

# 株主保護水準が企業のIPOに与える影響

九州大学大学院 野崎竜太郎

## <報告要旨>

株主と経営者、株主間の利害対立により生じる問題は多くの経済学的分析が行われている。一般に企業において、現経営陣によって効率的に経営されておらず、取締役会なども現経営陣に対する監視を正しく行っていない場合には、企業価値は低下する。もし、その企業が活動している分野に関心のある企業や投資家（潜在的企業買収者）が、その企業の株式を買収し、効率的な経営をできると考えているならば、買収後の効率的経営による株価の上昇からのキャピタル・ゲインを得ようとするかもしれない。このような敵対的企業買収の可能性は効率的な企業経営（企業価値の上昇）を既存の経営者に行わせるかもしれない。

一般的に非公開企業が一般公開をする際には、企業統治システムをしっかりと構築しなければ企業買収の危険にさらされることになる。よって、企業価値を高めるしっかりとした企業統治システムを構築し、買収を防ぐ必要がある。また、IPOを行う際に、オーナーは株主総会で影響力を持ち、企業においてある程度の決定権を持つためには、それ相応の議決権を有することが必要なので、どれくらいの株式を手許に残すのかという決定も重要である。

先行研究(Zingales (1995))においては、オーナーがIPOの後に潜在的買収者との企業の売却交渉を行う状況を想定し、オーナーは企業売却交渉の前にIPOを行うことによって売却からの自己の利得を高める行動をすることが示されている。

本稿では、先行研究に、さらに企業統治システムとしての株主保護水準を導入する。非公開企業のオーナーがIPOの決定と株主保護水準を同時に決定し、その後、潜在的企業買収者が現れる状況を想定している。この状況のもとでIPOの決定と株主保護水準の決定が各主体の行動にどのような影響を与えるかについて理論的考察を行っている。

もし、オーナーの決定する株主保護水準が低ければ、一般投資家にとってはオーナーが企業のコントロールを継続しても低い利得しか得られないので魅力的ではない。よって高い企業価値をもたらす潜在的企業買収者が株式買収オファーをすれば、それに応じるかもしれない。そのことは潜在的買収者による企業の買収が簡単に行われ、オーナーはコントロール権を失うことを意味する。オーナーが買収を防ぐには、一般投資家の保護を強くする必要はあるが、オーナーの利得は減少するかもしれない。よってオーナーの最適な株主保護水準とIPOの決定を考えることとなる。

## < 討論者からのコメント >

東京経済大学 坪沼秀昌

本論文では、企業の初期オーナーが、IPO 後に自分が経営するより大きな企業価値を実現できる潜在的な買い手に企業を売ることが前提として、IPO によって発生する外部株主に対する保護水準と IPO の関係が分析される。具体的には、法的に定められる株主保護の最低水準の変化が IPO の水準に与える影響、コントロール権を持つ経営者が法的に定められる株主保護の最低水準よりも高い株主保護水準を実現する誘引を持つか否か、社会的に最適な株主保護水準はどのような水準であるか等が論じられている。

しかし、モデル、および分析について以下のような疑問点がある。

(1) 株主保護水準を決定するものとして、監督、監査、情報開示等が考えられている。しかし、実際に経営者のモラルハザード的な行動を抑制するためには、実効性のあるコーポレートガバナンスが必要である。これについては、数多くの研究がなされているが、たとえば、資本構成(負債の役割)、銀行によるモニタリング、敵対的買収の可能性等があげられる。Bebchuk は株主保護水準を決める要因の一つとして、敵対的買収を難しくするような条項(たとえば、取締役の任期をずらす等)を定款に含めるか否か等を挙げている。それに対して、本論文では、株式の議決権と利益請求権を切り離すことができると仮定しているが、そのこと自体が株主保護水準を低くすることにならないのか。特に、もし、法的に、株式の議決権と利益請求権を切り離すことができないということが株主保護の最低水準として要求されるならば、one share one vote の場合も分析する必要がある。

(2) コントロール権を持つ経営者の私的便益は、初期オーナーの場合も、ライバル企業の場合も同じ形で与えられている。しかし、私的便益はコントロール権を持つ経営者のタイプによって異なる。特に、初期オーナーが企業の創業者である起業家である場合と、企業を買収したライバル企業が自企業の子会社として所有する場合では大きな違いがあると考えられる。まったく異なるタイプの経営者であれば、パラメータを変えるだけでは差異を表現できない。

