

【論文】

ブロックホルダーのモニタリング誘因と配当政策

Blockholders' Monitoring Incentive and Dividend Policy

森 直 哉
Naoya Mori

目次

1. 序論
2. 無配案との競争モデル
 - 2.1. 投資家の税選好と最適配当
 - 2.2. 中位株主の選好と配当政策
3. ブロックホルダー間の競争モデル
 - 3.1. モニタリングとフリーライディングの便益比較
 - 3.2. モニタリング能力と配当政策
4. 結論

(要旨)

本稿は配当政策の代替的な理論を提示することを目的としている。既存の「配当のモニタリング仮説」によると、法人投資家である大株主（ブロックホルダー）のモニタリング活動に対する報償として、個人投資家である小株主は配当政策を利用することができるという。伝統的な税選好のフレームワークにおいて、個人投資家は低配当を選好する一方、法人投資家は高配当を選好すると想定されている。しかし、配当再投資にかかる異時点間の二重課税を回避する目的のために、むしろ法人投資家のモニタリング誘因は低配当によって促進されるかもしれない。また、分散所有の株主構成においては、配当政策を支配しようとする大株主間の競争を通じて、企業の配当政策は低水準に落ち着く傾向があると推論される。この帰結は既存の実証研究が報告する定型的事実と整合的である。

1. 序論

かねてよりBlack (1976) が「配当パズル」と呼称しているように、実現キャピタルゲインに適用される限界税率よりも配当に適用される限界税率のほうが高いにもかかわらず、個人投資家は必ずしも配当所得を回避しようとしていない。個人投資家に関しては、自社株買戻のほうが利益分配の手段として好ましいはずである。すなわち、税を節約する意味での最適配当はゼロのはずである。それゆえ、もし個人投資家が全体として企業の過半数の株式を所有しているならば、企業は配当の代わりに自社株買戻を実施しても良さそうなものである。そうであるにもかかわらず、数多くの企業が非ゼロの配当を支払おうとしている。

企業がなぜ非ゼロの配当を支払うのかについて、これまでファイナンス研究者は多種多様な説明を提示してきた（たとえばエージェンシー理論やシグナリング理論など）。しかし、ほとんどの研究は法人投資家の存在や重要性に対して注意を向けてこなかった。税の節約のために、法人投資家が配当よりもキャピタルゲインを選好することを認識していたにもかかわらず、Black (1976) は配当政策に及ぼす影響については検討しなかった。なぜなら、法人投資家による株式所有は希少とみなされたからである。

しかし、実際のところ法人による株式所有はそれほど珍しい現象ではない。Barclay, Holderness, and Sheehan (2009) によると、株式を公開している企業の中からランダムに抽出した376社のうち、少なくとも5%超のシェアを有する法人投資家を1つ以上含んでいる企業は129社もあった。また、最低限の持株比率を20%と定義したとき、La Porta et al. (1999) は、大規模（中規模）に属する米国企業の20%（10%）が大株主を含んでいると報告している。Holderness (2009) に

よると、米国の公開企業から無作為に抽出したサンプルの96%に関して、企業の発行済株数の少なくとも5%を所有する大株主が存在しているという。平均して、これらの大株主は株式の約39%を集団として所有している。一般に、個人投資家が小規模であることを踏まえると、大株主に占める法人・機関投資家の割合は大きいと思われる。

大株主（ブロックホルダー）の存在は、株主間のフリーライダー問題を解決する効果的なメカニズムになり得る。Grossman and Hart (1980) は、小規模な投資家が企業経営者の行動を監視する誘因（インセンティブ）を十分に持っていないと論じている。なぜなら、モニタリング費用を株主自身の勘定で回収することが通常は不可能だからである。それゆえ、分散所有の株主構成において、小株主は他の株主が提供するモニタリング活動にフリーライド（ただ乗り）しようとする誘因を強く持つ。これに対して、十分に大きなシェアを有する大株主であれば、企業価値を高めるために経営者を規律づけることは採算が取れる行動である¹⁾。

モニタリング誘因との関係に着目しながら、法人・機関投資家の重要性に着目した配当政策のモデルがある。Shleifer and Vishny (1986) の仮説によると、大規模な法人投資家がモニターの立場で株主になってくれるように、小規模の個人投資家たちは企業に配当を支払わせるといふ。個人投資家は大株主にモニタリング活動を委託するが、法人投資家の税選好にもとづき、非ゼロの配当が個人投資家からのサイドペイメント（報酬）として機能する。モニタリング活動から生じる便益はすべての株主によって共有される。Allen, Bernardo, and Welch (2000) が提示したモデルによると、機関投資家は配当株にひきつけられ、株主・経営者間のエージェンシー対立や情報の非対称性を緩和する役割を果たすという。機関投資家は洗練されており、より

多くの情報を保有すると想定されている。そのため、機関投資家が株主になっているという事実それ自体が、企業の品質の高さを発信するシグナルになると期待されるのである²⁾。

上記のような「配当のモニタリング仮説」は、Shleifer and Vishny (1986) にせよ、Allen, Bernardo, and Welch (2000) にせよ、法人・機関投資家である大株主が高配当を 선호するという共通の前提を置いている。そのため、企業におけるモニタリング活動の供給水準は、配当額の増加関数と想定されている。個人投資家である小株主の観点からすると、配当の割高な税負担から生じるデメリットと、モニタリング活動にフリーライドできるメリットとの間にトレードオフが存在している。たとえ個人投資家が集団として過半数の株式を所有しているとしても、たいていの企業は非ゼロの配当を支払うことになるだろう。

しかし、いくつかの実証研究によると、法人・機関投資家による株式所有は企業の配当を増加させていない。Grinstein and Michaely (2005) によると、全体的に機関投資家は高配当よりも低配当を 선호する傾向にある。同様に、Jain (2007) も機関投資家の低配当選好を報告しており、この発見が伝統的な税選好アプローチと整合していないと結論している。Barclay, Holderness, and Sheehan (2009) によると、法人・機関投資家は高配当株にひきつけられていない。Desai and Jin (2011) は、経営者が配当を回避する機関投資家に対しては配当政策の変更で配慮することを発見したけれども、配当を 선호する法人投資家に関しては、配当政策に影響を及ぼすという証拠を見つけることができなかった。

それゆえ、Shleifer and Vishny (1986) や Allen, Bernardo, and Welch (2000) によって構築されたモデルは、これらの定型的事実と整合しないように見受けられる。配当回避型の投資家に対しては配当の減少が対応する

にもかかわらず、配当追求型の投資家に対しては配当の増加が対応していないという事実は、一見すると不可解な現象に見受けられる。

伝統的な1時点モデルにしたがえば、個人投資家や配当回避型の機関投資家は低配当を 선호するのに対して、法人投資家や配当追求型の機関投資家は高配当を 선호すると想定されている (e.g. Allen and Michaely, 2003; Desai and Jin, 2011)。例外的に、非課税の機関投資家だけが配当水準に関して無差別である。分散所有の株主構成において、なぜ企業は低水準とはいえ非ゼロの配当を支払おうとするのだろうか。

ひとつの説明として、Barclay, Holderness, and Sheehan (2009) は、税の不利にもかかわらず、大規模な法人・機関投資家がそれほど配当の増加に関心を持っていない可能性があることを論じている。具体的に述べると、事業を展開する大株主であれば、他社の株式に投資するか否かを検討するにあたって、税の節約よりも生産活動におけるシナジー効果を追求するかもしれない。また、金融機関に属する大株主であれば、通常は投資先の企業において零細なシェアしか保有していないがゆえに、配当政策に対して十分な支配力を持っていないとも考えられる。

とは言うものの、本稿はこれとは別の代替的な説明を提示するものである。法人・機関投資家が低配当を 선호しているという定型的事実は、税の節約を重視していないことを必ずしも意味するものではない。そもそも、個々の投資家の税選好を単に税率格差で説明しようとすることはミス・リーディングである。どれほど税率が低いとしても、現在の時点で欲しくもないキャッシュフローを受け取り、それに起因する余計な税を支払いたくないなどと、合理的な投資家は思わないはずである。2時点のフレームワークにおいて、Mori (2010) は異時点間消費選択が税の節約に関連するという理論的見解を提示している。伝

