

書 評

『企業金融とコーポレート・ガバナンス ——情報と制度からのアプローチ』

(花崎正晴著 東京大学出版会刊 2008年11月)

田 中 亘

I. はじめに

コーポレート・ガバナンス（企業統治）という用語が人口に膾炙して久しいが、ここ数年は、法制度や上場ルールのような制度面の改正にまで踏み込んだ議論が盛んである。たとえば、2009年6月17日の金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」報告「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」（以下、「スタディグループ報告」という）は、次のように述べる。

1990年代後半の金融システム改革以来、我が国においては、銀行のリスクテイクに過度に依存した金融システムから、市場型金融により軸足を移した金融システムへの転換が進められてきた。このような金融システムの転換を、コーポレート・ガバナンスの観点から捉えると、従来のメインバンクを中心とするガバナンス構造に代わり、市場による規律付けの重要性がこれまで以上に高まったものと捉えることができる。

このように述べたうえで、同報告は、「我が国上場会社等のコーポレート・ガバナンスについては、内外の投資者等から強い懸念が示されており、このことが、日本株全体に対する市場評価を低下させる大きな要因となっているとの指摘がある」として、大幅な株式の希釈化を伴う第三者割当増資や株式持合いの慣行、内部者中心で独立性の低い取締役会といった諸問題を取

り上げて、制度改善の提案を行っている。

スタディグループ報告の提言に沿って、ここ2年ほどの間に、取引所規則の改正による第三者割当増資の規制や独立役員を選任義務づけ、金融商品取引関係法令による株式持合いや役員報酬の開示強化といった、コーポレート・ガバナンス関係の制度改正が相次いで行われている（神田（2010）参照）。また、2010年4月には、法制審議会会社法制部会において会社法の改正審議も始まった。いずれも、会社経営に対する資本（株式）市場の規律付けの強化が重要であり、そのためには、一定の制度改正、場合によっては規制強化も必要である、という基本認識に立つものといえる。

とはいえ、矢継ぎ早に行われる制度改正が、どの程度、理論的あるいは実証的に支持されるものであるかについては、一抹の不安を抱かないではない。スタディグループ報告で「銀行のリスクテイクに過度に依存した金融システム」だとされる、「従来のメインバンクを中心とするガバナンス構造」が、わが国経済の発展の原動力として賞賛されてきたのはそう遠い昔の話ではない（Aoki and Patrick（1994））。それに代えて、「市場による規律付け」をより重視したガバナンス構造に転換すること、そのために、規制強化を含む諸制度の改正を行うことが、本当に賢明なことなのであろうか。この疑問に答えるためには、まずもって、従来型のガバナンス構造とはそもそもどのようなものであり、それがどの程度のパフォーマンスを発揮し、またどこに問題があったのか、といった点についての認識が必要になろう。しかし、現在の制度改正の議論が、そうした認識を基礎に行われている

かは疑問なしとしない。前述した、法制審議会
会社法制部会に委員・幹事として参加している
研究者（評者もその一人であるが）はみな商
法・会社法学者であって、コーポレート・ガバ
ナンスに関する経済理論や実証分析に関し、専
門的な知見を有しているわけではない。

現在、盛んに行われている制度論が、印象論
が先行した上滑りの議論に陥らないためには、
確かな理論に裏打ちされた実証分析のインプ
ットが必要である。多年に渡り、日本のコーポ
レート・ガバナンスや金融システムに関して分
析を行ってきた著者による本書は、まさにそう
したニーズに応えてくれるものである。

II. 企業金融論からみたコーポレート・ ガバナンス

本書の「はしがき」で述べられているように、
本書の主題は、主に日本（一部は東アジア）を
対象にして、「企業金融およびコーポレート・
ガバナンスに関する諸問題に理論と実証からア
プローチすること」にある。鍵となる概念は、
本書のサブタイトルにあるように、「情報」と
「制度」である。

