

RIETI政策シンポジウム

「企業統治改革と日本企業の成長」

プレゼンテーション資料

小佐野 広

京都大学経済研究所教授

2016年6月10日

長期保有のコストとベネフィット： 種類株をめぐって

2016年6月10日

京都大学経済研究所

小佐野 広

背景

- 最近のアメリカの機関投資家
 - 単純な Wall Street Rule
- 投資家の保有期間の短期間化
 - 趨勢的な傾向
- アメリカの株式市場における経営者に対する近視眼的な圧力の増加
 - CEO, analysts, activist investors, independent directors のベンチ・マークとして、株価パフォーマンスを利用
 - 機関投資家の戦略が passive investment strategy

背景

- 機関投資家のproxy advisory firm 利用の増加
 - two large proxy advisors による寡占状況
 - 表面的なリサーチで終わる可能性
- 経営者や金融システムにおける近視眼的傾向を正したとしても、株主の視点が近視眼的であれば、その効果は限定される。

背景

■ 日本の株式市場での動向

- パフォーマンスの指標として株価が利用されることは少ないが、徐々に増加。
- 機関投資家の投資戦略や行動についてはアメリカと同様な傾向もみられる。
- その意味で日本においても経営者に対する近視眼的圧力は以前よりは増加しているといえる。

近視眼的株主をどうするか

- Private company にする。
一部の企業で試みるのはいいが、すべての企業で行うわけにはいかない。とくに、流動性がない株式は、年金ファンドが購入できない。
- 種類株やロイヤリティ株式の導入
普通株を修正して、投資家が長期的視点から購入するメリットを与える。→ 本当に機能するのか(理論的かつ実証的問題)

一株一投票権の普通株モデル

- 証券・投票権構造の標準モデル

Grossman and Hart (1988), Harris and Raviv (1988a, 1988b, 1989)

経営権を獲得したい経済主体にできるだけ多く支払わせて既存株主ができるだけ多くのものを得れるような証券・投票権構造は何か。

一株一投票権の普通株モデル:設定

- 企業家

発行済み株式の市場価値の最大化

証券: 配当金の取り分と投票権の割合という

二つの要素に関して違いがある2種類の
株式を発行することが可能

一株一投票権の普通株モデル:設定

- 企業の経営権に関して、既存経営チームIとライバルチームRという2チームが争う。

企業が生み出す収益系列の現在価値

経営コントロールから得られる私的便益の現在価値

- Rが公開市場買い付けを行い、Iはそれに対抗して買値を出す。経営権の移転には、 $100\alpha\%$ 以上の株式をRが獲得する必要がある。

一株一投票権の普通株モデル:仮定

- 合理的期待(株式保有者は誰が勝つかを確実に予想)
- 各株式保有者は自分の決定が結果に与える影響については考慮しない。
- Rが公開市場買い付けをする時の方法
 - 無条件限定買付(unconditional, restricted offer):あるクラスの株式の買入株式数と価格を提示して、それ以上の応募があった場合は、比例配分で買い付け
 - 限定買付(restricted offer):あるクラスの株式をすべて一定の価格で買い付けてしまうか、もしくはそれができなければ何も買わない

一株一投票権の普通株モデル: 最適証券・投票権構造

- Grossman and Hart (1988) の結論
一株一投票権の普通株式のみの証券・投票権構造が最適
例外: RとI のどちらも顕著な私的便益を持っている
ケース、無条件限定買付のケース
☞ しかし、会社法が整備されれば、少数株主の犠牲の上で富を移転させることは難しくなるので、上記の例外的なケースでは少数株主による訴訟を起こすことができ、そのような状況になる可能性は低い。

