



RIETI Discussion Paper Series 07-J-004

イノベーションと金融構造

柳川 範之
経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<http://www.rieti.go.jp/jp/>

イノベーションと金融構造

柳川範之

東京大学大学院経済学研究科・
RIETI ファカルティ・フェロー

2006年8月

要旨

本稿では、イノベーションを促進させていくうえで、どのような企業金融あるいは資金調達の仕組みが望ましいか、どのような組織構造が重要かについて考察している。一見すると、イノベーションを引き起こすために、技術は重要であるものの資金調達の問題は直接的には無関係のようにみえる。しかし、資金調達の仕方は企業のコーポレート・ガバナンスの仕組みに大きな影響力を持ち、研究開発のインセンティブなどに大きな影響を与える。イノベーションを促進させていくうえでは、人的資産を蓄積・活用していくことが重要であり、そのためには、企業金融の工夫をし、人的資産を蓄積するインセンティブを間接的に作り出す必要がある。また、人的資産を蓄積した人がリーダーシップを発揮できる組織構造も重要となる。さらに、資金提供者である金融機関側にも人的資産を蓄積する重要性が今後は求められ、そのためには資産の流動化・証券化を促進していくことが必要である。

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、(独)経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

1 はじめに

本稿では、イノベーションを促進させていくうえで、どのような企業金融あるいは資金調達の仕組みが望ましいか、どのような組織構造が重要かについて考察していく。一見すると、イノベーションを引き起こすために、技術は重要であるものの資金調達の問題は直接的には無関係のようにみえる。しかし、資金調達の仕方は企業のコーポレート・ガバナンスの仕組みに大きな影響力を持ち、研究開発のインセンティブなどに大きな影響を与える。また、研究開発を新しい組織で行うような場合には、組織構造や資金調達構造の設定が、成果に大きな影響を与える。そこで本稿では、特にイノベーションにおける人的資産の重要性に焦点をあて、人的資産を蓄積させていくための、望ましい金融構造のあり方を検討していくことにしよう。

たとえば、新しい投資資金を株式で調達するのか銀行借入れで調達するのかによって、その企業が外部からうけるガバナンス構造は大きく異なったものになる。今までの日本企業においては、資金調達や財務構造がガバナンスに影響を与えることをあまり意識してこなかった。しかし、今後は資金調達方法の選択が、企業のガバナンス構造や企業の経営活動に大きく影響することを意識していく必要がある。そのためどのような資金調達構造が企業の戦略上あるいはガバナンスの構築に望ましいのか、それがどのような形でイノベーションを引き起こしていくのかを検討していくことが重要である。

イノベーションを引き起こすために、重要と思われるポイントはいくつか存在するが、本稿では、人的資本の重要性とそれを促進させるための金融契約や金融のメカニズムに焦点をあてて、議論していくことにしたい。

また、近年、わが国では様々な形で制度改革が行われ、新会社法の制定など、さまざまな法制度の変化も生じた。その結果、企業組織構造やファイナンス面などにも、いろいろな面で自由度が広がってきている。それは、単にどう資金調達するかということだけではなく、研究開発をどのような組織形態で行うのかといった点も含めて、より自由度が広がることを意味している。しかし、自由度が広がってきているということは、各企業がどのような選択をするかで、優劣が発生することも意味している。どのような選択をすべきかについて、企業サイドとしてはよりよく考えて行動すべき状況になってきているといえるだろう。その意味でも、本稿の問題意識は今後企業経営上の現実的問題としてより重要度が増してきていると思われる。

本稿では、まず第2節でイノベーションを引き起こす上での人的資産の重要性を強調する。そして、その際、人的資産蓄積のインセンティブをうまく作り出すことの難しさと重要性、また蓄積された人的資産をいかに維持活用していかを議論している。第3節では特にイノベーションと人的資産を結び付けていく際に、開発者のリーダーシップを生かせる組織の重要性を議論する。第4節では、人的資産蓄積のインセンティブをうまく生み出していく上では、資本構造を適切に設定して物的資産の所有権を適切にコントロールすることが重要であることを指摘する。第5節では、金融機関側の人的資産蓄積

も、金融システム全体を効率的に回すためには重要であることを述べ、資産流動化や証券化がそれに果たす役割を検討する。さらに第6節では、金融システム全体として、イノベーションを今後引き出していくうえで、考えるべきポイントを述べる。

2 人的資産の重要性

ここで議論する人的資産とは、簡単にいえば従業員や開発者に帰属している知識や情報、ノウハウなどのことである。人的財産や人的資本の蓄積に関して、各労働者・経営者に十分なインセンティブを与え、その結果企業内にいかに適切な人的資産や知識を蓄積させていくかが、将来のイノベーションを引き出すうえでは重要になる。

ここでの基本的な考え方は、物的資産と人的資産の適切な組み合わせが、イノベーションの推進力となる、特に人的資産の適切な蓄積とその活用が重要だという点である。また、場合によっては物的資産よりも人的資産が実質的なイノベーションの推進力となるという構造を前提としている。

人的資産のもうひとつの特徴は、所有権が必ずしも明確ではないという点である。特許権や著作権などの知的財産権の場合には、所有権が明確であり、かなり物的資産と同様の扱いが可能である。たとえば、他の企業の知的財産権をライセンス契約によって利用することも可能であろう。

しかしイノベーションの可能性を考えるあるいは今後のイノベーションの進展を考える場合には、知的財産権として明確でないものも重要になってくる。たとえば、企業内におけるノウハウや各従業員が蓄積している知識や情報などである。ここで人的資産と呼んで強調しているのは、これらの集合体である。これらのノウハウや知識・情報をどのような形でうまく引き出すか、またどのような形でこれらの蓄積を促していくかが重要な点となってくる。

物的資産と人的資産の違い：蓄積のインセンティブ

物的資産を蓄積させていくためには、設備投資が必要である。設備投資を行うためには、当然それに相当する資金が必要であり、資金を十分に集めることができなければ、十分な設備投資が行われない。しかし、裏を返せば資金さえ集めることができれば、設備投資を行って物的資産を蓄積していくことは容易であるともいえる。

それに対して人的資産の場合には、異なった側面を持っている。それはたとえ経営者が資金をつぎ込んだとしても十分な資産が蓄積されるとは限らないという点である。たとえば、研究開発を行うために必要な技術を海外で習得することが必要になったとしよう。従業員に技術習得のために旅費と給与を与えたとしても、その従業員がきちんと努力をして十分な技能を身につけたかどうかは多くの場合、経営者には分からない。また、従業員の側にしても、怠けてそもそもの技術習得を怠ってきたとしても、経営者が蓄積したレベルを十分に把握できないため、すぐにはペナルティがかかりにくいという側面

がある。そのため、たとえどれだけの資金をつぎ込んだとしても、経営者が望んだ形では人的資産が蓄積しない場合が多い。そのため、単純に金銭を投入するだけでは人的資産を蓄積することはできない。

