

## ⇒ 論 説 ⇐

## ペイアウト政策の理論的な考え方

儲かったら増配，損したら減配は誤り

齋 藤 達 弘

本稿では配当割引モデルを手がかりにペイアウト政策の理論的な考え方を整理する。そして、「現金を配分すること」と「利益を配分すること」を区別するとき、一般に理解されている「儲かったら増配，損したら無配」は誤解であることを指摘する。

## 1. はじめに

日本企業のペイアウト（株主への現金分配）が2000年代に入って大きく変化した（図1を参照されたい）。総額が増加し、自社株買いの比率が上昇した。これらの変化は後戻りすることはないと考えられ、研究者の関心を集めている。

砂川・畠田・山口（2006）が言うように、未だ「わが国では、ペイアウトという言葉はそれほど普及していないかもしれない」。しかし、わたしは、日本企業のペイアウトの大きな変化を目の当たりにして、「配当」から「ペイアウト」へ、言葉だけでなく、ファイナンス理論に基づいた考え方も普及させなければいけない時機が到来していると考えていた。

折しも、『証券アナリストジャーナル』（2009年8月号）が「ペイアウト政策と資本市場」を特集した。太田（2009）が解題を与え、四つの実証分析が報告されている。いずれも興味深い論文であったが、「ペイアウト」という言葉の使い方の微妙な違いが気になった。太田（2009）が「ペイアウト政策とは、企業の株主に対する現金還元政策のことであり」と説く一方で、山口（2009）は「日本企業のペイアウト（利益配分）手段として」と書き出していた。違いは「現金」と「利益」にある。

ペイアウトをストックから見ると、「現金」と（留保）「利益」（資本の部）のそれぞれの減少になり、対応している。ところが、フローから見ると対応していない。本稿は、フローから見たときの違いが重要だと捉えて、配当割引モデルを手がかりにペイアウト政策の理論的な考え

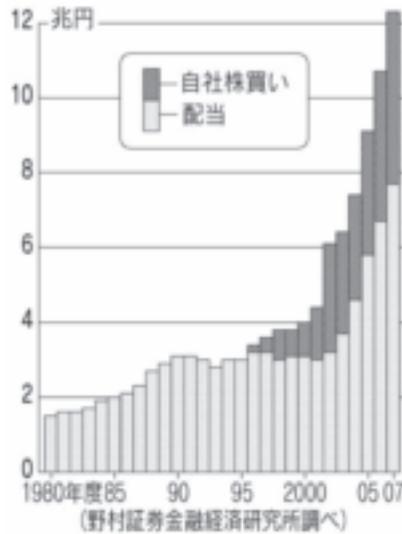


図1. 上場企業のペイアウト

『日本経済新聞』(2008年8月2日付)。

方を整理する。本稿の議論は、「現金を配分すること」と「利益を配分すること」を区別するとき、一般に理解されている「儲かったら増配、損したら無配」は誤解であることへと導かれる。

## 2. 配当割引モデル

株式の理論価格は配当割引モデル (Dividend Discount Model: DDM)

$$S = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\mathbf{E}[d_t]}{(1+\rho)^t} \quad (1)$$

により与えられる。ここで、 $S$  は株式の理論価格を、 $d_t$  は将来の時点  $t$  における配当を、 $\mathbf{E}[\cdot]$  は期待値演算を、 $\rho$  は割引率を表している。

配当とは何か。配当はどのような理由で増減するのか。野村証券のサイトにある証券用語解説集はつぎのように説明している。

株式を発行した企業は利益を上げると株主にそれを分配する。その分配された利益のことを配当という。企業は、自らの活動の成果として得られる利益を源泉として、株主に対して配当を支払う。

利益の変動、すなわち利益が増えると配当は増額され、利益が減ると配当は減額される。

これらが一般の理解だろう。このような理解に基づくと、「DDM に基づく株式の理論価格は

配分された利益の割引現在価値の合計」であり、利益と配当は連動し「儲かったら増配、損したら無配」と考えることになる。

原点に立ち戻ってみると、株式の理論価格を与える DDM は資産評価の基本的な考え方である割引キャッシュ・フロー (Discounted Cash Flow: DCF) を株式に適用した「株式 DCF モデル」に過ぎない。しかし、DDM については「配当」という言葉が特別な印象を一般に与えていると考える。

