

The Choice of Outside Equity: Public versus Private Placement

京都大学 小林 磨美

報告要旨

企業が株式によって資金調達する場合、外部大株主が選択する行動が企業価値に与える影響を調べる。ここでは特に、外部株主による relational investing (経営介入する代わりに株式を長期的に保有する) または speculative trading (経営介入しない代わりに保有株式を市場で売買する) の行動選択が起業家の意思決定に依存するモデルを考察する。

本稿では私企業を運営する経営者が増資する状況をモデル化する。増資によって、成功すれば私的便益を伴わないリターンが、失敗すれば私的便益のみが生じるようなプロジェクトを経営者は立ち上げる。外部投資家には小口投資家(小株主)と大口投資家(大株主)が存在し、経営者は増資に際してこれらに株式を割り当てるものとする。小株主はある一定の確率で流動性ショックにさらされることによって市場で保有株式を売買する。一方、大株主は流動性ショックには影響されず、経営者による経営努力を観察した後で(i) 経営介入によって経営者が隠匿する私的便益を取り上げプロジェクトの成功確率を上昇させる、または(ii) 介入せずに保有株式を市場で売買する、のいずれかを選択する。大株主は自らの期待利得を最大にする行動を選択するのだが、ここでのモデルでは大株主の行動選択ははじめに経営者が決めた企業の所有構造に依存する。よって経営者は増資の際に、企業の所有構造を、自分の期待利得を最大にするほうの行動を大株主に選択させるように決定することができる。

以上の設定のもとで得られる主要な結論は次のとおりである。まず、経営者は常に大株主が relational investing を選択するように株式の所有構造を決定する。すなわち増資する際に外部株式を全て大株主に割り当てることによって市場の流動性をなくし、大株主が経営介入を選択せざるを得ない状況を作り出す。大株主による介入が経営者にとって望ましくなる理由は、介入により節約できる経営努力と上昇する株価から得られる利得が失う私的便益を上回るように経営者は自分の持ち株比率を決められるからである。次に、このような経営者の選択は常に株価を最大にするとは限らないことが示される。経営者の選択が株価を最大にするかどうかは大株主の介入費用、プロジェクトが成功した場合のリターンの大きさ、そして市場におけるスペキュレーション費用の大きさ、の3つに依存する。特に大株主の介入費用が経営者の経営努力費用よりも大きい場合、efficiency loss が発生しやすいことが示される。

討論者コメント

(1) なぜ起業家はいつも大株主に relational investing を選択させるのか? この結論に至る

条件はなにか？

- (2) 起業家の規律づけについて：大株主は起業家を規律づけているのか？ Relational investing の場合には起業家は経営努力をしない。
- (3) 実証との整合性について：「銀行が有能だったから，日本ではメインバンク制度が発達した」？単に資本市場が未発達だったからでは？その結果として銀行の技術が向上したのではないか？

報告者リプライ

コメント(1)について：ここでのモデルでは，企業価値（株価）を上昇させるのは起業家による努力と外部の大株主による経営介入であるとしている．もし後者のほうが株価をより引き上げられるならば，起業家が費用をかけて自ら経営努力するよりも外部株主の経営介入によって企業価値を引き上げてもらうほうが起業家の期待利得が大きくなるので大株主に relational investing を選択させることになる．実際，起業家自身の経営努力には固有の能力に依存して決まる上限があるのに対し，大株主の経営介入能力は起業家が株式を割り当てる時点で能力が高い大株主を選択することができるのでここでの結果が得られる．

コメント(2)について：Relational investing を選択した起業家は経営努力をしない代わりに私的便益を得る．Relational investing のもとでの大株主の規律づけとは，起業家が隠匿した私的便益を取り上げるといった，事後的なものとなる．

コメント(3)について：銀行による借り手企業の株式保有と経営介入の因果関係についてはご指摘のとおりである．またメインバンク制度を議論するのにかかせない銀行融資が考慮に入っていないのでここでの分析からただちに実証との整合性を論じることは早計であると考えられる．ただし銀行による経営介入の技術の高さと，それにただ乗りする起業家といった関係についてはさらなる考察の余地があるものと思われる．