



# 投資家の選好と企業のペイアウト政策に関する理論的研究

森, 直哉

---

(Degree)

博士 (経営学)

(Date of Degree)

2016-03-07

(Date of Publication)

2017-03-01

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

乙第3301号

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D2003301>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



## 論文内容の要旨

本論文は、取引費用というオーソドックスではあるがこれまでマイナーとみなされてきた市場の不完全要素に関して、異時点間の消費選択の枠組みの中で明示的に取り上げるとともに、企業のペイアウト政策に関する様々な現象やパズルに対して、一貫したアプローチのもとで理論的な分析を行なったものである。

本論文は全部で7章から構成されている。第1章から第2章までは、ペイアウト政策の既存の研究の系譜と問題点について明らかにしている。第3章では、異時点間の消費選択と取引費用を考慮に入れた場合のペイアウト政策の理論モデルを展開し、第4章では、ペイアウト政策に関する株主間の利害対立とその決定をめぐる「中位投票モデル」の重要性について論じている。第5章から第7章までは、第4章までの議論に基づきながら、ペイアウト政策に関する様々な現象・パズルに関して、既存のアプローチとは異なるアプローチから分析を行なっている。各章の概要は下記の通りである。

第1章では、ペイアウト(利益分配)について、ファイナンス分野における標準的な理論について展望している。税や取引費用などの不完全要素を無視する完全市場において、投資政策を所与とすると、企業の配当政策によって株主の富を高めることはできないことを論じたのはMiller and Modigliani (1961)である(「配当の無関連命題」)。しかし、現実の資本市場には、税金や取引費用、情報の非対称性といった要素が存在するため、配当政策が株主の富に影響を与える可能性がある。例えば、Miller and Modigliani (1961)によって示された「税の顧客効果」(tax-clientele effect)は、投資家が自分の税選好に合った配当政策を実施する企業の株主になろうとする現象であり、Black and Scholes (1974)によって示唆された「供給効果」(supply effect)は、企業が超過需要のある配当政策を供給しようとする現象である。

第2章では、税の顧客効果をもたらす市場均衡を定式化したDeAngelo and Masulis (1980)の内容を概観したうえでその問題点を列挙し、彼らのモデルが、Black and Scholes (1974)が示唆した市場均衡とは異なって端点解にとどまっているという分析上の限界について指摘している。また、税の顧客効果とは異なったラインに属する議論として、「消費の顧客効果」(consumption clientele effects)について言及し、取引費用を節約する観点からは、自家製配当を作り出すよりも、企業から配当を受け取るほうが望ましく、ペイアウト政策に及ぼす取引費用の重要性について論じている。

第3章では、DeAngelo and Masulis (1980)によって示された税の顧客効果に加えて、消費

## 学位論文審査要旨

氏名 森 直哉

論題 投資家の選好と企業のペイアウト政策  
に関する理論的研究

審査 平成28年3月

神戸大学

の顧客効果へと分析の拡張を行っている。具体的には、異時点間の消費選択モデルの下で、税金だけでなく取引費用も考慮し、取引費用が十分に大きい場合には、異時点間の消費選択が最適配当の水準を決めること、すなわち、消費選好が税選好を凌駕する場合には、最適配当の水準は従来のような端点解ではなく、多様な内点解になることを理論的に明らかにしている。

第4章では、消費の顧客効果が機能する場合、リスク分散と税・取引費用のトレードオフを解消するために必要とされる配当パターン数は、税の顧客効果が機能する場合の数よりも飛躍的に多くなってしまふこと、また、現実の資本市場では、完備性の条件が満たされないために、消費選好が異なる投資家が同じ企業の株主となり、配当政策をめぐる株主間の利害対立が生じることを理論的に示している。さらに、実際の配当政策を決める理論モデルとして「中位投票モデル」について考察している。第5章以降では、この中位投票モデルを援用する形で、ペイアウト政策に関する様々なパズルの分析が行なわれている。分析の際には、取引費用に加えて、情報の非対称性やエイジェンシー問題、企業経費等の要素についても考慮されている。

