERは上昇した。同社のPERの上昇率は、市場平均や同業他社の変化率と比べても顕著な幅であった。
- ③ 以上の結果、千代田インテグレにおいては計測期間中の配当性向の引上げがPERの拡大につながったものと想定できる。

6-6. 日立化成の事例分析

<会社の概要>

日立製作所の子会社で、半導体・液晶ディスプレイ材料や電池材料、自動車部材に強みを持つ、高機能材料メーカー。機能材料、先端部品・システムの2部門で事業を展開する。

機能材料部門では、半導体用エポキシ封止材、同ダイボンディング材料、電気絶縁用ワニス、リチウムイオン二次電池用カーボン負極材、ディスプレイ用回路接続フィルム、銅張積層板などを手掛ける。先端部品・システム部門では、自動車向け内・外装成形品、同摩擦材、粉末冶金製品、車両用・産業用電池、配線板などを製造・販売している。(日経会社情報より抜粋)

<配当政策>

日立化成の配当政策は明示的な積極策への変更は示されていない。表6-6-1の有価証券報告書における配当政策の記述を初期と終期で比較すると、ほとんど同様な記述にも思える。しかし、注意深く読むと、2019/3期の記載では「株主への利益配分については、配当の安定的な成長を基本とする。」という一文が付加されている。

そこで過去のEPSと配当、及び配当性向の関係を調べてみたのが表6-6-2である。

表6-6-1

	有報記載の配当政策
2014/3期決算	当社は、経営環境、業績、将来の事業展開、配当性向等を総合的に勘案して、株主への利益配分と内部留保額を決定する。内部留保については、高成長が見込める高付

	加価値新製品の研究開発、既存事業の活性化等に投資するとともに、強靱な財務体質の確立に向け有効に活用していく。
2019/ 3期決算	当社は、経営環境、業績、将来の事業展開、配当性向、並びに適切な内部留保額等を総合的に勘案して、株主への利益配分を決定する。 <b>株主への利益配分については、配当の安定的な成長を基本とする。</b> 内部留保金については、高成長が見込める高付加価値新製品の研究開発及びグローバル供給体制の構築に加え、事業の運営基盤及び成長拡大に投資するとともに、強靱な財務体質の確立に向け有効に活用する。

表6-6-2

(円)	2014/3期	2015/3期	2016/3期	2017/3期	2018/3期	2019/3期
EPS	141.5	101.3	185.0	193.0	174.5	137.9
配当金	36	36	50	55	60	60
配当性向	25.4%	35.5%	27.0%	28.5%	34.4%	43.5%

この表6-6-2を見てみると、2016年3月期と2017年3月期には増益に従って増配が行われ、2018年3月期には減益にもかかわらず、増配が実施された。そのため、配当額はEPSの成長以上に増加しており、結果として配当性向は徐々に引き上げられていることがわかる。つまり、日立化成の配当性向は「黙示的」に引き上げられていた可能性が高い。

#### <株価推移>

以下の示すように日立化成の株価は、堅調なように見えるが、市場全体(東証株価指数)との対比では、2019年の年初からの上昇が目立つ。業績を左右する半導体用電子材料の売上が半導体の市場変動とリンクするため、業績の振れが大きく、株価も半導体市場に影響されることがその要因である。

過去5年間、10年間の株価推移をみると、いずれも2019年の大幅な株価上昇で相対的な株価が改善したことがわかる

図6-6-1(5年間の株価パフォーマンス)





図6-6-2(10年間の株価パフォーマンス)



### <株価バリュエーション>

日立化成の株価は業績変動性が高いことを受けて、ボラティリティが高いため、単年度のPERだけで株価バリュエーションを判断することはなかなか困難である。

しかし、同業他社と比較することで、黙示的にもあれ、配当性向を高めることで、相対的に株価バリュエーションが改善しているかどうか確認しておくことは無駄ではないものと思われる。

日立化成の類似企業としては、会社四季報に記載されている比較会社3社を使用した。計測期間において日立化成の配当は66.7%増加し、配当性向は25.4%から43.6%に向上した。その間、EPSは一旦大きく伸長したが(前掲の表6-6-2参照)、終期では初期を若干下回る水準となった。一方で株価は74.5%上昇したことによって、PERは9.9倍から17.8倍に拡大している。

これを他の3社と比べると、PERだけ見れば、初期のPERは日立化成が最も低かったものが終期では最も高くなっており、その間、配当性向は最も低かった25.4%から終期には43.5%と最も高くなっており、配当性向の(黙示的な)引上げがバリュエーションの変化につながったのではないかと考えられる。

表6-6-3

証券コード	社名	初期データ		終期データ			
		配当性向	PER	配当性向	PER	EPS増加率	株価上昇率
4217	日立化成	25.4%	9.9	43.5%	17.8	-2.5%	74.5%
4185	JSR	35.8%	18.0	42.7%	12.2	32.5%	-10.3%
4203	住友ベークライト	37.0%	14.7	23.4%	12.4	137.4%	99.7%
6988	日東電工	31.8%	15.7	42.5%	13.7	34.6%	17.7%

なお、上記の表6-6-3のとおり、日東電工は5年間でEPSが34.6%増加し、配当は初期の100円から180円と80%も増加したため、配当性向は10%以上拡大している。これも黙示的な配当性向の引上げが行われた可能性があるが、配当政策に関する開示においてそれを示唆する文言はない。しかし、2020年3月期の期初の業績予想では減益予想ながら、配当予想は200円とさらに増加させる計画であり、予想配当性向は50%を超える。終期の株価に対して直近の株価は回復しており、2019年12月末において予想ベースのPERは18倍程度となっていることを勘案すると、日東電工も「黙示的」配当政策の変更により株価バリュエーションに何らかの影響を与えている可能性がある。

#### <分析結果>

以上の分析を踏まえると、日立化成の配当政策とPER(株主資本コスト)の関係は以下のように整理できそうだ。

- ① 日立化成は計測期間において、「配当の安定的な成長を基本とする」配当政策を打ち出し、配当を66%引き上げたことで、株価は74.5%上昇した。
- ② そうした株価の上昇によって、PERは17.8倍まで拡大し、同社のこのPERは、市場平均や同業他社と比べても高い水準といえる。
- ③ 日立化成に関しては、計測期間中の配当性向の黙示的引上げによってPERの拡大につながったものと推定することができる。しかしながら、日立化成の配当性向の引上げ幅と配当増加率は、今回の分析対象企業の中では低い部類であり、事業特性から利益の変動が大きいいため、PERの上昇が配当性向の引上げにのみによるものと結論付けるにはなお分析が必要と考えられる。

## 6-7 丸文の事例分析

### <会社の概要>

独立系の外国製半導体商社で、1844年発祥の呉服問屋からの業態転換によって創業。医療用・計測機器等の装置を取り扱う。

日本に初めて集積回路を紹介するなど、これまでエレクトロニクス技術を基盤とする産業分野・研究開発分野において、先進の商品／情報／サービスの提供に努めてきた。現在では、半導体、電子部品、電子応用機器などの先端エレクトロニクス分野を事業領域として、世界約 50 拠点でグローバルな活動を展開。3000 社を超える顧客に対して 500 社以上の仕入先の製品・サービスを提供している。

