

堀内論文に対するコメント

若 杉 敬 明

1. はじめに
2. 堀内論文の主張とその意義
3. モデルの前提となる事実認識は適切か
4. 実証方法に関するコメント

1. はじめに

株式会社制度上、株式会社は Residual Claimer である株主のものであり、株主は自らに有利なように企業を経営できることになっている。しかし、現在の株式会社制度は、必ずしも株主が直接企業を経営することを想定していない。むしろ、株主は株主総会で取締役を選任し、彼らに企業経営を任せるという状況を前提としている。

その意味で、日本にせよアメリカにせよ、企業は経営者支配の状態にある。しかし、アメリカにおいては、株主が（直接にせよ間接にせよ）実質的に経営者を選び、ストックオプションなどを用いて株主と経営者の利害の一致が図られている「経営者支配」であるのに対して、株式持合により株主の影響力が形骸化され、株主から切り離された経営者支配が成立しているのが日本の「経営者支配」である。いずれにせよ、このような状況においては、経営者に対していかなるチェック・アンド・コントロール機能が働くかが、企業行動を解明するうえで重要になる。コーポレート・ガバナンスについては、論者によりさまざまな定義が行われているが、堀内論文

では、経営者に対して働く影響力のあり方を「規律」メカニズムと呼び、これをコーポレート・ガバナンス問題と定義していると理解して良いであろう。

アメリカにおいては、企業の支配権の移動に関しても、また株主に対する利益の分配にしても株式市場が重要な役割を果たすことから、アメリカにおける経営者に対するチェック・アンド・コントロールの機構を、堀内論文は「市場による規律メカニズム」と呼んでいる。それに対して日本のコーポレートガバナンスを、メインバンク等が市場に代わって経営者に影響を与えているという観点から「組織による規律メカニズム」と名付けている。

2. 堀内論文の主張とその意義

堀内論文は、日本のコーポレートガバナンスに関するこのような性格付けを基本的には認める立場から、日本における経営者の裁量の大きさを問題にしようとしている。その主張を私なりに整理すれば、「1980年代後半、日本の経営者は、自らや従業員の効用を高めるために、株主の利益を犠牲にして無駄な支出や投資を行ってきた。それを可能にしたの

は、組織による規律メカニズムに基づいた日本のコーポレートガバナンスであり、また資金的な裏付けとなった転換社債であった」ということになる。

転換社債が、普通社債や銀行借入れより経営者に余分の資金をもたらすことは簡単なモデルで示されている。企業の資金調達力は、返済に充てることができるミニマム・キャッシュフローに制約されるが、転換社債の場合、企業業績が好調のときには他の負債より多くのキャッシュフローを資金供給者に返済するので、同じミニマム・キャッシュフローでより多くの資金調達が可能になるというのである。

コーポレート・ガバナンスという目に見えない現象を、部分的にはあるが、目に見えるかたちに変換し実証しようとする、努力には敬意を払いたい。しかし、私の印象では、初期的段階の研究であり、基本的な事実認識あるいは問題の整理の面に、未だ多くの検討の余地が残されているように思われる。実証の結果よりむしろ、事実の捉え方の問題を中心にコメントしたい。

3. モデルの前提となる事実認識は適切か

(1) 無駄な投資・支出

経営者が行った（株主にとって）無駄な投資・支出とは、いったいどのようなものであったのか、より説得的な説明が必要であろう。これが明らかにされなければ、例えば、「経営者は、長期的観点から、企業の利益を増加させる（その結果株主のためにもなる）と思って投資をしたのであるが、実は見通しが甘かった」のだという仮説を論破できない。

a) 80年代後半の分社化や子会社化は、確か

に、従業員の職を確保するという意味を持っていた。当時は、子会社を独立化し、数年間の赤字は面倒は見ると、その後は関与しないという風潮が強かった。これを、成功しないことが分かっているのに手切れ金代わりに、子会社に行く社員に持たせたのだと見れば、堀内氏がいわれるように、無駄な支出であったかもしれない。しかし、これを子会社をモチベートするための経営手法と見れば、ここでいうZに含められるような支出にはならない。

b) 特に80年代後半においては、エクイティものの発行によって得られた資金は、株式投資など財テクに向けられた部分が多いといわれる。

c) 好況のときに無駄な支出をして利益を抑制したり、無駄に見える投資により資産を蓄積する組織スラック（Organizational Slack）は、つねに観察されることである。これは企業の不況耐久力を意味しており、組織論的な観点からはむしろ肯定的にとらえられている。

