

堀内論文に対するコメント

池 尾 和 人

(1) 1980年代の後半にわが国で経験されたエクイティ・ファイナンスの隆盛とはいったい何だったのか、という問題は、いまだ経済学的には解明し尽くされたとは言い難いパズルとして存在している。堀内論文は、このエクイティ・ファイナンス・パズルを主たる題材として、日本のコーポレート・ガバナンスについて実証的観点から考察したものである。堀内論文の問題意識は、討論者自身のそれともきわめて共通しており、¹⁾考察内容については共感を覚えるところが多い。ただし、実証的検討を中心にしたために考察の対象をやや限定しており、その表題から受ける印象と比べると、日本企業の管理構造に関する著者の理解の全体像を提示したものと必ずしもなっていないきらいがある。

著者の基本的なアイデアは、次のようなものである。転換社債は、通常負債に比べると、経営者により多くの「無駄な支出」を行うことを可能にする softer な資金調達手段でありうる。したがって、転換社債の発行は、経営効率（収益）の低下およびそれを反映した株価の低下に結果する可能性が高い。ただ

し、経営者に対する規律づけがしっかりとなされている企業の場合には、たとえ転換社債の発行が行われたとしても、生産的資源の浪費につながるとはいえない。²⁾

そして、こうしたアイデアに即した実証分析の結果として著者が得たことは、転換社債の発行がいわば一律にどの企業においても経営効率の低下につながっているという事実である。すなわち、メインバンク関係の強いと思われる企業についても、そうでない企業の場合と同様に、転換社債の発行→経営効率低下という関係がみられる。このことから、メインバンクによる経営者の規律づけ作用（組織による規律メカニズム）はさほど有効なものではないと判断されるというのが、著者の主な主張である。

(2) 私見では、こうした著者の主張は正当なものであるし、（著者自身が5.の(2)で述べているように）格別に驚くべきものであるとも思われない。経済学を含む社会科学的学知は、「ミネルバの梟」であって、黄昏になってはじめて飛び立つものであるという宿命を辿り

1) 堀内論文の文献リストにも挙げられている拙稿「財務面からみた日本の企業」[1993]を参照されたい。

2) 特定の資金調達手段が soft なものであるか、hard なものであるかは、その手段の内在的な性質によって決まるのではなく、背後にあるメカニズムの特性によって決定されるものである。例えば、株式についても、その所有が分散してはいず、株主総会は実質的に機能していて、大株主が経営者を有効に規律づけているならば、決して soft なものとはいえない。しかし、わが国の現状においては、「市場による規律メカニズム」が有効には働いていないと見られることから、転換社債は（元利返済が約定されている）通常負債よりも soft な資金調達手段であると推察される。

がちである。換言すると、メインバンクの役割の経済学的解明が近年になって急速に進展したということは、現実においてはすでにそうしたメインバンクの役割が黄昏を迎えたことの兆候の1つであるとみることができる。実際、メインバンクが日本企業のコーポレート・ガバナンスにおいて重要な役割を果たしているというのは、かつての姿であって、少なくとも近年ではその種の役割は失われたと考えられる根拠がある。

借手企業側の事情（製造業の成熟化）については、堀内論文の中でふれられているが、討論者は、それ以上にマクロ経済構造そのものの変化が重要であると考え。高度経済成長期の日本経済は典型的な資金不足型の経済であったが、大幅な経常収支黒字の継続に示されているように、近年の日本経済は資金余剰型の経済に転換を遂げて久しい。こうしたマクロ経済的な背景の変化は、メインバンクを含む債権者の企業経営者に対する発言力の強さに決定的な影響をおよぼさざるをえないものである。要するに、貸手（優位）市場であるか、借手（優位）市場であるかに応じて、債権者と企業経営者の間の力関係が大きく変貌することは避け難いとみられる。

経営者が、純現在価値が正の投資プロジェクトを実行するためにも、債権者（銀行）の了承を取り付けることが不可欠な状況にあるときと、そうした了承なしに経営者の単独の判断で投資を実行できる状況にあるときとでは、銀行の果たしうる役割には決定的な差が生じよう。前者の状況下では、銀行が有効な経営監視機能を発揮できたとしても、後者の状況下では、もはやそうした機能を発揮できなくなるのが、むしろ当然と考えられる。この意味で、メインバンク制は特定の経済環境

（具体的には、資金不足がちなキャッチアップ過程）の下でのみ効率的なシステムであると理解すべきである。

こうした理解からは、堀内論文が実証の対象とした1985年度から91年度の時点において、メインバンクが有効な経営者の規律づけ作用を果たしていないという結果が得られたことは、何ら不思議ではない。この時期は、経済環境の変化とともに（メインバンク制に代表される）旧来型の規律づけメカニズムが有効性を失う一方で、それに代替する新たな規律づけメカニズムが確立していないという意味で、日本のコーポレート・ガバナンスに一種の＜空白＞が生じた時期であると思われる。まさに、こうした＜空白＞こそが、経営者による浪費を促進することになるような転換社債の大量発行（エクイティ・ファイナンスの隆盛）を許してしまった原因であるといえるのではないか。