統的な1時点モデルとは異なり、時間を通じて税率が一定であるかぎり、法人投資家にとって「最適消費配当」(consumption-optimal dividends)が最適解となる。これに対して、個人投資家は時間選好に関係なく無配を選好することになる。

次の段階として、本稿は配当政策とモニタリング誘因の関係を再検討するものである。法人・機関投資家が低配当を選好しているという定型的な事実は、配当がモニタリング活動のサイドペイメント(報酬)として機能するという仮説を必ずしも否定するものでもない。Shleifer and Vishny (1986)やAllen, Bernardo, and Welch (2000)で採用されていた前提とは異なり、必ずしも高配当政策は大株主がモニタリング活動を提供しようとする誘因とはならない。もし現在のキャッシュフローに対するニーズが低いならば、大株主のモニタリング誘因は、むしろ低配当によって促進されるかもしれない。

この論文では、多数決制の投票コンテストで勝利する提案が配当の水準を決定するモデルが提示される。分散所有の株主構成において、モニタリング活動を実施したがっている大株主が、無配案と競合することになる。個人投資家から得られる票を増やすために、たいいていの場合、大株主は自分自身の最適解よりも低い水準の配当を提案しなければならない。個人投資家の集団が過半数の株式を所有するという前提下で、この種の譲歩は低配当政策をもたらすことになる。このモデルは既存の実証的な事実と整合的である。

以下、本稿は次のような順序で展開される。第2節では、法人投資家である大株主がモニター役を引き受ける場合に企業が非ゼロの配当を分配するというモデルを構築する。ここでは単独の大株主が無配案に対抗する状況を考察する。第3節では、前節のモデルを拡張し、モニタリング機能の引き受けをめぐって展開される法人投資家間の競争を描写する。

第4節では、若干の考察と簡潔な要約を示しながら全体の結論を記すことにしたい。

2. 無配案との競争モデル

2.1. 投資家の税選好と最適配当

概念上、外生的な流動性ニーズにもとづいて証券の売買をおこなう投資家は「流動性トレーダー」(liquidity trader)と呼ばれている(e.g., O'Hara, 1995; Madhavan, 2000)。機関投資家の場合、たとえばファンドの追加設定や解約など、顧客の流動性ニーズを反映した株式取引をおこなう場合がしばしばある(e.g. Admati and Pfleiderer, 1988)。また、個人投資家であれば、ライフサイクルに応じた異時点間消費選択や、予期しない出来事によって生じた資金を確保するために、株式の一部を売却するかもしれない。法人投資家の場合、現時点で広く受容されている基準はなさそうだが、ひとつの可能性として、他の企業からのペイアウトで自分自身の配当支払いをファイナンスしようとするのかもしれない(e.g. Bohren and Norli, 1997)。もちろん、株式の売却によって得られる代金だけではなく、企業から支払われる配当も投資家の流動性ニーズを満たす役割を果たす。

本稿では、いずれのタイプの投資家についても異時点間消費選択が流動性ニーズを決定すると前提することによって、統一的に2時点のフレームワークで分析をおこなう。よって、暗黙の裡に法人・機関投資家も効用関数を持つかのように想定される。もちろん、法人・機関投資家の場合、その顧客たち(個人投資家とは限らない)の異なった選好を、ひとつの総計的な選好に集約することは困難を伴う。もっとも、結論を先取りする形になるが、本稿で提示されるモデルにしたがえば、企業の配当政策は「中位株主」(median shareholder)の選好に合致するように決定する。したがって、法人・機関投資家それ自体の配当政策や流動

性ニーズは、その顧客である中位株主の選好にもとづいて形成されると想定することにしよう。それゆえ、中位株主の効用関数が間接的に法人・機関投資家の意思決定に反映される。

投資家に余計な税負担をもたらすのは、従来から認識されている税率格差だけではなく、Mori (2010) が論じたように、しばしば異時点間消費選択に合致しない余計な配当である。たとえば、現在の時点ではほとんど流動性ニーズを持たない法人投資家であれば、現在の時点で低配当を望むはずであって、割安な配当税率につられて高配当を選好する理由はないはずである。むしろ、まったくの無配のもとで必要な分だけの株式を流動化したほうが、たとえ割高な税率の実現キャピタルゲインであっても、割安な税率の高配当を余計に受け取るよりも、かえって税額が低くなるかもしれない。この具体例は、単に割安な税率の形態（チャンネル）に特化するという従来の税選好アプローチの認識が（e.g. Allen and Michaely, 2003）、いかに不適切であるかを示すものである。

異時点間消費選択を前提として税の節約をはかる問題の要点を説明しておきたい³⁾。2時点のフレームワークにおいて、企業には現在の時点においてのみキャピタルゲインが発生すると仮定する。株価は配当の支払額と正確に同じだけ下落すると想定する。これは税が投資家の収益率に影響することはあっても、企業の株価に反映されないことを意味している。これらの前提により、現在の意思決定として、発生キャピタルゲイン X_1 の配分に焦点を絞ることができる。

異時点間消費選択における現在の最適消費が $C_1^{i*}/(1-t_b^i)$ であるとき、株主 i の税負担 T^i は以下の第1式が示すとおりである。将来の税率を t_2^i とするとき、Mori (2010) と同様、2種類の税率のうち低い方については時間を通じて一定にとどまると想定する（i.e. $t_2^i = \min\{t_b^i, t_c^i\}$ ）。

$$T^i = t_b^i D_1 + t_c^i [\max\{C_1^i / (1 - t_b^i) - D_1, 0\}] + t_2^i [X_1 - \max\{C_1^i / (1 - t_b^i), D_1\}] + \frac{t_2^i k (1 - t_b^i) [\max\{D_1 - C_1^i / (1 - t_b^i), 0\}]}{1 + k} \quad (1)$$

ただし、以下のように記号を定義する。

X_1 = 現在の1株あたり発生キャピタルゲイン
 (D_1, D_2) = 企業の1株あたり現在配当および将来配当, $0 \leq D_1 \leq X_1$

k = 税引前の期待収益率

(C_1^i, C_2^i) = 株主 i の1株あたり現在消費および将来消費, $0 \leq C_1^i \leq X_1$;

t_b^i = 配当に対する株主 i の限界税率

t_c^i = 実現キャピタルゲインに対する株主 i の限界税率

t_2^i = 将来キャッシュフローに対する株主 i の限界税率, $t_2^i = \min\{t_b^i, t_c^i\}$.

株主の税負担 T^i は配当政策の変化に応じて増減する。第1式を現在配当 D_1 に関して偏微分すると、以下のような第2式が得られる。ただし、現在価値ベースの将来税率は $t_{pv}^i = t_2^i / (1+k)$ である。想定により $k > 0$ であるため、例外なく $t_{pv}^i < t_2^i$ である。

$$\partial T^i / \partial D_1 = \begin{cases} t_b^i - t_c^i \geq 0, \\ (t_b^i - t_2^i) + (1 - t_b^i)(t_2^i - t_{pv}^i) > 0, \end{cases} \quad \begin{matrix} \text{if } D_1 < C_1^{i*} / (1 - t_b^i) \\ \text{if } C_1^{i*} / (1 - t_b^i) < D_1 \end{matrix} \quad (2)$$

株主の最適消費 $C_1^{i*} / (1 - t_b^i)$ と比較すると、これよりも高い配当は常に税負担を増加させる。なぜなら、Mori (2010) が論じたように、受け取りたくない余計な配当を追加的な株式購入に充てるため、再投資に起因する二重課

税が生じるからである。再投資される配当は将来消費を生み出すための元本であるが、すでに現在のタイミングで配当税を支払うため、将来まで課税が繰り延べられるわけではない。さらに、将来の段階で、配当再投資から得られる収益に対しても課税されるため、その現在価値の分だけ余計な税負担となってしまう。時間選好を満たそうとする投資家を想定するかぎり、余計な配当に起因する「配当再投資の二重課税」は、必要な負担として受け入れざるを得ない理屈である。