80年代に日本の経営者が行ったという支出は、スラックとは異なるのか。現在多くの企業が何とかやりくりしているのは、このスラックがあるおかげである。

(2) 転換社債の企業金融上の意義と発行条件

アメリカでは一般に、優良な企業は、新株発行や転換社債・ワラント債の発行などのエクイティ・ファイナンスを行わないものであるという先入観が強く、市場が効率的でないときに一部の企業が市場を出し抜くかたちで行うものであると受け取られている。その結果、理論的な研究でもそのような企業のファイナンス行動を説明しようとするものが

Ⅲ. コメント論文

主流である。しかし、これはアメリカにおける特殊な現象であり、転換社債やワラント債は、それなりの意義を持つ合理的な資金調達として性格を有している。

- a) 転換社債やワラント債は、本来、キャッシュフローが遅いパターンの投資に適する。流通市場が機能していれば、転換社債は転換期限の近くまで転換されないのがふつうである。したがって、発行企業は、転換されるまでの間、普通社債や借入金の場合より低い金利を享受できる。
- b) 1980年代を通して、日本の企業の海外直接投資や研究開発投資のウエートが上昇した。これらは、長期にわたり、かつ投資後キャッシュフローを享受するようになるのに時間がかかる投資である。とりわけこれらの投資の増えた1980年代後半に、転換社債（やワラント債）の発行が増えたのは、企業の行う投資の変化を反映しているともみることができる。その意味では、企業は、合理的な資本調達行動をとっていたと見ることができるのである。ただし、次に述べるように、発行条件という点ではきわめて非合理であった。
- c) 私見によれば、転換社債のひとつの特徴は、投資のもたらすキャッシュフローのパターンに対応させて、クーポンレートと転換価格の組み合わせという発行条件を柔軟に変えることができる点にある。しかるに、わが国では、論文でも言及されているように、アップ率の硬直化というかたちで事実上、転換価格が固定、しかも低めに固定されてしまっていた。

80年代、金利が下がったが、投資家を集めるためには、クーポンレートをあまり低くすることはできず、結局、投資家に非

常に有利な発行条件が定着してしまった。転換社債は額面で発行されるのが慣行であるが、流通が始まると額面より数十パーセントも高い価格がつくと言うようなケースが頻発した。まさに、発行条件が投資家に有利に、逆に株主に不利に設定されていたということである。

ファイナンスの知識に乏しい企業のファイナンス担当者は、低いクーポンレートに目が眩み、株主に不利な資本調達をしてしまったのである。

- d) 堀内論文においては、転換社債を経営者の無駄な支出と結びつけようとしたために、企業金融面での本質的な部分を見落としていることになっているのではなかろうか。

(3) 1980年代における転換社債発行状況の変化

1980年代半ばを境に転換社債の発行市場はヨーロッパから国内へと変化している。そこには、市場環境の変化と企業の発行動機の変化があると言われている。

- a) 1980年代の前半、スイスの市場で転換社債の発行が活発であった。ヨーロッパの市場では、日本の転換社債はほとんど流通していないので、株価が転換価格を上回ると、転換社債はすぐに転換された。このことを知らない企業は、希薄化により大きな被害を受けたが、むしろ、このことを利用して増資をする代わりに転換社債を発行した企業も多い。つまり、迂回的な増資手段として転換社債を選択したのである。利益還元ルールなど日本の発行市場の規制を回避するのがその目的であった。
- b) それに対して、流通市場が形成されて

いた国内転換社債の場合は、むしろ、転換は緩慢であり、企業は本来の転換社債のメリットを享受することができた。

- c) このように、転換社債といっても、海外が中心の前半と、国内が中心の後半では非常に状況が異なるのであるが、堀内論文ではこのような変化をどのように説明できるのであろうか。

4. 実証方法に関するコメント

最後に、実証の方法に関して一点コメントしたい。転換社債の発行は、国内では80年代後半急増しているが、海外ではむしろワラント

債が多い。結局、主要企業における転換社債発行は、全資本調達の一部（推定10～20%前後）にすぎない。

転換社債が、支出Zの捻出のために戦略的に用いられたというのであれば、企業収益の低下は、転換社債によって説明されることを示すだけでなく、増資、ワラント、借入れなど他の資本調達とは無関係であることを検証する必要がある。

以 上

[東京大学経済学部教授]