### <配当政策>

丸文の配当政策は、前述の日立化成と同様に明示的な積極策への変更は示されていない。表6-7-1の有価証券報告書における配当政策の記述を初期と終期で比較すると、連結配当性向が25%以上から30%以上に引き上げられているに過ぎない。

そこで過去のEPSと配当、及び配当性向の関係を調べてみると、表6-7-2にあり、2014/3期の配当性向24.7%から2019/3期には47.9%と約2倍に引き上げられていることがわかる。

表6-7-1

	有報記載の配当政策
2014/ 3期決算	株主各位への利益配分につきましては、継続的な利益還元を基本とした上で、業績に応じより積極的に利益還元を行うよう業績連動型の配当方式を採用し、配当性向を重視して決定しております。配当額は、 <u>当面、連結ベースでの配当性向 25%以上</u> もしくは単体での配当性向 30%以上のいずれか多い方を目安として決定していく方針です。
2019/ 3期決算	株主各位への利益配分につきましては、継続的な利益還元を基本とした上で、業績に応じ積極的に利益還元を行うよう業績連動型の配当方式を採用し、配当性向を重視して決定しております。配当額は、 <u>連結配当性向 30%以上</u> を目安として決定していく方針であります。

表6-7-2

(円)	2014/3期	2015/3期	2016/3期	2017/3期	2018/3期	2019/3期
EPS	76.9	79.3	69.3	63.1	79.5	62.6
配当金	19	20	30	25	30	30
配当性向	24.7%	25.2%	43.3%	39.6%	37.7%	47.9%

### <株価推移>

以下に示すように過去 10 年間の丸文の株価は、大きな波動的な変動性が見られる。また市場全体(東証株価指数)との比較では、2018 年以降下落傾向がみられる。業績を左右する半導体市場の変動とリンクするため、業績の振れが大きいことが要因と思われる。

図6-7-1(10年間の株価パフォーマンス)



### <株価バリュエーション>

丸文の株価は業績変動性が高いことを受けて、ボラティリティが高いため、単年度のPERだけで株価バリュエーションを判断することはなかなか困難である。

しかし、前述の日立化成で行ったように、同業他社と比較して、配当性向を高めたことにより、相対的な株価バリュエーションが改善しているかどうか分析してみたい。

丸文の類似企業としては、会社四季報に記載されている比較会社など3社を使用した。計測期間において丸文の配当は57.9%増加し、配当性向は24.7%から47.9%に向上した。その間、EPSは一旦伸長したが(前掲の表6-7-2参照)、終期では初期を若干下回る水準となった。一方で株価は132.6%上昇したため、PERは7.0倍から10.2倍に拡大している。

一方、同業他社は測定期間において、いずれもEPSは伸長しており、それに伴って配当も増加しているが、株価上昇は緩慢であり、PERの改善はみられなかった。

表6-7-3

証券コード	社名	初期データ		終期データ				
		配当性向	PER	配当性向	PER	配当増加率	EPS増加率	株価上昇率
7537	丸文	24.7%	7.0	47.9%	10.2	57.9%	-18.5%	132.6%
2737	トモテハイス	25.9%	11.3	32.2%	8.6	125.0%	80.9%	38.3%
2760	TELデバイス	21.2%	36.9	40.30%	7.7	55.0%	630.0%	31.7%
7433	伯東	38.2%	9.0	42.2%	9.9	42.9%	10.9%	21.3%

#### <分析結果>

以上の分析を踏まえると、丸文の配当政策とPER(株主資本コスト)の関係は以下のように整理できそうだ。

- ① 丸文は計測期間において、連結配当性向の目標を25%から30%へと変更されたが、実際の配当性向は40~50%のレンジに黙示的に引き上げられた可能性が高い。その結果、株価はEPSの増加以上に大幅に上昇した。
- ② そのような株価上昇によって、PERは7.0倍から10.2倍まで拡大し、同社の終期のPERは、同業他社の数値と比べても高い水準といえる。
- ③ 丸文の配当性向の引上げ幅と配当増加率は、今回の分析対象企業の中では低い部類である。また、昨年(2019年)以降の株価の低迷を考慮すると、計測期間中の配当性向の黙示的引上げによってPERの拡大につながったものの、その後の業績懸念によって資本コストの低下幅は縮小した可能性がある。

### 6-8 沖縄電力の事例分析

#### <会社の概要>

沖縄県全域(沖縄本島を含む38の有人の島々)が供給区域の電力会社。沖縄県経済は個人消費や観光関連が堅調で全体として拡大基調。このため、民生用を中心に電力需要は他社と比較して高い伸びとなっている。

本土との送電線の連系がなく、同社単独の独立した電力系統となっている。また、沖縄は地理的・需要規模の制約により水力発電設備および原子力発電設備の開発が困難であ

るため、同社の電源構成は大部分が火力発電設備となっている。内訳は、汽力 162.9 万 kW、ガスタービン 32.6 万 kW、内燃力 19.1 万 kW(2018 年 3 月末)。

22/3 期を最終年度とする 3 カ年の中期経営計画では、電気・ガスの販売拡大など「グループ収益の拡大」の一方で、「徹底したコスト低減・効率化」、「エネルギー安定供給の更なる強化」を重点施策として取り組んでいる。

#### <配当政策>

配当金の額面では変更ないが、2015 年から2018年まで毎年株式分割を行ったため、実質の配当金は増加しており、配当性向も向上している。また連結純資産配当率(DOE) 2.0%以上という方針も計測期間中に追加されており、測定期間の配当金は分割調整後で、19.39 円から 60 円に増加し、連結ベースの配当性向は、22.2%から 82.9%になった。

(表6-8-1)

	利益分配に関する基本方針
2014/3 期決算短 信	<p>当社の利益分配にあたっては、「安定的に継続した配当」を基本としております。</p> <p>当期の期末配当金については、1株当たり 30 円を株主総会にお諮りし、中間配当金とあわせて1株当たり年間 60 円を予定しております。これによる当期の配当性向は(個別)26.8%となります。</p> <p>また、次期の配当金予想額については、1株当たり中間配当金 30 円、期末配当金 30 円、年間配当金 60 円を予定しております。</p> <p>なお、内部留保資金については、設備投資ならびに財務体質の強化等に充当してまいります。</p>
2015/3 期決算短 信	<p>当社の利益分配にあたっては、「安定的に継続した配当」を基本としております。</p> <p>当社は、平成 27 年6月1日付で普通株式1株につき 1.5 株の割合をもって株式分割を行いました。当期の期末配当金については、1株当たり 30 円を株主総会にお諮りし、中間配当金とあわせて1株当たり年間 60 円を予定しております。これによる当期の配当性向(個別)は 53.6%となります。</p> <p>また、平成 28 年4月 28 日開催の取締役会において、株主のみなさまへの利益還元及び当社株式の流動性を高めることを目的に平成 28 年6月1日付で普通株式1株につき 1.5 株の株式分割を行うことを決議いたしました。次期の配当金予想額についても、株式分割に伴う調整を行わず、1株当たり中間配当金 30 円、期末配当金 30 円、年間配当金 60 円とすることを予定しております。</p>
2019/3 期決算短 信	<p>当社の利益分配にあたっては、「安定的に継続した配当」を基本とし、「連結純資産配当率(DOE)2.0%以上」を維持するよう努めております。当社は、2018 年6月1日付で普通株式1株につき 1.25 株の割合をもって株式分割を行いました。当期の期末配当金については、株主のみなさまへの利益還元を目的に、株式の分</p>