一株一投票権の普通株モデル の限界：顕著な私的便益のケース

(1) RとIのどちらも顕著な私的便益を持っているケースは本当に無視していいか

1990年代以降の金融危機の際に強欲な経営者の存在があげられる状況下で、正しい判断と言えるのか？

→ 1990年代以降、経営者に過度に利益を追求させている主たる要因はストック・オプションを典型例とする株価連動報酬であり、経営者の私的便益ではない。

一株一投票権の普通株モデル の限界：顕著な私的便益のケース

- 他方、オーナー系企業 (family firm) における empire building 的な便益、あるいは、家業としての便益、もしくは、(新興国のものも含めて) 政府系の企業が利潤最大化以外の経営方針で活動している場合は、私的便益は大きい可能性がある。
- オーナー系企業や政府系企業における経営権争いを考える場合には、種類株が有効かもしれない。(とくに、新興国の政府系企業やオーナー企業による買収の可能性が高くなっている業種のオーナー系・政府系企業では種類株の導入は正当化されるかもしれない。)

一株一投票権の普通株モデル の限界：動学的な証券構造

(2) より動学的な証券構造

- Grossman and Hart (1988) の議論は、収益に線形な形で配当が支払われる通常の普通株式のみならず、ワラントや転換社債のように収益に非線形な形で配当が支払われたり、債務不履行や低配当により投票権が移動する場合でも成立。→しかし、そのような証券構造は静学的なもので、株主や経営陣の時間に伴う行動まで考慮した動学的なものではない。

一株一投票権の普通株モデル の限界：動学的な証券構造

(2) より動学的な証券構造

- 株主や経営陣の時間に伴う行動まで考慮した動学的な証券構造を考えるとどうなるか？
 - たとえば、ロイヤリティ株式 (Loyalty-Shares)
 - 投資家が事前に定められた一定期間以上、その株式を保有した場合に、事前に定められた価格で株式を購入する権利 (call option)、あるいは、ワラントが与えられるような株式

一株一投票権の普通株モデル の限界：動学的な証券構造

- ロイアリティ株式の例

1. 1991年に Michelinが与えたもの

1991年12月24日に保有されている10株式に対して、1単位の call-warrant を付与した。call-warrant は期間4年で、200フランの行使価格で行使できるものであった（発表当時の Michelin株は、1株115フラン）。一定の保有期間の制限はないが、大幅に out-of-the-money の状態なので、長期保有のインセンティブはあったと考えられる（行使まで2年の期間が必要だった）。

一株一投票権の普通株モデル の限界：動学的な証券構造

2. 2009年に L'Oreal (ロレアル) が registered shareholders に与えた Loyalty bonus 少なくとも2年間、registered shares を保有していれば、配当を10%増やす、というオファーを出した。
3. 2011年に、Electricite de France と Credit Agricole (銀行) も、同様な Loyalty bonus をオファーした。

一株一投票権の普通株モデル の限界：動学的な証券構造

- 日本の事例：トヨタ自動車の第1回AA型種類株式
2015年7月に発行された約5年間の譲渡制限が付された非上場株式。配当年率は2015年度が0.5%、翌年度以降2019年度まで0.5%ずつ増加し、2019年度以降は2.5%の配当年率が続く形。配当金支払いは普通株への配当金支払いに優先。発行から約5年経過後、普通株式への転換もしくは金銭対価での取得請求ができ、後者の場合には発行価格相当額と配当金相当額が保証される。株主総会において普通株式1株と同じ議決権を有する。

一株一投票権の普通株モデル の限界：動学的な証券構造

- Loyalty-Sharesは、本当に機能するのか？

静学的モデルでは分析が難しい。経営者の防
御的(entrenchment)戦略、さらには、株主の
モニタリング行動に与える影響と合わせた動
学的モデルで考察する必要がある。

一株一投票権の普通株モデル の限界：防衛的行動の考慮

(3) コントロール権を持つ既存経済主体による防衛的 行動の考慮

短期的視点を重視してテイクオーバーを提示してくる経済主体がいると、既存経営者は自分たちが経営コントロール権を失う恐れがある場合、短期的視点からの防衛的な投資行動あるいは経営戦略をとる可能性がある。