配当 (= 利益) 割引モデルと株式 DCF モデル、言い換えると、利益とキャッシュ・フローは同じだろうか。会計学やファイナンスはそれらは違うと教えている。その教えを踏まえると、DDM について、資産評価の基本的な考え方を応用した「株式 DCF モデル」として「キャッシュ・フロー」で始まった説明が、「配当とは利益分配である」という理解により、配当 (= 利益) 割引モデルとして「利益」の議論に置き換えられてしまっていることに気付くだろう。

以下の節では、この置き換えが招いている誤解をファイナンス理論に基づいて直すことにしよう。

### 3. 「配当とは利益分配である」という理解

野間・本多 (2005, 98 頁) は「配当というのは、投資家への利益還元、つまり株主が受け取る将来キャッシュフロー」と説き、砂川・川北・杉浦 (2008, 247 頁) は「ペイアウトとは、企業が株主に現金を配分することで、利益還元ともいわれる」と述べている。

「現金を配分すること」と「利益を配分すること」は同じだろうか。これはキャッシュ・フローと利益は同じだろうかと問うているのと同じである。会計学はキャッシュ・フローと利益の違いを教え、ファイナンスもその違いは重要だと教えている。にもかかわらず、キャッシュ・フローと利益を同じものとして取り扱うのはなぜだろうか。

その理由の一つは、研究者が実務家に向けて話すときの配慮にあると考える。理論はそのままでは使えないから、実務が使いやすいように対応していると言える。しかし、最大の理由は実務家への影響が大きい『日本経済新聞』にあると考える。

『日本経済新聞』(2008 年 5 月 26 日付) は、「きょうのことば」で (ペイアウトという言葉ではなく) 「株主配分」という言葉を初めて定義している。その定義とは「(株主配当とは) 企業が得た利益を配当や自社株買いで株主に配分すること」である。先に述べた一般の理解そのものである。

#### 4. 「フリー・キャッシュ・フロー」という言葉の濫用

フリー・キャッシュ・フローという言葉は「キャッシュフロー経営」という文脈で用いられることが多い。たとえば、那智久代氏（中小企業診断士）はつぎのように解説している。<sup>1</sup>

キャッシュフロー経営の目的は、企業のフリーキャッシュフローを最大化することである、と言われます。フリーキャッシュフローには様々な定義がありますが、「営業活動によるキャッシュフローー現状維持のための設備投資」と言えます。このように算出されたフリーキャッシュフローは、その名の通り企業が「自由に」使えるキャッシュです。このキャッシュで新たな事業へ投資をしてもいいし、借入金を返すことも、投資家へ配当するのも自由です。このフリーキャッシュフローをどれだけ生み出せるかが企業価値を決めます。

ここでの問題点は、「企業」を「経営者」と読み替えるとき、「経営者が自由に使えるキャッシュがフリー・キャッシュ・フローだ」と考えることにある。本多（2005, 29頁）が言う「フリーキャッシュフローという言葉の定義は必ずしも厳密には与えられずに用いられることが多く、広く利用されるようになったにもかかわらず議論がかみ合わない」状況だからなのだろう。

ファイナンス理論におけるフリー・キャッシュ・フローの定義は、Jensen（1986）による

Free cash flow is cash flow in excess of that required to fund all projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital.

である（以下、Jensen's FCF と書くことにする）。ファイナンス研究者が「フリー・キャッシュ・フロー」という言葉を使うとき、多くの場合、この定義を念頭に置いているだろう。

たとえば、本多（2005, 29頁）は Jensen's FCF を「事業の継続性を前提としたうえで、事業活動そのものから発生するキャッシュフローの金額」と定義している。また、Milgrom and Roberts（1992, 訳本の551頁）は「フリー・キャッシュ・フローとは、採算がとれるような活動への再投資額を引いた後に残されたキャッシュ・フローである」と定義している。「事業の継続性を前提とする」（本多）や「採算がとれるような活動への再投資額」（Milgrom and Roberts）は、Jensen's FCF の定義としては曖昧だが、正しく定義しようとする、net present values (NPV) や discounted at the relevant cost of capital についての解説が

<sup>1</sup> 富士通ジャーナル・経営お役立ち情報・最新キャッシュフロー経営・第5回「第5回 投資キャッシュフロー・財務キャッシュフローを管理する」(<http://jp.fujitsu.com/about/journal/tips/cashflow/cashflow005.shtml>)。)