これに対して、最適消費 $C_1^{i*}/(1-t_b^i)$ よりも低い配当が税負担を増加させるか減少させるかについては、株主自身の状況に依存している。典型的な税制のもとで、配当の限界税率は個人投資家については高く、法人投資家については低いのが通常である。逆に、キャピタルゲインの限界税率は法人投資家については高く、個人投資家については高いのが通常である。表現の簡素化のために、課税される機関投資家は、これらの2つのカテゴリーのうちどれかに属するとみなすことにしよう⁴⁾。以下、配当税率のほうが高い個人投資家および機関投資家を「配当回避型の投資家」と呼び、逆に配当税率のほうが低い法人投資家および機関投資家を「配当追求型の投資家」と呼ぶことにする。

まず、配当追求型の投資家 (i.e. $t_b^i < t_c^i$) については、最適消費配当 (i.e. $D_1 = C_1^{i*}/(1-t_b^i)$) を受け取ることが、税を最小化するうえで最も効率的な方法である。このタイプについては、 $D_1 < C_1^{i*}/(1-t_b^i)$ の領域で $\partial T^i/\partial D_1 < 0$ である一方、 $C_1^{i*}/(1-t_b^i) < D_1$ の領域では $\partial T^i/\partial D_1 > 0$ であるため、ちょうど流動性ニーズを満たす水準で方向が変化するV字型の関数を描くことができる。

配当追求型の投資家に関する最小化された税負担 $T^{i*} (= t_c X_1^i)$ を第1式から差し引くと、以下の第3式が示すように、実際に支払われる配当が最適消費配当 (i.e. $D_1 = C_1^{i*}/(1-t_b^i)$) と一致していない場合の余計な税負担 $\varepsilon^i(D_1)$ が得られる。

$$\begin{aligned} \varepsilon^i(D_1) = & (t_G^i - t_b^i) \left[\max \left\{ \frac{C_1^{i*}}{1-t_b^i} - D_1, 0 \right\} \right] \\ & + (1-t_b^i)(t_b^i - t_{pv}^i) \left[\max \left\{ D_1 - \frac{C_1^{i*}}{1-t_b^i}, 0 \right\} \right] \\ & \text{if } t_b^i < t_c^i \end{aligned} \quad (3)$$

すなわち、 $D_1 < C_1^{i*}/(1-t_b^i)$ の場合は第3式の第1項だけが残るけれども、逆に $C_1^{i*}/(1-t_b^i) < D_1$ の場合は第2項だけが残る。最適消費 $C_1^{i*}/(1-t_b^i)$ と比較したとき、これよりも高水準の配当は再投資にまつわる異時点間の二重課税を原因として税負担を高めてしまう。他方、これよりも低水準の配当は実現キャピタルゲインに対する割高の税率を原因として税負担を高めてしまう。

これに対して、配当回避型の投資家 (i.e. $t_b^i > t_c^i$) については、配当を受け取らず (i.e., $D_1=0$)、現在の流動性ニーズを満たすために必要な分だけの株式を売却することが望ましい。このタイプについては、いずれの領域でも $\partial T^i/\partial D_1 > 0$ であるが、ちょうど流動性ニーズを満たす水準で屈折する増加関数を描くことができる。

配当回避型の投資家に関する最小化された税負担 $T^{i*} (= t_c X_1^{i*})$ を第1式から差し引くと、以下の第4式が示すように、実際に支払われる配当がゼロではない場合 (i.e., $D_1 \neq 0$) の余計な税負担 $\varepsilon^i(D_1)$ が得られる。

$$\begin{aligned} \varepsilon^i(D_1) = & (t_b^i - t_c^i) \left[\min \left\{ \frac{C_1^{i*}}{1-t_b^i}, D_1 \right\} \right] \\ & + \{(t_b^i - t_c^i) \\ & + (1-t_b^i)(t_c^i - t_{pv}^i)\} \left[\max \left\{ D_1 - \frac{C_1^{i*}}{1-t_b^i}, 0 \right\} \right] \\ & \text{if } t_b^i > t_c^i \end{aligned} \quad (4)$$

すなわち、 $D_1 < C_1^{i*}/(1-t_b^i)$ の場合は第4式の

第1項だけが残るけれども、逆に $C_1^{i*}/(1-t_b^i) < D_1$ の場合は第2項も残る。最適消費 $C_1^{i*}/(1-t_b^i)$ と比較したとき、これよりも高水準の配当は再投資にまつわる異時点間の二重課税を原因として税負担を高めてしまう。他方、これよりも低水準の配当は実現キャピタルゲインに対する割当の税率を原因として税負担を低めてくれるはずである。

要するに、異時点間消費選択のフレームワークにおいては、時間を通じて限界税率に変化がないかぎり、配当回避型の投資家は時間選好に関係なくいつでも無配を選好するけれども、配当追求型の投資家はちょうど現在の時点で受け取りたい水準の配当を選好することになる。少なすぎる配当の不利については、従来の税率格差だけにもとづくアプローチでも説明できるが、多すぎる配当の不利については、Mori (2010) が論じたように、時間選好の税に対する作用を認識しなければ指摘できないことである。配当追求型の投資家が最適消費配当を選好するという結論は、流動性ニーズが異なる投資家間でその水準が異なるという結果をもたらす点において、投資家の税選好に重要な理論的修正をもたらすことになる。すなわち、伝統的な税選好アプローチの認識とは異なり (e.g. Allen and Michaely, 2003), 配当税率のほうが低いからといって高配当を選好するとはかぎらないのである。

2.2. 中位株主の選好と配当政策

第2.1節では、Mori (2010) にもとづき、異時点間消費選択を考慮に入れた税選好アプローチにおいて、配当追求型の投資家が選好する最適配当は流動性ニーズに依存すること、そうであるがゆえに投資家ごとに最適配当の水準が異なることを示した。第2.2節では、このような税選好アプローチを採用した場合、Shleifer and Vishny (1986) や Allen, Bernardo, and Welch (2000) によって提示

された配当のモニタリング仮説がどのような理論的修正を受けるかを示すことになる。なお、表現の簡素化のために、現在や将来を示す下付き記号を省略することにしよう。

ある企業において、法人・機関投資家が単独でモニタリング機能を引き受ける状況を考察する。これは Shleifer and Vishny (1986) のモデルと同様の設定である。個人投資家は、個々のレベルにおいては小規模ではあるけれども、分散所有の株主構成において過半数の株式を所有すると前提される。それは個人投資家の承認を得ることなしに単独の法人・機関投資家が企業の配当政策を支配できないことを含意する。

したがって、非ゼロの配当を選好する大株主が無配案と競合することになる。第2.1節で展開した内容にもとづくと、配当追求型である大株主 x (i.e. $t_b^x < t_c^x$) にとって税の最適解は異時点間の配分と整合する消費の最適解 (i.e. $D^{x*} = C^{x*}/(1-t_b^x)$) と一致している。税の節約に限って言えば、配当回避型である小株主は全員一致で無配案を支持するはずである。その場合、配当追求型である大株主 x は割高の税負担を強いられることになる。

配当追求型である大株主 x は、小株主の集団が配当の水準について譲歩するかぎりにおいて、それを条件にする形で、すべての株主に便益をもたらすモニタリング活動を提供することが合理的である。他方、小株主の集団にとっては、たとえ過半数の投票権を持っていたとしても、彼ら自身の税を節約する無配政策の代わりに、あえて大株主 x の選好に合致する非ゼロの配当政策を実施することが望ましいかもしれない。このような状況は、Shleifer and Vishny (1986) や Allen, Bernardo, and Welch (2000) によって提示されたアイデアと同じものである。

大株主 x によって供給される M_x 単位のモニタリング活動は、1株あたりで $v(M_x)$ だけ企業価値を高めるものとしよう。モニタリング

活動に要する限界費用を c とすると、モニタリング費用は c_M^x である。モニタリング活動の実施によって追加される1株あたりの企業価値は、すべての株主が共有できる便益であり、現在の段階で追加的なキャピタルゲインが発生することを含意している。

