

企業統治における外部大株主の役割

小 林 磨 美

I はじめに

米国を中心とする企業分析においては、長らく Berle and Means [1932] が描いた所有と経営とが分離した企業、すなわち分散する多数の株主と専門的経営者とからなる企業が想定されてきた。しかしながら現実には La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer [1999] による法と経済学の観点からの実証研究で明らかされたように、英米以外では企業の所有構造が少数の株主に集中するケースがむしろ大多数である。また、特に1990年代にはいってからは、米国でも機関投資家を中心とする大株主による投資先企業への経営介入（いわゆるアクティビズム）がさかんになってきたこともあり、近年の経済分析では企業統治における大株主の役割に関心が寄せられてきている。本稿では大株主、特に外部大株主の企業統治における役割を調べる。

大株主には人別して内部大株主と外部大株主とがある。内部大株主は企業の経営者自身または経営者の近親者など経営者と利害を一致する形で大口の株式を保有する主体である。これに対して外部大株主とは機関投資家や富裕な個人、またはプライベート・エクイティ・ファンドなど、大口の株式を購入する投資家である。外部大株主は投資先企業の情報を小株主などほかの利害関係者に先駆けて知ることができ、また多くの場合、企業経営を改善するノウハウを持っている。経営改善は経営者と手紙や対話を通じた直接的な意思疎通を凶ったり、株主総会において議決権を行使したりといった経営介入の形で行われるのが一般的である¹⁾。

1) 大株主が株主総会で議決権を行使する以外にも、投資先企業の経営陣に対する直接的な対話ノ

このような介入はアクティビズムと呼ばれ、長期的に株式を保有することを前提として、企業価値、すなわち持ち株の市場価格を上昇させることで得られる利益を確保するために外部大株主が用いる手段である。

このように外部大株主が経営介入に際して必要な情報やノウハウを持っているとしても、その持ち株はせいぜい企業が発行する株式の一部であることから、経営介入するか否かの行動選択は常に企業価値を最大化するとは限らない。特に Shleifer and Vishny [1997] が指摘するように、経営介入ができる大株主の存在によって、企業統治の分析の焦点は従来の（外部）株主対（内部）経営者といった利害衝突から、経営介入が可能な大株主対経営陣に直接的に働きかける手段を持たない小株主の利害衝突に移行してきている。よってここでも大株主が経営介入するか否かを選択する条件と共に、選択した行動が企業価値の最大化を通じて小株主の利害と一致するか否かを調べることにする。

本稿ではある確率でプロジェクトが成功する企業の株式を、外部大株主と分散した小株主とが保有している状況を考察する。大株主は企業の成否を私的情報として得られるので、失敗している場合には経営介入することによって成功に導けるとする。しかし、介入には費用がかかるうえに失敗するリスクがあるので、常に大株主が経営介入するとは限らない。実際、主要な結果として、十分大きい持ち株比率がなければ大株主は経営介入しないことが示された。特に、企業価値が損なわれることを通じて小株主の利益が犠牲になるとしても、持ち株比率が不十分ならば大株主は経営不介入を選択することが示された。

大株主の経営介入を経営者に対する規律づけであると考え、企業価値が損なわれるのにも関わらず不介入を選択する状況は、経営能力が低い経営者が経営改善をせずその地位にとどまることを許す、いわゆる経営者の壟断 (managerial entrenchment) の幫助に相当すると解釈できる²⁾。この場合、大

を通過した介入も行うことについては、Carleton, Nelson and Weisbach [1998] による米国の機関投資家によるアクティビズムについての調査に詳しい。

2) 経営に介入しないことによって、経営努力を怠る経営者がその地位にとどまる、経営者の壟断 (managerial entrenchment) を外部大株主が幫助している可能性があることは Barclay, /

株主は自分の期待利得を最大化するために経営者の監視の幫助を通じて小株主の利益を損なっていることになる。

大株主の存在が企業価値に与える影響についての先行研究は次のとおりである。大株主による企業統治が企業価値にプラスの影響を与えるとする先駆的な研究としては Shleifer and Vishny [1986] がある。これは企業の経営者の規律づけとして乗っ取り (takeover) がある場合、大株主がいることで小株主によるただ乗り問題が解消されることを示した。同様に Admati, Pfleiderer and Zechner [1994] では企業のモニタリングに費用がかかる場合に外部株主間でのただ乗り問題を解消するのに大株主の存在が有効であることを示した。その一方で、大株主の存在はリスク分散を妨げたり (Demsetz and Lerner [1985])、市場の流動性を低下させることで新しい市場における情報生産を低下させたり (Holmstrom and Tirole [1993])、あるいは経営者を過剰に規律づける結果、経営者のインセンティブを下げる (Pagano and Roell [1998], Burkart, Gromb and Panunzi [1998]) といった、企業統治に負の影響を及ぼすことを示す一連の研究も存在する³⁾。本稿では大株主による経営介入が過小になる場合が存在し、その場合に小株主の利益が損なわれることを示した。