本書の序章で簡潔に説明されているとおり、
いわゆる Modigliani - Miller (MM) の理論に
よれば、企業価値は、もっぱら当該企業の有す
る投資プロジェクトの収益性に依存して決まり、
自己資本と負債の比率といった資本構成は、企
業価値に何らの影響も与えない。しかし現実
には、資本構成は企業の活動やその収益性に一定
の影響を及ぼしているように見える。これは、
MM 理論の前提である完全な金融資本市場の
想定が、現実を必ずしも反映していないこと
にもよっている。現実には、金融資本市場は完
全でなく、経営者と投資家との間には情報の非対
称が存在しており、それが企業の資本構成の選
択にも影響を及ぼす。たとえば、自社の企業価
値について、経営者は外部の投資家よりも正確
な情報を有しているとしよう。その場合、企業
が新株発行により資金調達をしようとするこ
とは、経営者が自社の株価を割高だと認識してい

ることの現れであると投資家により解釈され、
株価の下落を招いてしまう。このことから、企
業は資金を新株発行によって調達するよりは、
むしろ内部留保や負債による調達を優先するだ
ろう（13-14 頁 [以下、本書は頁数または章・
節のみで引用する]）。

このように、「情報」に着目する経済理論は、
企業の資本構成の選択について興味深い洞察を
与えるが、それだけでなく、コーポレート・ガ
バナンスないしそれを形作る「制度」の重要性
にも関心を向けさせる。MM 理論が前提とする、
完全な金融資本市場の重要な含意の一つは、経
営者は投資家の忠実な代理人として行動する
という点である（11 頁）。しかし、現実には情報
の非対称が存在し、投資家は経営者の行動を常
時監視することはできないから、経営者が仕事
を怠けたり、私利私欲に基づいた経営に走る危
険を否定できない。そこで、経営者に投資家の
利益に合致した経営をさせるようなインセン
ティブ・スキームを整えることが重要となり、
それが、コーポレート・ガバナンスの問題の核
心となる（16 頁）。このようにいうことは、投資
家、ことに株主の利益最大化がコーポレート・
ガバナンスの目的であるという主張を必ずしも
含意しない。情報非対称や取引費用が存在して
完全な契約の結べない世界では、株主といえど
も、他の企業関係者の利益を犠牲にして、社会
的には最適でない企業経営をさせる（たとえば、
有限責任であることを利用して企業に過剰なり
スクテイキングをさせる）誘因を持つことを否
定できない。そこで、本書では、コーポレ
ート・ガバナンスは、「企業経営の効率性を高め
るための外部からの規律づけのメカニズム」
（53 頁）というように、広義に捉えられている。

こうしたコーポレート・ガバナンスの内容は、
各国の金融システムのあり方によって異なりう
る。高度に発達した資本市場を有するアメリカ
では、ストック・オプションのようなインセン
ティブ・スキームの導入や、委任状争奪戦や敵
対的買収のような資本市場を通じた経営者行動
の規律が重視される。これに対し、伝統的に金
融仲介機関を主体とした間接金融によって経済

発展した日本では、メインバンクや企業系列に基づく特徴的なコーポレート・ガバナンスが存在するといわれてきた。また、株主や債権者を保護する法律や取引所規則のあり方も、資金の出し手が収益を確保するための仕組みとして重要な意味を持つ。このように、金融システムやそれに関連する法規等の「制度」の分析は、企業金融の問題を考察する際に、避けては通れない重要な課題になる(15頁)。

本書では、以上のような「情報」と「制度」の経済分析を取り入れて発展した企業金融の理論を基礎として、コーポレート・ガバナンスの様々な側面について分析を行っている。その視野は、日本以外の東アジア諸国のコーポレート・ガバナンスの問題(第4章)や、ステークホルダー型ガバナンスないしCSR(企業の社会的責任)の重要性の指摘(第1章第7節・第6章3.4)など、広範囲に及ぶ。けれども、本書で繰り返し強調され、読者にもっとも強い印象を与えるのは、日本の高度成長を支えたといわれてきたメインバンク・システムに対する再評価であろう。次章では、この点についての著者の主張を詳しく見ていく。