小株主の集団と大株主 x は互恵的な関係にある。なぜなら、これらの2つの主体は異なった能力を持っているからである。小株主の集団は過半数の株式を所有している。そのため、企業に対して望ましい配当を支払わせることが可能である。そのうえ、経営者が意向に反した行動をとる際に解任することもできる。しかし、彼らには経営者のパフォーマンスを的確に評価するだけの能力が十分に備わっていない。これに対して、大株主は優れたモニタリング能力に恵まれており、自分自身の勘定でモニタリング費用を回収できるだけの十分に大きなシェアも持っている。ところが、分散所有の株主構成であるために、過半数を占める小株主の投票力に依存しなければ配当政策に対して影響を与えることが不可能である。

このモデルは、多数決制の投票コンテストにおいて勝利する提案が企業の配当額を決める構造になっている。個々の株主は、大株主 x によって提示されるモニタリング活動を条件とした配当案 $D_x \geq 0$ と、小株主の集団が初期の合意として選好する無配当案 $D_0 = 0$ との間で、より望ましい選択肢に票を入れる。1株あたりで大株主 x のモニタリング活動は企業価値を $v(M_x^*) > 0$ だけ追加する。それゆえ、株主 i の純便益 $\beta^i(M_x^*, D_x)$ は以下の第5式のとおりである。

$$\beta^i(M_x^*, D_x) = v(M_x^*) - \varepsilon^i(D_x) \geq 0 \quad (5)$$

前提により、無配当はモニタリング活動を全く伴っていない(i.e. $v(0) = 0$)。この場合、株主 i の純便益 $\beta^i(0, D_0)$ は以下の第6式のとおり

である。第3式にもとづくくと、 $\varepsilon^i(D_0) = 0$ であるがゆえに、配当回避型である小株主(i.e. $t_b^i > t_c^i$)の純便益はゼロとなる。しかし、配当追求型である大株主(i.e. $t_b^i < t_c^i$)に関しては、第4式にもとづいて $\varepsilon^i(D_0) \geq 0$ であるがゆえに、純便益は非正の水準になる。

$$\beta^i(0, D_0) = v(0) - \varepsilon^i(D_0) \begin{cases} = 0 & \text{if } t_b^i > t_c^i \\ \leq 0 & \text{if } t_b^i < t_c^i \end{cases} \quad (6)$$

他の条件が一定であるかぎり、モニタリング活動の水準が大きくなるほど、個々の株主が享受できる純便益は大きくなる(i.e. $\partial\beta^i/\partial M_x^* > 0$)。しかし、純便益と配当提案の関係については、個々の株主の税に関する状況に依存している(i.e. $\partial\beta^i/\partial D_x \geq 0$)。

1株につき1票の議決権を保有するとみなされる個々の株主は、株主自身の勘定において、より大きな純便益をもたらす案を支持する。もし $\beta^i(M_x^*, D_x) < \beta^i(0, D_0)$ ならば、株主 i は無配案を選好するけれども(i.e. $D_x < D_0$)、逆に $\beta^i(M_x^*, D_x) > \beta^i(0, D_0)$ ならば、モニタリング活動をベースにした配当案に投票することになる(i.e. $D_x > D_0$)。もちろん、大株主 x も議決権を有するため、自分自身の提案に票を入れることになる。

大株主 x にとって、自分自身の税負担を最小化することが最も良い勝利の仕方ではあるけれども(i.e. $D_x = C^{x^*}/(1-t_b^x)$)、一般にそのような理想的なプランは過半数の票を獲得できる政策ではない。本稿のモデルにおいて、配当回避型の小株主が過半数のシェアを占めていることは重要な意味を持つ。第5～6式にもとづくくと、配当の水準を元の提案から引き下げることによって(i.e. $D_x < C^{x^*}/(1-t_b^x)$)、純便益の大小関係が $\beta^i(M_x^*, D_x) > \beta^i(0, D_0)$ に変化する小株主の数は増加することになる。

結局のところ、企業の配当政策は「中位株主」(median shareholder)の選好に対応して決定

する。すべての株主を税の最適解の水準に応じて並べたとき、ちょうど中間に位置する株主が決定票を投じるからである。第5～6式にもとづくとき、もし $\beta^\mu(M_x^*, D_x) < \beta^\mu(0, D_0)$ ならば、中位株主 μ は無配案を選好するけれども、逆に $\beta^\mu(M_x^*, D_x) > \beta^\mu(0, D_0)$ ならば、大株主 x がコンテストに勝利する。前提により、小株主の集団は過半数の株式を所有しているため、中位株主 μ は配当回避型である (i.e. $t_D^\mu > t_G^\mu$)。したがって、 $\varepsilon^\mu(D_0) = 0$ かつ $\beta^\mu(0, D_0) = 0$ である。

$$\begin{aligned} D &= D_0 & \text{if } \beta^\mu(M_x^*, D_x) < 0 \\ D &= D_x & \text{if } \beta^\mu(M_x^*, D_x) > 0 \end{aligned} \quad (7)$$

この分析は、公共選択における有名な2党派モデルの応用である。政治的な競争に関する「中位投票者定理」(median-voter theorem)によると (e.g., Black, 1948; Downs, 1957), 単一の論点に関する多数決投票において、もしすべての投票者の選好が単峰型であるならば、他の選択肢をドミネートする水準が中間に存在するという。一般に、多峰型の選好の場合、ドミネートする選択肢を特定することが不可能になり、「投票パラドックス」(voting paradox)が生じてしまう⁵⁾。

すべての株主の選好が単峰型であるがゆえに、本稿のモデルにおいて投票パラドックスが生じることはない。配当追求型の大株主はちょうど消費の最適解で方向が変化するV字型の税関数を有しているため、単峰型の選好である。また、配当回避型である小株主の税関数は単調増加的であり、それゆえに無配という水準に対して単峰型の選好を持つ。さらに、これは単一の論点に対する多数決投票である。それゆえに、単純な次元の選択としてモデル化できるのである。

大株主 x の勝利は中位株主 μ の票に依存している。それゆえ、中位株主 μ の状況を認識するために、意思決定の分岐点を特定することが重要である。1株あたりのモニタリング

価値 $v(M_x^*)$ を所与として、大株主 x が投票コンテストを引き分けに持ち込むことができる配当水準を D_x^μ と定義することにしよう。中位株主 μ の視点で考察すると、 $\beta^\mu(0, D_0) = 0$ であるがゆえに、もし $\beta^\mu(M_x^*, D_x) = 0$ ならば、そのとき2つの選択肢は無差別とみなされる。この関係を解くことによって、以下の第8式が得られる。

$$D_x^\mu = \begin{cases} v(M_x^*) \\ t_D^\mu - t_G^\mu \\ C^{\mu*} \\ 1 - t_D^\mu + \frac{v(M_x^*) - (t_D^\mu - t_G^\mu)\{C^{\mu*}/(1 - t_D^\mu)\}}{(t_D^\mu - t_G^\mu) + (1 - t_D^\mu)(t_G^\mu - t_{PV}^\mu)} \end{cases}$$

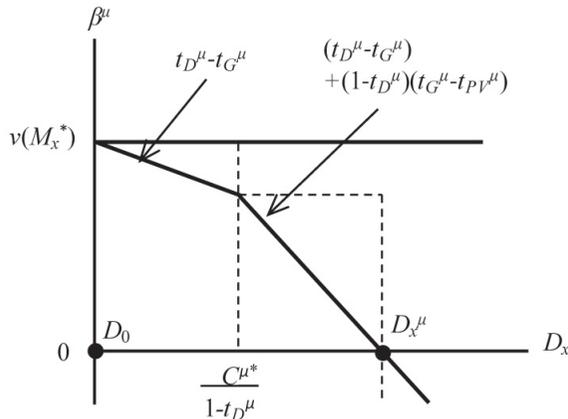
$$\text{if } D_x^\mu < C^{\mu*}/(1 - t_D^\mu)$$

$$\text{if } C^{\mu*}/(1 - t_D^\mu) < D_x^\mu \quad (8)$$

この式は大株主 x が非ゼロの配当を提案するにあたって、無配との比較でどの程度のマージンが可能であるかを示すものである。大株主 x がもたらすモニタリング価値 $v(M_x^*)$ を相殺する水準でマージンは決定される。第8式の見かけ上の複雑さは、第4式にもとづき、配当回避型である中位株主 μ の税関数がちょうど最適キャッシュフロー $C^{\mu*}/(1 - t_D^\mu)$ を満たす配当水準において屈折点を持つという性質に起因している。

