



## 企業の所有構造と経営権の配分の決定

小 林 磨 美

**概要** 大企業の多くには大株主が存在し、経営介入などを通じた大株主による実質的な経営権行使が観察されている。本稿では企業の創業者がどのような条件のもとで外部大株主を形成するのかを調べた。創業者に比べて大株主のほうが経営能力が高いとして、創業者による株式売却を通じた経営権の移譲は、大株主の資金が豊富な場合により生じやすいことが示された。また大株主が経営権を掌握する場合、株式の過半数超を取得することが示された。ここでの結果は企業の経営権の配分とファンドの規模の関係や株式売却におけるセグメンテーションについての示唆を与える。

**キーワード** 経営権, 株式の所有構造, 大株主, セグメンテーション

**原稿受理日** 2005年4月30日

**Abstract** Many of large corporations are owned by large shareholders which substantially take controls of the firms. We consider the situation under which the founder of the firm decides whether or not to form an outside blockholder by selling a block of the shares to the investor that is better at improving the performance of the firm than the founder. We show that the founder tends to relinquish the control rights to the investor with a larger fund for purchasing the block. Furthermore, the investor becomes a controlling blockholder by purchasing more than a half of the shares. Our results have some implications for the relationship between the allocation of control rights and the size of the investor's fund and for the segmentation of the selling price of the stock.

**Key words** Control rights, Ownership structure, Blockholder, Segmentation

## 1. はじめに

現代の企業像として Berle and Means (1932) が描いた、分散した多数の株主による株式所有と専門的経営者による経営といった「所有と経営の分離」は、最近の実証分析により覆されつつある。La Porta et al. (1999) らは大企業の株式所有構造を国際比較することにより、世界的に見て所有と経営が完全に分離している現代企業は稀であり、証券市場が十分発達した英米においてさえ、株式所有は少数の大株主に集中する傾向にあることを明らかにした。さらに近年では、企業の創業者や経営者といった、企業内部者ではない第三者が大株主となって積極的に経営に介入し、実質的な経営権を掌握することが観察されている<sup>(1)</sup>。しかしながら、どのような条件のもとで企業はそのような外部大株主を形成するのかということについての分析は少ない。よって本稿では企業を所有し経営する創業者がどのような条件のもとで外部大株主を形成するかを考察する。

外部大株主が経営介入する例としては、年金基金などの機関投資家による投資先企業への積極的な経営介入（これをアクティビズムという）や、投資先企業の立て直しや経営サポートを通じて価値上昇を狙うプライベート・エクイティ・ファンドやベンチャー・キャピタルといった大型ファンドによる実質的な経営支配などがある<sup>(2)</sup>。これらの外部大株主には企業経営に関する豊富な知識や経験があるので、介入によって企業価値を向上させる経営能力を有すると考えられている。ここでは企業の所有者である経営者（owner-manager）が、優れた経営能力を持つ外部大株主を形成することで事実上の経営権をそれに移譲するか、外部株主を形成せずに自力で経営を続けるかといった選択に直面する状況をモデル化し考察する。特に株式取得に際して外部投資家に借入れ制約がある条件のもとで、創業者が外部大株主を形成し経営権を委譲する条件を調べる。そのために、外部大株主を形成する創業者は大株主に売却した残りの株式を保有しつづける設定のもとで分析する。

主要な結果は次のとおりである。均衡においては投資家の株式取得のための資金が大きいほど、これの経営能力が創業者に比べてそれほど高くなくても創業者は投資家に株式を

---

(1) 外部大株主による経営介入についての理論分析には Kahn and Winton (1998), Maug (1998) などがある。

(2) 米国を中心とするアクティビズムについて、その実際と実証分析のサーベイは Karpoff (1998) に詳しい。またベンチャー・キャピタルによる投資先企業への経営介入の実際については Kaplan and Stromberg (2004) に詳しい。

売却し経営権を委譲することで外部大株主を形成する。また経営権を掌握する大株主は創業者から過半数超の株式を取得することが示される。

この結果は投資するファンドが大型であるほど企業の経営権は創業経営者からファンドに移譲されるという事実と整合的であると考えられる。また後半の結果は、創業者が自分より優れた経営能力がある外部第三者に事実上の経営権を移譲することを目的として株式売却を行うならば、同時に企業に対する支配権も手放さなければならないことを示唆する。