Ⅲ. メインバンク・システムの再評価

1. メインバンク・システムに関する通説

著者が第1章で解説しているとおり、元来はアメリカで生成・展開してきたコーポレート・ガバナンス論は、高度に発展した資本(株式)市場を背景にして、公開企業の経営者をいかにして株主の利益に合致した行動をとるよう規律づけるかに主たる関心を置いてきた。ここでは、株主の代理人として経営者を監視する独立した社外取締役や、委任状争奪戦あるいは敵対的買収といった企業コントロール市場を通じた規律づけが重視されてきた(23-39頁)。しかしこれに対して、戦後の日本では、株式の相互持合いや安定株主工作により、外部株主が委任状争奪戦や敵対的買収を通じて企業経営をコントロールする道は封じられていたように見える。また、取締役会も企業内部の出身者で占め

られ、外部者による規律はほとんど働いていなかったように見える。

このように、アメリカでは重視されている経営の規律づけメカニズムをほとんど欠いているように見える中で、戦後の日本企業は、いかにして未曾有の高度成長を可能にするほどのパフォーマンスを維持できたのであろうか。これに対する「通説」からの回答は、企業との間で長期的かつ緊密な金融取引関係を構築してきた銀行、すなわちメインバンクが、ガバナンスの機能を発揮してきたからだ、というものである。通説によれば、メインバンクは、事前(融資時)、中間(融資後)および事後(企業の財務危機時)の各段階において企業をモニタリングすることにより、情報非対称の問題を緩和し、企業の資本コストを低下させ、企業経営を効率化する重要な機能を果たしてきた。預金金利の統制や参入規制といった戦後の伝統的な金融規制は、メインバンクにレントを付与することで、融資先企業を適切にモニタリングする誘因を与えていた。ところが、1980年代から90年代にかけて行われた金融自由化は、メインバンクのレントを消滅させ、そのモニタリング機能に打撃を与えることになった。こうした通説からは、80年代後半に発生した資産バブルは、金融自由化がメインバンクのモニタリング機能を弱体化させたことの現れであると解釈されるのである(第2章第2節)。

しかしこれに対して、著者は以下に紹介するような実証研究に基づき、通説の見方に逐一批判を加える。

2. 設備投資の国際比較

通説によれば、メインバンクのモニタリングは情報非対称の問題を軽減し、企業の資金制約を緩和する効果がある。この見方が正しければ、安定的なメインバンク関係を有する企業は、そうでない企業と比べ、投資額がキャッシュフロー(内部留保に減価償却費を加えたもの)の増減に左右される度合いが小さくなるだろう。メインバンクを持たない企業は、外部資金の調達コストが大きいいため、その投資額はキャッ

シュフローの大きさによって強く制約されるのに対し、メインバンクを有する企業は安価な借入が可能のため、そうした制約が小さいためである。実際、Hoshi et al. (1991) は、こうした仮説に基づいて、東証上場企業を六大銀行系列に属する企業と独立系の企業とに分類したうえで、それぞれの設備投資関数を推計し、前者の企業は後者の企業よりも、設備投資のキャッシュフローに対する感応度（係数）は小さいという結果を得た。

これに対して筆者は、従来の研究は日本企業のみを対象にしており、日本の金融システムがアメリカなどと比較しても優れていることを示すためには、国際比較分析が必要であると指摘する（72頁）。そして、日本、アメリカおよびフランスの主要企業について（日本企業は、アメリカはもちろんフランスの企業と比較しても、資金調達への借入金依存度が高いことにつき、199頁参照）、1980年から94年にかけての設備投資関数を推計し、設備投資のキャッシュフローに対する感応度は、むしろ日本企業のほうが、他の2国の企業と比較して大きいという結果を得た（第2章第3節、花崎 = Thuy (2003) に基づく）。

