

1. ペイアウト政策の前提 【B】

ペイアウト政策とは、株主への利益還元である配当や自己株式取得に関する企業の方針である。

本節においては、株主への利益還元が企業価値最大化に繋がるかを検討するため、基本的に債権者は存在しない（企業は負債を利用しない）ことを前提として、「企業価値の最大化」を「株主価値の最大化」と置き換えて議論を進めるものとする。

2. 配当政策

(1) ゴードン・モデル 【A】

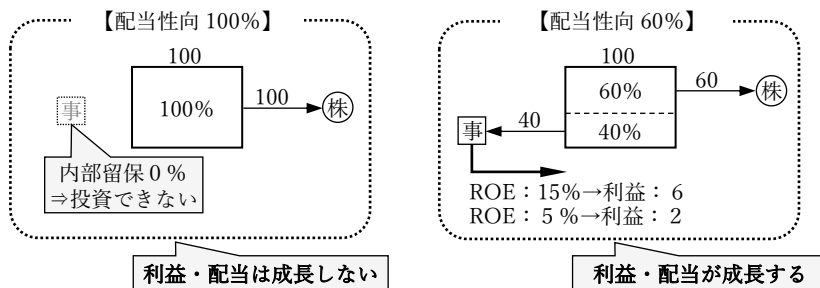
仮定	投資のための資金はすべて内部留保から調達する。
結論	再投資利益率 r と株主資本コスト k_e との関係で、 最適な配当政策が存在する 。

ゴードン・モデルにおいて、内部留保（＝再投資）を増加させると、株価は以下のように変動する。

$r < k_e$ の場合	株価は下落 ⇒ 内部留保（＝再投資）はせずに配当すべき
$r = k_e$ の場合	株価に変化なし ⇒ 配当と内部留保は無差別
$r > k_e$ の場合	株価は上昇 ⇒ 配当はせずに内部留保（＝再投資）すべき

具体例

配当性向が 100%、60% の場合（負債は利用しておらず、内部留保はすべて再投資に充てるものとする）における株価を算定する。なお、当期末の 1 株当たり当期純利益は 100、株主資本コスト k_e は毎期 10% で一定であり、ROE は 15% である場合と 5% である場合のそれぞれについて考えるものとする。



サステイナブル成長率 (P15)

DDM で算定 (P15)

株主資本コストと再投資利益率との関係	配当性向	成長率	株価	望ましい配当政策
ROE=15% > k_e =10%	100%	0%	1,000	内部留保（再投資）増加 → 株価上昇 ⇒ 内部留保（＝再投資）すべき
	60%	6%	1,500	
ROE=5% < k_e =10%	100%	0%	1,000	内部留保（再投資）増加 → 株価下落 ⇒ 配当すべき
	60%	2%	750	

したがって、ゴードン・モデルにおいては、株主資本コストと再投資利益率との関係で、最適な配当政策が存在すると結論付けられる。一方で、配当政策によって投資政策も異なってくるため、配当政策の比較に投資政策の影響も混入してしまっているという問題点も存在する。