<p>割に伴う調整は行わず、1株につき 30 円を株主総会にお諮りし、中間配当金とあわせて1株につき年間 60 円を予定しております。これによる当期の 配当性向(連結)は 82.9%、連結純資産配当率(DOE)は 2.1%となります。</p>
---

### <株価推移>

(図6-8-1)株価パフォーマンス(過去5年間)



(図6-8-2)株価パフォーマンス(過去10年間)



### <株価バリュエーション>

沖縄電力は、2014 年当時は安定配当主義で、配当性向(個別)は 22.2%であり、他の上場企業と同様に、安定配当主義という典型的で保守的な株主還元政策を掲げていた。

(表6-8-1参照)

しかしその後、2015 年から2018年まで毎年分割を行いつつ配当額を据え置いたことで、配当還元率は上昇し、5年間で配当額は約3倍に増加した。一方で、株式分割を考慮した実質的な EPS は低下している。しかしながら、株価は計測期間で 67%上昇したことで PER は 12.9 倍から 26 倍に上昇している。なお、他の地方電力企業は赤字決算が多



く、株価もその間下落しているが、株価バリュエーションは収益性が低いため、比較対象とできない。

(表6-8-2)

証券コード	社名	初期データ		終期データ				
		配当性向	PER	配当性向	PER	配当増加率	EPS増加率	株価上昇率
9511	沖縄電	22.2%	12.9	82.9%	26.0	209.4%	-17.3%	66.9%
9505	北陸電力	-	-	0.0%	71.7		-	-35.2%
9507	四国電力	-	-	36.4%	16.3		-	-3.7%
9509	北海道電力	-	-	9.8%	6.2		-	-27.1%

#### <分析結果>

以上の分析を踏まえると、沖縄電力の資本政策(配当政策)とPER(株主資本コスト)の関係は以下のように整理できそうだ。

- ① 沖縄電力は計測期間において、株式分割によって実質的に配当額を約3倍に引き上げ、一方で実質的なEPSは若干下落したが、株価は67%と大幅に上昇した。
- ② 株価上昇によって、PERは12.9倍から26倍まで拡大し、同社の終期のPERは、市場全体(TOPIX)の平均に比べて高い水準となっている。
- ③ 沖縄電力の場合、測定期間における同業他社の収益性が不安定であったため、単純な比較は困難であるが、同社の配当性向の引上げは顕著であり、その間の株価のポジティブな反応を考慮すれば、配当性向の引上げがPERの拡大につながった可能性が高い。

### 6-9 前田道路の事例分析

#### <会社の概要>

アスファルト舗装業の株式会社高野建設が、ゼネコン準大手の前田建設工業と提携し、前田道路に社名変更した。現在は発行株式の約20%を前田建設が保有している。道路舗装の大手であり、施工管理に優れた小型工事が安定収益源。道路業界ではNIPPO(旧・日本舗道、のちNIPPOコーポレーション)に次ぐ第2位。

なお、2020年1月に、前田建設工業は持分会社の前田道路に対し、公開買付(TOB)を実施すると発表。1月21日から3月4日までの期間、2181万株、上場来最高値となる1株3950円を上限に買い付け、出資比率を51%(現状は24%)に引き上げることとした。そのため、表6-9-1及び6-9-2の株価チャートにおいては、そうした影響が反映されている。



< 配当政策 >

前田道路の配当政策は、計測期間において明示的な変更はなされていない。安定配当主義のもとで、記念配当、特別配当などの名目で、趨勢的に配当額を引き上げてきたものと思われる。

表6-9-1

有価証券報告書における配当政策の記載	
2015/3期	<p>当社の配当政策の基本的な考え方は、安定配当の継続を第一義とし、将来の経営基盤の強化を図りながら安定的な利益を確保することにある。</p> <p>当社の剰余金の配当は、期末配当の年1回としており、配当の決定機関は株主総会である。</p> <p>当事業年度の配当金は、普通配当 30 円に創立 85 周年記念配当 10 円を加え1株当たり 40 円としている。</p>
2019/3期	<p>当社の配当政策の基本的な考え方は、安定配当の継続を第一義とし、将来の経営基盤の強化を図りながら安定的な利益を確保することにある。</p> <p>当社の剰余金の配当は、期末配当の年1回としており、配当の決定機関は株主総会である。</p> <p>当事業年度の配当金は、1株当たり普通配当 55 円に特別配当 15 円を加え1株当たり 70 円としている。</p>

表6-9-2

(円)	2014/3期	2015/3期	2016/3期	2017/3期	2018/3期	2019/3期
EPS	145.7	155.9	202.5	207.7	106.6	133.0
配当金	30	40	55	55	55	70
配当性向	20.6%	25.7%	27.2%	26.5%	51.6%	52.6%

表6-9-2をみると、EPS は終期において初期よりも低いものの、配当額は 2.2 倍に上昇しており、結果として配当性向は徐々に引き上げられてきたことがわかる。

また 2019/3 期決算発表時の 2020/3 期の配当予想は、連結EPSが 144 円に対して 100 円となっており、EPS が初期とほぼ同額なのに対して、配当金は 30 円から 100 円への増加しており、前田道路の配当性向は「黙示的」に引き上げられている可能性が高い。

< 株価推移 >

図6-9-1(5年間の株価パフォーマンス)



図6-9-2(10年間の株価パフォーマンス)

