

企業の過小・過大投資問題：リアルオプション・アプローチ

松山大学 井上修一

本論文の目的は、リアルオプションという最新のフレームワークを用いても、従来の研究と同様の過小・過大投資という結果が生じるかどうかを検討することにある。リアルオプションの枠組みで株主と債権者の間で利害が対立するエージェンシー状況下で投資決定問題を解明したのは、Mauer and Ott(2000)である。彼らは企業の意思決定権は株主にあるという前提で、二つの投資政策を比較している。株主が企業価値全体の最適化を図る投資政策を実行する場合と、もう一つは株主価値のみの最適化を図る投資政策を実行する場合である。ここでは企業価値全体を基準に投資の採否の判断をすることが社会的に好ましい行動とされている。また株式価値を基準に投資することは利己主義的な行動とされている。そして株主が利己主義的な行動をとるとき、社会的に好ましい行動をとるときより、投資のタイミングが遅れることを数値例で指摘した。また彼らは投資のタイミングが遅れることは、「将来、投資が実行される確率が減少する」という意味で過小投資であるとも主張している。彼らは株主が利己主義的な行動をとるとき投資のタイミングが遅れる理由として富の移転をあげている。しかしこの富の移転が投資のタイミングとどのような関係があるのかについては、数値例のため必ずしも明らかではない。

本論文では Mauer and Ott(2000)と同様のエージェンシー問題を考察する。すなわち二つの投資政策を比較する。株主が企業価値全体の最適化を図るという社会的に好ましい投資政策をとるときと、株式価値のみの最適化を図るという利己主義的な投資政策をとる場合である。そして彼らの結果と同様に、株主が利己主義的な行動をとるとき投資のタイミングが遅くなることを示す。ただし彼らのモデルは複雑であり、解析的な結果を導出することはできない。そこで本論文ではエージェンシー問題をリアルオプションの枠組み、すなわち多期間の枠組みで考えても、従来の研究と同様に株主が利己主義的な行動をとるとき、投資すべき投資案が実行されない可能性、すなわち過小投資が生じることをより簡単なモデルで解析的に明らかにする。また投資すべきでない投資案が実行されてしまう可能性、過大投資が生じることも解析的に明らかにする。