論文は以下の構成に従う。第Ⅱ節ではモデルを提示する、第Ⅲ節ではモデルに基づき、大株主が経営介入する条件を示し、小株主の利益を犠牲にする形で大株主が経営不介入を選択する場合があることを示す。最後に第Ⅳ節では結論および今後の課題を述べる。

II モデル

ここでは4期(第0, 1, 2, 3期)からなる経済を考える。ある企業の株式のうち、 ϕ ($\phi \in (0, 1)$) を外部大株主が、 $1-\phi$ を分散した多数の小株主が保有

³⁾ Holderness and Sheehan [2003] の実証分析で示されている。

3) Pagano and Roell [1998] 及び Burkart, Gromb and Panunzi [1998] は経営者に対する大株主の過剰な規律づけを over-monitoring と呼び、大株主の規律づけが常に企業価値にとってプラスであるとは限らないことを示した。

しているものとする。企業のリターンは成功した場合のほうが大きいので、大株主は私的な費用を負担して経営改善のために介入できるものとする。以下では詳細を説明する。

第0期における大株主と小株主の持ち株比率を所与として、プロジェクトが開始する。第1期にプロジェクトのリターンが大株主にのみ観察できる形で実現する。プロジェクトのリターンは、成功すれば V 、失敗すれば ω ($0 < \omega < V$) であるとする。ここではプロジェクトが成功する確率は企業に固有であるとし、外生的に $q \in [0, 1]$ で与えられるものとする。プロジェクトが失敗した場合、第2期に私的に介入費用 $\frac{kv^2}{2}$ (ただし $k > 0$ を介入費用係数とする) を負担して大株主が経営介入することで、企業に ω を再投資させることができる。再投資によって失敗したプロジェクトが成功する確率を v とし、これを大株主による介入の成功確率であるとする。大株主の介入による再投資が成功すればリターン V が第4期に得られるが、失敗すれば ω は失われ、第4期のリターンはゼロになる。第4期には実現した全てのリターンが小株主を含む第三者にも観察でき、持ち株比率に従い分配される。

以上の設定のもとで、第1期にプロジェクトが失敗しているのを私的に観察した大株主が第2期で経営介入する場合、リターン ω を確率 v で V に、確率 $1-v$ でゼロにすることになる。よって大株主の経営介入はリターンが V になる事前確率を q から $q + (1-q)v$ に上昇させられる代わりに、 $(1-q)(1-v)$ の(事前)確率でリターンをゼロにしてしまう。経営介入にはその成否に関わらず $\frac{kv^2}{2}$ の費用がかかるので、第2期において経営介入するか否かの大株主の選択はその選択に伴う期待利得の大きさに依存することになる。

ここでは大株主が経営介入するインセンティブに焦点を当てるために、プロジェクトの成否に連動するような経営者報酬は考えないことにする。この想定のもとでは外生的に与えられるプロジェクトの成功確率 q は企業経営者に固有の能力であると解釈できる。また第2期での再投資を通じた経営改善は、既存の経営者を説得するか、またはこれを解雇して新規の経営者を据えることに

よって大株主により行われるものとする。このような経営改善はプライベート・エクイティ・ファンドのように企業経営のノウハウにたけた大株主が経営者への助言を通して行うものと、機関投資家や富裕な個人投資家などが株主総会で選出した新規の経営者が行うものがある。いずれの場合も既存経営者に対して直接的に働きかけるという点において、経営者の規律づけと捉えることができる。

