



## 16 章 利益還元政策（651p～694p）

2016年7月13日

担当：鮫島

本章の目的：財務担当者の利益還元の額と方法に関する意思決定と利益還元政策が企業価値に与える影響を明らかにする。

- 現金配当の増減と普通株の新規発行や買戻しのトレードオフは三つの理由で興味深い。
  - (1) 配当額の変更が収益性の情報を伝える。
  - (2) 配当はキャピタル・ゲインよりも高い税率で課税される。
  - (3) 投資家は成熟した事業会社が正のNPVをもたらず投資機会を利用しつくして、経営者の役得や低収益のプロジェクトに現金を無駄使いすることを懸念する。  
→多額配当はそうした懸念を解消する。

### 16.1 利益還元に関する事実

株主への現金分配：①配当 ②自己株取得

### 16.2 企業はどのように配当支払いと自己株取得を行うか

- 配当は株主総会で決定される。
  - 配当基準日の2営業前まで配当付きで売買される。その後は配当落ちとして売買され、購入者には配当は支払われない。
  - 企業は、どのような配当額でも選択肢宣言できるわけではない。
- 自己株式取得には四つの主な方法がある
    - (1)公開市場で自己株式を購入。
    - (2)現在の市場価格より20%程度高い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。
    - (3)ダッチオークション
    - (4)主要な株主との直接交渉で自己株式の買い取り。

### 16.3 企業はどのように利益還元額を決めるか

- 経営幹部へのサーベイ
  - 三つの目立った特徴がある。
    - (1)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。
    - (2)減配のリスクを避けるため、経営者は、配当の「平準化」を図る。
    - (3)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。

- 企業は多額の不要な現金を保有するようになった場合や、株主資本を負債に置き換えて資本構成を変更しようと思った場合に、自己株式を取得する可能性が高い。

#### 16.4 配当と自己株取得に含まれる情報

- 自己株取得の情報の内容。

自己株式取得の発表に含まれる情報は、配当の支払いに含まれる情報と異なる。

#### 16.5 利益還元政策論

- 利益還元政策の変更は普通株式の価値についてのシグナルを送るだけではなく、価値そのものを変えるか？

→三つの対立する見解。

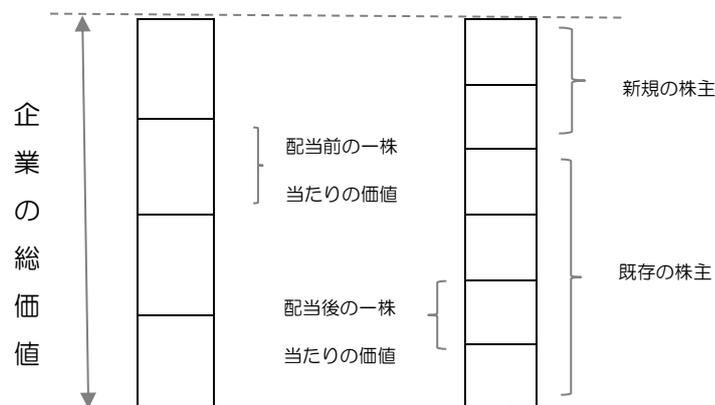
- (1) 保守派：投資家は高配当を好む。
- (2) 左派：配当はキャピタル・ゲインよりも税が重いので、高配当では企業価値は減少。
- (3) 中間派：配当政策は企業価値に何の変化ももたらさない。

#### ➤ 完全な資本市場において配当政策は無関係

1961年にミラーとモジリアーニ（MM）が、税や取引費用その他の市場の不完全性がない世界では配当政策は重要ではないことを証明した論文を発表した。

- 投資額も借入政策も変更せずに配当を増やすことによって利益還元額合計を増やす

例) ある企業が総企業価値の3分の1を配当として支払い、その資金を新規株式発行により調達する。



#### ➤ 配当政策が無関係であることの例証

ラショナル・デミコンダクター社の例



➤ 株価を算定する

ラショナル・デミコンダクター社で、新株をどういう価格で何株発行するか。

➤ 自己株式取得

もし企業の投資及び負債政策が一定ならば、いかなる現金配当の増加も株式発行で相殺されなければならない。また株価は配当の追加分ちょうど相殺するだけ低下する。

➤ 自己株式取得と評価

(1)他の条件が等しければ、自己株式取得のみを行うという決定によって企業価値は影響を受けない。

(2)株式全体の評価には、配当として支払われる現金と自己株式取得を行うための現金の両方を含める。

(3)投資家が受け取る一株当たりのCFを裁定する際は一株当たりの将来の配当および自己株取得による現金双方を含めてはいけない。

(4)配当の代わりに自己株式取得をする企業は、発行株式数を減少させるが、その後一株当たりの利益と配当の増加がそれを補う。

## 16.6 保守派

保守派は、低配当よりも高配当を望ましいものとするような現実の市場の不完全性を指摘する。

➤ 利益還元政策、投資政策および経営陣のインセンティブ

株主に資金を支払うことで、経営者が資金を不正に用いたり、浪費したりすることを阻止し得るというものである。

## 16.7 税制と急進的な左派

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

➤ そもそもなぜ配当を支払うのか

配当が税制上不利だからといって、定期的に自己株式取得を始めればいずれ自己株式取得にも課税されてしまう。

➤ 配当と税に関する実証研究

- 税は投資家にとって二次的な考慮要因でしかない。
- 高い配当利回りという概念自体が何を意味しているか定かでない。



➤ 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うが、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られる。

➤ 代表的な税制

米国では法人税と所得税により株主の収益は二重課税される。一方オーストラリアなどでは法人税額の保有株式対応文について、税額免除を受けられる。

## 16.8 中間派

企業価値は配当政策により影響を受けない。

・低配当または高配当を求める投資家層：

すでに彼らの需要を満たすような企業が存在するため、新たな企業が低配当政策に転換するインセンティブは存在しない。

・第三の投資家：

年金基金や非課税法人はキャピタル・ゲインより配当を好む理由がない。

中間派は投資家が望んでいると確信していなければ、企業これほど多額な配当を提供することはないことを強調する。

➤ 利益還元政策と企業のライフサイクル

利益還元政策は企業のライフサイクルに応じて変化する。

### 【コメント】

- ・ 16 章と 17 章は分担を変えて輪読をするほうがいいのではないかと（個人的感想）
- ・ 新株発行と配当増加はセットなのか？（p652）
- ・ 自己株取得の発表前に保有分の買い増しをするとは何か？（p662）
- ・ 株主は、企業の所有権の～とはどういう意味か？（p669）
- ・ 株式の価値は流通株式の数で決まるのか？（p669）
- ・ そもそもなぜ配当を支払うのか？（p677）
- ・ 実効税率の考え方が分からなかった。（p681）
- ・ 配当の支払いが投資家の需要に一致していれば、配当政策で企業価値を高められないとするのはなぜか。（p689）
- ・ みなさんは何派ですか？