拡張問題として、先の設定における大株主を経営能力がある投資家とし、異なる種類の投資家として、経営能力を持たない投資家が存在すると考える。この場合、創業者が経営能力を持つ投資家に大口の株式を売却することで経営権を移譲し、残りの株式を経営能力がない投資家に売却することで全株式を手放す、と解釈しても先の設定から得られる結果は影響を受けない。また、この設定のもとでは経営能力がある投資家とそうでない投資家とに異なる価格で株式を売却する、いわゆるセグメンテーション（segmentation）が生じていることになる<sup>(3)</sup>。企業がブロック取引できるのは資金が豊富で経営介入する能力（あるいは経営能力）がある投資家に限られるので、企業統治および企業金融論におけるセグメンテーションをめぐる議論の焦点のひとつは、それが経営介入などの手段を使って直接的に企業価値に影響を与えられない投資家の利益を損なっていないかどうかということになる。実際、経営能力がある投資家と創業者とは相対で契約が書けるので、これらが共謀することでその他の投資家の利益が損なわれることが懸念される。

先の結果をこの設定のもとで解釈しなおすことで次の結果を得る。経営能力がある投資家の株式取得資金が比較的大きいならば、セグメンテーションによって経営能力がない投資家の利益が損なわれることはないことが示される。一方、経営能力がある投資家の資金がそれほど大きくなければ、セグメンテーションは経営能力がない投資家の利益を損なうことになる。この結果は、企業が経営支援を仰ぐこと目的として比較的規模が小さいファンドに身売りするような状況においては、セグメンテーションが問題になりうることを示唆する。

本論文の構成は次のとおりである。まず第2節2.1で創業者が株式を外部に売却するかどうかについての一般的なモデルを提示する。次に2.2でこのモデルの解釈を述べた後、2.3でファーストベストを導出する。次に第3節ではファーストベストが達成できない条件のもとで、均衡における創業者の選択と最適な契約を導出する。第4節では第2節で提示し

---

(3) セグメンテーションは IPO (initial public offering) において観察される事実である (Hanley and Wilhelm (1995) および Brennan and Franks (1997))。

たモデルを異なる設定のもとで解釈する。第5節で結論を述べる。

## 2. モデル

### 2.1 基本モデル

ここでは企業の所有経営者である創業者による企業の経営権と株式の所有構造の決定を考察する。この経済には投資先企業の大株主になり事実上の経営権を掌握することによって、企業価値を上昇させる能力がある投資家が存在する。創業者は自社株式を100パーセント保有しながら自力で経営を続けるか、まとまった数の株式 (block of the stake) をそのような投資家に割り当てる形で売却することで外部大株主を形成して事実上の経営権を委譲するかを選択する。以下では呼称の簡単化のため、創業者から株式を取得する投資家を大株主と称する。ここでは創業者と大株主は共にリスク中立的であると仮定する。モデルは3時点(第0, 1, 2期)からなり、時間割引率は考慮しない。

まず第0期で創業者は大株主に株式を割り当てる形で売却するかどうかを選択する。株式を売却する場合には売却する株式の比率  $1-\phi$  ( $\in [0, 1]$ ) および売却価格  $P$  を決定する。簡単化のため、ここで考える経済には同等の経営能力を持つ複数の投資家が存在するとし、そのひとつに対して創業者は  $(\phi, P)$  を交渉力のない契約 (take-it-or-leave-it offer) として提示するものとする。第1期には経営権をもつ主体、すなわち第0期に株式売却がなければ創業者が、株式売却があれば大株主が私的に費用を負担して経営努力  $\nu$  ( $\in [0, 1]$ ) を投入する。投入する努力  $\nu$  に対し、創業者が負担する費用は  $\beta\nu^2/2$  であり、大株主が負担するそれは  $k\nu^2/2$  であるとする。企業のプロジェクトは確率  $\nu$  で成功して第2期にキャッシュフロー  $V$  を実現するが、確率  $1-\nu$  で失敗しキャッシュフローはゼロになるとする。ただしプロジェクトが失敗しても企業を運営する主体(経営者)は私的便益 ( $0 < b < V$ ) を享受できるものとする<sup>(4)</sup>。すなわち創業者が第0期で株式を売却しなければ創業者が、株式を売却すれば大株主がこれを得られるものとする。第2期にキャッシュフローが実現した後、企業は清算される。なおこの企業にはほかのプロジェクトがなく、第2期で実現するキャッシュフローの期待値が企業価値(株価)に等しくなるとする。