従来、Hoshi et al. (1991) に対しては、そもそも資金制約のある企業のほうが投資額の内部留保に対する感応度が大きいという関係は一般的には成立しないため、上記のような推計式によって企業の資金制約の大きさを判定することはできないという批判が加えられてきた（その他の批判も含め、三輪 = Ramseyer (2001) 39-41頁参照）。著者の実証研究は、仮に、上記の推計式で資金制約の大きさを判定することが可能だとしても、少なくとも1980年代から90年代前半の期間においては、銀行借入に依存する日本のシステムが、欧米のシステムに比べて資金制約の緩和のために特に有効であったとはいえないことを示した（78頁）点に、大きな意義があるといえよう。

3. 銀行自身のガバナンス

通説は、メインバンクが企業を監視・監督す

る機能を強調するが、これに対して当然提起される疑問は、誰がメインバンク自身を監視・監督するのか（"Who monitors the monitor?"）ということである（112頁）。ことに、第3章第1-2節で分析されているとおり、諸外国と比較しても長期に渡って深刻な影響を日本経済に及ぼした点で特異であった90年代の金融危機の後には、銀行自身のガバナンスの問題がクローズアップされることとなった。

この点についても、著者は銀行に厳しい見方をとる。「日本の銀行自身のコーポレート・ガバナンスの問題こそが、90年代に顕在化した金融危機の特異な性質を惹起した」（116頁）とみるのである。著者らの実証研究によれば、日本の銀行は、貸出規模の拡大が必ずしも利益増には結びつかないなど、非効率な拡張主義の傾向が認められるほか、他産業に比べてもリストラチャリングの速度が緩慢である（第3章第2節）。著者は、銀行行動のこうした異質性は、銀行自身のガバナンスが効いていないことによるとみる。預金者は、手厚いセーフティ・ネットに守られているため、健全な銀行と不健全な銀行を識別するインセンティブに欠ける。また、70年代末に始まった金融自由化は、金融機関の経営に配慮し慎重に進められたため、少なくとも金融危機が顕在化する90年代半ばまでは、市場競争を通じた経営の規律づけも働いていなかった。さらに、監督当局による規律づけも、天下りの慣行が銀行と当局の結託を招き、有効に機能していなかった（第3章第3節）。

それに加え、著者は銀行の株主構成にも着目し、銀行の大株主はしばしば他の金融機関（銀行・保険会社）すなわち同業者で占められることから、銀行経営者のエントレンチメント（外部の規律から逃れること）として働き、銀行に対する規律を妨げてきたと主張する。この主張の裏づけとして、著者は、上位3株主が銀行または保険会社で占められる「エントレンチメント銀行」とそれ以外の銀行の業績を比較し、前者は後者と比べて（ROA や ROE で測った）収益性が低く、また、業績悪化時のリストラチャリングのペースも遅い傾向があることを指

摘する（第3章第4節、花崎＝石黒（2003）に基づく）。このように、外部からの規律づけが有効に機能せず、銀行の内部者に不利益をもたらすような抜本的改革を先延ばしする経営姿勢がとられていたことが、90年代の前半に銀行が膨大な不良債権を蓄積させた時点で、経営上の本質的な問題を先送りにして危機を一層深刻化し、長期化させた原因になったと著者は主張する（137頁）。

4. 日本企業のガバナンス構造

通説によれば、日本企業はメインバンクの有効なモニタリングのもとで発展を遂げた。しかし、銀行は外部からの規律づけが効かない経営により膨大な不良債権を発生させ、かつその処理を怠ることで90年代の金融危機を深刻化させた。自らの経営を有効に規律づけるメカニズムを持たない企業が、果たして通説が主張するように取引先企業を有効にモニターすることができたのであろうか（213-214頁）。

この疑問に対する通説からの回答は、1で触れたように、金融自由化以前は、銀行は規制レントのゆえに企業をモニタリングするインセンティブを有していたが、金融自由化（預金金利の自由化や企業による社債発行の自由化など）がレントを消滅させ、モニタリング機能を劣化させた、というものである。