必要になるため、「単なる投資ではない」ことを伝える苦心の表現になっているのだろう。

Jensen's FCF の「フリー」を「経営者が自由に使える」という意味で理解することは間違いである。「フリー」とは「株主が自由に使える」という意味だ。それは、上野・馬場 (2005) が言うように「有望な投資案件が存在しない場合には、フリー・キャッシュ・フローを配当もしくは自社株式の消却などにより株主に還元することが、株主利益に資する」のであり、Milgrom and Roberts (1992, 訳本の 551 頁) が言うように「効率の面からは、このような資金 (フリー・キャッシュ・フロー) は、例えば増配とか自社株の買い戻しによって株主に返すべきであろう。そうすれば、株主は、自身にとって最善の消費あるいは投資にその資金を投下できる」ということだ。

## 5. ペイアウト政策の理論的な考え方

Kalay and Lemmon (2008) は、 $t$  期の資金恒等式

$$CF_t + F_t = D_t + I_t + (1 + \rho) F_{t-1}$$

を使って、

$$D_t = CF_t - I_t + \underbrace{[F_t - (1 + \rho) F_{t-1}]}_{=0}$$

から、DDM を

$$S = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\mathbf{E}[CF_t - I_t]}{(1 + \rho)^t} \quad (2)$$

と表し直している。ここで、 $CF_t$  は  $t$  期における営業活動からのキャッシュ・フローを、 $F_t$  は  $t$  期における資金調達を、 $D_t$  は配当 (ペイアウト) を、 $I_t$  は  $t$  期における「投資」を、 $\rho$  は投資家の要求収益率を、 $(1 + \rho) F_{t-1}$  は  $t - 1$  期において調達した資金の返済を表している。もっとも重要なことは  $I_t$  が、単なる投資ではなく、純現在価値 (NPV) がプラスの投資を表していることだ。

(2) は、「利益」も「配当」も含まず、株式の理論価格は、営業活動からのキャッシュ・フローから NPV がプラスの投資を引いた残余に依存して決まることを示している。この残余キャッシュ・フローが、Jensen's FCF であり、配当の原資だ。この原資は利益とは違う。つまり「配当は利益の分配ではない」ことになる。

配当 (ペイアウト) の原資である Jensen's FCF は、NPV がプラスの投資をすべて実行した後に残ったキャッシュ・フローである。したがって、これ以上に投資に使われることはなく、使ってはいけない。NPV がマイナスの投資しか残っていないからだ。だから株主に還元されることになる。

## 6. 資本市場ベースの会計学における配当

資本市場ベースの会計学 (Market Based Accounting Research) とは、会計学の立場から配当政策やペイアウト政策が資本市場に与える影響を研究する分野である。石川 (2007, 57 頁) はつぎのように紹介している。

企業評価において配当が主役である世界 (配当割引モデル) では、財務会計情報は、企業の将来配当額を予測するために必要な情報を提供するという、配当に対して従属的な地位に甘んじている。資本市場ベースの会計学では、その従属的な地位を主役に転じさせる理論的・実証的な研究が精力的に行われている。

石川 (2007, 第3章第1節) は、この背景には「配当割引モデルには会計の役立ちがまったく反映されていない」ことから、Ohlson モデルなど、超過利益モデル (Residual Income Model) によって、企業評価モデルにおける、ファイナンスに対する会計学の主導権を奪取する動きがあったと述べている。<sup>2</sup>

超過利益モデルとはつぎのようである (詳しくは石川 (2007), 大日方 (2007) を参照されたい)。当期末の純資産簿価  $b_t$  は、前期末の純資産簿価  $b_{t-1}$  に当期純利益  $x_t$  を加え、当期の配当  $d_t$  を減じた値になる。この恒等関係はクリーン・サープラス関係 (Clean Surplus Relation) と呼ばれ、

$$b_t = b_{t-1} + x_t - d_t$$

と表される。クリーン・サープラス関係を

$$\begin{aligned} d_{t+1} &= x_{t+1} - b_{t+1} + b_t \\ &= x_{t+1} - (1 + \rho)b_t + b_t \\ &= x_{t+1} - \rho b_t \end{aligned}$$

と整理し、配当割引モデル (割引率を  $\rho$  とする)

$$V_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{\mathbf{E}[d_{t+\tau}]}{(1 + \rho)^\tau}$$