第5章では、個人投資家が過半数の株式を所有する分散所有の株主構成において、なぜ企業が配当を自社株買戻で代替しないのかについて理論的な分析を行っている。一見すると、自社株買戻はフリーキャッシュフローを企業外に流出させることによって、エイジェンシー問題を緩和すると同時に、税の節約をも果たすという二重の目的を果たすようにも思われる。しかし、取引費用の重要性に目を向けると、必ずしも配当を受け取ることが不利に作用するとは限らない。投資家の多種多様な異時点間消費選択に直面する企業においては、配当政策は中位株主の最適解と整合するように決まると期待される。そのうえで、フリーキャッシュフローが配当を超過している場合、企業の株式が顕著に過大評価されていないかぎり、残余の余剰資金は自社株買戻によって分配されることになる。

第6章では、なぜ企業が配当と増資を同時に実施しようとするのかについて、新しい理論的説明を提示するものである。個人投資家の観点で考察するかぎり、配当と増資の組み合わせは、税や新株発行コストを余計にもたらす浪費にすぎないように見受けられる。しかし、配当政策に関する中位投票モデルを援用すると、所与の投資政策と資本構成のもとで、中位投票による配当政策が資金不足をもたらす場合、支配的株主は収益性のある投資プロジェクトをファイナンスする必要のために、企業に対して増資を実施させると考えられる。税・取引費用の節約から得られる私的便益が、新株発行コストを超過するかぎり、支配的株主にとつて配当と増

資の組み合わせは合理性を持つことになることが示される。

第7章は、配当のモニタリング仮説について、Shleifer and Vishny (1986) 等とは異なるアプローチから分析を行なっている。ブロックホルダー（大株主）である法人・機関投資家が配当を選好する一方、零細ではあるけれども集団としては多数派を形成する個人投資家が無配を選好するという状況下において、前者だけが企業の経営者に規律を与えるモニタリング活動を提供できるならば、後者は配当政策で妥協する可能性がある。配当回避型の個人投資家がひとつのグループとして過半数のシェアを保有している時、配当追求型の法人・機関投資家は競合する無配案に勝利しなければならない関係上、自分自身の最適配当よりも低い水準の配当案を提示する可能性がある。

## 論文審査の結果の要旨

以上の理由から、審査委員は、本論文の著者が、博士(経営学)の学位を授与されるに十分な資質を持つものと判断する。

平成28年3月7日

審査委員	主査	教授	藤原 賢哉
		教授	忽那 憲治
		教授	内田 浩史

本論文は、異時点間消費選択と取引費用の重要性に着目したペイアウト政策に関する理論的研究である。税金を含む取引費用に関しては、従来から研究はあるものの、どちらかといえばマイナーな不完全要素として議論されることが多く、近年では、情報の非対称性やエージェンシーコスト等の要素を重視する研究が多かったように思われる。これに対して、本研究は、異時点間の消費選択の枠組みの中で、取引費用を明示的に取り上げることで、ペイアウト政策に関する既存の研究の問題点を解決するとともに、様々な現象・パズルに対して理論的な解を与えることに成功している。ペイアウト政策における取引費用の重要性を再認識させている点で非常に重要な貢献であるといえる。

本論文の具体的な学術的貢献は、次の2点に集約できる。

第1は、税の顧客効果に消費の顧客効果を追加することで、現実的なペイアウト政策の分析を可能にしている点である。例えば、異時点間の二重課税によって税負担が高まるため、配当再投資が最適な行動ではないことを論証している。さらに、税と消費の効果を統一的なフレームワークのもとで取り扱い、どのような条件下でどちらの選好が作用するかを定式化して、個人投資家が内点解として多様な配当株を保有することを理論的に説明している。これらの分析は、静学的な取引費用のモデルでは議論されなかった事柄である。

第2に、配当政策をめぐる株主間の利害対立の問題に、異時点間消費選択と取引費用が重要な役割を果たしていることを示すとともに、他の不完全要素(情報の非対称性やエージェンシー問題、企業経費等)や中位投票モデルを導入することで、従来は不可解とされてきた様々なファイナンス上の現象・パズルに対して、新しい視点で理論的な解を与えている点である。

以上のように、本論文には、既存研究にはない独自の貢献が多く含まれており、取引費用のファイナンス理論における理論的重要性ならびに新しい研究領域の可能性を示しているという点で大変意義深い。

その一方で、理論的な結論の明快さを追求しているが故に、法人や機関投資家の理論モデル上の扱い、M&A等の企業の支配権をめぐる分析への拡張、実証研究への適用可能性等、やや物足りない点も若干ながら存在する。しかし、この点は、あくまでも望蜀の感を出ないものであり、本論文の本質的な価値をいささかも損なうものではない。