

第 16 章 利益還元政策 (P. 503 ~ P. 537)

2014 年 7 月 16 日

担当:阿部

16.1 利益還元政策の選択

- 利益還元の方法：配当の支払い、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

株式の売買：配当基準日の数週間前まで→配当付き、その後→配当落ち

- 自己株式取得はどのようにおこなわれるのか

- 公開市場において自己株式を購入することを公表
- 公開買付：固定した価格で決められた株式数だけ自己株式お買い戻す
- ダッチ・オークション：企業が買い戻せる価格を提示し、株主が売却したい株式数を申し出る、会社は最低価格を計算し、交渉する。
- 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すことで、買収から免れようとする方法。

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

- 会社の提供する情報が信頼できない場合、投資家が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がかりが配当である。(情報の非対称性)
 - 1.寛大な配当の支払いが可能な企業は、十分な資金を持っていると判断できる。
 - 2.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、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変化に何の変化ももたらさない(MM)

➤ 完全な資本市場において配当政策は無関係

- 投資額も借入れ政策も変更せずに増配するために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調達は可能。
- 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。

➤ 配当政策が無関係であること

- 株主は、現金配当を受けとった分、同時にキャピタル・ロスを被る。
→配当政策は、インカム・ゲインとキャピタル・ゲインの割合を変化させるだけ。

➤ 株価を算定する

- 新株を発行する際には、株式の価格と発行すべき株数を算定する。

➤ 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となってしまふ。
- 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理論では企業の価値は、利益分配の額や方法を変更しても増加させることはできないというものであったが、それ以前は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

→経営者の私利私欲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

- 重い課税を避けるために、定期的自己株式取得始めれば内国歳入庁はその目的を認識し課税するので、配当を廃止できない。

➤ 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・ゲインに対する課題

- 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調節する。

➤ 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】

- 自己株式取得を認めない国があるが、なぜなのか。
- 図 16.1 と利益還元政策論争には相関関係があるのか。
- 改めて情報の非対称性が市場を興味深いものに行っていると感じた。
- 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。
- さまざまな議論がなされているが保守派、革新派、中間派どれがよいのか。