しかし、著者は、預金金利の自由化などの規制緩和は、既存銀行の経営に配慮して極めてゆっくり進められたこと（118-120頁）、社債発行の自由化後も、企業が資金調達を銀行借入から社債にシフトさせた形跡はみられず、両者はむしろ補完的な役割を果たしてきた面があること（193-197頁）を指摘して、金融自由化が銀行のモニタリング機能低下を招いたという説明に疑問を呈する（214頁）。それに代え、著者は次のような代替仮説を提示する。

すなわち、日本の銀行は、金融自由化以前の時期においても、通説が強調するようなモニタリング機能を果たしていたわけではない。しかし、高度経済成長期には銀行の主要な顧客は製造業に属する大企業であり、これらの企業は、

厳しい市場競争とりわけグローバルな競争によって有効な規律を与えられており、それが製造業の生産性向上となって、結果的に銀行部門の安定性や収益性につながった。しかし、高度経済成長が終焉し、製造業部門の設備投資低迷や財務体質改善によって借入金需要が減少すると、銀行は、建設、不動産、サービスなどの非製造業への貸出を増やし、また、中小企業や個人に対する融資比率も高めた。これらの新規顧客は、比較的海外からの競争にさらされず、規制によって国内競争からも保護されている場合があったため、有効なコーポレート・ガバナンスの実現のためには銀行のモニタリングを必要としていた。しかし、銀行は、通説の主張とは裏腹に、有効なモニタリング機能を発揮するノウハウや体制は整っていなかったため、深刻な不良債権問題が勃発し、日本の金融システムの脆弱性が顕在化した（215頁）。

著者は、上記の仮説を検証するため、日本の上場企業の1977年度から2005年度までのパネル・データを用い、その労働生産性の変化率を推定している（第5章第3節）。結果は、企業が厳しい海外競争に直面していることを示す輸出比率が高まるほど、企業の労働生産性変化率も有意に高まる一方で、企業が安定的なメインバンクに属することを示すメインバンク・ダミー（『年報 系列の研究』に従い、1960年から96年まで同じ金融系列に属している企業については1をとるダミー変数）の労働生産性変化率に対する係数は有意でない。つまり、国際競争圧力による規律づけは企業経営の効率性を高める一方で、安定的なメインバンク関係は、企業経営の効率性を高める効果を必ずしも発揮してきたとはいえないことになり、上記の仮説と整合的である（231-232頁）。

IV. 本書からの示唆

銀行の融資姿勢が助長した80年代後半の不動産バブルと、その後の金融危機および長きに渡る経済不振を経験した今となっては、メインバンクのモニタリング機能に対して懐疑論が強

まるのは素人目にも自然に映る。しかし、これまで紹介してきたように、本書で展開されているのは印象論に依存したメインバンク・システム論批判ではなく、豊富な実証研究を基礎としたものである。その分析は説得的であり、示唆に富む。

最後に、会社法制を専門とする法学者として、本書から得られうる法政策上のインプリケーションについて、若干、論じてみたい。Ⅲ. 4で紹介した、競争の規律づけ効果を支持する実証研究からは、競争を促進するような法政策が基本的には支持されるだろう。逆に、銀行にレントを与えるような金融規制の復活・強化といった法政策に対しては、否定的な示唆が導かれよう。それでは、Ⅰで紹介した近時のコーポレート・ガバナンスを巡る議論に関しては、本書から何らかの示唆が得られるであろうか。

この点に関し、著者が提示する競争の規律づけ効果(Ⅲ. 4)ということについて、いまま少し考えてみたい。競争が経営を規律づけ、効率性を高めるという主張は、直感的にはもっともらしくみえる。しかし、もしも企業の経営者が、株主からも銀行等の債権者からもモニタリングを受けていないとすれば、経営者は競争に勝って利潤を挙げることに無関心にはならないか。もしそうなら、なぜ競争が経営の規律づけ効果として働くのだろうか。

