

第 16 章 利益還元政策（503p～537p）

2012 年 7 月 4 日

担当：曾根勝

16.1 利益還元政策の選択

- 配当の支払い、あるいは自己株式の買い戻し
- 1983 年以前には稀であった自己株式取得が急増
- 配当を支払っている会社の割合は、1978 年の 67%をピークに減少

16.2 配当金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され、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。
- 株式は、通常、配当基準日を過ぎると、配当落ちとして売買される。
- 現金配当：普通現金配当、特別配当
- 株式配当：配当を現金で行わず、新株を発行して株主に付与すること

➤ 自己株式取得はどのように行われるのか

- 公開市場において自己株式の購入
- 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
- ダッチオークションによる自己株式の購入
- 主要な株主との直接交渉による自己株式の買取り

16.3 会社はどのように利益還元額を決めるのか

- 利益還元政策に関する 5 つの定型化された事実
 1. 企業は、長期の配当性向の目標を有している。
 2. 経営者は、配当の絶対的な水準よりもその変更により注目している。
 3. 配当の変更は、長期の持続的な利益水準の変化に伴うものである。
 4. 経営者は、後になって元に戻さねばならないような配当の変更を好まない。
 5. 企業は、資本構成を変更したい場合に自己株式を取得する。

16.4 配当と自己株式取得に含まれる情報

- 寛大な配当の支払いを行う企業は、資金を持っていると見ることができる。
 - ほとんどの経営者は、配当を支払うのに十分なキャッシュフローが確信できるまでは、配当を増加させない。
- 自己株式取得の情報効果
- 会社は、収益が見込まれる投資額より多くの現金を保有している。
 - 負債の水準を増加させようとしている。
 - 経営者の将来に対する確信を伝えるために用いられるかもしれない。

16.5 利益還元政策論争

- 利益還元政策の変更は、株式の価値そのものを変えるものであるかどうか
- この問題については、三つのグループに分かれている。
 - 保守派：配当支払いの増加が企業価値を増加させる。
 - 革新派：配当支払いの増加が企業価値を低下させる。
 - 中間派：企業価値に何の変化ももたらさない。
- 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増配する場合は、既存の株主から新規の株主への価値の移転が必要。
 - 効率的な市場が存在する限り、保有株式を売却すれば現金の調達が可能。
- 配当政策が無関係であること<例証>
- 現金配当を受け取った分、キャピタルロスを被る。
 - 配当政策は、インカムゲイン（配当収入）とキャピタルゲイン（株価変動による損益）の割合を変化させるだけ。
- 株価を算定する
- 新株を売却する際には、株式をどういう価格で、何株発行すべきか算定する。
- 自己株式取得
- 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及ぼさない。
 - 自己株式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って、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取得に用いられた現金の両方を含めて考える必要がある。
- 投資家が受け取る1株当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および自己株式取得によって得る現金の双方を含めるとダブルカウントになってしまう。
- 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

- MM (Modigliani と Miller) の論文の発表前には、ファイナンスの多くの文献で利益還元性向を高くすることが奨励されていた。

➤ 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、経営者が留保利益を賢明に使うとは信頼していないかもしれない。
→ 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

- 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、企業は低い配当を支払うべき

➤ そもそもなぜ配当を支払うのか

- 配当を廃止し、定期的な自己株取得を始めれば、内国歳入庁がその目的を認識し、その支払いに課税するようになるであろうと考えられるため

➤ 配当と税に関する実証研究

- 期待配当利回りが高ければ株式からの期待投資収益率が高くなるか否か。
- 高い配当利回りという概念自体が何を意味しているのか必ずしも定かではない。

➤ 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、すぐに支払わなければならないが、キャピタルゲインに対する税金は、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。

- 多くの非課税の機関投資家にとっては、キャピタルゲインと配当の違いは重要でない。
- キャピタルゲインは多くの投資家にとって有利ではあるが、20年前、30年前に比べると、はるかに有利は小さくなっている。

16.8 中間派

- 配当は需要に応じて、その供給額を調節できることを強調する。
- 代替的な税制
- 米国では、株主の収益は法人税と株主段階の2段階で課税される。
 - いくつかの国では、投資家は配当についてキャピタルゲインよりも高い税率で課税されるが、法人税の分離税率により相殺される。
 - オーストラリアでは、インピュテーション方式が利用されている。

【コメント】

- ◆ 配当の変更をする場合には、経営者と投資家の情報の非対称性を小さくする必要があると感じた。
- ◆ 図 16.1 と利益還元政策論争には相関があるのか気になった。
- ◆ 現金配当とキャピタルゲインは、トレードオフの関係にあると思った。
- ◆ 526p の配当と税に関する実証研究のところ、わかりづらかった。