

## 米国で個人株主作りに活用される DRIP（配当金再投資プラン）

石井 康之

## ■ 要 約 ■

1. 米国では、配当金再投資プランと株式直接購入プラン（以下、DRIPs と総称）を活用して幅広い個人投資家に株主になってもらう試みが進んでいる。DRIPs がもたらす手数料負担の軽減や複利効果のある継続運用が個人投資家を惹きつけており、事業法人は DRIPs による安定株主の創出と効果的な IR 活動に期待している。
2. 米国の DRIPs は 1960 年代初めに登場し、1994 年の規制緩和によって普及が始まった。その後、米国の株式保有構造における投資信託の台頭、中小型株に対するアナリスト・カバレッジの減少、ETF の拡大によるシステミックリスクの懸念を背景として、DRIPs を通じた個人株主の拡大が注目されるようになった。
3. DRIPs は、個人投資家にとっては「るいとう」や従業員持株会とは別に株式市場に参加する手段となり、事業法人にとっては個人株主を直接把握することができる手段となり、証券会社にとっては将来顧客となる可能性のある資産形成層の個人投資家を株式市場に呼び込む手段となる。そのため、この三者の中長期的な成長にとってわが国への DRIPs 導入を検討する意義は非常に大きいと思われる。

## 株式市場に個人投資家を呼び込む DRIPs

米国では、配当金再投資プラン（DRIP, Dividend Reinvestment Plan）と株式直接購入プラン（DSPP, Direct Stock Purchase Plan）を活用して幅広い個人投資家に株主になってもらう試みが進んでいる（以下では、配当金再投資プランと株式直接購入プランを合わせて DRIPs と総称する）。配当金再投資プランは、事業会社の株主が配当金を現金で受け取らずにそのまま同じ企業の株に再投資する仕組みで、1,300 社超が提供している。株式直接購入プランは、個人投資家が証券会社を介さずに直接事業会社から継続して定期的に株式を購入する仕組みで、600 社超が提供している<sup>1</sup>。両サービスは個人投資家から見ると、配当金再投資や株式追加購入に関する手数料が非常に安い、一度申し込めば複利効果のある運用を自動的に継続できる、ドルコスト平均効果のある運用ができるといったメリットがある。ま

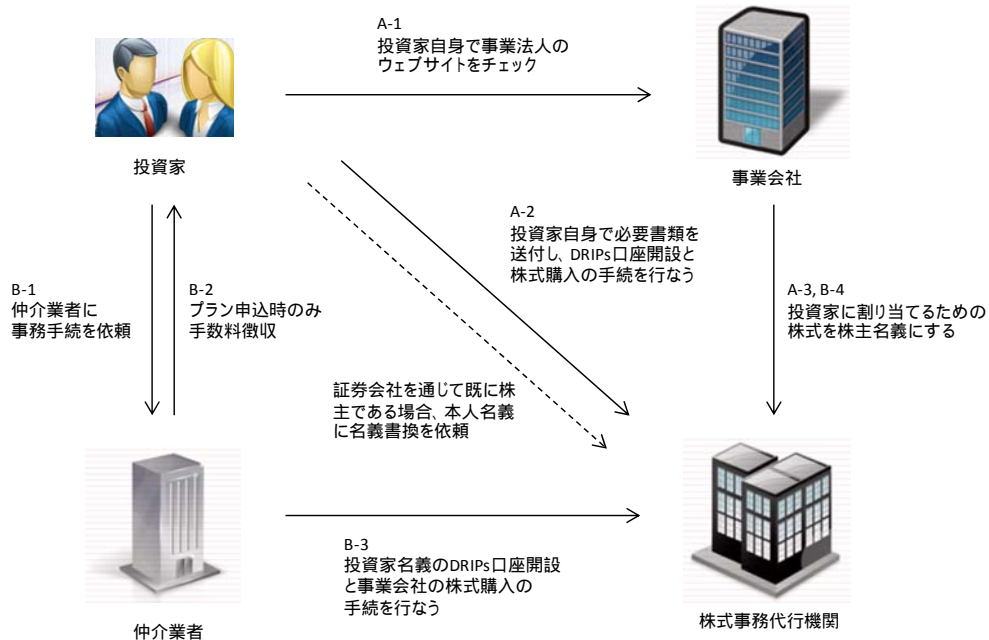
<sup>1</sup> ドリップ・インベスター社ウェブサイト（<http://www.dripinvestor.com/index.asp>）参照。