したがって、経済学が単なる後知恵であることを脱するためには、日本のコーポレート・ガバナンスにおける＜空白＞がいかにして埋められるかを構想する努力が不可欠であろう。この点に関連しては、日本の資本市場のあり方を問うことがやはりポイントの1つになると思われる。メインバンクが有効な経営監視機能を発揮しえていたときには、投資家がdemandingな存在である必要はとくになかったかもしれない。しかし今後は、日本企業の経営効率の低下を回避するためには、企業経営への要望の強い（demandingな）資本市場を構築することが少なくとも必要条件になると考えられる。資本コストは低いほど望ましいといった（資金不足期の）固定観念は、直ちに払拭されるべきである。

Ⅲ. コメント論文

(3) 以上に述べてきた立場からは、堀内論文の内容について大筋において異議はない。しかし、やや細部に立入ってみたときには、若干の問題点をなしとはしない。具体的には、1.では「企業経営コントロールの問題は、必ずしも株主の利益を最大限実現するためのシステムを構築する問題と単純に割り切ることはできない」といった正しい認識を表明しながら、3.の(2)におけるモデルでは株主の利益最大化を基準として規範的評価を行っていることは、疑問である。経営者による支出 Z は、確かに企業の株主の観点からは全く無駄なものであるが、それが（経営者という）経済の構成員の効用を高めるものである以上、社会的観点からは全く無駄なものではない。

むしろ、経営者が支出 Z から得る限界効用を貨幣タームに換算した値が支出の機会費用（ここでは1と考えられる）と等しくなるレベルの支出 Z は、行われることが社会的には望ましいといえる。すなわち、経営者の効用を貨幣タームに換算する係数を β としたとき、社会的厚生は $V + \beta f(Z)$ の大きさに測定されるべきである。したがって、堀内論文のモデルに忠実に考えると、経営者の行動が社会的に望ましいものであるか否かは、 a と $1/\beta$ の大小にかかっているとことになる。もし、 $a = 1/\beta$ が成立しているならば、経営者の行動は、転換社債を発行しているか否かにかかわらず、社会的には最適なもののはずになる。これに対して、 $a \neq 1/\beta$ であるならば、経営者の行動は、株主の個別的な観点からは望ましいものであったとしても、社会的

には非効率なものである。

すなわち、経営者の行う支出が社会的厚生に寄与する度合を特定化しないまま、転換社債を発行しているかどうかによって、経営者の行動の適否を判断することはできない。この点について、堀内論文では、暗黙に $1 \leq \beta f'(0)$ と仮定されていると推察される。

上述のように、経営者の行動が社会的に最適なものであるための条件は、 $a = 1/\beta$ が成立していることである。この条件は、経営者にとっての支出の個別的機会費用がその社会的機会費用に一致しているということを意味していると解釈できる。そして、「支出の個別的機会費用がその社会的機会費用に一致している」ことを「予算制約がhardである」と表現することにしよう。こうした用語を用いていうならば、経営者が（社会的観点からみて）規律づけられているかどうかは、予算制約がhardなものに維持されているかどうかによって判断されるべきであり、その行動が株主という特定の主体の利益にかなっているかどうかによってではない。³⁾

この点は、些細なことではなく、コーポレート・ガバナンスの問題をいかなる問題と捉えるかにかかわることであり、曖昧にされるべきではない。というのは、コーポレート・ガバナンスの問題とは、単に「株主主権」をいかに確立するかという問題ではなく、「経営者、株主、債権者、従業員、取引先といった利害関係人の利害調整を円滑・妥当に行いつつ、企業経営を適正に規律づけるため」にはどうすれば良いか、有限責任会社の

3) 企業価値の最大化を株価最大化と同一視できるのは、株主が唯一の残余請求権者(residual claimer)であって、従業員をはじめとした他の企業関係者は全くの契約所得の受取り手であると想定できる場合に限られる。現代の大企業においては、こうした想定は決して妥当なものではない。

デメリットを抑えつつメリットを最大限にいかすためにはどうすれば良いかという問題」

(深尾・森田論文2.の(3))であると考えらるからである。そして、この問題を解くための正しい方向性は、予算制約を hard に保ち、特定の主体が他の主体から実質的に所得移転を引き起こす余地 (rent seeking) を封じることにあると考える。

(4) 要するに、1980年代以前には、日本企業は資本構成を自由に選択するといった余地をほとんど持っていなかった。この意味で、従来の日本企業の資本構成は、歴史的・制度的な制約の下でもたらされた偶然的なものであった。しかし、この偶然の所産としての日本企業の資本構成は、幸いなことに、企業経営を効率化させるような効果を持っていたと考えられる。これに対して、近年になって「自由化」措置が進展するに伴って資本構成を選択する余地が拡大した中で、日本の企業経営者が実際に行った選択は、経営規律の低

下につながりかねない効果を持つものであったとみられる。

経営者の行動を規律づける有効なメカニズムを欠いた状況においては、資本構成を選択する余地の拡大が、むしろエイジェンシー・コストの増大につながったとしても決して不思議ではない。そして、資本市場からの資金調達にかかわる一連の「自由化」措置を必然化した動因は、旧来型の規律づけメカニズムを無効化した動因と共通したものであり、それは日本経済の資金余剰型経済への構造転換であると考ええる。資本市場の利用をめぐる自由化は、当然のこととして、資本市場の適切な働きを支える制度的基盤の整備と並行して行われる必要があるが、日本のコーポレート・ガバナンスを再構築することは、そうした制度的基盤の整備と広義には同一の問題であると捉えられるべきであろう。

以 上

[慶応義塾大学経済学部助教授]