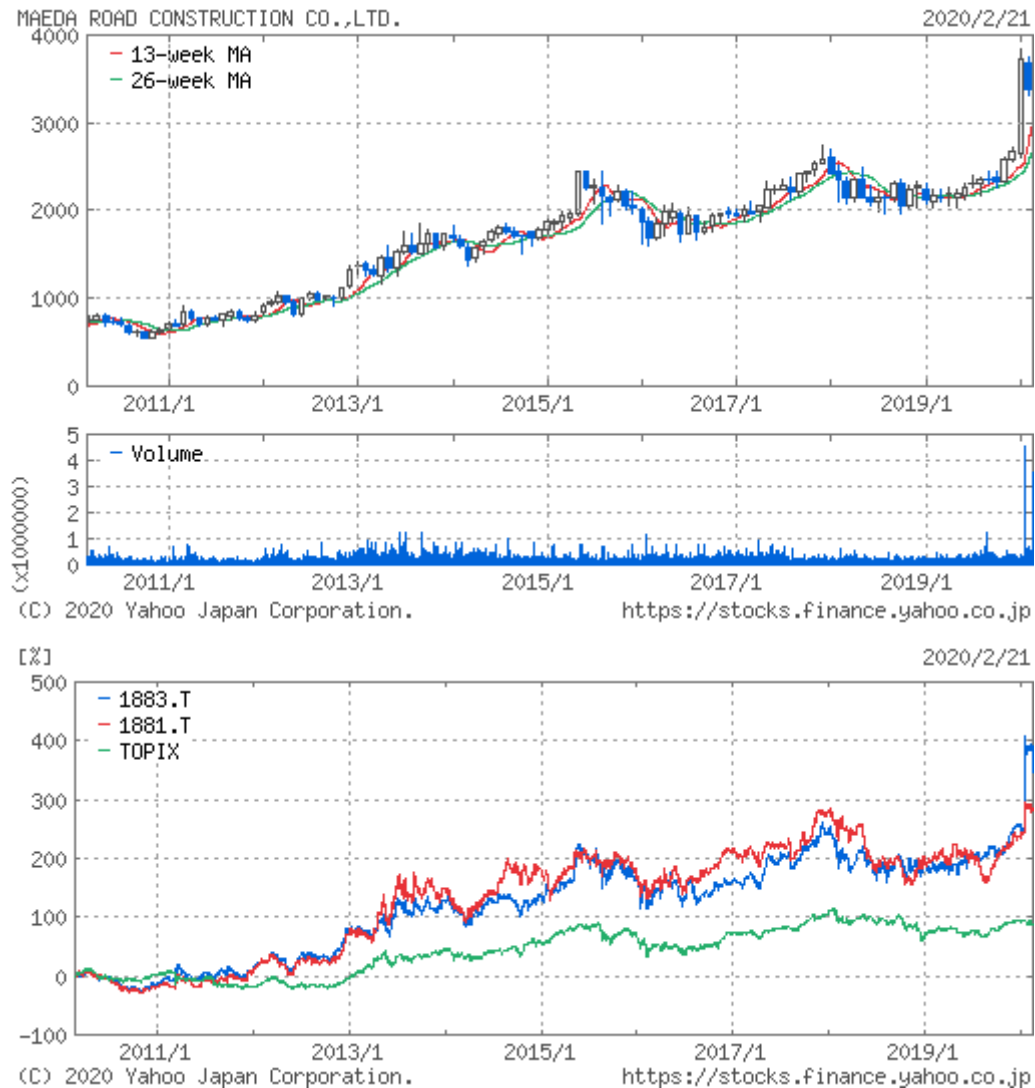


図6-9-1、6-9-2 に示すように、前田道路(証券コード1883)の株価(青線)は、直近の前田建設のTOBによって、株価は高騰したが、過去5年間、10年間でみると、業界第1位のNIPPO(同1881)とほぼ同様な株価推移を辿っており、対市場(TOPIX)では大きくアウトパフォームしている。

<株価バリュエーション>

表6-9-2にて、前田道路と同業他社との比較を行った。

表6-9-2

証券コード	社名	初期データ		終期データ				
		配当性向	PER	配当性向	PER	配当増加率	EPS増加率	株価上昇率
1883	前田道	20.6%	9.9	52.6%	16.2	133.3%	-8.7%	49.3%
1881	NIPPO	13.7%	7.8	18.7%	9.6	60.0%	17.2%	44.8%
1884	日本道路	26.0%	7.6	38.6%	12.6	25.0%	-16.0%	38.2%

前田道路は、過去5年間で黙示的に配当性向を高め、大幅な増配を行った結果、2019/3期のPERは16.2倍と、期初の9.9倍から大きく改善した。一方、同業他社のNIPPOは、5年間でEPSは増加しており、配当も増加しているが、前田道路に比べて配当性向が低く、PERも低水準にとどまっている。また、日本道路は、計測期間においてEPSは低下しているもの、比較的配当性向が高いことから、PERは上昇している。

<分析結果>

以上の分析を踏まえると、前田道路の配当政策とPER(株主資本コスト)の関係は以下のように整理できそうだ。

- ① 前田道路は配当政策の記載に変更をないもの、2015年3月期以降、株主還元策を積極化する方針に変更した可能性があり、配当性向は50%以上となっている。その結果、株価は5年間で49.3%上昇した。
- ② 前田道路のEPSは5年間でほとんど成長しなかったにもかかわらず、株価が上昇したことにより、PERは9.9倍から16.2倍に上昇した。同社のPERの上昇率は、市場平均や同業他社の変化率と比べても顕著な幅であった。
- ③ 以上の結果、前田道路においては、計測期間中の黙示的な配当性向の引上げがPERの拡大につながったものと想定できる。

6-10 アサントの事例分析

<会社の概要>

東京都新宿区に本社を置く、害虫駆除・耐震補強事業を主とした企業。JAとの提携で業容を拡大。イメージキャラクター&CM出演者は、ダニエル・カール。アメリカから、シロアリ探知犬やトコジラミ探知犬なども導入している。

<配当政策>

アサントの配当政策の記載は、測定期間の初期から終期にかけてほとんど内容は変更されていない。(表6-10-1参照)

表6-10-1

有報記載の配当政策	
2014/3期	当社は、株主に対する利益還元を最優先に考え、安定的な配当の維持を基本として、配当性向、企業体質の強化及び内部留保の充実等を総合的に勘案することを基本方針としております。
2019/3期	当社は、株主に対する利益還元を最優先に考えております。剰余金の配当につきましては、安定的な配当の維持を基本として、企業体質の強化及び内部留保の充実等を総合的に勘案のうえ決定しております。

しかし、過去のEPSと配当金、及び配当性向の関係を調べてみると、表6-10-2にあるとおり、2014/3期の配当性向21.9%から2019/3期には44.0%と大幅に引き上げられていることがわかる。

表6-10-2

(円)	2014/3期	2015/3期	2016/3期	2017/3期	2018/3期	2019/3期
EPS	114.3	115.2	120.4	102.6	114.4	122.8
配当金	25	32	40	46	50	54
配当性向	21.9%	27.8%	33.2%	44.8%	43.7%	44.0%

<株価推移>

図6-10-1(5年間の株価パフォーマンス)



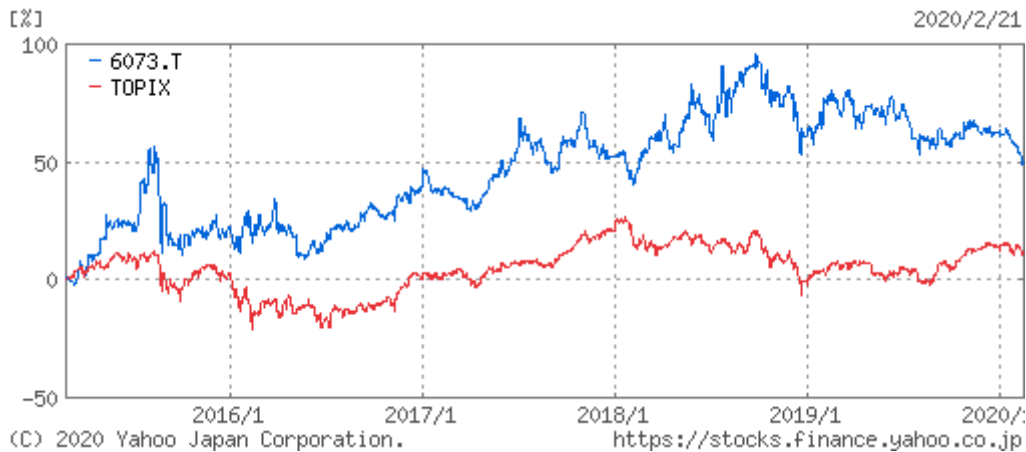


図6-10-1 に示すように、アサンテ(証券コード6074)の株価(青線)は、過去5年間でみると、堅調な株価推移を辿っており、対市場(TOPIX)では大きくアウトパフォーマンスしている。