創業者および大株主の努力費用に関して次の仮定を置く。

(4) ここで考える私的便益とは経営者が企業経営から得られる人的資本の蓄積を金銭評価したものに相当し、経営者個人しかそれを享受できないものとする。なお成功した場合の企業価値にはこれが含まれているものと解釈する。

仮定1  $\beta > k$

仮定1は大株主のほうが創業者よりも低費用で同じ成功確率を達成できることを示す。このことは経営者としては大株主のほうが創業者よりも能力が高いことを示唆する。

2.2 モデルの解釈

企業がまとまった数の株式を積極的に経営介入する投資家に売却することで外部大株主を形成するケースは広く観察されている。特に未公開（未上場）企業が大量の株式を第三者に売却する場合には売却先を慎重に選択することが報告されている。例えば Kaplan and Stromberg (2004) は創業間もない企業（ベンチャー企業）によるベンチャー・キャピタルの選択について、また Brennan and Franks (1998) は IPO の際に公募とは別に機関投資家をはじめとする特定の専門的な投資家に対して企業がブロックを割り当てる形で売却することを報告している。

第2.1節で提示した設定は次のようないくつかの状況をモデル化していると解釈することができる。まず、先のモデルにおける創業者がベンチャー企業の創業経営者であり、大株主がベンチャー・キャピタルであると解釈する場合、創業者が自力で経営を続けるか、ベンチャー・キャピタルに株式を売却することによって経営ノウハウの提供を受けるかを決定する問題であると考えることができる。一般にベンチャー・キャピタルは投資先企業の経営に積極的に介入することによって企業価値を向上させる。ベンチャー・キャピタルによる経営介入には、事実上の経営者交替から創業経営者に対する助言まで、その程度には幅がある。先のモデルは、ベンチャー・キャピタルが投資先企業の大株主になることで専門的な経営者を送りこめば創業者よりも低費用でプロジェクトの成功確率を上昇させられる状況を表していると解釈できる<sup>(5)</sup>。

またこのモデルの大株主を経営に関する専門知識を有する大株主であると考えられることもできる。この場合、大株主は機関投資家や経営に関するノウハウを持つ富裕な個人投資家であり、まとまった数の株式を取得することによって創業経営者に対してアクティビズムの形で経営に介入できるものと解釈できる<sup>(6)</sup>。外部大株主による介入により費用係数が $\beta$ から $k$ に下がることになる。外部株主の介入には経営者に対する助言や規律づけ、さら

(5) または、創業経営者が企業をベンチャー・キャピタルからの助言に完全に従う形で事実上の経営権を移譲することによって経営努力費用の係数が $\beta$ から $k$ に下がると解釈してもよい。

(6) 米国におけるアクティビズムには、投資先企業に取締役を派遣したり、株主総会での投票権を行使したりするほかに、ここでいう創業者に対して個人的な形で交渉する (Carleton, Nelson, and Weisbach (1998)) といった手段がある。

には外部大株主が選出した新規経営者と創業者との交替といった手段があることが知られている。特に経営者の交替がある場合、創業者は企業の株式を一部保有しつつも経営に関与しなくなるという点で、「物言わぬ株主 (silent blockholder)」になる。

### 2.3 ファースト・ベスト

仮定1より、創業者が大株主に株式を売却することが社会的に望ましくなることが分かるので、本節ではそれを確認し、最適な株式所有構造と株式売却価格を導出する。

創業者が大株主に  $1-\phi$  の割合の株式を価格  $P$  で売却する場合、プロジェクトの成功確率  $\nu$  を所与とする創業者の期待利得  $\pi_F$  は次のようになる。

$$\pi_F = \phi \nu V + (1-\phi)P \quad (1)$$

右辺第1項は株式売却後に創業者が保有する株式から得られる期待利得であり、第2項は株式売却益である。株式を売却すれば企業の事実上の経営者は大株主になるので、プロジェクトが失敗すれば創業者はなにも得られないことに注意する。