た、プランを提供する企業は安定株主の創出と効果的な IR 活動に繋がることを期待できる。言ってみれば、従業員持株会制度を拡大して社外の一般投資家の参加も可能とした制度であり、米国が裾野の広い個人投資家層を築くに至った原因の一つと言える。

投資家が DRIPs を利用するには、仲介業者を通じて手続きをする、もしくは投資家自身が申込みを希望する企業のウェブサイトとその名義書換を担当している株式事務代行機関のウェブサイトを見て、プランの概要や目論見書を確認して自ら手続きをすることになる(図表 1)。また、配当金再投資プランは証券会社を通じて申し込むこともできるため、証券口座で利用している投資家は多い。

株式直接購入プランと配当金再投資プランは 1960 年代の初めに登場したが、両プランにおいて参加資格を一般投資家に拡大することは、実質的には一般の事業会社に株式購入の勧誘という証券業務を行なわせることに繋がるという判断があったため、当時の SEC (証券取引委員会) は参加資格の拡大に慎重であった<sup>2</sup>。そして、配当金再投資プランと株式直接購入プランの両方を提供している企業は、1994 年 12 月の規制緩和前にはわずか 6 社のみであった。しかし、プランの開設を求める事業会社や、名義書換代理人業務を行なう信託銀行からの要望を受けて、一定の要件を満たせば SEC に届け出るだけでプラン参加資格を緩和した株式直接購入プランの開設が 1994 年 12 月 1 日に認められた。緩和前は、プラン参加を希望する投資家は市場で株式を購入して株主となった後にプランへの参加手続きを踏む必要があったが、緩和後は、事前に株主にならなくても直接事業会社から株式を購入することでプランに参加できることが認められた。つまり、証券会社や投

図表 1 DRIPs 申込手順



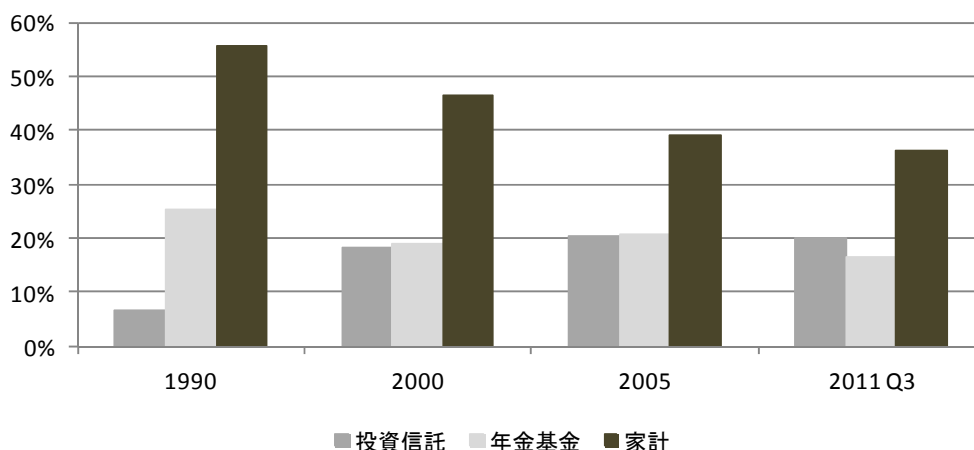
(出所) 野村資本市場研究所作成

<sup>2</sup> 大崎貞和「拡大する株式直接購入プラン」『NRI証券調査レポート』(1997年1月31日)参照。

資顧問業者として登録していない一般企業でも、既存株主ではない一般投資家に対してプランへの参加を勧誘できることが明確に認められたと言える。この規制緩和によって DRIPs が米国で普及する素地ができた<sup>3</sup>。