もしもその技術が特許権のように知的財産として存在するのであれば、その権利をライセンス契約によって取得すれば、使えるようになるかもしれない。その場合にはライセンス契約を結ぶだけの資金力があれば、知的財産を得ることは問題ないといえるだろう。ただし、たとえ、ライセンス契約を行って技術を取得することができたとしても、通常はそれを使いこなすために労働力が必要であり、そのためにはやはり使いこなす開発者や従業員の質とやる気を確保するインセンティブ契約が必要になってくる場合が多いだろう。

人的資産を蓄積していくためには、上記のように資金を蓄積するだけでは不十分である。それぞれの従業員にインセンティブを与え、適切な知識やノウハウを各従業員や開発者が蓄積していくように仕向ける必要がある。インセンティブを与える一番直接的な方法は、賃金や報酬を成果に合わせて変動させるインセンティブ賃金にすることであろう。しかし、そもそも知識やノウハウが外側から観察するのが難しいため、インセンティブ賃金はどうしても間接的なものにならざるを得ない。結果的にインセンティブは人的資産をどの程度蓄積できたかに依存して上下する賃金体系ではなく、目に見える成果、たとえば研究開発の成否に応じて変化するような賃金体系にならざるを得ない。しかし、研究開発の成否は、もちろん人的資産の多寡だけでは決まらない。物的資産の大小も当然影響を与える。また、後で述べるように他の研究開発者の人的資産も重要になってくる。そのため、インセンティブ賃金は多くの場合、不十分で間接的なものになりがちである。

インセンティブを与える、あるいはインセンティブに影響を与えるものは賃金だけではない。組織構造やガバナンス構造もさまざまなルートを通してインセンティブに影響を与える。たとえば、研究プロジェクトの決定権を得ている場合とそうでない場合とでは当然、研究開発のインセンティブは異なってくる。したがって、組織構造などもインセンティブをコントロールするうえでは考慮すべき重要なポイントである。コーポレート・ガバナンスの問題や企業金融のあり方がイノベーションに影響を与えるのは、実はこの点からである。

さらに、単に組織構造だけではなく、働く環境などもインセンティブを与えるうえでは重要である。経済学では、多くの場合、金銭的利益がインセンティブとして強調される。しかし、実際の経済活動においては金銭的な利益だけではない、仕事の満足感などの非金銭的利益が働く意欲を引き出すことも多い。働きやすい環境を整えること、十分な達成感のある職場の形成等は、経済理論においてはあたかも軽視しているかのようにみえるポイントであるが、実は経済理論においてもこれらの点は重要である。人的資産を適切に蓄積させていくためには、労働環境等の点も無視することはできない。

人的資産をイノベーションに生かす

今までは、主に知識やノウハウなどの人的資産をいかに蓄積するかという点に重点をおいた説明をしてきた。しかし、人的資産を活用してイノベーションに結び付けていくためには、蓄積されている人的資産をいかに生産性に生かしていくかも問題となる。人的資産をうまく生かし生産性をあげていくためには、それぞれの従業員が得ている人的資産をうまく結合させて高い生産性やイノベーションを達成していく必要がある。この場合にも、経営者や監督者が多くを観察できない場合が多い。誰と誰を結びつけたらよい研究成果が得られるかなどは、当事者にしか分からない場合が多いからである。

ただし、各従業員や開発者の持っている人的資産の特徴や性質については、ある程度把握しておくことはマネジメントとしては重要である。その点が人的資産の生産性を大きく左右するからである。この点は、たとえばプロ野球の監督の立場をイメージすると分かりやすいかもしれない。各選手の持っている潜在的な能力（これがこの場合の人的資産に相当する）は、それぞれにおいて異なっており、それらを適切に組み合わせた起用をすることによって、そのチームは威力を発揮する。その場合監督は個々の選手の持っている人的資産を適切に評価し、望ましい組み合わせと適切な起用を行っていくことが重要なポイントとなる。

また、先に述べた外部環境や働く環境なども人的資産を適切に活用していくうえでは重要である。たとえ、十分な知識をそれまでに得てきた研究者であっても、それを生かすだけの努力をするインセンティブが引き出されなければ、望ましい成果を挙げることはできないだろう。そのため、研究環境や労働環境の整備は、人的財産を十分に生かしていくうえでも重要である。

蓄積をどのように維持するか

さらに、今後重要になってくる点は、蓄積された人的資産をどのように維持していくか、という点である。先に述べたように、知的財産権のように法的に所属関係が明確になっているものを別にすれば、人的資産は帰属関係が法的に明確でない。まず、社内でチームを組んで研究開発や生産を行っている場合、チーム内に蓄積された知識や情報は、誰がどのような形で把握しているのかが、当事者である従業員にも明確でない場合も多いし、経営陣にとっても明確でない場合が多い。ある程度の情報管理や業務範囲の明確化によって経営者が把握することが不可能ではないが、そこには自ら限界がある。そのため、経営者としては、チーム活動の歴史が長くなってくるほど、それぞれの従業員が持っている人的資産をきちんと把握することが難しくなってくる。

より重要な点は、人材の移動によって蓄積された人的資産が社内から流出していく問題である。かつて、わが国の労働市場においては、終身雇用が主流を占めており、一度就職した従業員はそのまま社内にとどまり続けることが前提となっていた。そのため、

社内に蓄積された人的資産も社内にとどまり続けることを前提に人的資産の活用を考えればよかった。しかし、終身雇用が崩れ、従業員が頻繁に企業間を移動するようになった現在においては、社内の従業員に蓄積された人的資産が従業員の移動と同時に社外に移動していく可能性がある。今後の企業運営においてはこの点に関する注意が必要と becoming くるだろう。

そのためには、重要な人的資産を蓄積している従業員をいかに企業内にとどめるかの工夫が必要である。場合によっては金銭的な報酬だけではなく、労働環境などの改善も重要であろう。

ただし、企業間の労働移動は、経済全体にとっては必ずしもマイナスの要素ではない。大企業から人材が移動してベンチャービジネスを起業し、そこがイノベーションの源泉になる可能性もある。アメリカの事例は、イノベーションを起こして、経済全体を活性化させていくうえで、ベンチャービジネスの重要性を示している。ハイリスク・ハイリターンの投資を行って、イノベーションに結び付けていくためには、ベンチャービジネスのほうが優れている面があるからだ。

この点を考えるとたとえ大企業であっても、ベンチャービジネスがもたらすことの出来るような投資インセンティブを、従業員や開発者に与えることも考えていく必要がある。ここでは、その点に関して従業員や開発者によるリーダーシップの重要性を強調することにしたい。開発者が有している知識や情報を積極的に活用して、インセンティブを与えることがポイントであるとすれば、開発者のリーダーシップが今後重要になってくる。次節ではこの点について検討していくことにしよう。

