

16章 利益還元政策(503p~537p)

担当 田邊 了三

16.1 利益還元政策の選択

● 会社は、配当を支払うか、社外株式の一部を買い戻すことで、株主に現金を分配することができる。

●1982年SECが規則10b-18(相場操縦による訴追のリスクから企業を守る規則)を定めたことにより、自己株式取得の急増。

●配当支払額の総額は安定的に増加しているが、小規模企業の上場増加で、配当を支払っている会社の割合は、急激に減少している。

16.2 配当支払いと自己株式取得

➤配当はどのように支払われるのか

●配当は、会社の取締役会によって決定し、ある特定の配当基準日に登録されているすべての株主に支払いが行われる。

●配当基準日の数週間前までは配当付き、その後は配当落ちとして売買される。

●各四半期に普通現金配当があり、さらに補足して、一回限りの特別配当が支払われる場合もある。

●多くの会社は、配当が自動的に再投資される配当再投資プランを株主に提供していたり、また、株式配当を宣言することもある。

●株式配当は、一株当たりの価値を減少させる。

➤自己株式取得はどのように行われるのか

●他の投資家と同様に公開市場で自己株式を購入する方法。

●固定した価格で決められた株式数だけ自己株式を買い戻すことを申し込む公開買付。

●企業が、自己株式を購入する用意がある価格帯を提示し、株主がその価格に応じた株式の売却数をしめしてから、企業が株式を買い戻すダッチオークションによる方法。

●主要な株主との直接交渉で自己株式を買い戻す方法。

16.3 会社はどのように利益還元額を決めるのか

●成熟企業は、利益に対して配当の比率が高く、成長中の企業は低い。

●経営者は、配当の水準の変更に注目しており、増配を後でやめなくてはならなくなる可能性を心配している。

●自己株式取得は一般的に企業が過剰な現金を積み上げる好況時に急拡大し、不況時には収縮する。

16.4 配当と自己株式取得に含まれる情報

➤配当の変更が投資家にとってのシグナル

●投資家が真に収益力のある企業とギリギリ収益の出る企業を見分ける一つの手がかりが配当。

●投資家は配当の水準ではなく、配当の変更に心配している。

●日本では法人と主要株主の間に緊密な関係があるため、利益が減少すると減配を行う傾向があるが、株価は米国ほど低下しない。

➤自己株式取得の情報効果

●自己株式取得は、配当と同様に株主に現金を交付する一つの手段であるが、一度限りの出来事ではない。

●株主は、自己株取得によって、過剰な現金が収益の見込めない投資に浪費されるのではなく、株主に支払われるのだと安心する。

●自己株取得は、経営者の将来に対する確信を伝える場合もある

16.5 利益還元政策論争

➤3派での論争

●配当支払いの増加が企業価値を増加させると信じる保守的なグループ。

●配当支払いの増加が企業価値を減少させると考える革新的なグループ。

●利益還元政策は企業価値に何も変化をもたらせないとする中間派グループ。

●おそらく、実際には、配当政策は企業価値に影響を与える。

➤完全な資本市場においては配当政策は無関係

●投資額も借入れ政策も変更せずに配当を増やすには、株券を追加的に印刷して、これを売るほかに、それには、既存の株主から新規の株主への価値の移転が必要となる。

●増配と自己株取得の違いは、前者が当該企業の一株当たりの価値の稀薄化により生じるのに対して、後者は、既存の株主が保有する株式数の減少によって生じるという違いだけである。

➤配当政策が無関係であること(例証)

●既存の株主は、1000ドルの現金配当を受け取ったが、同時に1000ドルのキャピタル・ロスを被った。一方で、1000ドルを支払い、他方でこれを取り戻すことによって、ラショナル・デミコンダクター社は現金を還流させている。