#### <株価バリュエーション>

表6-10-2にて、アサンテと同業他社との比較を行った。

表6-10-2

証券コード	社名	初期データ		終期データ				
		配当性向	PER	配当性向	PER	配当増加率	EPS増加率	株価上昇率
6073	アサンテ	21.9%	8.2	44.0%	17.7	116.0%	7.5%	132.6%
1738	ニッター	20.4%	5.8	23.8%	8.8	-7.1%	-20.4%	20.9%
4665	ダスキン	84.4%	27.8	44.5%	23.4	-16.7%	58.1%	33.1%

アサンテは、過去5年間で黙示的に配当性向を高め、EPSは微増であったものの、2倍を超える大幅な増配を行った。その間、株価は+132%となり、PERは8.2倍から17.7倍へと大きく改善した。アサンテの同業上場企業はニッターだけであるが、清掃用具レンタル大手のダスキンを加えて2社のバリュエーションと比較すると、ニッターの配当性向は低く、PERは5.8倍から若干改善しているが、なお8.8倍と低水準にとどまっている。また、ダスキンのPERは元々高いが、計測期間の5年間では低下している。

#### <分析結果>

以上の分析を踏まえると、アサンテの配当政策とPER(株主資本コスト)の関係は以下のように整理できそうだ。

- ① アサンの配当政策の記載には、特段配当性向に関する記載はないもの、2014年3月期以降、毎期増配を継続しており、黙示的に配当性向を高める方針と推定される。その結果、株価は5年間で+132.6%と大幅に上昇した。
- ② アサンのEPSは5年間で若干増加したに過ぎない。にもかかわらず、株価が大幅に上昇したため、PERは8.2倍から17.7倍に上昇した。同社のPERの上昇率は、市場平均や同業他社の変化率と比べても顕著な幅であった。
- ③ 以上の結果、アサンにおいては、計測期間中の黙示的な配当性向の引上げがPERの拡大につながったものと想定できる。

## 6-11 SRAホールディングスの事例分析

### <会社の概要>

日本で最も古い独立系ソフトハウスの一つであるSRAが、SRAグループの改編に伴い2006年に持株会社体制へ移行し、SRAホールディングスが誕生。設立当初からソフトウェア開発方法論の研究に取り組み、80年にいち早くUNIXを導入して構造化プログラミングによるソフトウェアの分散開発、ネットワークを活用したコラボレーションなどを展開し、ソフトウェアのオープンソース化で先駆けをなした。

現在ではITサービス企業としてソフトウェア開発だけでなく情報システムの構築・運用やコンサルティングサービスも手がけている。金融機関や研究機関向けの業務用ソフトウェア開発・システム運用や、電機メーカーや車載製品メーカー向けのソフトウェア開発支援が主力。

### <配当政策>

SRAホールディングスの配当政策は、2014/3期の配当性向20%から2019/3期においては配当性向50%と変更されており、株主還元の積極化が図られたことがわかる。(表6-11-1、6-11-2参照)

表6-11-1

	有報記載の配当政策
2014/3期	当社は、当社グループの企業価値の増大を目的に、収益力向上と成長性の確保を図るための事業投資に積極的に取り組んでおります。株主各位への利益還元を充実させるため、「 <u>連結配当性向20%を目途として利益配分すること</u> 」を基本方針としております。
2019/3期	当社は、当社グループの企業価値の増大を目的に、収益力向上と成長性の確保を図るための事業投資に積極的に取り組んでおります。中期経営計画においては、株主還元のさらなる充実を図るため、「 <u>連結配当性向50%を目途に安定的な高配当</u> 」および「株主資本の効率的活用の指標であるROEを継続的に10%以上確保」を目指しております。

なお、当連結会計年度の配当につきましては、経常利益が業績予想値を上回り、税金等調整前当期純利益も前連結会計年度を上回ったことから、当初の配当計画に対し、期末配当金を1株当たり5円増配の70円(普通配当)とし、年間配当金を110円(普通配当110円、配当性向67.0%)といたしました。

表6-10-2

(円)	2014/3期	2015/3期	2016/3期	2017/3期	2018/3期	2019/3期
EPS	168.1	136.3	38.4	218	168.1	164.1
配当金	40	55	70	90	110	110
配当性向	23.8%	40.4%	182.3%	41.3%	65.4%	67.0%

<株価推移>

図6-11-1(5年間の株価パフォーマンス)





図6-11-1 に示すように、SRAホールディングス(証券コード 3817)の株価(青線)は、過去5年間でみると、堅調な株価推移を辿っており、対市場(TOPIX)ではアウトパフォームしている。また、比較的業容の近いNSD(同 9759)との比較では、以下の表6-11-2で示すように、NSDのEPSの増加が顕著であったことから、株価の上昇率はNSDには及ばない結果となった。

#### <株価バリュエーション>

表6-11-2にて、SRAホールディングスと同業他社との比較を行った。

表6-11-2

証券コード	社名	初期データ		終期データ				
		配当性向	PER	配当性向	PER	配当増加率	EPS増加率	株価上昇率
3817	S R A H D	23.8%	8.2	67.0%	15.0	175.0%	-2.3%	78.1%
4725	CAC Hld	42.0%	13.6	53.1%	20.6	18.8%	-5.9%	42.1%
4812	ISID	25.0%	14.3	39.6%	24.0	186.4%	80.7%	203.3%
9759	NSD	42.0%	18.7	43.1%	18.5	106.2%	101.0%	119.2%

SRAホールディングスは計測期間において、EPSはほぼ横ばいであったものの、株価は78.1%も上昇した。その結果、PERは8.2倍から15.0倍と大きく改善している。この間、配当は40円から110円に大幅に増加しており、その上昇率は同業で最も業績を伸ばさせたISIDの増配率に迫るほどであった。

終期のPERはなお相対的には低いものの、PERの改善率は他の比較対象企業を上回るものとなった。

#### <分析結果>

以上の分析を踏まえると、SRAホールディングスの配当政策とPER(株主資本コスト)の関係は以下のように整理できる。

- ① SRAホールディングスの配当政策は、2014年3月期当時の配当性向20%から50%に引き上げられ、その間、配当は+175%も増加し、株価は+78.1%と大きく上昇した。
- ② SRAホールディングスのEPSは5年間で若干低下しており、それにもかかわらず、株価が大幅に上昇したため、PERは8.2倍から15.0倍に上昇した。同社のPERの上昇率は、市場平均や同業他社の変化率と比べても顕著な幅であった。
- ③ 以上の結果、SRAホールディングスにおいては、計測期間中に明示的に配当性向の引き上げを行い、増配をした結果、PERの拡大につながったものと想定できる。