その後、2000 年代に米国で事業会社に DRIPs の導入を拡大させた要因は、株式保有構造における投資信託の台頭、中小型株に対するアナリスト・カバレッジの減少、ETF の拡大、の 3 点である。この時期に米国の個人投資家は投資信託を通じて株式を保有する傾向を強め、1990 年から 2011 年第 3 四半期にかけて米国株式時価総額に占める投資信託の保有比率が 6.6% から 20.0% に上昇している一方で、家計の保有比率は 55.5% から 36.4% に大きく減少している（図表 2）。また、IT バブル期のアナリスト不正問題を受けて、引受部門や投資銀行部門の提案活動へのアナリストの関与を禁止する規定が 2003 年に定められたため<sup>4</sup>、米銀はリサーチに割く資金を減らし、証券会社からカバレッジを受けなくなってしまった中小型株への注目度は大きく下がることとなった。米国株式市場における IPO 件数が 1990～2000 年に 4,470 件であった一方、2001～2010 年に 1,016 件に留まったことは、カバレッジを受ける可能性が低下したことを受けて中小型株が上場をためらったことも一因であると思われる。さらに、指数に組み入れられている銘柄を一様に自動的に売買する仕組みである ETF の残高が 1 兆ドルを超える人気となってきたこと<sup>5</sup>、時価総額の小さい中小型株はシステミック・リスクにさらされるようになった。このような米国株式市場を取り巻く変化の中で、事業会社は DRIPs を通じて個人株主に安定株主になってもらうことを期待している。特に、大企業でかつ一般消費者に身近な小売業者、銀行、保険会社、公益企業は、顧客に個人株主になってもらうことでロイヤリティを高めようと考え、積極的に DRIPs を導入することとなった。

図表 2 米国株式保有構造の変化



(注) 株式時価総額に占める各セクターの保有割合を示す。

(出所) FRB “Flow of Funds” より野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> 規制緩和直後の 1994 年末には、株式直接購入プランを提供する企業数は 52 社となった。

<sup>4</sup> 田中（平松）那須加「わが国でも整備が進む証券アナリスト規制」『資本市場クォーターリー』2004 年夏号、Sarah Morgan “Year in Review: Are IPOs Gone for Good?” *Wall Street Journal*, 29 December 2010 参照。

<sup>5</sup> 石井康之「金融危機後に米国個人投資家へ浸透する ETF とリテール金融機関」『野村資本市場クォーターリー』2011 年春号参照。

ただ、DRIPs は他の金融商品・サービスと比べて必ずしも広く周知されているとは言えない。これは、一般の事業会社が DRIPs を通じて株式の勧誘を行なうことに関して SEC が依然として懸念を持っているためである。DRIPs はプランを構築する媒体によって2つに分類され、株式事務代行機関が構築するバンク・スポンサード型 DRIPs と事業会社自身が構築する登録型 DRIPs があるが、前者においては、DRIPs のサービスがあるという情報をウェブサイト上でのみ提供でき、外部に勧誘をすることは認められていない。また、後者においては、マーケティング戦略に合わせて広告を打つことが認められているものの、DRIPs の勧誘に当たって明確なインセンティブを提供することは認められていない。そのため、積極的に DRIPs のサービスを投資家にアピールしている企業は少ないが、代わりに新聞・雑誌等のメディアが度々取り上げてきたため、投資家の認知度が高まっている。

