

大企業はなぜ成長機会に投資しないのか

中村 純一

いわゆる「イノベーションのジレンマ」のケースに限らずとも、設備投資など社内の資源配分において、歴史の長い大企業ほど、成長機会への投資や事業再構築などハイリスク・ハイリターンなプロジェクトよりも、確実に収益の見込める既存事業への配分を優先する傾向が強いのは、世界共通の現象と言えるようである。その原因や解釈を巡っては諸説あるが、大きく2つの流れに整理できるだろう。

1つは、株主と経営者の利害対立（エージェンシー問題）を背景に、非効率な資源配分が行われているという見方である。古くは「独占の利益の中でも最上のもは静穏な生活（quiet life）である」と Hicks が指摘したように、生産物市場の競争や敵対的買収の脅威にさらされていない企業の経営者は、企業価値最大化の観点ではベストと言えなくても、苦勞せずに相応の成果を上げられる無難なプロジェクトを優先してしまう可能性がある。例えば、米国企業を対象にした Bertrand and Mullainathan (2003)* の実証研究は、敵対的買収の脅威を弱めるような法改正が行われた州では、古い工場のスクラップも新工場の建設もいずれも不活発化していたことを報告した。

* “Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences,” Marianne Bertrand and Sendhil Mullainathan, *Journal of Political Economy*, 111(5), pp. 1043-75.

他方、成長機会への資源配分が低下することは、企業価値最大化の観点から正当化される効率的な行動だという見方もある。例えば、Loderer, Stulz, and Waelchli (2013)** は、経営者の注意力に一定の制約が存在する状況では、多くの既存資産を保有し組織も複雑化した歴史の長い企業にとって、研究開発などイノベーションを生み出すような活動よりも既存資産の適切な運用に限られた注意力を配分する方がむしろ効率的であるという仮説を提示した上で、この仮説がデータと整合的であり、エージェンシー問題による解釈は支持されないことを報告した。この場合、興味深いことに、買収の脅威の増加は成長機会への資源配分にネガティブな影響をもたらす。なぜなら、研究開発のような情報の非対称性が深刻なプロジェクトの価値は、敵対的買収を試みるようなアウトサイダーには過小評価されてしまうからである。

** “Limited Managerial Attention and Corporate Aging,” Claudio Loderer, René Stulz, and Urs Waelchli, *NBER Working Paper*, No. 19428.

2つの見方のいずれが正しいかは今後の研究の蓄積に委ねられるが、我が国の場合、仮に後者の見方が妥当するのだとすれば、経営者の注意力の限界を補い、成長投資に向けて経営者の背中を押す仕組みとして、日本版スチュワードシップ・コードに掲げられた「投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』」が正に必要とされる場面と言えるかも知れない。機関投資家には、それに相応しい目利き力が問われることになる。

2015年6月15日