## 6-12. 4°CホールディングスとABCマートの事例分析

### <4°Cホールディングスの概要>

ジュエリーブランド「4°C」を展開するエフ・ディ・シー・プロダクツと、アパレル小売り・卸売事業を展開するアスティとによる持株会社。「4°C」ブランドを中心としたジュエリー事業、ODMに取り組むアパレルメーカー事業、小売店をチェーン展開するデイリーファッション事業を3つの柱に、「100年企業」、「100年ブランド」の実現を目指している。

### <4°Cホールディングスの配当政策>

4°Cホールディングスの配当政策は、表6-12-1に示すように安定的・継続的な配当を基本とすることに変更はない。しかしながら、2019/2期は、「連続増配へのこだわりを堅持するとともに配当性向30%以上を維持」という表現を用いて、2014/2期に比べて配当は2.5倍になり、配当性向は特損計上の影響によるEPSの減少から78.1%となった(表6-12-2参照)。

おそらく4°Cホールディングスの配当政策は、持続的なEPSの増加を念頭に連続的な増配基調を維持することであり、期初に20%台であった配当性向は30%を下限として、黙示的に配当性向を引き上げていくことに前向きな姿勢と捉えることができる。なお、同社の2020年2月期の期初配当予想は、80円で、予想EPSに対する配当性向は52.2%となっている。

表6-12-1

	有報記載の配当政策
2014/2期	<p>当社グループは、株主に対する利益還元を重要な経営課題の一つと認識し、安定的・継続的な配当を基本としつつ、機動的に自社株買いを実施すること等により利益還元の水準向上を目指しております。</p> <p>当社の剰余金の配当は、中間配当及び期末配当の年2回を基本的な方針としております。配当の決定機関は、中間配当は取締役会、期末配当は株主総会であります。</p> <p>この方針に基づき、当期末の配当につきましては、営業利益、経常利益及び当期純利益が過去最高益を更新したことから1株当たり12.5円に特別配当5円を加えた17.5円とさせていただきます。当中間期末の配当(1株当たり12.5円)と合わせまして、通期では30円とさせていただきます。次期の配当につきましては、中間、期末ともに16円の年間32円を予定しております。</p>
2019/2期	<p>当社グループは、株主に対する利益還元を重要な経営課題の一つと認識し、利益配分に関する基本方針として安定的・継続的な配当と、機動的な自社株式の取得を実施すること等による利益還元の水準向上を掲げております。そして、<u>連続増配へのこだわりを堅持するとともに配当性向30%以上を維持することで、株主還元の水準向上に果敢に取り組んでおります。</u></p>

	<p>当社は、中間配当と期末配当の年2回の剰余金の配当を行うことを基本方針としております。これらの剰余金の配当の決定機関は、期末配当については株主総会、中間配当については取締役会であります。</p> <p>この方針に基づき、当期末の配当につきましては、1株当たり 37 円 50 銭とさせていただきます。当中間期末の配当(1株当たり 37 円 50 銭)と合わせまして、通期では 75 円とさせていただくことで、配当性向は 78.1%となりました。また、当期はTOBにより発行済み株式数の 11.1%にあたる 3,253,733 株の大規模な自己株式の取得を実施いたしました。</p> <p>翌事業年度の配当につきましては、中間、期末ともに 40 円の年間 80 円、9期連続の増配を予定しております。また、機動的な自己株式の取得にも積極的に取り組み、3月に 130,000 株を取得したことに加え、2019 年4月 10 日の取締役会にて 1,350,000 株を上限とする自己株式の取得を決議しております。</p>
--	---

表6-12-2

(円)	2014/2期	2015/2期	2016/2期	2017/2期	2018/2期	2019/2期
EPS	116.4	133.9	163.2	193.4	207.1	96.0
配当金	30	32	40	50	65	75
配当性向	25.8%	23.9%	24.5%	25.9%	31.4%	78.1%

#### <ABCマートの概要>

主力事業は靴の小売りチェーンで、日本全国と海外に展開している。国内店舗は都心の繁華街に路面店、地方を中心にロードサイド型の大型店、その他(主に都市圏郊外)はショッピングセンターやファッションビルの専門店テナントとして出店し、また、一部のアウトレットモールにもアウトレットストアとして出店している。

HAWKINS や Vans ブランドの商標権を取得し、ナショナルブランドとして同ブランドの靴を独占販売している。こうしたナショナルブランドを主力とした SPA 方式(商品企画から販売までの一括管理)を導入することで、低価格・高品質な商品を販売し、靴小売業としては非常に高い利益率を上げている。

#### <ABCマートの配当政策>

ABCマートの配当政策は、表6-12-4のとおり、安定配当主義から利益還元を重要視する政策に変更された。その結果、配当性向も引き上げられた可能性が高い。実際、終期(2019/2期)の配当額の 170 円は、2020/2期も維持する予想を公表し、予想EPSIに対して 45.5%にあたることから、計測期間において配当性向は 20%台から 40%~50%に黙示的に引き上げられたと推定できる。

表6-12-3

	有報記載の配当政策
2014/ 2期	<p>当社は、継続的な企業価値の向上を目指すために、新規投資と企業体質強化のための内部留保に努めると共に、株主の皆様への安定した配当、並びに機動的な自己株式の取得とを合わせた株主還元のバランスを取ることを利益配分に関する基本方針としております。</p> <p>当期の配当金につきましては、中間配当金を1株当たり普通配当 25 円とさせていただきます。期末配当金につきましては、平成 26 年2月4日に発表いたしましたとおり、1株当たり普通配当 30 円とさせていただきます予定であります。これにより、平成 26 年2月期の年間配当金は1株につき 55 円を予定しております。</p>
2019/ 2期	<p>当社は、株主の皆様への利益還元を重要政策と位置付け、収益性の向上や財務体質の強化を図りながら、業績を加味した利益還元を実施していくことを基本方針としております。また、当社は、中間配当と期末配当の年2回の剰余金の配当を行うことを基本方針としております。これらの剰余金の配当の決定機関は、期末配当については株主総会、中間配当については取締役会であります。</p> <p>この基本方針に基づき、当事業年度の配当金につきましては、1株当たり中間配当金を普通配当 65 円、期末配当金を普通配当 65 円に創立 40 周年の記念配当 40 円を加え、計 105 円とさせていただきます。これにより、平成 31 年2月期の年間配当金は1株当たり 170 円となりました。</p>

表 6-12-4

(円)	2014/2期	2015/2期	2016/2期	2017/2期	2018/2期	2019/2期
EPS	265.5	323.7	331.2	343.7	360	367.0
配当金	55	100	120	120	130	170
配当性向	20.7%	30.9%	36.2%	34.9%	36.1%	46.3%

#### <2社の株価推移>

図 6-12-1 と 6-12-2 では、2社の 5 年間、10 年間の株価実績を TOPIX と比較してみた。測定期間の2社の株価は、相対的に堅調であったと読み取ることはできない。(2607:ABCマート 8008:4°Cホールディングス)

図6-12-1(5年間の株価パフォーマンス)