次に大株主の期待利得を導出する。経営努力  $\nu$  を投入することによってプロジェクトは確率  $\nu$  で成功し、キャッシュフロー  $V$  を生み出すので、取得した株式から得られる大株主の期待利得は  $(1-\phi)\nu V$  になる。プロジェクトは確率  $1-\nu$  で失敗するが、大株主が事実上の経営者なので私的便益  $b$  を得られる。経営努力には費用  $\frac{k\nu^2}{2}$  がかかり、また株式取得のために  $(1-\phi)P$  を支出することから大株主の期待利得  $\pi_M$  は次式で与えられる。

$$\pi_M = (1-\phi)\nu V + (1-\nu)b - \frac{k\nu^2}{2} - (1-\phi)P \quad (2)$$

ここで社会的余剰を  $S$  とすると次式のようになる。

$$S = \pi_F + \pi_M = \nu V + (1-\nu)b - \frac{k\nu^2}{2} \quad (3)$$

これが  $\nu$  に関して凹関数であることから、創業者が大株主を形成した場合の社会的余剰を最大にする最適な努力水準  $\nu^*$  は一階条件より

$$\nu^* = \frac{V-b}{k} \quad (4)$$

になる。ここで次の仮定を置く。

仮定2  $b < V < b+k$ .

この仮定は  $v^*$  が内点解 ( $v^* \in (0,1)$ ) になることを保証する。これを (2) に代入することで社会的余剰  $S^*$  は次式で与えられる。

$$S^* = \frac{(V-b)^2}{2k} + b \quad (5)$$

一方、創業者が株式を外部に売却せず自力で経営を続ける場合、期待利得は次のようになる。

$$\pi_0 = vV + (1-v)b - \frac{\beta v^2}{2} \quad (6)$$

これを最大化する努力水準  $v_0$  は一階条件より

$$v_0 = \frac{V-b}{\beta} \quad (7)$$

となる。創業者が自力で経営する場合の社会的余剰は創業者の期待利得と等しいので、この場合の社会的余剰  $S_0$  は (7) を (6) に代入することで、次のようになる。

$$\pi_0(v_0) \equiv S_0 = \frac{(V-b)^2}{2\beta} + b \quad (8)$$

仮定1より  $S^* > S_0$  であることは明らかなので、創業者が株式売却し大株主を形成することによってファーストベストが達成されることが確認できる。

次に、ファーストベストを達成する  $(\phi, P)$  を導出する。株式を購入した投資家は  $\pi_M$  を最大にする努力水準を選択する。 $\pi_M$  は  $v$  に関して凹関数であることから、これを最大にする努力水準  $v_M$  は一階条件より次のようになる。

$$v_M = \frac{(1-\phi)V-b}{k} \quad (9)$$

これと (1), (2) 式とから第0期における創業者の最大化問題  $Q_0$  は次のように与えられる。

$$\max_{\phi, P} \frac{\phi[(1-\phi)V-b]V}{k} + (1-\phi)P$$

$$\text{s.t. } \frac{[(1-\phi)V-b]^2}{2k} + b - (1-\phi)P \geq 0.$$

ただし目的関数は(1)式に(9)式を代入した創業者の期待利得であり、制約式は $\pi_M(v_M) \geq 0$ 、すなわち大株主の参加制約である。ここで創業者は大株主の参加制約が等号で成立する水準に $(\phi, P)$ を決定できるので、創業者の目的関数は(3)式で表される社会的余剰と等しくなる。よって、創業者は大株主の努力水準 $v_M$ が $v^*$ に等しくなるような $(\phi, P)$ を提示する。ここで(4)と(9)とから、 $v_M = v^*$ を満たす創業者の持ち株比率は $\phi = 0$ であることが分かる。これを創業者の目的関数に代入することによって、最大化問題 $Q_0$ の最適解は次のようになる。

$$(\phi^*, P^*) = \left(0, \frac{(V-b)^2}{2k} + b\right) \quad (10)$$

ファーストベストでは大株主が100パーセントの株式を取得することが分かる。このことは企業の事実上の経営者となる大株主が企業を完全に所有することによってファーストベストが達成されることを示している。さらに、創業者が提示する売却価格で100パーセントの株式を取得するためには、大株主は少なくとも $\frac{(V-b)^2}{2k} + b$ 以上の資金を持っている必要がある。ここで株式取得のための借入れができないという仮定を置くと、手元資金が $\frac{(V-b)^2}{2k} + b$ を下回る大株主に株式を売却するならばファーストベストが達成できないことが分かる。以下では大株主の資金制約のもとでの創業者の最大化問題を考察する。