(3) ライバルが TOB をする場合に、買収価格と株主保護水準を提案するとされるが、まだコントロール権も所有していない企業について、株主保護水準を法的に定められたものよりも大きくするという約束には法的拘束力を持たせることが可能であるか。現実的にも、TOB では買収価格の提示だけで十分で、法的拘束力のあるような形での株主保護水準の提案までは要求されない。

(4) 将来において、初期オーナーの経営のもとで実現するキャッシュフロー価値よりも、大きな価値を実現するライバルが確実に出現すると仮定されているが、そこに不確実性、あるいは、外部の投資家との間で情報の非対称性がある場合にはどうなるのか。

(5) IPO をせず、企業がプライベートなままであれば、株主保護を考える必要はない。したがって、株主保護水準を実現するための費用は IPO をせず、初期オーナーが 100% の所有者である限り発生しない。また、ライバルが初期オーナーの保有する 100% の株式をすべて購入する場合もこの費用は発生しない。したがって、IPO がおきるためには、そのときの初期オーナーの期待利益が、IPO をせずに、初期オーナーが全株式を保有したままライバルとの交渉によって得られる利益より大きい必要がある。

(6) 社会的に最適な株主保護水準を求める際、初期オーナーが保有する株式の比率の値を所与としている。しかし、所与の最低の株主保護水準に対して、最適な株式保有比率が決まるのであるから、それを考慮したうえで、社会的に最適な株主保護水準を求めるべきである。

#### < 討論者からのコメントに対するリプライ >

(1) IPO を行う際、企業は普通株式や無議決権優先株式によって行われることが一般的であり、本稿ではこのことを考慮して議決権と利益請求権を切り離すことができるという仮定をおいています。もちろん切り離すことが出来ないと仮定する場合の **one share one voter** については本稿のモデルの所有比率について制約を加えることで分析出来ます。

(2) 本稿では、私的便益額の決定に株主保護水準が影響を与えるということに注目しており、またモデルの単純化のために収益性以外は同質的に扱っています。一般にタイプの違いはありえます。単純に考えると私的便益を得る際の費用パラメータの大きさによって表すことが出来ます。

コメントの例についてはご指摘の通りパラメータの違いだけでは表すこと不十分と思います。この場合、私的便益の費用関数もそうですが、子会社化したいライバルの利得関数自体を考え直す必要があります。本稿ではモデルの単純化のため、ライバルは買収対象企業から私的便益を得ることを目的として参入すると想定しています。

(3) 本稿では、TOB でライバルの提示価格はライバルの決定する株主保護水準に依存して決定し、また完全情報の仮定から事前に提示していることを考えています。本文中には

明示していませんが、それらの仮定からコントロール権を得た後に株主保護水準を守らなければ、他の株主が私的に訴訟によって罰則を科すと考えています。そのような形で法的拘束力を持たせることは可能になると思います。しかしながら、ご指摘の通り、現実には TOB において買取価格だけを提示すればよく、TOB の段階で株主保護水準を提示したものに法的拘束力を自ら持たせることで、後に罰則が科せられるならば、ライバルは TOB の段階で株主保護水準を提示しないと考えられます。このことについては今後の検討課題とさせていただきます。

(4) ライバル将来のキャッシュフローに関する不確実性がある場合にはライバルの企業価値の期待値の大きさによって初期オーナーの行動が変化すると思われれます。ライバルの生む期待企業価値が初期オーナーの将来の企業価値より大きければ交渉は行われますが、そうでなければ、交渉は成立しない。もしくは IPO そのものも行われぬ可能性があります。

ライバルの将来の収益性が私的情報の場合には、交渉において初期オーナーがライバルにセルフセレクションさせるような企業売却契約を提示することが考えられます。また、一方、ライバルが売却を持ちかけるときには自己のタイプに関するシグナルを初期オーナーに送ることを考えると思います。

(5) 初期オーナーが非公開のままライバルと企業売却交渉したときに得られる利得よりも一部を公開したほうの利得が大きくなるような初期オーナーの持ち株比率が内点解で存在しているので IPO はおきることになります。

(6) これについてはご指摘の通りです。初期オーナーの最適な持ち株比率を社会的に最適な株主保護水準の式に代入すると、そのときの最適な社会的に最適な株主保護水準が求められます。この求められた社会的に最適な株主保護水準と法によって定められた株主保護水準との大小関係は私的便益の費用パラメータの大きさによって異なります。