3 人的資産を生かす組織構造¹

理論モデル

この節では、人的資産をいかにうまく活用するかという観点から、リーダーシップを発揮することの重要性を簡単なモデルを用いて説明することにしよう。以下では簡単なモデルを用いて、日本的組織としばしば主張されてきた合意形成型の組織と、リーダーシップ型の組織とを比較する。また、合意形成と情報交換の違いを明確にするため、リーダーシップ型組織は情報交換が組織内で十分にできるケースとできないケースとに分けて検討する。

モデルの単純化のため、2人のエージェントからなる組織を考える。この組織は、将来の方向性に関する決定を行う必要性が生じている。決定は現状維持（決定 O）を選ぶかあるいは新しいビジネスに乗り出すかである。そして新しいビジネスにはビジネス A（決定 A）とビジネス B（決定 B）のふたつの選択肢があるものとする。どのビジネスを選ぶべきかは、外的環境に依存しており、二人のエージェントはその外的環境に関するシグナルを受け取ることができるものとする。ただし、どちらも外的環境に関して部

¹ 本節の記述は、柳川・水木（2002）に基づいている。

分的なシグナルしか受け取れず、完全な情報を持っているわけではない。この点が、以下の分析においては重要な役割を果たすことになる。

現状維持が最適となる状況が生じる確率は $(1-p)$ 、新規ビジネスを選ぶべき状況は確率 p でおきるものとし、どちらのビジネスが最適かは半々の確率つまり、ビジネス A を選ぶべき状況である確率は $p/2$ 、ビジネス B である確率は $p/2$ であるとしよう。そしてこの組織は、適確に新規ビジネスを選択できた場合には $M (> 0)$ だけの利得が得られ、適切に現状維持を選択できた場合にはゼロの利得が得られるとしよう。それに対して、本来選ぶべきではない選択をした場合には、 m だけの損失を被るものと仮定する。

ここでは、単純化のために両エージェントに利益相反の問題はないとする。またシグナルを得るコストもかからないため、蓄積のインセンティブの問題は直接的には生じず、得られた知識や情報をいかに生かしていくかという側面に集中して議論していくことになる。

しかしながら、問題はそれぞれのエージェントが外的環境に関して不十分な情報しか得られず、その不十分な情報をもとに決定を行わなければならない点にある。まず、それぞれのエージェントは、ビジネス A に関する情報しか獲得できないエージェント（以下エージェント a と呼ぶ）とビジネス B に関する情報しか獲得できないエージェント（以下エージェント b と呼ぶ）に分かれるものとする。つまりエージェント a（b）はビジネス A（B）を選ぶべき状況かどうかについてだけ情報を得ることができる。

しかも、その情報は以下の点で不完全なものである。まず本当にビジネス A（B）を選ぶべき状況が実現した場合には、ビジネス A（B）が望ましいというシグナルを確率 1 で得ることができる。しかし、他の状況（現状維持あるいはビジネス B（A）が望ましい状況）が実現していても確率 q でビジネス A（B）が望ましいというシグナルをエージェント a（b）は受け取ってしまうものとする。つまり、自分のビジネスに肩入れしすぎた状況を想定していて、本来自分のビジネスの出番でないときでも、自分のビジネスが魅力的にみえてしまうことを仮定している。ただし、議論を単純にするために、本来は現状維持が望ましいのに、エージェント a が（ビジネス A が望ましいという）間違っただけのシグナルを受け取る場合にはエージェント b も同様に（ビジネス B が望ましいという）間違っただけのシグナルを受け取るものとする。

ただし、このような不完全なシグナルであっても、各エージェントは自分のビジネスが望ましいというシグナルを得た場合には、そのビジネスを実行しようとするものと仮定する。これは、間違える可能性があることを知らない場合や、間違っただけの情報を受け取る可能性 q があまり大きくない場合には、正当化される仮定である。一方、シグナルを得なかった場合には、現状維持を選択しようとするものとする。

以上の状況を整理すると、本来は

現状維持が望ましい確率 $(1 - p)$

ビジネスAが望ましい確率 $p/2$

ビジネスBが望ましい確率 $p/2$

という状況にあるが、それぞれのエージェントが受け取るシグナルが完全でないために、それぞれのエージェントは、自分のプロジェクトが望ましいという歪んだ情報を過剰に受け取ってしまう可能性がある。

以上のような設定の下で、どのような決定構造および情報共有構造が望ましいのかを以下で検討していくことにする。先に述べたようにここで考えるのは、(1) 合意形成型決定組織 (2) リーダーシップ+情報交換なし、(3) リーダーシップ+情報交換あり、の3種類の意思決定システムである。ただし、ここで注意してほしいのは、情報交換の意味である。ここではそれぞれのエージェントは情報交換の際に、選択についての意見を提示することはできるが、自分が受け取った情報そのものを完全に伝達することは出来ないものとする。これは、どんなに情報交換や情報共有が密な組織であっても、相手が保有している情報を完全に共有することは困難な現実を反映した仮定である。

(1) 合意形成型決定組織

ここでは合意形成型決定組織を、まずそれぞれが実行すべき決定を主張し、両方のエージェントが合意したときにのみその決定が実行され、合意できなければ現状維持が選択されるというシステムとして考える。これはどちらかといえば、伝統的に日本企業がとってきた決定方法であろう。このシステムのメリットとしては、それぞれのエージェントが誤ったシグナルを受け取って望ましくない決定をしようというときに、互いに牽制しあって暴走を防ぐことができる点が挙げられる。その一方で、逆に新しいビジネスに乗り出した方が良い状況であるにも関わらず、十分な合意が得られないために、現状維持をしがちだというマイナスも存在する。

以上のメリット・デメリットを、モデルに沿って考えてみよう。まず、現状維持の状況が実現した場合には、このシステムではつねに正しく現状維持を選択することが可能である。本来であれば、それぞれのエージェントが間違った情報を受け取る可能性があるため、過度に新規ビジネスに乗り出す可能性が存在する。しかし、この場合には、それを排除することが可能である。それは、上での仮定から両方もがその誤った情報を受け取るため、それぞれがAあるいはBの決定が望ましいと主張し、合意ができないからである²。そのため、結果的に望ましい現状維持が選択されることになる。この点が、合意形成型組織のメリットである。

² 厳密には合意できない場合に、どちらかの選択を例えばランダムに選択してみるという可能性はありうる。もし、この可能性を認めるならば、モデルをもう少し修正し、より複雑なモデルを構築する必要がある。しかし、ここではモデルの単純化のため、そのような可能性は考慮せず単純に現状が維持されると仮定している。

しかしその一方ではデメリットもある。それは、本当に新規ビジネスを採用すべき状況が実現し、エージェントがそれについて正しいシグナルを受け取っているにも関わらず、相手エージェントが誤った情報を受け取っている場合である。この場合、誤った情報を受け取ったエージェントは（自分が誤っていると気がつかずに）自分のプロジェクトを主張するため合意が形成されず、現状維持が選択されてしまう。