III 分 析

まず第2期における大株主の行動選択を調べるために、経営介入する場合としない場合での大株主の期待利得を導出し比較する。

大株主が経営介入しない場合、第1期に実現した企業価値がそのまま第4期に第三者にも分かる形で観察可能になる。株式保有によって企業価値の ϕ の割合を得られる大株主の期待利得を π_0 とすると次のようにあらわされる：

$$\pi_0 = \phi[qV + (1-q)w]. \quad (1)$$

次に大株主が経営介入する場合を考察する。大株主が介入するのは第1期にプロジェクトが失敗している場合に限られることから、期待利得 π_L は次のようになる：

$$\pi_L = \phi[q + (1-q)v]V - (1-q)\frac{kv^2}{2}. \quad (2)$$

大株主は π_L が最大になるように介入水準 v を決められる。ここで(2)式が v の凹関数であることから、 $\frac{\partial \pi_L}{\partial v} = 0$ にする v (\bar{v} とする)で π_L は最大になる。よって \bar{v} は次式で与えられる。

$$\bar{v} = \frac{\phi V}{k}. \quad (3)$$

これを(2)式に代入すると π_L は

$$\pi_L = \phi qV + (1-q)\frac{\phi^2 V^2}{2k} \quad (4)$$

となる。ここで(4)式から(1)式を差し引くと、

$$\pi_L - \pi_0 = (1-q)\phi \left[\frac{\phi V^2}{2k} - \omega \right] \quad (5)$$

が得られる。大株主が第 2 期に経営介入する条件は $\pi_L \geq \pi_0$ であることから、 $\pi_L = \pi_0$ を満たす大株主の持ち株比率の大きさを ϕ_L とするとただちに次の補題を得る。

補題 1 (第 2 期における大株主の行動選択)

- (i) $V < \sqrt{2k\omega}$ ならば大株主は常に経営介入しない。
- (ii) $\sqrt{2k\omega} \leq V$ ならば、自分の持ち株比率が $\phi \geq \phi_L$ ならば大株主は経営介入するが、 $\phi < \phi_L$ ならば介入しない。ただし $\phi_L = \frac{2k\omega}{V^2}$ である。

補題 1 が示すことは次のとおりである。まず補題 1 (i) はプロジェクトが成功する場合のリターン V が、大株主の介入費用係数や第 1 期にプロジェクトが失敗した場合に得られるリターンの大きさに比べて $V < \sqrt{2k\omega}$ を満たすほど小さければ、持ち株比率がどれだけ大きくても $\pi_L < \pi_0$ になるので、大株主は第 2 期に経営介入を選択しないことを示している。一方、補題 1 (ii) は成功する場合のリターンが $\sqrt{2k\omega} \leq V$ を満たすほど大きいならば大株主が経営介入する可能性を示している。特に大株主の持ち株比率が十分大きければ ($\phi \geq \phi_L$)、経営介入が失敗することにより失う再投資額 ω や介入費用に比べて、成功する場合に得られる持ち株に応じた企業価値の一部のほうが大きくなるので経営介入を選択することになる。以下では $\sqrt{2k\omega} \leq V$ が満たされていると仮定して分析を進める。

ところで補題 1 で見たように、経営介入するか否かの大株主の選択は自分の期待利得の相対的な大きさに依存するので、大株主の行動選択が必ずしも企業価値を高めるとは限らない。実際、大株主が介入しない場合の企業価値を EV^0 、介入する場合の企業価値を EV^1 とすると、それぞれ次のようになる：

$$EV^0 = qV + (1-q)\omega, \quad (6)$$

$$EV^1 = [q + (1-q)v]V = pV + (1-q) \frac{\phi V^2}{k}. \quad (7)$$

ここで $EV^1 = EV^0$ を満たす ϕ を ϕ_E とすると、(6)、(7)式とから次の補題を得る。

補題2 (企業価値と大株主の持ち株比率)

大株主の持ち株比率が $\phi \geq \phi_E$ ならば、企業価値は大株主の経営介入があるほうが、ない場合よりも大きくなる。逆に $\phi < \phi_E$ ならば経営介入がないほうが企業価値は大きくなる。ただし $\phi_E = \frac{k\omega}{V^2}$ である。

