

## 2010年11月 アカデミックセミナー 要旨

設備投資研究所

講師：ニューヨーク大学教授 Alexander Ljungqvist 氏

演題：“Does the Stock Market Harm Investment Incentives?”

日時：11月11日(木) 15:30~17:30

### 要旨

企業が投資活動を行う際にその原資を調達する最も有力な手段と考えられるのが、株式市場を介した資金調達である。その主たる理由として、企業は容易に・低コストで投資活動のための資金調達が可能であることが挙げられよう。しかしながら、一方で株式市場を介した資金調達のデメリットも存在することが指摘されている。それは、企業が上場することにより生じる所有者（株主）と経営者との利害の不一致、すなわちエージェンシー問題の発生である。

例えば将来において高い確率で莫大な収益が見込まれるプロジェクトへの投資機会が得られたとして、それに対する上場企業の投資判断について考えてみる。プロジェクトへの投資は長期的には高い収益をもたらすものの短期的にはネット・キャッシュフローの悪化を招くため、情報が完全でなければ株価は低下することになる。このことは資金調達コストの上昇及び所有者からの反発を招くことにつながるため、経営者はこのプロジェクトへの投資を断念することが考えられよう(short-termism)。またもう一つの可能性として、所有と経営が分離している場合には経営者は誤った投資行動から生じる損害を被る必要がないため、収益性のないプロジェクトに投資することも考えられる(overinvestment)。なお、明らかに非上場企業であればこのような問題に直面することはない。以上のことを考慮すると、企業の投資行動が株式市場によって歪められている可能性を指摘できるだろう。本研究の目的は、米国の企業データを用いて実際にこれらのエージェンシー問題が観察されるかを検証することである。

本研究では対象期間を 2002~2007 年とし、Compustat data から上場企業、Sageworks data から非上場企業データを得、これらにマッチング処理を施したうえで実証分析を行っている。帰無仮説を「上場企業と非上場企業では投資行動に違いがない」とし、具体的には「投資額／総資産 (I/A)」を「投資機会(investment opportunity, IO)」及び ROA・現預金保有量・企業規模などのコントロール変数に回帰し、IO の回帰係数が上場企業と非上場企業で異なっているかを検証している。ここで、IO には売上高の成長率(sales growth)及びトービンのQ、投資額には粗投資と純投資の双方を用いた。なお、本分析では結果の頑健性を保証するために内生性の及び観測誤差等の対処も行っている。

分析の結果、上場企業の IO の回帰係数が非上場企業の回帰係数よりも有意に小さいことが明らかになった。この結果は short-termism を支持するものであり、このことから株式市場が企業の投資行動をエージェンシー問題を通じて最適な水準よりも過少なものにしていくことが示唆される。

以上