これらの点を考慮すると、組織全体の期待利得は

$$0 - p q m + p (1 - q) M$$

となる。なぜならば、まず現状維持が望ましい状況が確率 $1 - p$ で生じ、その場合必ず現状維持が選択されるので、利得はゼロである。一方、 p の確率でどちらかの新規ビジネスへの進出が望ましくなるが、そのうちの q の確率では、相手エージェントが誤ったシグナルを受け取るため、現状維持しか選択されず、 m だけの損失が生じる。一方 ($1 - q$) の確率ではそのような誤った情報を得ないため、正しく新しいビジネスが選ばれて M だけの利得を得ることができるからである。

(2) リーダーシップ+情報交換なし

次にリーダーシップを認めるものの、他のエージェントと情報交換をしないシステムを考えてみよう。ここでリーダーシップとは、どちらかのエージェントに組織全体の意思決定を行う権利を与えることを指すものとする。このシステムでは、情報交換が行われなため、他のエージェントがどのような意見を持っているのかは分からない。そのため、リーダーシップを与えられたエージェントは、自己の獲得した情報のみに基づいて、決定を行うことになる。

このシステムのメリットは、他のエージェントの意思や情報を気にすることなく、リーダーが意思決定できるため、不必要な現状維持や決定の遅れを回避することができる点にある。けれども、その一方で、自分が間違った情報を得ている場合でも、歯止めになる者がいないため、誤った決定を行ってしまう可能性が高くなるというデメリットがある。

この場合、組織全体の利得は

$$- (1 - p) q m + p M/2 - p q m/2$$

となる。ここで第1項は、本来は現状維持が望ましい状況であるにも関わらず、リーダーシップを持っているエージェントが新しいプロジェクトを選択することから生じるマイナスを表している。これは合意形成型では生じなかった損失であり、リーダーシップの持つデメリットを表している。第2項は適切に新規ビジネスを選択することから生

じる利益を表している。リーダーシップによる決定のため、相手エージェントがどのような情報を得ようと、自分の情報に基づいて決定できる点がメリットである。ただし、情報共有は行われなため、自分が情報獲得できる新規ビジネスが望ましい場合だけに、新規ビジネスへの参入が行われる。そのため（期待）利得は、 pM ではなく $pM/2$ になっている。第3項は、たとえば本来はビジネス B を選択すべき状況に、ビジネス A が望ましいという情報を獲得した結果生じる損失を表している。この点もリーダーシップの行使から生じる損失であり、リーダーシップのデメリットだといえよう。

(3) リーダーシップ+情報交換

次にエージェント間で情報交換が可能な場合を考えてみよう。(2)との違いは、相手エージェントの意見を意思決定に用いることができる点である。ただし、先にも述べたように、伝達可能なのはあくまでも、相手エージェントがどのような意思決定が良いと思っているかであり、相手エージェントが受け取った情報そのものではない。ここでは具体的には、リーダーがまず自分の得た情報に基づいて決定を行う。しかしシグナルを得られなかった場合には、相手エージェントによる決定に関する意見を取り入れる、という決定プロセスを考えることにする。

この場合の組織全体の期待利得は

$$-(1-p)qm + pM/2 - p(qm/2) + p(1-q)M/2$$

となる。ここで第1項は、(2)の場合と同じで現状維持が望ましいにもかかわらず、新しいプロジェクトを選んでしまうことから生じるマイナスを表している。現状維持が望ましくなる確率は $(1-p)$ であり、そのうち、リーダーシップを持ったエージェントが誤って自分のプロジェクトが望ましいシグナルを受け取る確率が q である。そのため、 $-(1-p)qm$ だけのマイナスが生じることになる。ここで重要な点は、たとえ相手エージェントが自分と異なった意見を主張したとしても、自分が自分のプロジェクトが良いというシグナルを受け取っている以上、それが実行されてしまうという点である。そのため、たとえ情報交換が可能であっても、プロジェクトが実行されることに歯止めはかからず、このような損失が発生してしまう。第2項、第3項は、(2)の場合と同じである。

(2)のシステムとの違いは、第4項が加わっている点である。この第4項は、本来相手エージェントの新規ビジネスを選択すべき状況で、その新規ビジネスが選択される可能性があることを示している。これは(2)の場合には得られなかった効果である。ただし、この状況が生きてくるのは、リーダーが、(自分の新規ビジネスを行うべきだという)誤ったシグナルを得なかった場合に限られる。つまり、自分が情報を得られな

かったときに限って、リーダーは相手エージェントの情報を利用してその新規ビジネスを選択する。そのため、確率が $p(1-q)/2$ になっている。そしてこれは、明らかに情報交換のメリットである。

(4) システム間の比較

これらの結果を利用してシステム間の比較を試みよう。上の議論からすでに明らかのように(2)のシステムよりも(3)のシステムの方が、情報交換のメリットがある分望ましい。そこで以下では、(1)のシステムと(3)のシステムの比較を行うことにしよう。

そこでまず、組織全体の期待利得の差((3) - (1))を計算すると

$$pq(M+m)/2 - (1-p)qm$$

が得られる。つまり、この値が正であれば(3)のシステムのほうが望ましく、負であれば(1)のシステムのほうが望ましい。この値の意味をエージェントaがリーダーシップをとっている場合を例にとって、考えてみよう³。

まず、本当はビジネスAが望ましい状況が実現した場合を考えてみよう。(3)のシステムの場合、必ずビジネスAを実行しMを得ることが可能である。なぜならばエージェントaがリーダーシップをとっていて、彼は100%の確率でビジネスAが望ましいというシグナルを受け取るからである。しかしながらシステム(1)の場合には、エージェントbも(プロジェクトBが望ましいという)シグナルを受け取っている可能性があるにもかかわらず、現状維持が選択されてしまう可能性がある。その確率は全体のうちの $pq/2$ でその損失額はmである。よって、この状況におけるシステム(3)とシステム(1)の期待値の差は、 $pq(M+m)/2$ となる。つまりこれが上の第1項である。

次に両者に差が出てくるのは、本当は現状維持が望ましい状況が実現したケースである。システム(1)の場合には、この場合必ず現状維持が選ばれる。なぜならシグナルをエージェントが受け取る場合でも、必ず両エージェントが受け取るため、互いが自分のプロジェクトを主張し合意が得られないからである。しかし、システム(3)の場合には、エージェントaが自分で決定できるため、シグナルを受け取っている限りプロジェクトAを選択し、損失mを発生させてしまう。よって、両者の期待利得の差は、 $-(1-p)qm$ となる。これが第2項である。

次に本当はビジネスBが望ましい状況が実現した場合を考えてみよう。この場合、どちらのシステムにおいても、両エージェントがシグナルを受け取ってしまった場合に的確に判断ができないという問題がある。ただし、システム(1)の場合には、両者の合