## DRIPs を活用した投資

日米で連続増配企業を比較すると、日本では花王の 21 期連続増配がトップで、10 期以上連続増配企業は 12 社存在するが<sup>6</sup>、米国ではプロクター・アンド・ギャンブルの 55 年連続増配と 3M の 53 年連続増配に代表されるように、25 年以上連続増配企業は 103 社も存在する<sup>7</sup>。この 103 社の中でも魅力的な配当金再投資プランと株式直接購入プランを提供している企業として、ピードмонт・ナチュラルガスの事例を挙げる。同社はノースカロライナ州、サウスカロライナ州、テネシー州に天然ガスを供給・販売を手掛ける公益企業で、1978 年以降 33 年連続増配を続けている。同社の DRIPs では、配当金再投資と株式直接購入に関する手数料を無料としているだけでなく、市場価格よりも 5% ディスカウントした価格で配当金の再投資が行える（図表 3）。このような株主重視の資本政策により、2011 年 7 月末時点で発行済普通株式 7,011 万株の 10% 弱に相当する約 650 万株において配当金の再投資が選択されている。言い換えると、同時点での時価総額 20 億 4,500 万ドルの 3.6% に相当する約 740 万ドルが過去 12 か月間で自動的に再投資されており、長

図表 3 ピードмонт・ナチュラルガスの DRIPs 概要

配当金再投資プラン	
配当金再投資手数料	無料
配当金再投資ディスカウント	5%
株式直接購入プラン	
購入手数料	無料
当初必要最低拠出額	250 ドル
追加拠出必要最低額	1 取引当たり 25 ドル（年間 12 万ドルが上限）
追加拠出金の投資日	毎週水曜日
株式事務代行機関	アメリカン・ストック・トランスファー

（出所）ピードмонт・ナチュラルガスのプラン目論見書より野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> 「配当継続は力なり」『日経ビジネス』2011 年 7 月 18 日号参照。決算期が 1～4 月及び 12 月の上場企業が対象。

<sup>7</sup> The DRIP Investing Resource Center ウェブサイト参照。

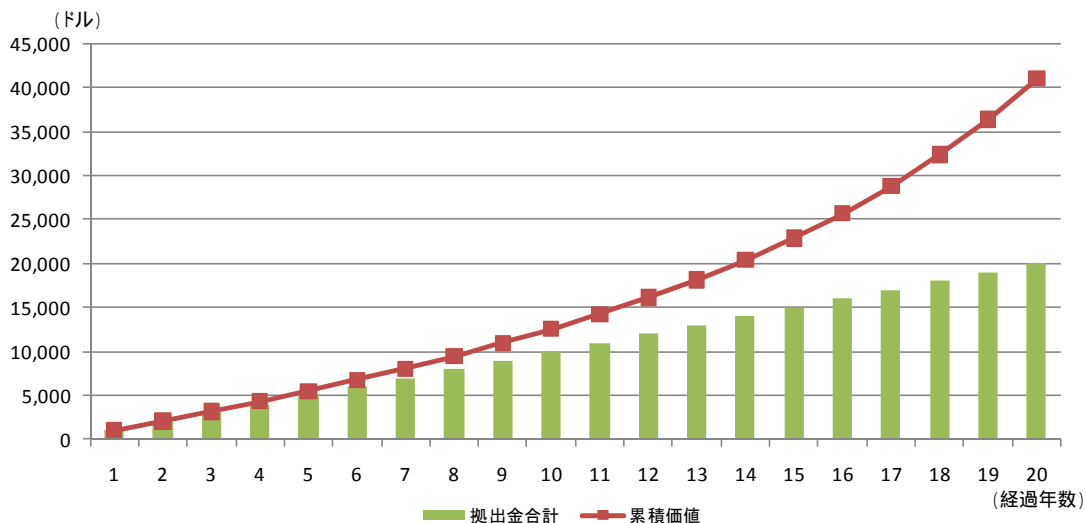
期的な株価の上昇に貢献することになった。

また、2011年10月末時点で、米国における25年以上連続増配企業103社の平均配当利回りは3.02%、平均年間増配率は6.96%である。このような米国の長期連続増配企業に関して累積投資シミュレーションを行なったところ、図表4のような結果となった。ここで設定した前提条件の下では、仮に株価が全く上昇しなくとも、手数料の安さを活かして少額でも着実に高配当企業の複利投資を重ねることによって、20年間で累積価値は拠出額の約2倍になることがわかる。つまり、現時点では投資可能資産が少ない投資家の資産形成にとって効果的な投資手段になると言える。米国ではこのようなDRIPsの特性を活かして、退職後の生活費や子供の大学進学資金のための積立、子供の投資教育や資産形成を目的としたDRIPsの子供への贈与が行われており<sup>8</sup>、一部の企業の配当金再投資プランではIRA（個人退職勘定、Individual Retirement Account）でも利用可能となっている<sup>9</sup>。