大株主 x がもたらすモニタリング価値 $v(M_x^*)$ を所与として、中位株主 μ (i.e. $t_D^\mu > t_G^\mu$) の純便益 $\beta^\mu(M_x^*, D_x)$ は、大株主 x が提示する配当案 D_x と負の関係にある。第1図は $C^{\mu*}/(1 - t_D^\mu) < D_x^\mu$ となるケースを示したものである。

したがって、無配案をドミネートできる配当案は、以下の第9式のとおりである。まず、 $C^{\mu*}/(1 - t_D^\mu) < D_x^\mu$ の場合、大株主 x は妥協を要することなく、単に $C^{\mu*}/(1 - t_D^\mu)$ を提示することによって投票コンテストに勝利することが可能である。これに対して、 $D_x^\mu < C^{\mu*}/(1 - t_D^\mu)$



第1図

の場合は、大株主 x が D_x^μ よりも僅かに低い水準の配当を提案すれば良いことになる。そのとき、中位株主 μ が投票先を無配当 $D_0 = 0$ からモニタリングをベースにした配当案 $D_x \geq 0$ に切り替えるため、大株主 x は配当政策を支配できることになる。

$$D_x = \min \left\{ D_x^\mu, \frac{C^{x^*}}{1 - t_b^x} \right\} \quad (9)$$

【命題1】 現在の流動性ニーズが低水準である場合、配当追求型である法人・機関投資家のブロックホルダーは、従来の認識にもとづく高配当によってではなく、むしろ低配当によってモニタリング活動の誘因を高められる。

配当回避型である小株主の観点から考察すれば、配当追求型である大株主が低い流動性ニーズを有するかぎり、ある効率的なモニターをひきつけるに際して、必ずしも高配当政策を要さないことになる。不必要に高配当を支払うと、大株主のモニタリング誘因を阻害し、かえって事態を悪化させることになる。投票コンテストで勝利する提案は企業の配当政策を支配することができる。経営者はこの提案に忠実であることが合理的であろう。な

ぜなら、勝利する党派に属する株主たちは十分な投票力を持っており、この提案を採用しなかった場合は経営者を解任できるからである。

3. ブロックホルダー間の競争モデル

3.1. モニタリングとフリーライディングの便益比較

前提を変更することによって、2つの大株主が配当政策の支配権を巡って競争するモデルに拡張することも可能である⁶⁾。配当追求型の大株主間で流動性ニーズが異なっているため、現在の配当水準について内部的な対立が生じる。個々の株主 i は純便益が高くなる配当提案に票を入れるため、より多くの票が得られる大株主がモニタリング活動を提供する。

もし大株主 x がモニタリング機能を引き受けるならば、その純便益 β_m^x は以下の第10式が示すとおりである。この場合、大株主 x によって追加される価値 $v(M_x^*)$ は、すべての株主によって共有される便益となる。大株主 x はモニタリング費用 cM_x^* を自分自身の勘定で負担しなければならないけれども、配当政策を支配することができるために、余計な税負担 $\varepsilon^x(D_x)$ は緩和されることになる。

$$\beta_m^x(M_x^*, D_x) = v(M_x^*) - cM_x^* - \varepsilon^x(D_x) \quad (10)$$

しかし、もし大株主 x が、競合相手である大株主 y の提案を受け入れるならば、フリーライディングから得られる純便益 β_f^x は以下の第11式が示すとおりである。この場合、大株主 y によって追加される価値 $v(M_y^*)$ は、すべての株主によって共有される便益となる。通常、大株主 x は余計な税負担 $\varepsilon^x(D_y)$ を割高に受けることになるが、その代わりに、自分自身の勘定で負担するモニタリング費用 cM_x^* を節約することができる。

$$\beta_f^x(M_y^*, D_y) = v(M_y^*) - \varepsilon^x(D_y) \quad (11)$$

したがって、もし $\beta_m^x > \beta_f^x$ ならば、大株主 x はモニタリング機能を引き受けたがるはずである (i.e. $D_x > D_y$)。逆に、もし $\beta_m^x < \beta_f^x$ ならば、大株主 x は配当政策を支配するための競争に参戦する誘因を持たず、大株主 y のモニタリング活動にフリーライドすることが望ましいと判断するだろう (i.e. $D_x < D_y$)。もちろん、個々の大株主にとって最も良い勝利の仕方は、いかなる譲歩もせずに税負担を最小化することである。 $\beta_m^x(M_x^*, C^{x*}/(1-t_D^x)) \geq \beta_f^x(M_y^*, C^{y*}/(1-t_D^y))$ という関係式を解くことによって、以下の第12式を得ることができる。

$$\mathcal{F}^x = \left| \frac{C^{x*}}{1-t_D^x} - \frac{C^{y*}}{1-t_D^y} \right| - Z^x \geq 0 \quad (12)$$

ただし、以下の第13式のように Z^x が定義される。

$$Z^x = \begin{cases} \frac{cM_x^* - \{v(M_x^*) - v(M_y^*)\}}{t_D^x - t_D^y} & \text{if } D_x > D_y \\ \frac{cM_x^* - \{v(M_x^*) - v(M_y^*)\}}{(1-t_D^x)(t_D^x - t_{PV}^y)} & \text{if } D_x < D_y \end{cases} \quad (13)$$

もし $\mathcal{F}^x \leq 0$ かつ $\mathcal{F}^y > 0$ ならば、大株主 y が $C^{y*}/(1-t_D^y)$ を提示したとき、大株主 x は即座にフリーライディングを選択する。しかし、もし $\mathcal{F}^x > 0$ かつ $\mathcal{F}^y > 0$ ならば、大株主 y が $C^{y*}/(1-t_D^y)$ を提示しても、大株主 x には依然としてモニタリング機能を引き受ける誘因が残されている。もし $\mathcal{F}^x \leq 0$ かつ $\mathcal{F}^y \leq 0$ ならば、大株主 x のみならず、大株主 y もモニタリング活動を提供する誘因を失ってしまう。この場合、大規模な株式所有は、株主間のフリーライダー問題を解決するための効果的なメカニズムではなくなってしまう。上記のように、他の場合が比較的単純な結果に終わることを踏まえて、これ以降は $\mathcal{F}^x > 0$ かつ $\mathcal{F}^y > 0$ の場合に限定して詳細な分析を進めることにしたい。

大株主 y は、フリーライディングを選択することが望ましい場合にモニタリング機能を引き受ける誘因を失う (i.e. $\beta_m^y < \beta_f^y$)。大株主 x によって提示される配当に関して、 $C^{x*}/(1-t_D^x)$ と $C^{y*}/(1-t_D^y)$ の範囲内で、ちょうど大株主 y がフリーライディングを決断する水準を $D_x^{\hat{y}}$ と定義することにしよう。 $\beta_m^y(M_y^*, C^{y*}/(1-t_D^y)) = \beta_f^y(M_x^*, D_x^{\hat{y}})$ という関係式を解くことによって、大株主 x が勝利する分岐点を、以下の第14式のように特定することができる。

$$D_x^{\hat{y}} = \frac{C^{y*}}{1-t_D^y} \pm Z^y \quad \text{if } D_x \geq D_y \quad (14)$$

もちろん、大株主 y のモニタリング活動にフリーライドしたほうが望ましくなるような局面において (i.e. $\beta_m^x < \beta_f^x$)、なおも大株主 x が配当水準に関して譲歩をすることは意味をなさない。大株主 x によって提示される配当に関して、 $C^{x*}/(1-t_D^x)$ と $C^{y*}/(1-t_D^y)$ の範囲内で、ちょうど大株主 x がモニタリング機能を引き受けることを諦める水準を $D_x^{\hat{x}}$ と定義することにしよう。 $\beta_m^x(M_x^*, D_x^{\hat{x}}) = \beta_f^x(M_y^*, C^{y*}/(1-t_D^y))$ という関係式を解くことによって、大株

