

## 第 16 章 利益還元政策(p503~p537)

2013 年 7 月 10 日

担当:中川愛美

### 16.1 利益還元政策の選択

利益還元の方法・・・配当、自己株式取得

### 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・・・取締役会によって決定され、配当基準日に支払われる  
普通現金配当・特別配当・株式配当など  
株式の売買・・・配当付き：配当基準日の数週間前まで↔配当落ち：その後
  
- 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を購入することを公表する
  - ・固定した価格で決められた株式数だけ買い戻すことを申し込む公開買付
  - ・ダッチ・オークション：企業が買い戻せる価格を示し、株主が売却したい株式数を示し、会社は最低価格を計算する
  - ・グリーンメール：企業が、敵対的買収の提案者から自己株式を買い戻し、買収を免れようとする

### 16.3 会社はどのように利益還元額を決めるのか

- 1.企業は、長期の配当性向目標を有し、配当性向は成熟企業では高く、成長中の企業は低いか支払わない
- 2.経営者は、配当の絶対的な水準よりもその変更に注目する
- 3.配当の変更は、長期の持続的な利益水準の変化に伴う
- 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.企業は多額の不要な現金を積み上げてしまった場合や、株主資本を負債に置き換えることで資本構成を変更したい場合に自己株式を取得する  
→企業が現金を浪費する恐れが少ない

## 16.4 配当と自己株式取得に含まれる情報

### ➤ 自己株式取得の情報効果

会社が提供する情報が信頼できない場合、真に収益力のある企業とギリギリの利益の出る企業を見分ける一つの手掛かりが配当である

- 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
  - • • 短期的なら過大に配当を支払い、利益の実態を偽ることはできても、長期的にはそれは困難だから
- 経営者が、現在の株価より高い価格による自己株式取得提案の公表をすると、投資家は、経営者がその価格でもまだ割安であると信じていると結論づけ、株価は上昇する

## 16.5 利益還元政策論争

利益還元政策の変更は、単に株価に関するシグナルではなく、株式の価値そのものを変えるものか

- 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減少させる
- 中間派 • • • 利益還元政策は企業価値に何の変化ももたらさない (MM)

今までは、投資の決定は財務政策と独立に行われると仮定

- • • 配当政策が企業価値に影響を与えないのならば正しかった

しかし 配当政策は企業価値に影響を与える

→プロジェクトの魅力は資金調達に左右される

### ➤ 完全な資本市場においては配当政策は無関係

MM • • • 投資計画の一部を借入から、残りを留保利益から調達し、資金の残りは全て配当とする。投資額も借入政策も変更せずに配当を増やすため、株券を追加的に印刷して売ると、株式の価値は下がる。既存の株主のキャピタルロス、追加の配当で相殺される。株主は増配を説得するか、保有株式を売ることによって現金を調達し、新規の株主への価値の移転が生じる。投資家は、現金を得るために配当を必要としているわけではないため、企業は配当政策について思い悩むべきではない。

- 配当政策が無関係であること-例証
  1. プロジェクトのための現金 1000 ドルを配当に使う
  2. プロジェクトに現金が必要なので 1000 ドルの株式発行
  3. 投資・借入に関する政策は配当支払いに影響されないから、市場価値の総額は変わらない
  4. 既存の株主の保有する株式の価値＝会社の価値－新規発行株式の価値  
＝1000 ドルのキャピタルロス  
→1000 ドルの配当で相殺
  
- 株価を算定する  
既存株式の価格は配当支払額だけ低下する、それと同じ価格で新株発行
  
- 自己株式取得  
減配は、発行株式の減少、すなわち自己株式の取得から
  - ・・・同じく株主の富に何の影響も及ぼさない
  - 配当は諦めても、その分株式の価値は上がり、より大きな割合の株式を保有することになる
  
- 自己株式取得と評価  
例・・・1株あたりの配当＝1000 ドル（利益）/100 株＝10 ドル  
1株あたり現在価値＝10 ドル/0.1（収益率 10%）＝100 ドル  
株式の市場価値総額＝100 ドル×100 株＝1 万ドル
  - ・1年目は自己株式取得  
1年目の株主のキャッシュフロー（配当・自己株式によるもの）  
＝1000 ドル →（・自己株式取得 より不変）  
株式全体の総価値＝1000 ドル/0.1(収益率)＝1 万ドル →不変  
総価値＝自己株式取得による株主が得る 1000 ドルの現在価値  
＋2年目以降の配当、年に 1000 の現在価値＝1 万ドル →不変
  - ・会社に株式を売却する  
1株あたり価格＝100 ドル×1.1（1＋投資収益率）＝110 ドル  
取得株数＝1000 ドル/110 ドル＝9.01 株  
残り株数＝100 株－9.01 株＝90.91 株  
次の年からの1株あたり配当＝1000 ドル/90.91 株＝11 ドル  
1株の価値＝11 ドル/（0.1×1.1）＝100 ドル →不変

1. 現金配当の代わりに自己株式取得をしても、企業価値は変わらない
2. 株式の評価は配当・自己株式取得に用いられる現金の両方を含めて考える
3. 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は、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る
4. 配当の代わりに自己株式取得をすると、発行株式数は減少するが、1株当たりの利益と配当の増加がそれを補う

## 16.6 保守派

MMの結論・・・企業価値は利益分配の額や方法を変更しても増加しない

- 利益還元政策、投資政策および経営陣のインセンティブ  
株主が、利益還元を求める理由
  - ・ キャピタル・ゲインは「元本の増加」、配当は「支出に回せる所得」
  - ・ 経営者の私利私欲のためではなく、企業価値向上につながる投資政策を促すため

## 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、最も低い配当を支払うべき  
キャピタル・ゲインで収益を提供する証券は、低い税引前投資収益率で受け入れる

- そもそもなぜ配当を支払うのか  
重い課税を避けるために、定期的に自己株式取得を始めれば、内国歳入庁はその目的に気づき課税するので、配当を廃止することはできない
- 配当と税に関する実証研究  
高配当の株式は低い価格で売られ、高利回りを提供する  
→効果の推定は困難
  - ・・・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が、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は、投資家が期待する配当額の推計が必要
- 米国の配当とキャピタル・ゲインに対する課税  
2004年時点では、米国での配当とキャピタル・ゲインの最高税率は同じなので、課税の重要性は減じているので、革新派の立場は弱くなってきている。  
税制上の違いは、配当の税金はすぐに支払われなければならないが、キャピタル・ゲインの税金は、キャピタル・ゲインが実現するまで支払いを遅らせることができる。

## 16.8 中間派

投資家が望んでいると確信していなければ、会社がこれほど多額の配当を提供することはないはずだが、それでも配当を支払う理由がある

- 株主は株式ではなく年金基金や保険会社を通じて投資をすることによって配当課税を回避できる方法がある
- 高配当→株主に年金基金やその他の非課税法人の割合が高くなり、会社を注意深く監視する

### ➤ 代替的な税制

米国では、株主の収益に 2 度課税されるが、ほかのいくつかの国ではインピュテーション方式で、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】

- 自己株式取得を認めない国があるが、理由が気になった
- 配当はただ利益の還元のためという簡単なものではなく、利益の状態や税制などによって、配当政策は変わるということが分かった
- p505「自己株式を買い戻した企業は相場操縦で訴追されるリスクがあった」とあるがなぜかわからない
- 新株を発行してまで配当を払う意味がわからない