ただ、いかに優良なDRIPs採用企業に長期投資するといえども、1企業だけに投資することはリスクが高い。そのため、複数のDRIPs銘柄に分散投資するポートフォリオを組み、再投資にかかるコストが高いプランでは現金で配当を受け取って再投資コストが低いプランでは配当を再投資する、という運用も有効であろう。また、追加拠出は企業ごとに、月1回、四半期に1回など決められてはいるが、DRIPsは柔軟な制度であることから、投資家の裁量で追加拠出を中断することも可能である。

図表4 高配当企業の株式で配当金再投資と継続的追加拠出を行なった場合の運用シミュレーション

- 【前提条件】
- ① プラン開始時に1,000ドル、その後毎年1回1,000ドルを追加拠出する。
  - ② 株価は20年間全く変わらないとする。
  - ③ 運用1年目の配当利回り3%、以降の年間増配率7%。
  - ④ 毎年かかる配当課税と、売却時のキャピタルゲイン課税は加味しない。



(出所) 野村資本市場研究所作成

<sup>8</sup> 申込書とW-8フォーム（米国非居住者用の免税書類）を提出すれば、米国国民以外にもDRIPsの利用を認めている企業もある。

<sup>9</sup> IRAに対するDRIPsの提供を認めている企業の例としては、ウォルマート、エクソン・モービル、マクドナルドが挙げられる。

個人投資家が多く DRIPs 導入企業の中から投資先を選択する際には、各 DRIPs を比較検討できるデータベースを持つ DRIPs 仲介業者を利用すると便利である。DRIPs 仲介業者は、複数銘柄分の DRIPs を一度に申し込む手続きを受け付けており、DRIPs 導入銘柄を複数組み入れたポートフォリオの構築方法、子供が資産形成するための DRIPs 活用方法といった情報もウェブサイトを提供している。DRIPs 仲介業者を通じて申し込む場合は、1 銘柄ごとに仲介初期手数料を支払うのみで、プラン運用開始後には DRIPs 仲介業者に支払う手数料は発生しない。DRIPs 仲介業者の例としては、テンパー・オブ・ザ・インベスターズ・サービス (以下、テンパー)<sup>10</sup>、ファースト・シェア<sup>11</sup>、といった企業が挙げられる。テンパーの仲介初期手数料は 1 銘柄につき 50 ドルで、最大 18 銘柄の DRIPs を一度に申し込むことができ、1996 年の設立以降で合計約 54 万件の注文を受けてきた。

一方、証券会社を利用した配当金の再投資も有効である。E トレード、フィデリティ、チャールズ・シュワブといったディスカウント・ブローカー、累積投資専門の証券会社であるシェアビルダー<sup>12</sup>、主に各営業担当者が 1 人で店舗経営を行なっているエドワード・ジョーンズ等は、配当金の再投資を無料で受け付けている。ただし、事業会社の配当金再投資プランを提供しているわけではないため、投資家は配当金再投資金額をディスカウントするといったメリットを受けられず、配当金をそのまま再投資するのみである。そして、DRIPs を利用している場合は一般的に端株の購入が可能であるが<sup>13</sup>、端株の購入を受け付けていない証券会社も存在する<sup>14</sup>。このようにやや利便性の面で DRIPs に見劣りする部分はあるものの、証券口座を通じて他の金融資産と一緒に個別銘柄を管理しつつ、配当金の再投資を行なえることは証券会社の強みである。

## DRIPs と株式累積投資制度 (「るいとう」) の違い

配当金が再投資される配当金再投資プランと、一定期間ごとに一定額を自動的に積み立てて株式投資を行なう株式直接購入プランは、少額でも投資可能で毎月一定金額を積み立てて特定の株式を購入する日本の株式累積投資制度 (「るいとう」) に似ているが、主に以下の 4 点で異なる。