主 x が断念する分岐点を、以下の第15式のように特定することができる。

$$D_x^{\hat{\delta}} = \frac{C^{y*}}{1-t_p^y} \pm Z^x \quad \text{if } D_x \geq D_y \quad (15)$$

第14～15式にもとづくと、以下の第16式が示すように、もし $Z^x < Z^y$ ならば、大株主 x がモニタリング活動をベースとする配当案 $D_x^{\hat{\delta}}$ を提示することによって、大株主 y がフリーライディングを選択する結果に終わる(i.e. $\beta^x < \beta^y$)。この式が成立していれば、 $D_x > D_y$ の場合において、大株主 x が勝利するポイントは、断念する配当水準よりも高くなる(i.e. $D_x^{\hat{\delta}} > D_x^{\hat{\delta}}$)。これに対して、 $D_x < D_y$ の場合は、断念する配当水準よりも低くなる(i.e. $D_x^{\hat{\delta}} < D_x^{\hat{\delta}}$)。

$$Z^x < Z^y \Rightarrow D_x = D_x^{\hat{\delta}} \quad (16)$$

第16式が流動性ニーズの低い大株主の側に成立しているとき、流動性ニーズの高い大株主の側には成立しないし、その逆は逆である。第16式が大株主 x について成立する状況において、大株主 y が配当提案を $C^{y*}/(1-t_p^y)$ から変更することは意味をなさない。なぜなら、そのような試みは単に自分自身の税負担を増大させ、事態を悪化させることにつながるけれども、フリーライディングの決定には影響を及ぼさないからである。

3.2. モニタリング能力と配当政策

モニタリング能力と配当政策の関係を示すために、モニタリングの技能に関して効率的な大株主によって供給される追加的な市場価値を $v(M_H^*)$ と表記し、非効率的な大株主によって供給されるほうを $v(M_L^*)$ と表記することにしよう(i.e. $M_L^* < M_H^*$)。さらに、現在の時点で流動性ニーズが低いほうの大株主によって提案される配当水準を D_L と表記し、流動性ニーズが高いほうの大株主によって提案

されるほうを D_H と表記する(i.e. $D_L < D_H$)。したがって、ここでの分析では、合計4種類の大株主が存在することになる。すなわち、(i) M_H & D_H 型、(ii) M_L & D_L 型、(iii) M_H & D_L 型、(iv) M_L & D_H 型である。

この段階で4つのシナリオが考えられる。第一に、 M_H & D_H 型は M_L & D_L 型に勝利するかもしれない。たとえ $\varepsilon^{\mu}(D_L) < \varepsilon^{\mu}(D_H)$ であっても、 $v(M_L^*) < v(M_H^*)$ であるがゆえに、 M_H & D_H 型がモニタリング技能に十分な優位をもつかぎりにおいて、 $\beta^{\mu}(D_L) < \beta^{\mu}(D_H)$ となる可能性がある。第二に、 M_L & D_L 型は M_H & D_H 型に勝利するかもしれない。たとえ $v(M_L^*) < v(M_H^*)$ であっても、 $\varepsilon^{\mu}(D_L) < \varepsilon^{\mu}(D_H)$ であるがゆえに、 M_L & D_L 型が十分に低配当を提案する余裕があるかぎりにおいて、 $\beta^{\mu}(D_L) > \beta^{\mu}(D_H)$ となる可能性がある。第三に、 M_H & D_L 型は M_L & D_H 型に勝利するのが通常だろう。 $v(M_L^*) < v(M_H^*)$ かつ $\varepsilon^{\mu}(D_L) < \varepsilon^{\mu}(D_H)$ であるために、いつでも $\beta^{\mu}(D_L) > \beta^{\mu}(D_H)$ となる。第四に、 M_L & D_H 型が M_H & D_L 型に勝利する可能性もある。いつでも中位株主 μ は M_H & D_L 型を支持するにもかかわらず、 M_H & D_L 型が支配権を得ることを断念するかもしれないからである。

とはいうものの、本稿では、モニタリングの効率性が高いほうの大株主が投票コンテストに勝利するケースだけを考察していくことにしたい。一般に、効率的な大株主(M_H & D_H 型あるいは M_H & D_L 型)であっても、非効率的な大株主(M_L & D_L 型あるいは M_L & D_H 型)のモニタリング活動にフリーライドする誘因を持っているけれども、言葉の正しい意味でその種の大株主は“効率的”であるとは言い難い。以下の分析では、第17式の仮定を置くことによって、非効率的な大株主が支配権を得る可能性を除外する。この仮定は効率的な大株主のモニタリング費用が、追加される市場価値の差よりも小さいことを意味している。

$$cM_H^* < v(M_H^*) - v(M_L^*) \quad (17)$$

第17式の仮定の下では、第13式との関係で常に $Z^{MH} < 0$ かつ $Z^{MH} < Z^{ML}$ となるため、第16式は効率的な大株主 (M_H & D_H 型あるいは M_H & D_L 型) に関して成立するけれども、非効率的な大株主 (M_L & D_L 型あるいは M_L & D_H 型) に関しては成立しなくなる。したがって、効率的な大株主は、いつでも非効率的な大株主を意図的にフリーライドさせることが可能となる。

もっとも、非効率的なブロックホルダーが対抗措置を講じる可能性を踏まえて、より慎重な分析を要する。第8式にもとづき、モニタリング価値の差 $v(M_H^*) - v(M_L^*)$ を相殺するマージンの差を、以下の第18式が示すように ΔD_x^μ と定義することにしよう。より具体的に述べると、 M_H & D_H 型を基準にした場合は $\Delta D_H^\mu = D_H^\mu - D_L^\mu > 0$ であり、 M_L & D_H 型を基準にした場合は $\Delta D_H^\mu = D_H^\mu - D_L^\mu < 0$ である。

$$\Delta D_x^\mu = D_x^\mu - D_y^\mu \quad (18)$$

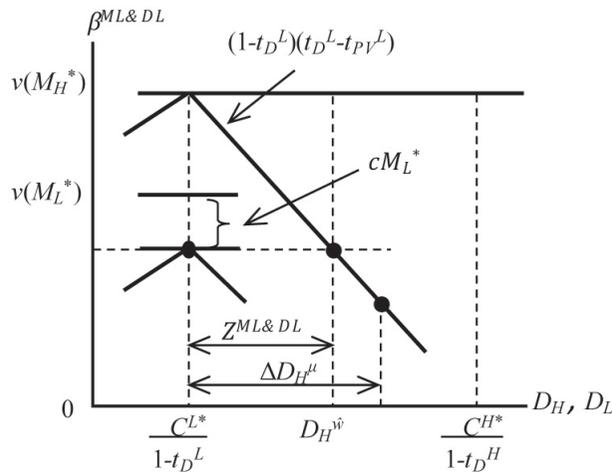
可能であるかぎり、非効率的なブロックホルダーは十分に低水準の配当を提案することによって、効率的なブロックホルダーを打ち負かそうと試みるだろう。まず、 M_H & D_L 型と M_L & D_H 型の競争に関して、 M_L & D_H 型が対抗措置を講じても勝利できないことは比較的簡単に確認できる。理屈上、 M_L & D_H 型は $C^{L^*}/(1-t_D^L) + \Delta D_H^\mu$ まで配当提案を引き下げれば中位株主 μ の票を奪取できるが、この場合は $\Delta D_H^\mu < 0$ であるため $C^{L^*}/(1-t_D^L)$ よりも低水準になってしまう。当然ながら、競合相手が提案する $C^{L^*}/(1-t_D^L)$ にフリーライドするほうが望ましい。ところが、 M_H & D_H 型と M_L & D_L 型の競争に関しては、中位株主 μ が M_H & D_H 型の配当提案 D_H を選好するとき、もし M_L & D_L 型が自分自身の配当提案を $D_H - \Delta D_H^\mu$ まで引き下げたとすれば、中位株主 μ は投票先をそちらに切り替えるだろう。このように考えると、 M_L & D_L 型にも勝利の可能性が残されているように思えなくもない。

