

2017年7月19日

## 第17章 ペイアウト政策

担当：永船

本章の目的は、不完全資本市場における様々な条件のもとで、企業がどのようにしてペイアウト政策を選択するのかについて学ぶことにある。

### 17.1 株主への分配

#### ペイアウト政策

分配：配当支払、自社株買い

留保：新規プロジェクトの投資、現金(運転資本)の増加

#### 1) 配当

- ・特別配当
- ・株式分割
- ・払込資本、清算配当

#### 2) 自社株買い

##### 公開市場での買戻し

公開市場に自社の株式を購入する意志を示し、他の投資家と同じように購入を進める。

##### 株式公開買い付け

短期間の間に、ある決められた価格で株式購入を公表する。十分な株式の提供がなければ、取り下げも可能。

##### 標的買い戻し

大株主から直接株式を購入する。

### 17.2 配当と自社株買いの比較

#### 1) 余剰現金で配当を支払う

配当支払による現金の減少は企業価値を低下させるので、株価は下落する。しかし、株価は配当額分だけ下落するので、株式保有者は損害を被らない。

#### 2) 自社株買い(配当なし)

自社株買いを行うと、企業の資産の市場価値が減少するが、発行済株式数も減少するため、二つの変化は互いに相殺される。また、将来の配当の増加を可能とするので、自社株買い後も株価は変わらない。

#### 3) 新株発行による増配

ゼロ NPV 売買による資金調達、企業価値に影響を与えないので、当初の株価に影響を与えず、株主にも便益をもたらさない。

#### 4) 分配方法の違いによる投資家の選好

完全資本市場のもとでは、投資家は企業のフリーキャッシュフローの分配方法に対して無差別である。

#### 5) MM と配当政策無関連性

完全資本市場において、配当政策に関する企業の選択は、当初の株価に影響を与えない。

### 17.3 配当の税制上のデメリット

#### 1) 配当税 > キャピタルゲイン税の場合

投資家は、投資額を下回る金額しか受け取れないので、配当より自社株買いを選択する企業を好む。

#### 2) 配当税 = キャピタルゲイン税の場合

キャピタルゲイン税は、資産売却するまで先送りに出来るので、長期投資家にとっては税制上のメリットがある。

### 17.4 配当取りと税の顧客効果

#### 1) 配当税とキャピタルゲイン税の同時効果

- 税引き後配当 > 税引き後キャピタルロス  
配当落ち前に購入し、配当を得てから売却することで便益を得る。
- 財引き後配当 < 税引き後キャピタルロス  
配当落ち直前に売却し、落ち直後に買い戻すことで便益を得る。

#### 2) 投資家間の税金格差

所得水準、投資期間、課税管轄区、投資家や投資講座の違いによって、税率に格差がある。

#### 3) 税制のデメリットを弱める効果

##### 顧客効果

企業の配当政策は、投資家の税制上の選好に対して最適化される。しかし、投資家のポートフォリオを決定する要因は配当税のみではない。

##### 配当取り理論

- 高課税投資家は、無配当、低配当を好み、配当落ち前に売却し、落ち後に購入することで便益を得る。
- 非課税投資家は、高配当を好み、配当落ち前に購入し、落ち後に売却することで便益を得る。

→どちらも税制のデメリットを弱めるが、除去するには至らない。

## 17.5 現金を分配か留保か

### 1) 完全資本市場において

分配と留保の選択は企業価値に影響を与えない。

### 2) 不完全資本市場において

#### • 投資家の税金

企業が現金を留保した場合、稼いだ利子に対して法人税を払う。さらに、投資家は、企業価値の増額にキャピタルゲイン税を負う。このような二重課税は、投資家にとって企業の現金保有の本質的なデメリットである。

#### • 発行費用と破綻費用

現金の留保は資金調達に関わる諸費用を避けられるというメリットがある。

#### • エージェンシーコスト

現金留保は、税費用に加え、不経済な投資のエージェンシーコストを生む。一方、将来の成長機会への財政的な余裕と財務的危機の回避というメリットもある。二者は相殺され、最終的には経営者の采配にゆだねられる。

## 17.6 ペイアウト政策とシグナリング

### 1) 配当平滑化

企業は、配当を一定に保つ慣習があり、その変動幅は利益よりもはるかに小さくなる。また、将来の利益の長期的持続可能な増加を認めたとのみ増配し、減配は最終手段とする。

### 2) 配当シグナリング仮説

配当の変化が、企業の将来の利益見通しに対する経営者の見解を反映している。

### 3) シグナリングと自社株買い

自社株買いは、経営陣が自社の株価は過少評価されていると判断したシグナルである。公開買付や競り下げ入札は、市場価格以上で買い戻されるため、さらに強力なシグナルといえる。

## 17.7 株式配当、株式分割、スピノフ

### 1) 株式分割と株式配当

企業の資産・負債の総市場価値は変化しないので、株式の総市場価値も変化しない。発行済株式数は増えるので、株価は下がる。これらは、株式の流動性を高めるために行われる。

### 2) スピノフ

系列子会社の株式を分配する方法。

### ■ コメンテーターへのクイズ

- 1) 完全資本市場のもと、投資家は企業のフリーキャッシュフローの分配方法について選好を持たないと言えるのはなぜか説明してください。
- 2) レバレッジの高い企業では、一般的に株主は企業に対して留保・分配のどちらを望むと考えられますか。
- 3) 株式が過小評価されているとき、経営者が自社株買いを行うのはなぜか。株式の過小評価の意味を踏まえて説明してください。

### ■ コメント

• p73 に自社株買いをすると、発行済み株式数が減少すると書かれているのだが、p69 には自社株は、金庫株として企業が保有し、再度売却することが出来ると書かれているのが混乱した。自社株買いをした株式はどうなるのか知りたい。

• p75 に書かれている、株式発行によって調達した資金は、果たして配当に回せるのか疑問に思った。配当金は利益から分配されると思っていたので驚いた。

• MM 配当無関係命題によると、配当政策による企業の選択は当初の株価に影響を与えないとあるが、配当による現金の減少は企業価値を下げ、株価は下落するので、株価に影響を与えているのではないか。確かに、下落価格は配当額と一致するので、株主にとって損害はないが、株価に影響を与えないとは言えないと思った。

• 企業には配当を一定に保とうとする傾向があり、減配をできるだけ避けるので、特別配当の存在意義が分かった。特別配当には、利益増加が一時的なものであるということをシグナリングする効果が含まれていると思った。