図6-12-2(10年間の株価パフォーマンス)



<株価バリュエーション>

以下の通り、2社と同業他社2社との比較を行った。

表6-12-5

証券コード	社名	初期データ		終期データ				
		配当性向	PER	配当性向	PER	配当増加率	EPS増加率	株価上昇率
8008	4°Cホールデ	25.8%	15.2	78.1%	21.7	150%	-17.5%	17.5%
7606	Uアローズ	26.9%	15.4	35.4%	17.0	19.4%	-9.1%	0.9%
2670	ABCマート	20.7%	16.9	46.3%	18.0	209.1%	38.2%	47.1%
7453	良品計画	24.1%	15.4	30.0%	21.8	149.7%	100.0%	182.1%

4°Cホールディングス、ABCマートともに過去5年間で黙示的に配当性向を高め、EPSは実質的に増加傾向であった中で、配当性向も高めることで、配当を増加させている。そ

して、PERは両社とも上昇しているが、4℃ホールディングスの方が、PERの改善は顕著である。しかしながら、両社のPERの上昇は、配当性向をそれほど高めていない同業他社との比較では顕著ではない。

特に4℃ホールディングスは特損計上によるEPSの減少がPER拡大の大きな要因であり、測定期間の株価上昇率は17.5%とその間の経常利益の増加(20.6%)を下回っており、実際にバリュエーションの改善が図られたとはいえない。

また、ABCマートは、配当は約3倍に増加したが、PERの拡大幅はそれほど大きくなかった。おそらく現状の40%台の配当性向がキャッシュリッチな同社の株主にとって、エンジェンシーコストを十分に下げるだけの配当還元積極化とは受け止められていない可能性が推察できる。

#### <分析結果>

以上の分析を踏まえると、4℃ホールディングスとABCマートの配当政策とPER(株主資本コスト)の関係は以下のように整理できそうだ。

- ① 4℃ホールディングスとABCマートの配当政策は、配当の持続的な成長を見据えた結果、初期の配当性向から引上げられた可能性が高いが、株価は相対的に大きな上昇に結びついていないように思われる。
- ② 2社のPERは、共に上昇しているが、必ずしも株価バリュエーションの変化が生じたといえる程度のものではない。また相対的にも配当性向が株価バリュエーションに影響しているようには感じられない。
- ③ 以上の結果、4℃ホールディングスとABCマートは、黙示的な配当性向の変化が読みとれ、PERの上昇もみられたものの、同業他社と比較すると両社の配当政策が株価バリュエーションに影響したものと推定することはできない。

### 6-13. 東芝機械の事例分析

#### <会社の概要>

芝浦製作所(現:東芝)の出資により、1938年(昭和13年)に分社化された、工作機械メーカーの名門。工作機械からスタートした技術を射出成形機、ダイカストマシン、押出成形機、印刷機械、精密加工機、微細転写装置、電子制御装置、ロボット、油圧機器、鋳物、半導体装置などの様々な事業に展開している総合機械メーカーである。ダイカストマシンのシェアでは世界首位。

#### <配当政策>

東芝機械の配当政策は、2014/3期から2019/3期においてはその記述に関して何ら変更はされていない。(表6-13-1参照)

表6-13-1

有報記載の配当政策	
2014/ 3期	当社は、収益性の向上に向けて経営体質の強化を図りながら、安定配当を維持し、業績に応じた利益配分をしていくことを基本方針としております。
2019/ 3期	当社は、収益性の向上に向けて経営体質の強化を図りながら、安定配当を維持し、業績に応じた利益配分をしていくことを基本方針としております。 当期においては、1株当たり45.00円の配当(うち中間配当7.50円)を実施いたしました。なお、当社は2018年10月1日付で普通株式5株につき1株の割合で株式併合を行っております。当該株式併合が期首に行なわれたと仮定した場合の中間配当は1株当たり37.50円となり、年間配当は1株当たり75.00円となります。

配当実績は表6-13-2で示すように、2012/3期～2014/3期の配当性向(20%程度)からは引き上げられており、2020/3期の期初予想は、EPS182円に対して配当は85円となっていることから、40%台に上昇しており、黙示的に配当政策を積極化した可能性がある。

表6-13-2

(円)	2012/3期	2013/3期	2014/3期	2015/3期	2016/3期	2017/3期	2018/3期	2019/3期
EPS	221	259.5	146	142	158	59.4	207.9	169.0
配当金	45	45	37.5	40	60	60	70	75
配当性向	20.4%	17.3%	25.7%	28.2%	38.0%	101.0%	33.7%	44.4%

#### <株価バリュエーション>

以下の通り、同業3社との比較を行った。

表6-12-5

証券 コード	社名	初期データ		終期データ				
		配当性向	PER	配当性向	PER	配当増加率	EPS増加率	株価上昇率
6104	東芝機	25.7%	16.7	44.4%	13.2	100.0%	15.7%	-8.7%
6103	オークマ	20.6%	17.2	21.6%	10.4	150.0%	138.1%	43.6%
6210	東洋機械	9.3%	6.7	35.1%	8.1	212.5%	-16.7%	0.3%
6293	日精樹脂工	13.2%	8.1	23.1%	7.0	200.0%	70.5%	46.9%

東芝機械のPERは低下しており、EPSが増加したにもかかわらず、株価は計測期間で下落している。同業の3社でも同じような傾向が見られ、3社の内2社のPERは低下した。こ

これは、産業機械メーカーの業績は景気に敏感で、シクリカルであることの影響が大きいからだと推察される。

#### <分析結果>

以上の分析を踏まえると、東芝機械の配当政策と PER(株主資本コスト)の関係は以下のように整理できる。

- ① 東芝機械の配当政策は、明示的には変更はされていないものの、測定期間において 20%程度から 40%程度に引き上げられた可能性が高い。
- ② しかしながら、株価は相対的に大きな上昇につながらず、同業他社比較でも劣後しており、PER も低下し、同業他社並みの水準にとどまっている。
- ③ 以上の結果、東芝機械においては、黙示的な配当性向の変化が株価バリュエーションに影響したと考えることはできない。

## 7. 結論

### 7-1. 本研究の結果のまとめ

配当政策の変更による株主価値へのインパクトについて分析するにあたり、「上場企業は政策的に配当性向を高めることで、株主資本コストが低下し、株価バリュエーションが改善する。」という仮説を立て、この仮説を検証するため、以下のような分析を行った。

分析1:配当性向を上げた企業の株価パフォーマンスの分析

分析2:配当性向を上げた企業の株価バリュエーションの分析

分析3:下記をパラメータとした重回帰分析

目的変数:PER

(PER の逆数である株式益利回りを株主資本コストの代理変数として採用)

説明変数:配当性向、EPS、株主数、株価の $\beta$ (対 TOPIX)

分析4:個別企業の分析(配当性向を引き上げた代表的な企業)

- ・配当政策の変更内容
- ・同業他社との比較分析

その結果、配当性向が向上した企業の株価リターンは相対的に良好で、PERの改善も顕著なことがわかった。特に調査対象の中には、測定期間の終期のEPSが下落した企業が多かったにもかかわらず、相対的に株価は堅調であった。すなわち、配当性向を増加させた企業は EPS が減少したり微増にとどまったりしても、株価パフォーマンスが相対的に高くなる傾向がみられた。