この疑問に対してすぐ思いつく答えは、企業が競争に敗れて倒産すれば、経営者はその地位を失うため、そうならないように経営者は企業を効率的に経営するように動機づけられる、というものだろう。いわゆる負債の規律効果(Jensen (1986))である。メインバンク論と異なり、負債の規律効果が働くためには、債権者が積極的に経営行動をモニタリングする意思と能力を有する必要はない。単に、契約上の債務が履行されない場合には法的権利を行使し、企業を倒産に追い込むことができればよい。日本企業に、(メインバンクのモニタリング機能は働いていなくも)この意味での負債の規律効果が働いていることは、Ⅲ. 4で紹介した実証研究において、負債総資産比率が高まるほど労働

生産性の変化率も有意に高まることから確認できる(229頁)。そして、負債比率を一定とすれば、より厳しい競争に晒される企業のほうが、そうでない企業と比べ、業績が悪化したときにはより速やかに倒産の危機に直面するであろうから、経営者は効率的に企業を運営する動機をより多く持つことになるだろう。

もしも以上の考察のように、競争の規律効果も、重要な点で負債の規律効果に基礎を置くものだとすれば、企業の負債比率が低下すれば、この意味での規律効果も弱まることになろう。この点、著者も明らかにしているように(183頁)、特に製造業においては、70年代半ば以降、企業の内部留保の蓄積(負債比率の低下)が顕著である。このことは、多くの日本企業が、負債の規律効果に頼らない新たな規律づけのメカニズムを必要としていることを意味しよう。そうだとすれば、本書評の冒頭で引用したスタディグループ報告で説かれているような、資本(株式)市場を通じた規律づけの強化という方向性が基本的に支持されることになるとと思われる。

もちろん、このようにいっただけでは、本書評冒頭で挙げたような規制強化が直ちに支持されるわけではない。確かに一般論としては、企業によるガバナンス構造の選択は最適に行われるとは限らず、法規制が事態を改善する可能性は存在する。その理由はいろいろ考えられるが、もっとも重要な理由は、ガバナンス構造の選択には経営者が重要な影響を及ぼすところ、経営者は、自分自身を厳しく監視・監督する制度を設計する動機を当然には持たないためである。しかしその半面、各企業の実情に合致しない規制がかえって問題をもたらしてしまう可能性も存在する。規制が費用を上回る便益をもたらすと期待できるかどうかは、個別の規制ごとの慎重な検討が必要となる。

いずれにせよ、コーポレート・ガバナンスに関する法政策について語るうえで、日本企業のガバナンスの歴史とその現状について、十分な認識が必要なことはいままでもない。その意味で、本書は、コーポレート・ガバナンスや金

融システムの研究者はもとより、法制度の立案に関わるものにとっても、必読の研究書である。

参考文献

- Aoki, Masahiko, and Hugh Patrick eds. (1994), *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economics*, Oxford University Press.
- Hoshi, Takeo, Anil Kashyap and David Scharfstein (1991), "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups," *Quarterly Journal of Economics*, 106, February, 33-60.
- Jensen, Michael C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, 76, 323-329.
- 神田秀樹 (2010) 「上場会社に関する会社法制の将来」
金融法務事情 1909号 18-30 頁.
- 三輪芳朗 = J. Mark Ramseyer (2001) 「『系列の研究』の「系列」の研究(1)」*経済学論集* 67(2), 36-89 頁.
- 花崎正晴 = Tran Thi Thu Thuy (2003), 「日米仏の設備投資行動の国際比較 - 日本の特徴に関する分析 -」*経済研究* (一橋大学) 54(1), 33-46 頁.
- 花崎正晴 = 小黒曜子 (2003) 「銀行の所有構造とパフォーマンス - エントレンチメント仮説の検証」
林敏彦 = 松浦克巳 = 米澤康博 (編著) 『日本の金融問題 - 検証から解決へ』 167-187 頁, 日本評論社.