### 3. 大株主の資金制約下における創業者の決定

大株主の手元資金を $I$ として、次の仮定を置く。

$$\text{仮定 3 } \frac{(V-b)^2}{2k} + b > I > b$$

この仮定のもとでは大株主はファーストベストの価格で全株式を取得できない。本節では



大株主の資金制約のもとでの創業者の最大化問題を次の手順で解く。まず第3.1節では創業者が株式を大株主に売却する場合の最大化問題 (subproblem) を解く。第3.2節では第3.1節で導出した創業者の期待利得と創業者が自力で経営した場合に得られる期待利得とを比較することで、創業者の第0期における選択、すなわち株式を売却することで外部大株主を形成するか否かを調べる。

### 3.1 大株主を形成する場合の株式所有構造と売却価格の導出

大株主は自分の手元資金以下でしか株式を購入できないので、制約式は次のようになる。

$$I \geq (1-\phi)P \quad (11)$$

よって大株主に資金制約がある場合の創業者の最大化問題はファーストベストを導出した最大化問題  $Q_0$  にこの制約式を加えたもの (これを  $Q_1$  とする) になる。

$$\begin{aligned} \max_{\phi, P} & \frac{\phi[(1-\phi)V-b]V}{k} + (1+\phi)P \\ \text{s.t.} & \frac{[(1-\phi)V-b]^2}{2k} + b - (1-\phi)P \geq 0 \\ & I \geq (1-\phi)P \end{aligned}$$

これを解くことにより次の補題を得る。

**補題 1** 創業者が第0期に株式を売却して大株主を形成する場合、大株主の手元資金の範囲によって異なる契約が書ける。

(i) 大株主の資金が

$$\frac{(V-b)^2}{2k} + b > I > \frac{(V-b)^2}{8k} + b \quad (12)$$

の範囲であれば、最適な株式所有構造と売却価格は次のようになる：

$$(\hat{\phi}_1, \hat{P}_1) = \left( \frac{V-b-\sqrt{2k(I-b)}}{V}, \frac{VI}{b+\sqrt{2k(I-b)}} \right) \quad (13)$$

(ii) 大株主の資金が

$$\frac{(V-b)^2}{8k} \geq I > b \quad (14)$$

の範囲であれば、最適な株式所有構造と売却価格は次のようになる：

$$(\hat{\phi}_2, \hat{P}_2) = \left( \frac{V-b}{2V}, \frac{2VI}{V+b} \right) \quad (15)$$

(証明の概要) 大株主の参加制約および資金制約のラグランジュ係数をそれぞれ  $\lambda, \mu$  として最大化問題  $Q_1$  を解く。このとき両方の制約式が等号で成立する場合は補題1(i)のケースに、参加制約が強い不等号で、資金制約が等号で成立する場合は補題1(ii)のケースに相当する。 (終り)

大株主の持ち株比率は  $1-\phi$  であらわされる。補題1(i), (ii) とから、

$$1 > 1-\hat{\phi}_1 > 1-\hat{\phi}_2 = \frac{V+b}{2V} > \frac{1}{2} \quad (16)$$

であることが分かる。よってただちに次の命題を得る。

**命題1** 創業者が株式を売却することによって外部大株主を形成する場合、事実上の経営者となる大株主は過半数超の株式を取得することによって企業の支配権を掌握する。

この命題は事実上の経営権移譲を目的として外部大株主を形成する場合、創業者は企業に対する支配権を放棄することを示している。すなわち企業が発行するのがすべて普通株式であるとする仮定のもとでは、大株主が提示する経営上の意思決定に対して創業者は事後的に抗うことができない。企業経営に事後的に介入できなくなるという点で、経営権を移譲した創業者は物言わぬ株主になることが分かる。

### 3.2 株式売却に関わる創業者の決定

次に創業者が第0期に株式を売却して大株主を形成するか、株式を売却せずに自力で経営を続けるかの選択について調べる。

外部大株主を形成する場合の期待利得が自力で経営する場合のそれ以上になる場合のみ創業者は第0期で株式売却を選択することになる。よって補題1で得た最大化問題  $Q_1$  の最適解のもとでの創業者の期待利得を導出し、それが外部株主を形成しない場合の創業者の期待利得  $\pi_0$  ((8) 式) を上回る場合のみ株式売却が選択されることになる。