次に、株価バリュエーション(PER)を目的変数として、いくつかの重回帰分析を行ったところ、PERと配当性向には正の関係が見られ、他のファクターに比べて優位な統計的な結果が得られた。すなわち、配当政策の変更は、統計的にも株価にポジティブな影響を与



えることが推定され、それは株価バリュエーション(PER)が上昇することによって生じることがわかった。

さらに業績面で比較的安定していた個別企業で、政策的に配当政策の変更があったと思われる企業を抽出し、配当政策の変化や同業他社とのバリュエーション比較など、詳細な分析を行った。その結果、調査分析対象企業 13 社中、8 社で配当政策が株価バリュエーションにポジティブに影響するという明確な結果が得られ、さらに2社でこの仮説をある程度サポートできる結果が得られた(表 7 参照)。

表 7 個別企業 13 社の分析結果のまとめ

証券コード	会社名	初期実質 配当性向	終期実質 配当性向	配当政策 の変更	PER変化	資本コスト の低下
1883	前田道	20%	50%	△	◎	◎
2117	日新製糖	20%程度	60%以上	◎	◎	◎
2670	A B C マート	20%程度	40~50%	○	△	×
3817	S R A H D	20%台	50%	◎	◎	◎
4217	日立化	20%台	40%以上	○	○	○
6073	アサンテ	20%程度	40%以上	△	◎	◎
6104	東芝機	20%程度	40%程度	△	×	×
6915	千代田インテ	20%程度	60%	◎	◎	◎
7224	新明和	10%台	50%超	◎	◎	◎
7537	丸文	25%程度	40~50%	○	○	○
8008	4 °C Hld	25%	50%程度	○	△	×
9511	沖縄電	20%台	80%	◎	◎	◎
9743	丹青社	10%程度	50%	◎	◎	◎

(注1) 配当政策の変更は、明らかな明示的変更は◎、記載内容の変更から推察できるものが○、記載内容の変更はないものの黙示的変更と認められるものが△

(注2) PERの変化、資本コストの低下は、大きな変化が認められる場合が◎、ある程度の変化が認められるものが○、若干の変化があるものが△、変化なし、又は仮説に対してネガティブであったものは×

## 7-2. 本研究の意義

企業の配当政策に関する研究は、わが国では、配当政策を変化させた企業の利益がどのように変遷するかなど、シグナリング効果を支持する会計的アプローチによるものが幾つか存在する。しかし、純粋なコーポレートファイナンス分野で配当政策とその効果を論じた研究はほとんどみられない。本研究は、配当政策と株主価値について着目したものであり、株価と株主資本コストとの関係を分析対象とした。

まず本研究では配当性向が高くなった企業をスクリーニングして、統計分析をすることで、配当性向と PER には正の関係があることを見出すことができた。つまり、株主資本コストを益利回りと看做した場合、配当性向の引き上げにより株主資本コストが低下することが示唆された。

また、決して成長企業でない安定型の企業において、配当性向を引き上げたことにより株価が上昇したり、またその後 EPS が減少したり、微増にとどまったりしても、株価を維持する傾向があるという結果が得られた。

このことから、本実証研究からは、増配が経営者の自信を示すというシグナリング効果はあてはまらないことになり、むしろフリーキャッシュ理論によるエージェンシーコストの低下が株価に対して大きな影響を与えていることが確認された。

### 7-3. 本研究の限界と今後の課題

本研究では株主還元のうち株主配当を調査対象としており、自社株買いは調査対象外とした。米国では、積極的な自社株買いによって株価を上昇させてきたという指摘も多く、今後は自社株買いと株価の影響も併せて調査していきたい。経営者にとっては、増配と自社株買いの選択肢をいかに決定すべきか、という点についても重要な視点であり、自社株買いを含めた株主還元と株価の関係についても研究を拡げていきたい。

また、本研究と類似する先行研究の一つに、Rehman Obaid Ur (2016)がある。パキスタンにおける 2006 年から 2013 年の期間の時系列回帰分析を使用して、資本構成と配当政策が金融セクター以外の上場企業の企業価値に与える影響を研究したものである。その結果、配当性向とトービンの Q (株価/時価資産倍率)との関係では、必ずしも統計的に優位な関係は見出せなかったが、複数の資本構成に関する説明変数との関係で、資本構造の場合は序列理論とトレードオフ、配当政策の場合はシグナル理論の仮説によってトービンの Q にプラスに影響を指示する結論を導いている。

本研究は、仮説において、配当政策における配当性向の向上が与える株価へのインパクトにつき、株価バリュエーションを示す指数としてトービンの Q は使用せず、運用者が日常的に使用する PER を使用した。被説明変数を PER とすることで、配当性向と資本コストとの関係を見出そうとするものである。したがって、PER の逆数が資本コストの代理変数としての客観性がないとすると説明力に限界がある。

資本コストの変化を認識するためには、市場株価から推計する資本コストを使用するのが一般的であり、インプライド資本コストの推計が重要になる。そこで、日本企業における将来業績予想に関する信頼できるコンセンサス数値が取れば、オールソンモデル(残余価値モデル)応用したインプライド資本コストを推計することができ、それを被説明変数として配当性向の変化との関係を分析することで、より精緻な研究が期待できる。今後はインプライド資本コストの変化を推計できるモデルを使って、配当性向の変化と資本コストを経由した株主価値との関係を分析することに発展させていきたい。

## 【参考文献】

青木康晴(2011)『配当の情報効果と利益持続性, 利益調整行動に関する実証分析』

諏訪部貴嗣(2006)「株主価値を向上させる配当政策」証券アナリストジャーナル

森直哉(2017)『配当政策のパズル』中央経済社

山口勝業(2007)『日本経済のリスク・プレミアム』東洋経済新報社

Black, F. (1976) “The dividend puzzle” *Journal of Portfolio Management* 2, pp.5-8.

Brav A. Graham J. R. Harvey C. R. & Michaely R. (2005) “Payout policy in the 21st century” *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483–527

Brealey R.A. and S.C. Myers. (2000) *Principles of Corporate Finance 6th Edition*, McGraw-Hill. 邦訳:藤井眞理子他訳『コーポレートファイナンス(第6版)上・下』日経BP社, 2002年

Estep, T. (1987) “Security Analyst and Stock Selection: Financial Information into Return Forecasts” *Financial Analyst Journal*, July/August 1987. 43(4), pp.34-43.

Jagannathan M. Stephens C. & Weisbach M. (2000) “Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases” *Journal of Financial Economics*, (57), 355–384

Jensen, M. C., & Meckling, W. H.(1976) “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure” *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Jensen M. C. (1986) “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers” *The American Economic Review* Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.

Obaid Ur Rehman (2016) “Impact of Capital Structure and Dividend Policy on Firm Value” *Journal of Poverty, Investment and Development, An International Peer-reviewed Journal* Vol.21, 2016

Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958) “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment.” *The American Economic Review*, 48, 261-297.