補題2は、第2期において自分の期待利得ではなく、企業価値を最大にすることを目的として大株主が行動選択をするならば、持ち株比率が ϕ_E 以上で経営介入することを示す。ところで補題1(ii)は、大株主は自分の期待利得を最大化するほうの行動を選択するならば、持ち株比率が ϕ_L 以上でなければ介入しないことを示している。ここで補題1と2から $\phi_E < \phi_L$ がいえるので、大株主の持ち株比率が $\phi_L \leq \phi$ を満たすほど十分大きい場合は、大株主が経営介入を選択することが企業価値を高めることになる。また逆に持ち株比率が $\phi < \phi_E$ を満たすほど十分小さければ、経営介入をしないといった大株主の選択が企業価値を高めることになる。ここで小株主の持ち株比率が $1-\phi$ であることに注意すると、大株主が自分の期待利得を最大にするような行動を選択することで、小株主の利益も最大化されていることが分かる。翻って、大株主の持ち株比率が $\phi \in [\phi_E, \phi_L]$ の範囲にある場合、経営介入したほうが企業価値は大きくなるにも関わらず、経営介入しないほうが自分の期待利得が大きくなるので経営介入しないことを選択してしまう。このケースでは先のケースとは逆に、小株主の利益を損なう形で大株主は自分の期待利得を最大にしているといえる。

以上の議論は次の命題にまとめられる。

命題1 (大株主と小株主の利害衝突)

(i) 大株主の持ち株比率が $\phi_L \leq \phi$ を満たす場合は大株主は経営介入し、

$\phi < \phi_E$ を満たす場合は大株主は不介入を選択することで小株主の利益を最大にできる。

- (ii) 大株主の持ち株比率が $\phi \in [\phi_E, \phi_L]$ を満たすならば、大株主による経営不介入の選択は小株主の利益を損なう。

命題 1 (i) は、大株主の持ち株比率が十分大きい、または十分小さい場合には、自分の期待利得を最大化する行動（経営介入または不介入）が企業価値を最大化し、その結果小株主の利益も最大になることを示している。一方、命題 1 (ii) は大株主の持ち株比率が中位であるときに、経営不介入を選択する大株主の行動は企業価値を損なうことを示している。ここで、大株主による経営介入が企業経営者の規律づけであると解釈すると、命題 1 (ii) のケースは、本来ならば大株主によって規律づけられるべき経営者が規律づけられないままに操業を続ける、または経営者の地位にとどまられることを示している。これは、大株主は経営能力が低い、すなわち q が小さい経営者が自己保身（entrenchment）するのを幫助していると解釈できる。よってこのケースでは大株主は経営者の自己保身を幫助しつつ小株主の利益を損ねていることになる。

IV 結論と今後の課題

本稿では外部大株主が企業の情報を第三者に先駆けて私的に入手でき、かつ必要ならば経営介入を通じて経営改善できるという仮定のもとで、経営介入がある条件を調べた。経営介入には私的費用がかかるうえにある確率でしか成功しないことから大株主は常に企業価値が最大になるように介入するか否かを選択しない。その結果、大株主の持ち株比率が十分大きいまたは小さい場合以外では大株主が経営不介入を選択する結果、小株主の利益が損なわれる可能性が示された。

ここでは外部大株主の選択に分析の焦点を当てるために、経営者の報酬や私的便益を無視したモデルを提示した。しかしながら、経営者が外部大株主の介

入によってその地位を追われることで私的便益を失う可能性があるモデルを考
えることで、大株主が経営介入しないように経営者が大株主と結託を図る可能
性がある。その場合、より鮮明な形で大株主と小株主との利害衝突が分析でき
ると考え、今後の課題とする。

参考文献

- Admati, A., P. Pfleiderer, and J. Zechner [1994] "Large Shareholder Activism, Risk Sharing, and Financial Market," *Journal of Political Economy*, 102, pp. 1097-1130.
- Barclay, M. J., C. G. Holderness, and D. P. Sheehan [2003] "Private Placements and Managerial Entrenchment," mimeo.
- Berle, A. and G. Means [1932] *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York, N. Y.
- Burkart, M., D. Gromb and F. Panunzi [1998] "Large Shareholders, Monitoring, and Fiduciary Duty," *Quarterly Journal of Economics*, 112, pp. 693-728.
- Carleton, W. T., J. M. Nelson and M. S. Weisbach [1998] "The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF," *Journal of Finance*, 53, pp. 1335-1362.
- Demsetz, H. and K. Lerner [1985] "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, 93, pp. 1155-1177.
- Holmstrom, B. and J. Tirole [1993] "Market Liquidity and Performance Monitoring," *Journal of Political Economy*, 101, pp. 678-709.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer [1999] "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*, 55, pp. 471-517.
- Pagano, M. and A. Roell [1998] "The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public," *Quarterly Journal of Economics*, 113, pp. 187-226.
- Shleifer, A. and R. Vishny [1986] "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 94, pp. 461-488.
- Shleifer, A. and R. Vishny [1997] "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, pp. 737-783.