まず補題1(i)のケースにおける創業者の期待利得は、最適解  $(\hat{\phi}_1, \hat{P}_1)$  を(1)式に代入することによって次のようになる。

$$\hat{\pi}_{F1} = \frac{\sqrt{2k(I-b)} [V-b-\sqrt{2k(I-b)}]}{k} + I$$

これを(8)式と比較することにより次の命題を得る。

**命題2** 大株主の資金が(12)式を満たす範囲である場合、第0期における創業者の決定は次のようになる。

(i)  $\beta \geq \frac{4}{3}k$  ならば、創業者は株式を売却して外部大株主を形成する。

(ii)  $\frac{4}{3}k > \beta > k$  ならば、創業者は株式を売却せず自分で経営する。

ここで  $k$  が  $\beta$  に比べて小さいほど、創業者より大株主のほうが高い経営能力を有することに注意する。命題2は大株主が比較的大きい手元資金を持つならば、大株主の経営能力が  $\beta \geq \frac{4}{3}k$  を満たすほど十分高い場合には株式を売却して自らの企業に対する経営権を放棄することを示している。一方、大株主の経営能力がさほど高くない ( $\frac{4}{3}k > \beta > k$ ) 場合はたとえ大株主のほうが創業者より優れているとしても、創業者は株式を100パーセント保有したままで経営を続けることになる。

同様に、補題1(ii)のケースでの創業者の期待利得は次式で与えられる。

$$\hat{\pi}_{F2} = \frac{(V-b)^2}{4k} + I$$

これを(8)と比較することにより次の命題を得る。

命題3 大株主の予算が(14)式を満たす範囲である場合、第0期における創業者の決定は次のようになる。

(i)  $\beta \geq 2k$ ならば、創業者は株式を売却して大株主を形成する。

(ii)  $2k > \beta \geq \frac{4}{3}k$ である場合、創業者が大株主を形成するか否かは大株主の手元資金の大きさに依存する。

(ii-1) 大株主の資金が

$$\frac{(V-b)^2}{8k} + b \geq I \geq \frac{(V-b)^2(2k-\beta)}{4k\beta} + b$$

を満たす場合、創業者は外部大株主を形成する。

(ii-2) 大株主の資金が

$$\frac{(V-b)^2(2k-\beta)}{4k\beta} + b > I > b$$

である場合、創業者は株式を売却せず自力で経営する。

(iii)  $\frac{4}{3}k > \beta > k$ である場合、創業者は株式を売却せず自力で経営する。

命題3を命題2と比較することにより、大株主の手元資金が小さいほどその経営能力が創業者を大きく上回らなければ創業者は外部大株主を形成しないことが分かる。特に命題2(i)と命題3(i), (ii)とを比較すると、大株主の資金が十分大きい場合(命題2)には $\beta \geq \frac{4}{3}k$ が満たされる限り創業者は外部大株主を形成したのに対して、大株主の資金が小さい場合(命題3)では $2k > \beta \geq \frac{4}{3}k$ の範囲では必ずしも大株主が形成されるとは限らない。

この結果の解釈は次のとおりである。売却価格を所与とすると、手元資金が小さいほど大株主が取得可能な株式の割合が小さくなる。(9)式より大株主の持ち株比率が小さくなるほど株式取得後の大株主の経営努力水準が下がることになるので、企業価値(株価)は下落する。このことは創業者がその保有株式から得られる期待利得が小さくなることを示唆する。一方、企業価値を上昇させたければその分多くの株式を大株主に売却しなければならないので、創業者は売却価格を下げなければならない。しかし売却価格の引き下げ

は創業者の株式売却益を減らすことになる。このようなメカニズムによって、大株主の手元資金が小さいほど株式売却から得られる創業者の期待利得は減少するので、創業者自身による経営を選択することになる。