一株一投票権の普通株モデル の限界：防衛的行動の考慮

解決策

外部株主の中に長期視点からの投資を重視するタイプがある程度の割合で存在すれば、そのような外部株主に対し、一定以上の期間を通して株式を保有し続ければ有利な価格条件で株式を購入する権利（ワラント）を与えるようなロイヤリティ株式を発行。



ロイヤリティ株式を付与されている外部株主は、短期的視点からプロジェクトを選択する競争相手の買付オファーに応じないので、長期的な視点から正当化されるプロジェクトのみが選択される可能性がある。

一株一投票権の普通株モデル の限界：防衛的行動の考慮

- 議論の理論的問題点

1. ロイヤリティ株式を発行することが望ましい均衡の存在
買収を仕掛ける側が近視眼的利益からオファーしてテイクオーバーが成功する時に、長期的利益を選好する株主を味方につけてテイクオーバーを阻止するという均衡が成立するための条件は複雑。均衡が存在する条件は限定的なものかもしれない。ロイヤリティ株式を発行すると既存経営者の期待利得が本当に上昇するのか。

2. 既存経営者、競争相手、各外部株主の時間に関する選好(割引率)が異なる

長期的な視点にたつプロジェクトが、必ずしも、社会的厚生を最大化していないかもしれない。

一株一投票権の普通株モデル の限界：株主のモニタリング行動

(4) 株主のモニタリング行動への影響

ロイヤリティ株式のように長期的な保有が有利になる株式が導入されれば、長期的保有を好む大株主による経営者に対するモニタリング行動、ないしは、アクティビスト活動のインセンティブを強める効果があるかもしれない。

一株一投票権の普通株モデル の限界：株主のモニタリング行動

- 設定

大株主：企業の株式を 100α パーセントだけ保有

経営者に対するモニタリング活動により企業価値 V を
 100β パーセントだけ上昇

(モニタリング費用) > (大株主が享受できる企業価値の増分 $\alpha\beta V$) \Rightarrow モニタリング活動はない。

ロイヤリティ株式の保有により、 $\alpha\beta V$ 以上の企業価値の増分を享受できる可能性 \Rightarrow 経営者に対するモニタリング活動のインセンティブが強まる。

一株一投票権の普通株モデル の限界：株主のモニタリング行動

- ロイヤリティ株式は企業価値増分の株主間での配分を変えて、モニタリングをしない株主からモニタリングをする大株主に企業価値の増分の一部を移転する役割を果たしていることになる。
- ロイヤリティ株式のような種類株式は、モニタリング活動の際に生じるモニタリング費用はモニタリングを行う大株主しか負担しないというフリー・ライダー問題を緩和する役割を果たすことができると考えられる。

しかし、トヨタ自動車が発行したAA型種類株式のように大株主に対する新株の購入割り当てが低いものは大株主のモニタリング活動の際に生じるフリー・ライダー問題をかえって悪化させる

実証研究

- アメリカのデータを使っているものが大半
- 一株一投票権の普通株のみの証券・投票権構造の優位性を支持するものが多い。

結び

- 静学的な理論モデル:

多くの状況では、1株1投票権の普通株のみの証券—投票権構造が最適。

例外的状況: オーナー(家族)系企業や(新興国のものも含めた)政府系の企業における経営権争い。

- 動学的な理論モデル

ロイヤリティ株式のような種類株は時間とともに証券構造が変化するので動学的分析が必要

結び

既存経営者の近視眼的な行動を抑制する効果: そのような効果が生じる状況は限定的かもしれない。
大株主のモニタリング活動を促進する効果: 大株主のモニタリング活動の際に生じるフリー・ライダー問題を緩和する役割を果たしうる。

- 実証研究はアメリカのデータを使っているものが大半であり、現在の所、1株1投票権の普通株のみの証券—投票権構造の優位性を支持するものが多い。いずれにせよ、各国のデータを使ったさらなる研究が望まれる。