³ ここではエージェント間で完全に対称な状況を考えているため、エージェントbがリーダーシップをとっている場合を考えても結果は同じである。

意が得られず現状維持が選択され、システム（3）の場合にはリーダーであるエージェント a がシステム A を選択することになる。ただし、現在の単純化の仮定では、どちらの場合にも損失は m となるため、この状況については両システムの差は発生しない。そのため、結局両者の差は第 1 項と第 2 項を足したものになる。

つまり、簡単に要約すると第 1 項が不必要な現状維持を打開できるというリーダーシップのメリットを表しており、第 2 項は必要以上に新ビジネスに乗り出してしまうというリーダーシップのマイナスを表している。

どういう場合に、この値が正になるかを考えるためには、以下のように変形するのが分かりやすいかもしれない。

$$p q M/2 + (3p/2 - 1) q m$$

これから明らかなことは p が十分高い ($2/3$ より大きい) か、あるいは、 p がそれほど高くなくても M が m に比べて十分に高ければ、(3) のシステムの方が望ましいということである⁴。

つまり、新規ビジネスが発展する可能性が高い状況においては、現状維持が選ばれがちな合意形成型の組織よりも、リーダーシップ型の組織の方が望ましいということである。また、単にリーダーシップが発揮できるような環境ではなく、情報交換を行いつつリーダーシップが発揮できるような組織が望ましいことを、この単純な理論モデルは示している。

人的資産重視の重要性

今までの日本的経営の議論では、集団による合意形成が比較的重要視されてきた。しかし実際には、戦後急成長を遂げた日本企業の中には、経営者がかなりのリーダーシップを発揮して成長を遂げた企業が少なくない。たとえば、ホンダなども強烈な個性を持った経営者によって事業が展開されてきた面が強い。

現在の日本企業においては、このような重要な人的資産によるリーダーシップに基づいた経営の重要性が高まってきているといえるだろう。進むべき方向性が明確になっており、組織全体の調和が重要な場合には、リーダーシップよりも、内部調整能力が経営者にとって重要であったかもしれない。しかし、今後、情報技術の発展や国際化の一層の進展等によって経済環境は大きく変化することが予想される。このような変化が激しい状況にあっては、上の理論モデルが明らかにしたようにリーダーシップを発揮してスピードの速い、断固とした意思決定が要求されることになるだろう。

⁴ ただし、厳密にはあまり M が m よりも高いと、何の情報もなくとも新規ビジネスに参入した方が、期待値が高いという状況になってしまうため、何らかの制約条件を考える必要が生じる。しかし、本稿では紙幅の制約から、この問題には踏み込まない。

日本企業の特徴として言われてきた情報の共有や情報の交換は、本来は集団的意思決定と結びつく必要は必ずしもない。しかし、現実の企業経営においてはこの二つを混同して認識されてきたケースが少なくないように思われる。ここでのリーダーシップに関する議論は、このふたつの概念を分離させ、情報共有は求めるものの、集団的意思決定ではなくリーダーシップに基づく意思決定を主張するものである。前節では、変化が激しい状況においては、このような情報交換を伴ったリーダーシップが伝統的な合意形成型の組織よりも優れている場合が多いことを、簡単な経済理論モデルを用いて明らかにした。

ただし、強いリーダーシップの下に進められた経営方針が、必ずしも常に望ましいとは限らない点にも注意が必要であろう。リーダーの判断が正しいとは限らないし、不確実性の高い環境においては、状況判断は難しくなるからである。また経営判断が結果として誤ったものになる可能性も高くなるだろう。しかし、不確実性が高いことを理由に現状維持を続けるよりは、例え失敗のリスクがあったとしても、強いリーダーシップの下で経営方針を決めたほうが、より望ましい結果をもたらすことができる場合は少なくない。特に産業全体や経済全体のことを考えた場合には、この傾向は強くなる。個々の企業にとっては、リスクや不確実性が高くても、いくつかの企業が成功することによって、産業全体のパフォーマンスは高くなりうるからである。例えば、金鉱を前にして重要なことは、どこに鉱脈があるか相談し1回の掘り出しのリスクを小さくすることではなく、とりあえず出来るだけ多くの人ができるだけ多くの場所を掘り進めてみることである。

労働環境・制度変化の影響

このように、人的資産を積極的に活用していく組織形態を考えた場合には、大企業の中で生産性を高めていくことも必要であるが、新規のベンチャー企業が多数起業し、その中から大きな発展をみる企業が出てくることも重要であろう。わが国においてもベンチャービジネスを活発にするための環境整備がかなり行われてきており、法制度も含めてかなりの進展があると思われる。今後は、それをどのような形で生かしていくかが、重要な課題であろう。

制度的側面から考えるとたとえば1円起業が可能になるなど新規にベンチャービジネスを起こすためのハードルは低くなっている。またLLP、LLCの制度ができることにより、企業形態に関しての自由度も広がってきており、その意味では新しい企業をつくることの自由度は高くなっているといえるだろう。

また、立ち上がった企業が成長して新規上場を目指す局面においては、現在ではマザーズ、ヘラクレス等の新興成長企業向けの取引所が出来て活発な取引が行われており、その面からもベンチャービジネスの活性化を促しているといえるだろう。

さらに資金提供サイドから見ても、不良債権処理の過程で多くの事業再生ファンドや

バイアウト・ファンドが設立され、それらのファンドがベンチャー企業などにも投資を行っていることから、ベンチャー企業に対する資金提供主体もかなり増えてきている。

これらの点から考えると少なくともベンチャービジネスが活発に行われる形式的な要件はかなり整えられてきているといえるだろう。しかしながら、わが国において今後ベンチャー企業が多数立ち上がり経済全体としてイノベーションを活発に行っていくためには、問題も存在する。

それについては、労働市場の状況がひとつの大きな要因となる。ベンチャー企業の立ち上げについては、資金調達の面も重要であるが、どれだけ人が移動してベンチャーを立ち上げるかという側面も重要になるからである。現段階からいえば、わが国においては、大企業から積極的にスピアウトして、企業を立ち上げるような人材はまだ多いとはいえない。労働市場がそこまで流動化していないからである。この点については、終身雇用制はすでに崩れて人材の流動化が進展していることを考えると、今後大きく変化していくことが予想される。ただし、年金や社会保障の面では、まだまだ企業間の移動を妨げている面が多く、今後は企業間を移動してもそれらの面で不利にならないような制度整備が重要になってくるだろう。

また同様の問題はベンチャーキャピタリストの側についてもいえることである。人材がかなりそちらに流れるようになったとはいえ、まだまだ大手金融機関に多くの優秀な人材が集中しているのが現状である。これらの人材がもっと流動化し、積極的にベンチャーキャピタルを設立するような動きになれば、わが国のベンチャービジネスも、違った局面が実現するだろう。