#### 4. 株主保護と企業価値

前節までは株式売却後も創業者は $\phi$ の割合の株式を保有し続けると考えてきた。しかし株式を売却した創業者は経営に関与しない「物言わぬ株主」となることから、この設定を第0期に創業者が企業価値を高める能力がある投資家（大株主）に $1-\phi$ を、そのような能力がない投資家に $\phi$ を売却する、と解釈しても問題ない。後者のような投資家は企業経営に関する専門知識がない、または投資先企業の情報を知らない（uninformed）ために企業価値に対する影響力をもたないと考えられる。積極的に経営関与できる投資家を「行動的（active）」であると表現するのに対して、影響力を持たない投資家はしばしば「受動的な投資家（passive investors）」と呼ばれる<sup>(7)</sup>。本稿のモデルを創業者が第0期に株式をすべて外部に売却すると解釈する場合、受動的な株主の利益が保護されているかどうか問題となる。より詳細には、株式売却によって行動的な投資家がレントを得られるならば、創業者による株式売却の決定は受動的な投資家の利益を犠牲にすることで創業者と行動的な投資家を利することになる。これは創業者が行動的な投資家に経営移譲をする代わりにレントを与える形で共謀（collusion）することで受動的な投資家の利益を損なう状況であると解釈することができる<sup>(8)</sup>。

前節までの設定を、行動的な投資家と受動的な投資家とに創業者が株式を売却する状況であると解釈しなおすと次の通りになる。第0期に創業者は自社株式のうち $1-\phi$ を経営関与する能力がある行動的な投資家に価格 $P$ で売却し、残りの $\phi$ を受動的な投資家に売却する。ここで、受動的な投資家には経営介入する能力がないことから、創業者はこれに株式を売却する際にレントが発生しない価格を設定することによって株式売却から得られる期待利得を最大化することができる。受動的な投資家にレントを許さない価格は $v$ 、すなわち行動的な投資家が投入する努力が実現する企業価値であり、これから得られる創

(7) 「受動的」に対して「能動的」という訳語をつけるのが一般的だが、active shareholders という用語が「行動的な株主」と訳されることが多いのでここではこれに従う。

(8) 企業の創業者（内部者）と外部大株主との共謀についての一般的なモデルは Tirole (2001) を参照のこと。またベンチャー・キャピタルとベンチャー企業経営者との共謀についての理論的な分析として Dessi (2004) がある。

業者の期待利得は前節までのそれ、すなわち行動的な投資家に株式を売却後に  $\phi$  を第2期の終わりまで保有することによって得られる期待利得、に等しくなることが分かる。

以上の解釈のもとで、創業者が株式を売却する際に行動的な投資家と受動的な投資家に対して異なる価格を設定できると仮定すれば、前節までの設定のもとで得られた結果をそのまま用いることができる。ここでは創業者が株式を外部に売却する際に受動的な株主の利益が保護されているか否かを調べるために、前節と同様、株式を取得することで経営権を掌握する投資家の手元資金の大きさに分けて議論する。

まず行動的な投資家の資金が(12)式の範囲である場合を考察する。これは補題1(i)および命題2のケースに相当する。この場合、補題1(i)より創業者が株式を売却する際に行動的な投資家(前節では大株主)の参加制約が等号で満たされるような契約を書くことができるので行動的な投資家にはレントが発生しない。よって次の命題を得る。

**命題4** 行動的な投資家の資金が十分大きい場合、創業者が行動的な投資家と受動的な投資家に対して異なる売却価格を設定することは受動的な株主の利益を保護する。

一般に企業が株式を外部に売却する際、行動的な投資家と受動的な投資家とに異なる価格で株式を売却する、いわゆるセグメンテーションが観察される。命題4は、手元資金が大きい行動的な投資家はレントを要求しないので、セグメンテーションが発生してもこれが受動的な投資家の利益を犠牲にしないことを示している。手元資金が大きい投資家は十分多くの株式を取得可能である。よって(9)式より取得株式の価格が十分大きくなるレベルの経営努力を投入できるので、レントがなくても経営権の委譲を受け入れることになる。

一方、行動的な投資家の予算が(14)式を満たす程度の大きさであるような、補題1(ii)および命題3に相当するケースを考察する。この場合、補題1(ii)より大株主が外部に株式を売却する際に大株主の参加制約が強い不等号で満たされる契約しか書けない。すなわち行動的な投資家は事実上の経営権を掌握する際にレントを得ることになる。よって次の命題を得る。