しかし、第17式の仮定の下では M_L & D_L 型が勝利する可能性も消滅する。まず、 $D_H^{\hat{w}} > C^{L^*}/(1-t_D^L) + \Delta D_H^\mu$ の場合、 M_L & D_L 型は配当引き下げ競争に固執して $C^{L^*}/(1-t_D^L)$ よりも低い配当水準を提案するよりも、競合相手が提案する $D_H^{\hat{w}}$ にフリーライドするほうが望ましくなる。この結果は M_H & D_H 型にとっても $C^{L^*}/(1-t_D^L) + \Delta D_H^\mu$ を提案する場合と比較して望ましい。もちろん、 M_L & D_L 型にとっては $C^{L^*}/(1-t_D^L) + \Delta D_H^\mu$ を提案されるほうが望ましいけれども、 M_H & D_H 型はそこまで引き下げなくても勝利できることを知っているのだから、あくまでも $D_H^{\hat{w}}$ を提案しようとするだろう。

これに対して、 $D_H^{\hat{w}} < C^{L^*}/(1-t_D^L) + \Delta D_H^\mu$ の場合、第2図が示すように、 M_H & D_H 型が $C^{L^*}/(1-t_D^L) + \Delta D_H^\mu$ を提示するとき、 M_L & D_L 型は $C^{L^*}/(1-t_D^L)$ よりも僅かに低水準の配当を提示することによって、中位株主 μ の票を奪取することができる。当然ながら、このような挑戦は M_H & D_H 型による対抗的な配当引き下げを誘発する。やがて $D_H^{\hat{w}}$ が提示された時点で、 $C^{L^*}/(1-t_D^L)$ よりも低い水準を提案しても必ず M_L & D_L 型の事態が悪化してしまう状況が訪れる。したがって、 M_H & D_H 型が $D_H^{\hat{w}}$ を提案するとき、 M_L & D_L 型がフリーライディングを選択することによって、大株主間の競争は M_H & D_H 型の勝利に終わる。

【命題2】 配当追求型の法人・機関投資家が、モニタリング機能を果たすことを条件に税の節約をめぐる競争を展開するとき、配当回避型の個人投資家が集団として過半数の株式を所有する状況において、企業の配当政策は低水準になる傾向がある。

競合相手を打ち負かすことによって、その次に大株主 x は無配提案との間で競争しなければならない。競合相手のブロックホルダーをフリーライドさせる配当水準が、無配提案を打ち負かすうえで十分に低水準ではないこともある。その場合、中位株主 μ の票を獲



第2図

得するために、第9式にもとづいて、大株主 x は配当提案を D_x^μ まで引き下げなければならない。したがって、モニタリング機能を引き受けることができる配当提案は、一般に第19式のように表現される。

$$D_x = \min \left\{ D_x^\mu, \frac{C^{x*}}{1-t_D^x}, D_x^{\hat{w}} \right\} \quad (19)$$

大株主 x がモニタリング機能の引き受けを断念する分岐点よりも、中位株主 μ の票を無配案から奪取できる分岐点のほうが低水準である場合 (i.e. $D_x^\mu < D_x^{\hat{w}}$)、モニタリング活動をベースにした配当案は無配案に勝利することができない。競合する2つの大株主の両方がモニタリング機能を引き受けない結果に終わるならば、大規模な株式所有は株主間のフリーライダー問題を解決するための効果的なメカニズムにならない。また、配当政策をサイドペイメント (報酬) として利用しないことにもなる。

中位株主 μ の票を無配案から奪取する目的で、 M_H & D_H 型が配当提案の水準を引き下げなければならない局面において、その配当

提案の水準 D_H^μ は M_H & D_H 型の最適消費 $C^{H^*}/(1-t_D^H)$ よりも M_L & D_L 型の最適消費 $C^{L^*}/(1-t_D^L)$ に近いかもしれない。この事実は、配当回避型の小株主が集団として過半数の株式を所有する状況において、より流動性ニーズが低い大株主のほうが有利な位置づけにあることを含意する。

4. 結論

分散所有の株主構成を前提したうえで、Shleifer and Vishny (1986) や Allen, Bernardo, and Welch (2000) は、法人・機関投資家である大株主の存在が株主・経営者間のエージェンシー対立や情報の非対称性を緩和することを論じている。伝統的な税選好のフレームワークにおいて、モニタリング活動の誘因は配当額の増加関数と考えられてきた。なぜなら、法人投資家や配当追求型の機関投資家は、単調に高配当を選好すると想定されてきたからである。

しかし、いくつかの実証研究は、法人・機関投資家が低配当を選好する傾向にあるという事実を提示している (e.g. Grinstein

and Michaely, 2005; Jain, 2007; Barclay, Holderness, and Sheehan, 2009; Desai and Jin, 2011)。それゆえ、Shleifer and Vishny (1986) や Allen, Bernardo, and Welch (2000) によって構築されたモデルは、これらの定型的事実と整合させることが困難である。伝統的なフレームワークにとどまるかぎり、配当追求型の投資家が企業に配当を増加するよう働きかけていない現象は不可解であるように見受けられる。

本稿は、分散所有の株主構成において、なぜ企業が低水準ではあるが非ゼロの配当を支払おうとするのかについて、代替的な理論を提示するものである。従来のモデルとは異なり、法人・機関投資家である大株主は、低い流動性ニーズを有する場合、低配当によってモニタリング活動の誘因を高められることになる。合理的な投資家は、Mori (2010) が論じたように、どれほど限界税率が低いとしても、現在の時点で欲しくもないキャッシュフローを受け取ることに起因する余計な税を負担しようとは思わないはずだからである。

法人・機関投資家の税選好に理論的修正を施した本稿のモデルのもとで、投票コンテストの結果として決まる配当水準が低くなるのか、それとも高くなるのかを先験的に述べることはできないけれども、低配当政策になる可能性は十分にある。流動性ニーズの低い大株主は、直接的であるにせよ、間接的であるにせよ、低配当政策を作り出すうえで重要な役割を果たしている。また、分散所有の株主構成という前提は、低配当政策という結果を生み出す主要な要素となっている。個人投資家たちは企業で過半数の株式を所有しているため、税の節約のためには無配を選好するはずだからである。この問題は以下の二つの点に整理することができる。

第一に、もし勝利する大株主 x の現在における流動性ニーズ $C_x^*/(1-t_b^x)$ が大きくなければ、企業は低配当を支払うだろう。たとえ流

動性ニーズが大きい大株主が投票コンテストに勝利するとしても、その大株主が過度な時間選好を持つのではないかぎり、それほど高配当にはならないかもしれない。Grinstein and Michaely (2005) を含む実証研究が提示している証拠は、この説明と矛盾するものではない。法人投資家や配当追求型の機関投資家は、企業に対して配当を増加するよう働きかけてはいないのである。

第二に、たとえ競争に勝利する大株主が高配当を選好するとしても、流動性ニーズが低い競合相手の大株主が譲歩を強いる形で圧力をかけてくるとき、この大株主は配当提案の水準を引き下げることなくして投票コンテストに勝利することはできない。 M_H & D_H 型が M_L & D_L 型と競合するとき、 M_L & D_L 型の存在は、 M_H & D_H 型がいかなる譲歩もなしに投票コンテストに勝利することを困難ならしめる。第 14 式にもとづくと、競合相手に勝利できる配当水準は低くなる傾向がある。

実際に無配政策が存在することを説明するうえで、このモデルは不十分であると思われるかもしれない。しかし、本稿のフレームワークは、無配を選好する法人・機関投資家の存在と矛盾するものではない (i.e. $D_x^* = C_x^*/(1-t_b^x) = 0$)。これらの投資家は、他の金融的な手段 (銀行からの借入など) によっても現在の流動性ニーズを満たすことができるために、配当に対する需要はゼロに近いかもしれない。判断の根拠が異なっているにもかかわらず、結果的にこのような大株主は個人投資家たちと共通の最適解を持つことになる。また、前述したように、たとえ非ゼロの配当を選好するとしても、競合する大株主のいずれもがモニタリング機能を引き受けない結果に終わる場合は、無配案が投票コンテストに勝利するはずである。