もうひとつ重要な点は、失敗をした企業が被る損失が小さくなるような社会的システムを同時に構築していくことである。結果的に失敗をする企業が多く出てくると、そこで働いていた個人のリスクが大きくなりすぎる可能性がある。よって、そのリスクを出来るだけ小さくするような工夫が必要である。そのためには、まず企業の破たん処理制度の迅速化と人材の流動性を高めていく必要があるだろう。一度失敗した企業に所属していても、すぐに他の企業に移り利益を得ることが可能になる仕組みを構築しておくことである。

4 金融とコーポレート・ガバナンス

企業金融によるインセンティブコントロール

以上述べたように、イノベーションを今後生み出していくうえでは人的資産の蓄積・活用が重要であり、そのための組織構造が重要である。ただし、それを支えるうえでは、物的資産とそのコントロール権を、どのように配分していくのか、どのようにコーポレート・ガバナンスを行っていくか、がよりポイントとなってくる。そこで以下では金融面が人的資産の蓄積に対して重要な意味を持つてくることを、理論的に検討して、どのような形での資金調達が望ましいのかについて検討していくことにしよう。

金融契約理論の展開は、コーポレート・ガバナンスの側面において、企業金融の果たす役割が大きいことを明らかにした。具体的には、どのような形で資金調達をするかという資金調達方法の選択は、単にどのような形で投資家に利益を配分するかという利益の配分だけではなく、どのような形で会社のコントロール権を投資家に配分するかというコントロール権の配分を伴うことを明らかにした。その結果、資金調達方法の選択問題は、利益配分の問題とコントロール権の配分というふたつの次元の選択問題として捉えられることになった。たとえば、借入れを行った場合には、単に約束をした金利の支払いという形で利益が投資家に配分されるばかりではなく、債務不履行に陥った場合には法的整理などを通じて債権者に決定権が移転するという構造を持っている。

このように、投資家に対して決定権がなんらかの形で移転するとなれば、それをどのような形で投資家に移転させるかという仕組み、つまり資金調達方法がそれぞれの企業にとって望ましいかという問いかけが次に考えるべき問題となる。その際にポイントとなるのは、決定権を誰が持つかで、どのように企業の価値に影響を与えるのかという点であろう。この点については、大きく分けてふたつの理論体系がある。ひとつは、**Grossman and Hart(1986)**が指摘したような、人的資産への投資インセンティブへの影響を焦点にする理論である。先にも述べたように人的資産への投資は外側からなかなか観察できないものだとすれば、モラルハザードの問題やホールドアップ問題等が生じる。また、観察できたとしてもそのレベルについて契約書で規定し裁判所に立証してもらうのは困難である。そのような状況下においては、もう少し間接的な仕組みを用いてインセンティブを与える必要がある。**Grossman and Hart(1986)**は、決定権の配分がそのような間接的インセンティブの仕組みになりうることを明らかにした、決定権を保有していれば、その分自分に有利な決定ができるチャンスが増え利得を増やすことができるため、それだけ人的資産への投資インセンティブが高まるからである。

もうひとつは、**Aghion and Bolton(1992)** が明らかにしたような私的利益の存在を前提にしたモデルである。たとえば、経営者が会社の規模拡大に対して（評判の上昇などの）私的利益が得られるとしよう。この場合、経営者が決定権を持っていたとすれば、会社の利益よりも規模拡大に偏った経営を行う可能性がある。このような状況に対しては、投資家の側が決定権を握ることによって、経営者の私的利益に偏った決定を排除することができる。

もちろん、上記ふたつの理論ともに実際には再交渉の可能性を考慮に入れるなど、もっと精緻で複雑な理論的構造を持っている。が、いずれにしても、これらの理論が明らかにしたことは、投資家に対する決定権の配分の仕方が企業の人的資産への蓄積インセンティブやパフォーマンスに大きな影響を与えるという点である。その意味で、資金調達の仕方は、企業のコーポレート・ガバナンス構造に影響を与え、その結果、イノベーションに影響を与えることは理論的にはかなり明確に証明されてきている。

さらに、これらの研究が明らかにしたことは、望ましい資金調達構造やガバナンスの

構造は一意に決まるわけではなく、さまざまな経済環境によって異なり得るという点である。先の理論的構造からも明らかなように、資金調達構造と人的資産蓄積との関係は単純なものではなく、間接的なものである。そのため、経済環境や人的資産の性質など他の要素が異なると望ましい資金調達構造も異なることとなる。各企業はそれぞれの経済環境に合わせた金融構造を選択していく必要がある。

この点は、先に述べたようなわが国の法律改正の動きと大きく関係したポイントとなっている。新会社法の制定に代表されるように、わが国の私法分野では任意法規化と呼んでもよいような流れが進んでいる。これは各企業それぞれの自由な選択の範囲が広がっていることを意味している。一般的に経済理論においては、このような自由な選択肢がより広く与えられることによってより望ましい選択ができる可能性が高まるため、経済厚生が高まると考えられている。しかしながら、自由な選択肢が広がるということは、個々の企業の選択が企業のパフォーマンスに大きな影響を与えることを意味している。選択肢がひとつしかなければ、その選択においては当然企業間では差がつかないが、選択肢がたとえば5つあれば、そのうちのどれを選択したかで、企業間のパフォーマンスに差が出る可能性がある。したがって、それぞれの企業は、組織構造や資金調達構造において、より自分にあった選択をしていく必要に今後迫られていくといえよう。この点は、単に資金調達の面だけではない。どのような組織形態を選ぶかについても選択肢が広がってきており、今後はその面においても個々の企業実態に合わせた選択をしていく必要が生じるだろう。

自由な選択という意味合いはまた、単にそれぞれが自由な選択をすべきだというだけでなく、より本質的な含意も持っている。この点を、より上記の理論に合わせて言い換えれば、(広い意味での) 投資家に対する利益の配分パターンと決定権配分のパターンを切り離す形で、望ましい配分パターンを考えるべきだということも意味している。この点は、海外の実証研究、特にベンチャービジネスを対象にした実証研究でも明らかにされているポイントである。たとえば、Kaplan and Stromberg(2003)、Hellman(1998)、Lerner and Merges(1998)などが、アメリカのベンチャーキャピタルやファンドなどに関する実証分析を行い、その結果を導いている。たとえば、Kaplan and Stromberg(2003)は、アメリカのベンチャーキャピタルの契約状況に関して詳細な実証分析を行い、“separately allocate cash flow rights, board rights, voting rights, and other control rights.”が重要であることを明らかにしている。

今後わが国が、人的資産の蓄積を適切に行ってイノベーションを行っていくためには、このようなベンチャービジネス契約の研究結果を有意義にいかしていく必要があると思われる。

その意味では、LLP の仕組みは、上記のような利益の配分と決定権の配分を切り離して行い、柔軟な契約関係を実現するうえでは、やりやすい組織法制になっているといえるだろう。LLP を用いて、より柔軟で適切な契約関係を実現することができるなら

