

2019年7月17日

## 第16章 利益還元政策（651p～694p）

担当：丸山

本章の目的：企業は利益還元の額と方法をどのように決定するか、その利益還元政策が株主にとっての価値にどのような影響を与えているのかについて理解する

### 16.1 利益還元に関する事実

- 利益還元の方法 (1)配当を支払う（普通現金配当、特別配当）  
(2)自己株式取得

### 16.2 企業はどのように配当支払と自己株式取得を行うか

- 配当の支払われ方：配当発表→配当落ち日→配当基準日→配当支払日

#### ▶自己株式取得はどのように行われるのか

- 自己株式取得 ①公開市場で自己株式を購入することを公開する  
②固定した価格、決められた株式数だけを買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

### 16.3 企業はどのように利益還元額を決めるか

- (1) 企業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望まないために、配当を維持するための資金を新たに調達する
- (2) 配当の変更は一時的な利益の変化ではなく、長期の持続的な利益水準の変化に伴う
- (3) 経営者は、配当の絶対的な水準よりもその変更に着目している  
→企業は配当の金額そのものではなく、配当を変更することに大きなリスクを感じている
- 自己株式取得は配当の代替物ではなく、不要な現金を株主に還元するため、負債に置き換えるために用いられている

### 16.4 配当と自己株式取得に含まれる情報

- 投資家が真に収益力のある企業と、そうでない経営の企業を見分ける手がかりの一つが配当である
- 投資家は配当に含まれる情報の内容に価値を見いだそうとし、適切な配当政策で裏打ちされていない限り、企業が報告する利益を信じようとしない
- 投資家は配当の水準ではなく、利益の持続可能性の重要な指標として見ている配当の変更を心配している

### ➤自己株式取得の情報の内容

- 投資家は企業が過剰な現金を保有している場合、負債が多額である企業の方が現金を浪費する恐れが少ないことを知っている
- 市場での株価より高い価格による自己株式取得提案を公表すると、経営陣はそれでも割安株であると感じていると投資家が判断して株価は提案価格を上回る

## 16.5 利益還元政策論争

- 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なく、価値そのものを変えるか
  - ① 保守派：投資家は高配当を望む
  - ② 左派：配当はキャピタル・ゲインよりも税が重く、高配当は企業価値を減少させる
  - ③ 中間派：配当政策は企業価値になん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

- 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（ミラー、モジリアーニ）
- 投資額も借り入れ政策も変更せずに配当を増やすためには、株式を発行する必要がある。新規発行された株の価値は配当変更が発表される前より低く、既存の株主が被るキャピタル・ロスの額は、受け取る現金配当の増加分を相殺するものである。

### ➤自己株式取得

- 投資および借り入れ政策が一定の場合、配当の削減は既発行の自己株式の取得によりバランスされ、株主の富になんの影響も及ぼさない

### ➤自己株式と評価

- 自己株式を取得する企業の株式を評価する
  - (1)他の条件が等しければ、現金配当を支払わずに自己株式取得を行うという決定によって起用価値は影響を受けない
  - (2)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使われた現金の両方を含めて考える必要がある
  - (3)投資家が受け取る1株あたりのキャッシュフローを算定する際に、1株あ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てはいけない
  - (4)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株あたりの利益と配当の増加がそれを補う

## 16.6 保守派

- ・低配当よりも高配当が望ましいとするような現実の市場の不完全性の存在を指摘する

### ➤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、経営者が資金を不当に用いたり、浪費したりすることを阻止する

## 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、企業は最も低い配当を支払うべきである  
→投資家は配当よりキャピタル・ゲインで収益を提供する証券は、より低い税引き前投資収益率でも受け入れてくれるはず

### ➤そもそもなぜ配当を支払うのか

- ・もし配当を廃止し、定期的に自己株式取得を始めれば、税務局はその支払いに課税する
- ・新株を発行して配当のために資金調達している企業は、新株を発行しなくなるところまで配当を削減すべき

### ➤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ある  
問題点 ①配当政策の効果を測るためには、投資家が期待する配当額の推計が必要  
②高い配当利回りという概念が定まっていない  
→配当支払時に自由に株式を移転させていれば、税の影響は観察できない

### ➤米国の配当とキャピタル・ゲインに対する課税

- ・すぐに税金を支払う配当と違い、キャピタル・ゲインに対する税金は、株式が売買されキャピタル・ゲインが実現されるまで支払いを遅らせることができる

### ➤代替的な税制

- ・インプテーション方式：株主は配当に課税されるが、企業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

## 16.8 中間派

- ・企業価値は配当政策により影響を受けないと主張する
- ・配当は、需要に応じて供給を変えることができる  
→新たな企業が低配当政策に転換しようとするインセンティブは存在しない

- 低配当の企業は税負担の重い個人にとって魅力的で、高配当企業の株主は年金基金またはその他の非課税法人の割合が高い
- 優れた経営を行う企業は機関投資家の株主割合を高くすることで、企業価値についてシグナルを出したい  
→高い配当を支払う

#### ▶利益還元政策と企業のライフサイクル

- 成長中の企業の多くは投資機会に恵まれているため現金配当を支払わず、成熟するにつれ多額の不要な現金が生まれ投資家が懸念するため、自己株式取得や配当を通じて現金を分配する

#### コメント

- 投資のための現金を調達するために、配当を払わず自己株式を買い戻すかも知れないとあるが、新株発行するなら既存の株の買い戻しは意味がないのではないか。(652p)
- 配当は企業の現金が余っているからはき出しているものだと思っていたが、減配するくらいなら投資のために新たな資金を調達すると考えている経営者が6割もいて、減配はそんなにコストがかかってリスクが高いものなのかと驚いた。(657p 図16.3)
- 最近まで自己株式取得が制限されていたのはなぜか。(658p)
- 増配したらなぜ一株あたりの価値が希薄化するのか。増配と新規株式発行はセットなのか。(665p)
- なぜ配当を支払うのか