仮定：「投資のための資金は全て内部留保から調達する」
⇒ 配当を行うと、その分だけ投資を行えない

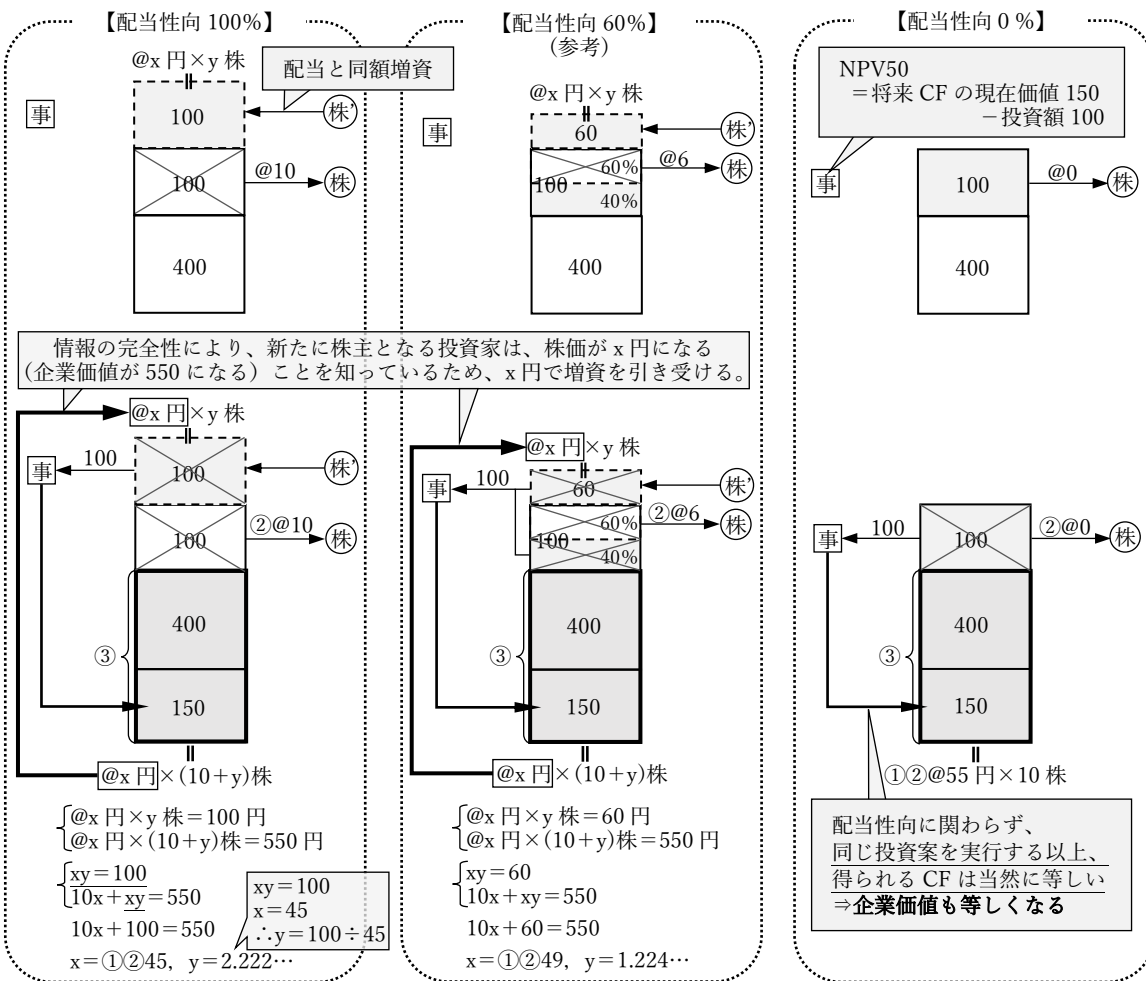
(2) MM の配当無関連性命題 (MM 理論) 【A】

最適資本構成で扱った MM 理論と同様

仮定	情報の完全性等、完全資本市場の仮定を前提とし、企業の投資は一定とする(配当した分の投資資金は増資で調達する)。 ゴードン・モデルの問題点を解消
結論	配当政策は株主の富と企業価値に影響を与えない(最適な配当政策は存在しない)。

具体例

発行済株式総数は 10 株、企業価値は 500 であり、その内訳は事業価値が 400 円、非事業価値 (現金) が 100 円である (負債は利用していない)。今、この現金を用いて NPV が 50 の投資案の実行を検討している。このとき、配当性向がそれぞれ 100%、60%、0% の場合における①株価、②株主の富、③企業価値を算定する。なお、完全資本市場の仮定が成立していることを前提として、配当を行った場合は、配当額と同額だけ増資をした後に投資を行うものとする。



株主の富は配当性向 0% の場合と等しい \Rightarrow 差額で株価を算定することもできる。
 例) 配当性向 100% の場合: 株価 = 株主の富 55 - 配当 10

配当性向	100%	60%	0%
配当	10	6	0
①株価	45	49	55
②株主の富	55	55	55
③企業価値	550	550	550

配当政策に関わらず、株主の富が同じ(配当の増加と株価の下落が相殺されている) \Rightarrow 株主にとって配当政策は無差別であるといえる

したがって、MM の配当無関連性命題においては、配当政策は株主の富と企業価値にとって無差別であると結論付けられる。