第一に、制度導入時の目的である。「るいとう」は個人投資家の株式市場への参加促進を狙いとして日本で 1993 年に実施されたが、DRIPs は個人投資家の呼び込み以外にも、配当による現金流出の抑制、株価の下支え効果、IR (インベスター・リレーション) の向上という企業側の目的をもとに導入されている。税制優遇を得る代わりに利益の大部分を

<sup>10</sup> テンパー (<http://www.directinvesting.com/>) は、DRIPs 専門の証券会社で、資産運用関連の出版社であるマニーペーパーの子会社である。約 1,000 社の配当金再投資プラン・株式直接購入プランの申込手続きを受け付けている。

<sup>11</sup> ファースト・シェア (<https://www.firstshare.com/>) は証券会社でも投資顧問業者でもない。116 社の配当金再投資プラン・株式直接購入プランの申込手続きを受け付けている。

<sup>12</sup> シェアビルダー (<http://www.sharebuilder.com/>) は 1996 年創業の累積投資を専門としたベンチャー証券会社で、2007 年に ING 傘下のオンライン証券会社である ING ダイレクトに買収された。その後 ING ダイレクトは 2011 年にキャピタル・ワンに買収されている。追加拠出 1 回当たり 4 ドルで株式自動買付サービスを提供している。

<sup>13</sup> 時価 40 ドルで取引されている株式で 50 ドルの配当を得た場合、再投資によって 1.25 株を購入できる。

<sup>14</sup> 時価 40 ドルで取引されている株式で 50 ドルの配当を得た場合、再投資によって 1 株購入し、残りの 10 ドルは現金で支払われる。

配当によって投資家に還元するよう法的に求められている REIT や BDCs ( Business Development Companies ) にとっては特にメリットが大きく<sup>15</sup>、このような企業は配当金再投資プランを活用することによって配当として外部流出した現金を還元させ、株価のてこ入れを行なうことができる<sup>16</sup>。

第二に、発注方法である。「るいとう」では多くの参加者の拠出金を証券会社がまとめて発注するが、配当金再投資プランでは、株主に購入してもらう株式を調達するに当たって、プランを提供している企業は証券会社を通じて市場で買い付けて株主に割り当てる、金庫株を割り当てる、新株を発行して株主に割り当てる、という3つの方法からいずれかを選択して提供している。

第三に、売買手数料である。現在日本で導入されている「るいとう」では、証券会社によって異なるものの、一般的には約1%もしくは株式売買手数料と同程度の売買手数料が徴収されている。DRIPs では企業ごとに異なるものの、売買手数料を無料としている企業も多く、中には社内持株会のように数パーセントのディスカウントサービスを付けている企業も存在し、概して手数料は非常に低い。とはいえ、非常に少額の投資をする投資家にとっては、手数料に十分留意する必要がある。例えば、追加拠出ごとに2.5ドルの手数料を取るプランの場合、毎月25ドルを追加投資する投資家にとっては10%の手数料となってしまう。

第四に、株式の名義人である。「るいとう」では株式の名義人が証券会社である一方、DRIPs では証券会社を通さずに株式を買い付けるため、名義人は投資家自身となる。DRIPs を始めるに当たって当該企業の株式を証券口座で1株以上保有している既存株主であれば、株式事務代行機関を通じて株主名義を証券会社名義から本人名義に書き換えることで DRIPs に申し込むこともできる<sup>17</sup>。株式事務代行機関大手4社は合計で約1,400社の DRIPs を担当しているが、DRIPs に先行して普及している米国版従業員持株会 ( ESPP, Employee Stock Purchase Plan ) のアドミニストレーション業務でも多くの企業を担当している ( 図表5 )。

図表5 DRIPsに関する大手の株式事務代行機関 (2011年11月末時点)