●ここでの仮定は、効率的な市場を仮定し、新規の株式が適正な価格で売られるとしてい

る。

➤ 株価を算定する

● 配当支払いとその資金調達により既存株式の価格は1株当たりの配当支払額の1ドルだけ低下する。

● 新株発行後には、新株も他の残りの株式と同じ価格で売買されなければならない。

➤ 自己株式取得

● 投資および借入れ政策が所与の場合、減配は、発行株式数の減少、すなわち既発行の自己株式の取得によりバランスされなければならない。

● 現金配当から自己株式取得への転換は株主の富に何の影響もおよぼさない。

● 自己株取得がなされる場合には株式を会社に売らなかった株主に有利な価値の移転がなされる。

➤ 自己株式取得と評価

● 他の条件が等しければ、現金配当を支払わず自己株式取得を行うという決定により、企業価値は影響を受けない。

● 株式全体の評価を行う際には、配当として支払われる現金と自己株式所得に用いられた現金の現金の両方を含めて考える必要がある。

● 投資家が受ける1株あたりのキャッシュフローを算定する際に、1株当たりの将来の配当と自己株式取得によって得る現金の両方を含めてはいけない。

● 配当を支払う代わりに自己株式を取得する企業は発行株式数を減少させるが、1株当たりの利益と配当の増加がそれを補うこととなる。

16.6 保守派

➤ 多くの利益還元を好む保守派

● MM が論文を発表する前には、ファイナンスの文献の多くは利益還元性向を高くすることを奨励してきた。

● 多額の利益還元を好む人々は、利益還元が多い株式を好むことが自然な投資家層の存在を指摘する。

➤ 利益還元政策、投資政策および経営陣のインセンティブ

● 株主は、経営者の私的利益のための事業拡大に資金が使われてしまうことを恐れる。

16.7 税制とラディカルな革新派

➤最低限の配当を望む革新派

●配当がキャピタル・ゲインより重く課税されるならば、常に、企業は許される限り最も低い配当を支払うべきである。

➤そもそもなぜ配当を支払うのか

●企業が配当を廃止し、定期的に自己株式取得を始めれば、内国歳入庁がその目的を認識し、その支払いに課税してしまうようになるから。

➤配当と税に関する実証研究

●実際の配当利回りが高いときには株式からの実際の投資収益率も高いこととなるが、期待配当利回りが高ければ株式からの期待収益率が高くなるかどうかについては確かな証拠はない。

➤米国の配当とキャピタル・ゲインに対する課税

●配当に対する税金はすぐに支払わねばならないが、キャピタル・ゲインに対する税金は株式が売却され、キャピタル・ゲインが実現されるまで支払いを遅らせることができる。

●キャピタル・ゲインと配当の違いは、多くの非課税の機関投資家にとっては重要でない。

16.8 中間派

➤会社の価値は配当政策により影響を受けないとする中間派

●配当は重要に応じて、その供給額を調整することができる。

●税制には多くの欠陥があり、株主は配当課税を回避できると考える。

●配当を高めることで、注文の多い年金基金や非課税法人の割合が高くなり、企業価値についてシグナルを発することができる。

➤代替的な税制

●米国では、株主の収益は、法人段階(法人税)と株主段階(所得税 or キャピタル・ゲイン税)の2段階で課税される。

●いくつかの国においては、投資家は、配当についてキャピタル・ゲインより高い税率で課税されるが、法人税の分離率により相殺される。社内に留保された利益は、配当として分配された利益より高い法人税率が課せられる。

●オーストラリアなどでのインビュテーション方式では、株主は配当に課税されるが、会社が支払った法人税額の保有株式対応分について、税額控除を受けることができる。

コメント

●16.3 で、「成熟企業は、利益に対して配当の比率が高く、成長中の企業は低い。」とあるが、株主が求めるリスクプレミアムとしての配当ということを考えると、成熟企業よりも成長中の企業の方が配当の比率が高くなるのではないだろうか。

●税制の問題はあるが、個人株主にとってみれば、自己株式取得は売買の費用や手間もかかるという点と、部分的に売ることができるほど一社の株を多くの株式を保有していないという点で、配当のほうが、メリットは大きいのではないかと感じた。