ば、わが国の企業にとって大きなステップとなるだろう。

ただし、利益の配分と決定権の配分を切り離して柔軟な契約関係を形成していくことは、一株一議決権の原則が崩れることを意味している。この点は、IPO やその後の公開を考える際には、大きな問題となる可能性がある。証券市場において流動性の高い証券取引を実現させるためには、ある程度の規格化されて商品設計が必要であり、そのためには一株一議決権の原則は、重要な役割を果たすことが知られているからである。そのため、IPO をする段階においては、資金調達構造や契約構造を見直す必要が出てくる。この点は、IPO を本当に目指すべきかどうかという問題とも関係してくる。

公開企業であることの意義

そこで以下では、イノベーションを今後活発にさせていく際に、新規上場あるいは株式公開の意義をどのように考えるかを検討していくことにしよう。この点は、ベンチャービジネスにおける新規上場の意義と、ベンチャーとはいえない程度に成長した企業において株式を公開することの意義の両方を考えてみることにする。

通常指摘されているポイントは株式を公開することによって、より多数の投資家からチェックを受けることになり、より広範囲な情報を活用することができ、その結果より資金調達が容易になる、というメリットである。実際、多くのベンチャー企業にとっては、IPO は大きな目標であり、それによって巨額の資金調達ができていることも確かだろう。その意味では、今後も IPO はベンチャービジネスにとって重要な「出口 (exit)」であり、また大企業においても株式を公開して資金調達を図ることは重要な手段であり続けるだろう。

しかしながら、すべての企業にとって新規上場や株式公開がベストな選択とは限らない。そのコストとベネフィットを十分に考慮したうえで、どのような選択をすべきか、個々の企業が検討する必要がある。そこで、以下では株式公開をすることのメリット・デメリットを少し整理しておくことにしよう。

先に述べたように、法制度の整備によって、より柔軟な形で企業形態や契約形態が可能になり、企業側としては自由度が高まることとなった。しかしながら、株式の公開にあたっては、そのような自由度はある程度制約されることとなる。それは、証券を適切な形で流通させるためには、ある程度の「規格化」が必要だからである。さもないと、取引をする投資家の情報収集コストが非常に大きなものになってしまう。たとえば、取引される株式に、どのような決定権が付与されているのかが明確でなく、またそれが企業によって大きく異なる状況だとしよう。その場合には、取引の際にいちいち権利内容を調べる必要が生じてしまい、そのようなコストがかかると結局は株式が取引されなくなり、全体として資金がうまく流れなくなってしまう。

そのため、株式を公開するにあたっては自由度がある程度制約されることとなる。その結果、一株一議決権の配分が強制されたり、少数株主保護のルールがより厳密な形で

適用されたりすることとなる。これらは場合によっては企業側にとって大きなコストとなりうるものであり、そのコストを上回るだけのメリットがあるかどうかを慎重に検討する必要がある。

また、ディスクロージャーも株式公開にあたっては、より厳しく強制されることとなる。この点も投資家の情報獲得コストを軽減し、取引を活発にするための措置である。その点から考えると、ディスクロージャーの要請と証券の「規格化」の要請とはある程度の代替性を持っていることがわかる。したがって、制度設計としては、どちらかを必要とするのか両方を必要とするのかについて、検討をする必要がある。たとえば、少数株主保護にしても、保護のレベルを明確にディスクロージャーしているのであれば、保護のレベルを一律に規格化する必要はないかもしれない。この点はある程度は、各取引所の自主的なルール設定の問題であるが、制度の問題としても考えていく余地があるだろう。

さらに最近の敵対的買収を巡る攻防が明らかにしているように、株式を公開することは、その会社の支配権の帰属先を市場取引に任せることを意味している。もちろん、それによって、経営者の規律が高められ、より望ましい経営が実現する側面があり、敵対的買収のメカニズム等は非常に重要なものである。しかし、コントロール権のより柔軟な配分という観点からみれば、やはり規格化されたメカニズムであるといえる。そのため、企業側としては、敵対的買収等の可能性を考慮しても、本当に株式を公開する意義があるかどうかは、厳密な形で検討していく必要があるだろう。また、制度設計という観点からみれば、もう少し買収の可能性が抑えられた「部分的」公開の是非をもっと検討していく余地があるだろう。

5 金融システムの変化

金融機関における人的資産

ここでは、企業の資金調達行動やコーポレート・ガバナンスの構造と、わが国の金融システム全体との関係を考えていくことにしよう。わが国の資金の流れについては、銀行を中心として回ってきた。いわゆる間接金融中心の構造であった。これをどのようにしたら、証券市場により資金が流れるようになるのかは、わが国金融システム全体の大きな課題であるといわれてきた。

この点に関連して、近年では「市場型間接金融」という言葉がしばしば使われるようになり、直接的に資金が証券市場に流れなくても、たとえば投資信託などを通じて間接的な形で証券市場に資金が流れるような仕組みの重要性が指摘されるようになってきている。それに加えて、市場型間接金融ということで議論されているもうひとつの側面は、銀行に預金という形で流れた資金が、様々なルートを通して証券市場に流れるような仕組みづくりである。

銀行の貸出債権の流動化や証券化の動きというものは、このような市場型間接金融の

流れに沿ったものであるといえるだろう。そして、銀行を中心とした金融システムにおいても、このような市場メカニズムを活用した仕組みは重要であると考えられる。それは銀行の貸出行動に対しても適切なインセンティブを与えることができるからである。後で詳しく述べるように、貸出債権が流動化や証券化によって途中で売却される可能性が高まることで、債権の実質的価値がその段階で判断され貸出行動に対する評価もその実質価値に依存した形で行われることが可能になるからである。

その結果、人的資産のように外側から評価しにくい資産や将来の収益性予測が難しい企業に対しても、より適切な判断に基づいた貸し出しが行われていくことが期待される。その意味では、証券化や流動化の動きは単に債権の流動性が高まり市場の活性化が図られるというだけではなく、企業側の資金調達のあり方にも影響を与える、重要なポイントである。以下では、この点を理論モデルによってやや詳しくみていくことにしよう。

ここでは、債権の流動化・証券化のうちで、銀行が様々なファンドに債権を売却する状況を想定して理論分析を行い、銀行経営や貸出行動に与える影響について考えてみることにしよう。

ここでは銀行行動の問題を分析するために、銀行内でのプリンシパル・エージェント関係に焦点をあてることにしよう。銀行経営者をプリンシパルとして、現場担当者（以下、銀行員と呼ぶ）をエージェントとして考える。現場担当者は融資時点において融資案件についてのモニターリングを行い、融資を行うべきかどうかを決定する。が、プリンシパルである経営者側とすれば、このエージェントの行動を十分には把握することはできず、エージェントの努力水準に情報の非対称性が存在するものとしよう。