<sup>2</sup> 太田 (2010, 6 頁) は、Hopwood (2007) を引用し、会計研究について「実証研究はファイナンス、分析的研究は経済学のジャーナル掲載論文を引用することはあるものの、ファイナンスや経済学の論文が会計のジャーナル掲載論文を引用することはほとんどない。そして、会計の論文の読者はほとんど会計学者だけである」と述べている。研究者はファイナンスや経済学をベースとした会計学を認識しているだろうが、学生はそれらすべてが会計学だと認識する、あるいは会計学からファイナンスや経済学に派生していると認識する懸念がある。なお、わたしは、太田 (2010) と同じように、縄張り争いをする意図はまったくなく、ファイナンスにとっても経済学にとっても会計学は不可欠だと考えている。

に代入し、 $b_t$  が横断性の条件（無限に成長することはない）を満たすと仮定すると、企業価値は

$$V_t = b_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{\mathbf{E}[x_{t+\tau} - \rho b_{t-1+\tau}]}{(1 + \rho)^\tau}$$

と表される。右辺第 2 項の分子  $x_{t+\tau} - \rho b_{t-1+\tau}$  が超過利益である。

超過利益モデルによる企業価値は、クリーン・サープラス関係が維持される限り、配当割引モデルによる企業価値と一致する。石川（2007）は、利益超過モデルを、財務諸表の数値を用い、企業の価値創造（簿価と利益）を反映させ、会計の役立ちを反映した「価値創造モデル」（60 頁）と位置づけ、「超過利潤モデルの下では、企業評価上、財務会計が提供する会計情報こそが主役である。配当割引モデルにおいて主役であった配当は、その主役の座から陥落し、企業評価モデルの表面上から消滅している」（58 頁）と主張している。

Ohlson モデルについて、大日方（2007, 202 頁）はつぎのような重要な指摘をしている。

オールソン・モデルにおいて、会計上の簿価が意味を持つのは、そこにそれまでのキャッシュフローと会計上の配分操作の履歴が、少しも失われることなく、すべて反映されているからにほかならない。つまり、クリーン・サープラス関係が簿価に影響を与えているのであり、特定時点の簿価が適正か否かについては、何も明らかにしていない。オールソン・モデルの理論的な世界では、会計上の配分のありかたはなんでもよく、クリーン・サープラス関係さえ維持されていれば、必ずしも、資産や負債のストックが公正価格で評価されていないくてもよい。

「オールソン・モデルの理論的な世界では、会計上の配分のありかたはなんでもよく」という指摘は、「配当がどのように決まっているのかはなんでもよい」と読むことができよう。そう考えると、超過利益モデルは、配当が決まった後の話で、配当あるいはペイアウトの決まり方については何も議論されていないことになる。

理論的に考えるということについて、仁科（1999, 47 頁）は、ファイナンスの立場から、つぎのように主張している。

単一の決算期間ではなく数期間にわたる利益やキャッシュフローの平均値が配当やキャピタルゲインの和に近い値をとることを根拠にして会計数値に有効性を主張するのは、単にデータ間の関係を調べたものであり、株式価格に関する論理的なモデルを前提にした議論を伴わないかぎり意味を持たない。

「株式価格に関する論理的なモデルを前提にした議論」とは、配当が決まる前の企業行動、すなわち NPV がプラスの投資をすべて実施することを含まなければならないということだ。

## 7. さいごに

本稿の議論は Miller and Modigliani (1961) が提示した、いわゆる MM World (MM が想定する世界) だ。Miller and Modigliani (1961) は、企業の財務意思決定、すなわち配当政策が企業価値に影響を与えない条件を明らかにした。その条件は、完全な資本市場の仮定としてよく知られている。

MM World に自社株買いが加わり、教科書の記述は書き換えられたが、結論は書き換えられていない。Berk and DeMarzo (2006, p. 531) は、Retain と Pay Out の選択があり、さらに Payout について Repurchase Shares と Pay Dividends の選択がある、そして Retain versus Pay Out だけでなく、Repurchase Shares versus Pay Dividends もまた irrelevant であると教えている。この議論の前提は、DeAngelo, DeAngelo, and Skinner (2008, pp. 111–113) が強調するように、Jensen's FCF が最終的に株主に還元されることである。