このモデルは既存の実証的事実と整合しているばかりではなく、Shleifer and Vishny (1986) や Allen, Bernardo, and Welch (2000)

で展開された主要なアイデアとも整合している。実証的な事実、単に典型的な法人・機関投資家が配当の増加を好まないことを示しているにすぎない (e.g. Grinstein and Michaely, 2005; Jain, 2007; Barclay, Holderness, and Sheehan, 2009; Desai and Jin, 2011)。つまり、法人・機関投資家である大株主がモニタリング活動を提供してくれることに対する報償として、個人投資家である小株主が配当をサイドペイメントの手段として利用するという中心的なアイデアとは矛盾していない。これらの実証的な事実、投資家が税を節約しようとする動機が弱いことを示唆するものではない。

すでに第2節で論じたように、本稿のモデルは、いずれのタイプの投資家についても異時点間消費選択が流動性ニーズを決定するという統一的なフレームワークで展開されている。法人・機関投資家それ自体の配当

政策や流動性ニーズは、その顧客である中位株主の選好にもとづいて形成される理屈であるため、一種の「入れ子構造」(nested structure) になっている。一般に、法人・機関の株主構成は個人投資家だけで占められることはなく、他の法人・機関を含んでいる。そのため、本稿のモデルにしたがえば、複数の企業において、配当追求型の投資家による選好が連鎖的・相互的に非ゼロの配当政策を生じさせると考えられる。

本稿は、大株主によるモニタリング活動の誘因と税の節約の関係に関して、新しい洞察を与えるものである。実証的な検証は今後の研究に残されることになる。Allen and Michaely (2003) が論じているように、大規模な投資家が配当株にひきつけられているかどうかは、依然として解明され尽くしていない実証的な事柄である。

[注]

- 1) Shleifer and Vishny (1997) によると、ある企業の10~20%のシェアを保有する株主は、情報を集め、経営者を監視する誘因を十分に持つという。また、Admati, Pfleiderer, and Zechner (1994) やMaug (1998) は、たとえ小株主がフリーライダーとして便益を享受するとしても、大株主はモニタリング活動に従事する傾向があると論じている。
- 2) Allen, Bernardo, and Welch (2000) は、配当税が株価に反映されると前提している。それゆえ、非課税の機関投資家でさえ配当株を好むと想定されている。なぜなら、この前提下で配当株は税の不利をもたらす、それを埋め合わせる報償として高い収益率を期待させるからである。これに対して、本稿は税の株価に及ぼす効果を想定していない。そのため、非課税の機関投資家が無配株よりも

配当株を好むとはみなされない。

- 3) 2時点のフレームワークのもとで、Mori (2010) は投資家の税の節約が異時点間消費選択とリンクすることを論証している。また、森 (2012) は投資家の税負担を別勘定の費用とみなさず、税と異時点間消費選択の相互作用を考慮に入れるのみならず、取引費用を導入する拡張をおこなっている。しかし、本稿が取り扱う論点では、取引費用が重要な役割を果たすことはないため、税が及ぼす影響に限定してモデルを構築することにした。
- 4) 機関投資家のカテゴリーについては、Desai and Jin (2011) を参照されたい。たとえば、ミューチャルファンドや投資顧問等は、配当回避型である。なぜなら、主たる顧客は個人投資家であり、彼らに対して税負担がそのままパススルー

される規定だからである。他方、銀行や保険会社等は、配当追求型である。なぜなら、これら自体の勘定による投資は、配当所得について税額控除を利用できるからである。年金基金、財団等は非課税型である。モデル内で機関投資家に言及することはないが、分析の対象として含まれていることに留意されたい。

- 5) 投票パラドックスに関する簡潔な解説については、たとえばHirshleifer, Glazer and Hirshleifer (2005) を参照されたい。

- 6) 配当政策や税の節約を検討したものではないけれども、この節で示されている2党派の設定はBloch and Hege (2001) と類似している。彼らのモデルでは、投票コンテストにおいて、2つの大株主が支配による便益をめぐる競争する。どちらの大株主も企業においてモニタリング機能を果たす。競合する2つの大株主は小株主からの票数を増やすために、私的な便益を減らすことを自発的にコミットするという構造である。

[参考文献]

- Admati, A., Pfleiderer, P., Zechner, J., 1994. Large shareholder activism, risk sharing and financial market equilibrium. *Journal of Political Economy* 102, 1097–1130.
- Admati, A., Pfleiderer, P., 1988. A theory of intraday patterns: volume and price variability. *Review of Financial Studies* 1, 3-40.
- Allen, F., Bernardo, A., Welch, I., 2000. A theory of dividends based on tax clienteles. *Journal of Finance* 55, 2499–2536.
- Allen, F., Michaely, R., 2003 Payout policy. In: Constantinides, G., Harris, M. Stulz, R. (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, vol. 1A, Elsevier, North-Holland, 337–429.
- Barclay, M., Holderness, C., Sheehan, D., 2009. Dividends and corporate shareholders. *Review of Financial Studies* 22, 2423–2455.
- Black, D., 1948. On the rationale of group decision-making. *Journal of Political Economy* 56, 23–34.
- Black, F., 1976. The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management* 2, 5–8.
- Bloch, F., Hege, U., 2001. Multiple shareholders and control contests. Working Paper, GREQAM.
- Bohren, O., Norli, O., 1997. Determinants of intercorporate shareholdings. *European Finance Review* 1, 265–287.
- Desai, M., Jin, L., 2011. Institutional tax clienteles and payout policy. *Journal of Financial Economics* 100, 68–84.
- Downs, A., 1957. An economic theory of political action in democracy. *Journal of Political Economy* 65, 135–150.
- Grinstein, Y., Michaely, R., 2005. Institutional holdings and payout policy. *Journal of Finance* 60, 1389–1426.
- Grossman, S., Hart, O., 1980. Takeover bids, free rider problem and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics* 11, 42–64.

- Hirshleifer, J., Glazer, A., Hirshleifer, D., 2005. *Price Theory and Applications: Decisions, Markets, and Information* (7th edition), Cambridge Univ. Press.
- Holderness, C., 2009. The myth of diffuse ownership in the United States. *Review of Financial Studies* 22, 1377–1408.
- Jain, R., 2007. Institutional and individual investor preferences for dividends and share repurchases. *Journal of Economics and Business* 59, 406–429.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54, 471–517.
- Madhavan, A., 2000. Market microstructure: a survey. *Journal of Financial Markets* 3, 205–258.
- Maug, E., 1998. Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control. *Journal of Finance* 53, 65–98.
- Mori, N., 2010. Tax clientele effects of dividends under intertemporal consumption choices. *Journal of Banking and Finance* 34, 1089–1097.
- O'Hara, M., 1995. *Market Microstructure Theory*, Blackwell Publishers, Cambridge, Mass. (大村敬一・宇野淳・宗近肇訳 『マーケットマイクロストラクチャー: 株価形成・投資家行動のパズル』, 金融財政事情研究会, 1996年)
- Shleifer, A., Vishny, R., 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94, 461–488.
- Shleifer, A., Vishny, R., 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52, 737–783.
- 森 直哉, 2012, 「配当政策と自社株買戻: 中位投票者モデル」 『商学集志』 第82巻, 第2・3号合併号, 25-44.

(Abstract)

This paper presents an alternative theory of dividend policy. According to existing models, small investors use dividend payments as a tool for compensating blockholders for their monitoring services. Based on a traditional tax-clientele framework, corporate and institutional investors are regarded as preferring higher dividends. However, monitoring incentives of corporations and institutions might be encouraged by lower dividend payments to avoid intertemporal double taxation on reinvested dividends. Through competition for controlling dividend policy among blockholders, a good possibility exists of a low dividend policy in a dispersed ownership structure. This conclusion seems to be consistent with existing empirical results.