株式事務代行機関	DRIPs 採用企業数	担当事業会社の代表例
バンク・オブ・ニューヨーク・メロン	559社	コカコーラ、アクサ、GE
コンピューター・シェア	420社	IBM、ウォルマート、エクソン・モービル
アメリカン・ストック・トランスファー&トラスト	305社	デル、シスコ、ファーストエナジー
ウェルズ・ファーゴ	136社	3M、ケロッグ、クラフトフーズ

(注) 2011年12月31日に、バンク・オブ・ニューヨーク・メロンの DRIPs や従業員持株会に関するアドミニストレーション業務をコンピューター・シェアへ売却する手続きが完了している。

(出所) 各企業ホームページより野村資本市場研究所作成

<sup>15</sup> BDC とは、ベンチャーキャピタルのように成長の初期段階での中小企業を支援する企業で、多くの BDC はクローズド・エンド型のファンド形態である。課税収入の90%以上を配当で株主還元する必要がある。配当金再投資プランを提供している上場 BDC の例としては、グラッドストーン・キャピタルが挙げられる。

<sup>16</sup> 一部の ADR 企業は DRIPs を提供しており、ソニー、チャイナ・モバイル、ブラデスコ銀行が例として挙げられる。

<sup>17</sup> 一般的には、証券会社から50ドル前後の名義書換手数料を徴収される。

## DRIPs の課題と展望

DRIPs はインターネットの発達と証券会社を中抜きにすることによってコスト競争力のあるサービスを提供しているが、他の金融商品との競合、事務手続きの煩雑さ、という 2 つの課題を抱えている。

事業会社と株主の双方に恩恵をもたらす DRIPs を採用する企業は増加しているが、財務的に余裕のある企業でなければ管理コストを賄えないため、すべての企業が導入できるわけではない<sup>18</sup>。さらに、株式や ETF に関してディスカウント・ブローカーが低手数料化を進めているため、かつてよりも長期的累積投資における DRIPs の優位性は薄れている。そのため、配当金再投資におけるディスカウントを含めて DRIPs ならではの特典を今後拡充していく必要があるだろう。

また、DRIPs で積み立てた株式を将来売却すると、税申告に当たって買付コストの計算・申請が煩雑になる問題がある。特に、保有株の一部だけを売却する際には、取得日と買付コストを特定できる株式を売却するか、先入先出法によって買い付けコストを計算しなければならず、残った株式においても同様にこの 2 つの方法のいずれかで買付コストを計算しなければならないことは非常に面倒である。さらに DRIPs 銘柄を複数保有している場合には銘柄の数だけ手間が増えてしまう。もともと証券会社は DRIPs によって直接的な恩恵を受けないため、この問題をフォローするシステムを提供してくれる企業は限られていた。しかし、大手会計ソフトウェア会社インテュイットが開発した個人向け財務管理ソフトウェア「クイッケン」と、その代替システムとして開発されたミント・ドットコムが DRIPs 投資家に人気となっているように、最近では DRIPs の事務手続きの煩雑さを軽減するパーソナル・ファイナンシャル・マネジメント提供企業が利用されるようになってきている<sup>19</sup>。

DRIPs は、個人投資家にとっては「るいとう」や従業員持株会とは別に株式市場への参加を促進する手段になり、また企業にとっては個人株主を直接把握することができる手段になる。また、短期的には証券会社に恩恵をもたらさないが、DRIPs を通じて比較的金融資産の少ない若年層の個人投資家を株式市場に呼び込むことができれば、将来に向けて潜在顧客を増やすことになり、長期的には証券会社にとっても有益である。個人投資家、事業会社、証券会社という 3 者の中長期的な成長にとって、DRIPs の導入を検討する意義は非常に大きいと思われる。

<sup>18</sup> フォーチュン 500 に入る企業は「株主 1 人当たり 12 ドル、合計 400 万ドルのプラン管理費が押し掛かってくるため、株主にも手数料を負担してもらっている」と述べている。

<sup>19</sup> 中村仁「米国で誕生する次世代の金融系ウェブサイト」『資本市場クォーターリー』2010 年春号参照。