MM World では、企業価値は投資政策によって決まると考えている。つまりは、企業の財務意思決定は必要ないということなのだが、花枝 (2005, 9 頁) は「もしも、財務政策の違いが投資政策を含めた実物的側面にかかわる企業行動に影響を及ぼし、それが最終的に企業価値の大小に影響を及ぼすならば、財務政策は企業にとって重要な意思決定になる」と慎重に説いている。ファイナンスの研究は、企業の財務意思決定が企業価値に影響を与えていると考えるとき、MM World の条件のどれが満たされていないのかに照らして進められてきた。その意味では、今日においても MM World は現実を考えるときの基準点の役割を果たしている。

手島 (2012) は世間の誤解を解くために「ファイナンス理論は、キャッシュフローを増やす方法を教えてはくれない」と主張する。その通りで、そもそも、ファイナンスは、どのようにして企業価値を創ったり、高めたりするのかを教えようとはしていない。仁科 (1995, 80 頁) は財務戦略の原理として「財務戦略によって企業価値を高める道は狭いのに対して、企業価値を低下させる危険性は大きい」と教え、花枝 (2005, 8–9 頁) は「金融・資本市場が効率的に機能しているならば、資金調達などの財務政策によって高い利益を上げたり、資金調達コストを大幅に削減することはできない」一方で、「財務政策が失敗すれば、企業は大きな損失を被ることがある」と教えている。そして「もしも、企業が企業価値を高めたいのであれば、適切な経営戦略に基づいた研究開発投資・事業投資や、不必要な事業部門・資産を切り捨てるなどのリストラ (事業再編) といった実物的側面から企業価値を高めるのが基本」(花枝 (2005, 9 頁)) と教えている。財務戦略があるとしても、それは実物的側面に掛かる経営戦略や組織戦略に劣後するというのがファイナンス研究者のコンセンサスではないかと考える。

## 参考文献

- 砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳, 2008, 『日本企業のコーポレートファイナンス』日本経済新聞社.
- 砂川伸幸・島田敬・山口聖, 2006, 「ペイアウトと現金保有」『証券アナリストジャーナル』第44巻第7号, 6-20.
- 石川博行, 2007, 『配当政策の実証分析』中央経済社.
- 上野陽一・馬場直彦, 2005, 「わが国企業による株主還元策の決定要因: 配当・自社株消却のインセンティブを巡る実証分析」日本銀行ワーキングペーパー No. 05-J-6.
- 太田浩司, 2009, 「解題-総括論文を兼ねて-」『証券アナリストジャーナル』第47巻第8号, 2-10.
- 太田康広, 2010, 「会計研究の危機と日本の会計学界」『現代ディスクロージャー研究』No. 10, 1-15.
- 大日方隆, 2007, 『アドバンスト財務会計』中央経済社.
- 手島直樹, 2012, 『まだ「ファイナンス理論」を使いますか?』日本経済新聞社.
- 仁科一彦, 1995, 『財務破壊』東洋経済新報社.
- 仁科一彦, 1999, 「企業経営のパフォーマンス指標について-ROEとEVAの批判-」『現代ファイナンス』No. 5, 41-55.
- 野間幹晴・本多俊毅, 2005, 『コーポレート・ファイナンス入門-企業価値向上の仕組み-』共立出版.
- 花枝英樹, 2005, 『企業財務入門』白桃書房.
- 本多俊毅, 2005, 『企業評価と意思決定-バリュエーションからリアルオプションまで-』東洋経済新報社.
- 山口聖, 2009, 「自社株買いと資本市場-株価反応に基づくシグナル仮説の検証-」『証券アナリストジャーナル』第47巻第8号, 31-41.
- Berk, Jonathan, and Peter DeMarzo, 2006, *Corporate Finance* (Addison-Wesley, New York).
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Douglas J. Skinner, 2008, Corporate payout policy, *Foundations and Trends® in Finance* Vol. 3 Nos. 2-3, 95-287.
- Hopwood, Anthony G., 2007, Whither accounting research? *Accounting Review* 82, 1365-1374.
- Jensen, Michael C., 1986, The agency costs of free cash flow: Corporate finance and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Kalay, Avner, and Michael Lemmon, 2008, Payout Policy, in B. Espen Eckbo, ed.: *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance* Vol. 2 (Elsevier, Amsterdam).
- Milgrom, Paul, and John Roberts, 1992, *Economics, Organization and Management* (Prentice Hall, Englewood Cliffs). (奥野正寛・伊藤秀史・今井晴雄・西村理・八木甫訳, 1997, 『組織の経済学』NTT出版)
- Miller, Merton, and Franco Modigliani, 1961, Dividend policy, growth, and the valuation of shares, *Journal of Business* 34, 235-264.