**命題5** 行動的な投資家の資金がそれほど大きくない場合、創業者が行動的な投資家と受動的な投資家に対して異なる売却価格を設定することは受動的な投資家の利益を損なう。

(16) 式が示すように、資金が乏しければ取得できる株式の割合も小さくなるので、(9) とから行動的な投資家が投入する最適な努力水準は小さくなる。さらにその努力水準で達成できる企業価値が小さくなり、取得した株式から十分な利益を得られないので、行動的な投資家はレントを得られなければ企業の経営を引き受けない。特に、行動的な投資家がレントを得られる場合の最適な努力水準が低くなることから、受動的な投資家はレントを得られないばかりか低い株価に甘んじることにもなるのでこの利益は損なわれていると考えてよい<sup>(9)</sup>。

このケースでは創業者は行動的な投資家に経営権を委譲することによって期待利得を高められるので、契約の際に行動的な投資家がレントを享受することに合意していることになる。いいかえれば、創業者と行動的な投資家が契約を通じて共謀することによって、受身の投資家の利益を損ねているということが出来る。

## 5. 結 論

本稿では企業の所有経営者である創業者による経営権と株式の所有構造の決定を考察した。ここでは、自分より経営能力が高い外部投資家に株式を売却することによって外部大株主を形成しこれに経営権を委譲するか、自分で経営を続けるか、という選択肢に直面する創業者の意思決定および大株主を形成する場合の最適な株式売却価格と所有構造を導出した。

株式取得の際に借入れ制約があるとする仮定のもとでは、創業者が外部大株主を形成するか否かは大株主が株式取得に充てる資金の大きさに依存し、資金が大きいほどそれほど大株主の経営能力が高くなくても経営権を委譲することが最適になることが示された。また経営権の委譲がある場合、大株主は過半数超の株式を取得するので、創業者は物言わぬ株主として存在することが示された。

創業者が外部大株主を形成する状況は、経営能力を有するために事実上の経営権を掌握可能な行動的な投資家以外に受身の投資家にも売却することによって、創業者が全株式を手放す状況であると解釈することが可能である。先の結果をこの枠組みで解釈することで、創業者が株式売却を選択する均衡において受身の投資家の利益が損なわれないのは行動的

---

(9) 補題1(i), (ii) のケースにおける大株主（本節での行動的な投資家）の最適な努力水準は(9)式に(13), (15)を代入することで得られる。これらをそれぞれ $\hat{v}_1, \hat{v}_2$ とすると $\hat{v}_1 > \hat{v}_2$ になる。

な投資家の株式購入資金が大きい場合であることが示された。

これらの結果はファンドの規模と経営権および所有構造の関係について示唆を与える。  
またセグメンテーションとファンドの規模の関係について示唆を与えるものである。

### 参 考 文 献

- [1] Berle, A., and G. Means (1932) *The Modern Corporation and Private Property* (MacMillan, New York, N.Y.).
- [2] Brennan, M. J., and J. Franks (1997) "Underpricing, Ownership and Control in the Initial Public Offerings of Equity Securities in the U.K.," *Journal of Financial Economics*, 45, 391-413.
- [3] 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, 1335-1362.
- [4] Dessi, R. (2004) "Start-up Finance, Monitoring and Collusion," *RAND Journal of Economics*, forthcoming.
- [5] Hanley, K. W., and W. J. Wilhelm (1995) "Evidence on the Strategic Allocation of Initial Public Offerings," *Journal of Financial Economics*, 37, 239-257.
- [6] La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer (1999) "Corporate Ownership Around the World," *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- [7] Kahn, C., and A. Winton (1998) "Ownership Structure, Speculation, and Shareholder Intervention," *Journal of Finance* 53, 99-128.
- [8] Kaplan, S. N., and P. Stromberg (2004) "Characteristics, Contracts, and Actions : Evidence from Venture Capitalist Analyses," *Journal of Finance*, 59, 2177-2210.
- [9] Karpoff, J. M. (1998) "The Impact of Shareholder Activism on Target Companies : A Survey of Empirical Findings," (mimeo)
- [10] Maug, E. (1998) "Large Shareholders as Monitors : Is There Trade-off between Liquidity and Control," *Journal of Finance*, 53, 65-98.
- [11] Tirole, J. (2001) "Corporate Governance," *Econometrica*, 69, 1-35.