銀行員は、審査活動を通じて、潜在的な貸出先企業の収益性に関する情報を獲得する。銀行員がその際高い努力水準 e^H を投入すれば成功確率が P^H となる企業を選び出すことができるものの、低い努力水準 e^L では、平均的な企業に貸し出すことになるので成功確率は P^L ($< P^H$) になってしまうものとする。ただし、高い努力水準を選択する際には C だけの私的費用が銀行員にかかる。議論を単純化するために成功した場合には企業は V^H だけの収益を得ることができ、失敗した場合には V^L となるものとする。借入契約は D だけの返済を行うものであり、 $V^H > D > V^L$ であるとしよう。

以下では、 e^H を選択することが全体からみて望ましい状況を想定するため

$$p^H V^H + (1 - p^H) V^L - C \geq p^L V^H + (1 - p^L) V^L.$$

を仮定する。ここで左辺は高い努力水準を選択した際の社会的便益を表しており右辺は低い努力水準を選択した場合の社会的便益をあらわしていて、この不等式は高い努力水準を選択したほうが、社会的にみて効率的であることを意味している。さらに

$$p^H D + (1 - p^H) V^L - C \geq p^L D + (1 - p^L) V^L.$$

も成立しているとしよう。この不等式は（銀行員の私的費用も含めた）銀行全体の収益性から考えても、高い努力水準を選択したほうが望ましいことを意味している。高い努力水準を引き出すためには、

$$W = C / (P^H - P^L)$$

という貸金が必要となる。その結果、銀行経営者としては、以下の利潤を得ることとなる。

$$\begin{aligned} \pi^H &= p^H D + (1 - p^H) V^L - C / (P^H - P^L) \\ &= D - (1 - p^H) (D - V^L) - C / (P^H - P^L). \end{aligned}$$

この基本モデルに、事業再生の問題を追加的に考えるために、銀行としては、貸出企業の事業状況が悪くなった場合に、追加的に「事業再生支援」を行うことにより、ある程度経営を改善させることができるとしよう。ただし、それを行うためには、銀行側には当然費用がかかる。ここではその費用を単純に F としよう。この F だけの費用を投入すると、 V^L となりそうな企業業績は V^H へと回復するものと仮定する。もちろん、この仮定は事業再生のプロセスとしては、かなり単純化されたものである。実際には、先に述べたように事業再生には経営者の交代や大幅なリストラクチャリングが必要であり、単純に費用をかければ業績が回復するわけではない。また結果として単なる表面上の業績回復になってしまったり、単に悪い結果が先延ばしされるだけに終わる場合もあるかもしれない。しかし、このような単純な設定においても、銀行行動におけるインセンティブ問題を簡単な形で表すことができる。ここでは、 F はさほど大きな額ではなく

$$D - V^L > F.$$

となっているものとする。つまりこの単純なモデルでは、債務不履行を起こしそうな企業を救うような手立てをすることは銀行にとって常にメリットがある。

しかし、実はこのような常にメリットがあるはずの事業再生行動であっても、銀行の貸出行動にはマイナスの影響を及ぼす可能性がある。それは、エージェントの行動にゆがみをもたらす可能性があるからである。

ここでは、エージェントの行動はプリンシパルである経営者には観察できず、貸出行動の結果だけが観察できると仮定されている。そのため、エージェントがどの努力水準を選択したか、どの程度の事業再生行動をとったのかは観察できず、エージェントの賃金は結果にのみ依存する形になっている。しかし、事業再生行動が的確に行われてしま

うとうえで述べたように常に V^H が結果として実現し、債務不履行が結果的には生じない。そのために、エージェントの期待賃金が低い努力水準を選択しても、低下しないという問題が生じてしまう。低い努力水準を選択しても高い努力水準を選択しても常に $W = C/(P^H - P^L)$ が得られるからである。

高い努力水準が引き出せない結果、銀行の利益は結果として

$$\pi^L = D - (1 - p^L)F$$

となってしまう。ここでは、低い努力水準しか選ばれないことが分かっているので、銀行としてはもうインセンティブのための賃金支払いは行っていないことに注意されたい。低い努力水準が選ばれていることで、成功確率は P^L に下がっており、これはこの場合事業再生行動が必要になる確率が $(1 - P^L)$ と高くなっていることを意味しており、費用が $(1 - P^L) F$ とかかっている。これはエージェントである銀行員のモラルハザードから生じている利潤の低下である。この π^L は P^L が十分に低い限り π^H よりも低くなってしまう。

つまりまとめると、事業再生行動自体は経営状態を改善させるものの、そのことが結果として銀行員の貸出行動の成績を不明確にする形で行われるならば、結果として貸出行動のインセンティブをゆがめ、銀行の利益そのものを低下させてしまう可能性がある。これはたとえば、法的整理への先延ばし行動などにより不良債権の表面化を遅らせることは、銀行の貸出行動をゆがめる可能性があることを表しているし、たとえ単なる先延ばしでなく経営改善を意味するものであったとしても、貸出行動をゆがめる可能性があることを意味している。

もっとも厳密に考えると、この単純なモデルでは F の支出が行われたかどうかは銀行経営者には観察できそうであり、そうであれば F の支出が行われたかどうかで銀行員の賃金に変化するようになればインセンティブはつくれる。しかし、実際には支出のどの部分が事業再生に使われたか立証可能でない場合も多いし、先送りされて本来の貸出結果が経営者に見えない形で処理が行われていたとすれば、その場合もやはりインセンティブ賃金に反映させることは難しいだろう。そのため、事業再生を行いつつも、もっと貸出行動の結果が明確になるような仕組みが必要である。

以下では、そのような明確化の手段として事業再生ファンドへの債権売却を考えてみよう。ここではモデル上の単純化として、ファンド側には債権の実質価値が把握できているものとしよう。つまり V^H か V^F かの情報がファンド側に把握されている。ファンドは銀行に変わって事業再生行動を行う主体であり、そのための費用は F^* であるとしよう。債権の銀行からファンドへの債権の売却価格を q としよう。 q は以下のように決まる。

ここでは、貸出債権が不良債権と判断された、つまり結果が V^L となることが明らか

になったとしよう。そのとき銀行が q で不良債権をファンドに売却しようとした場合、 q は以下の条件を満たす必要がある。

$$V^L \leq q \leq D - F^*.$$

もしも銀行がファンドに対して十分な交渉力を持っているならば、 q はこの上限に落ち着き $q = D - F^*$ となる。以下ではこの価格が成立していると仮定するが、もしも $q = V^L$ だとしても以下の結論には大きな変化はない。⁵

ここで重要な点は、債権が売却されると売却価格が明白になるため、それが立証可能な変数となり、貸金契約にそれを利用することが出来るという点である。もしも、売却価格が D より低いことが分かれば、その場合に貸金をゼロにする。そうでなければ先に述べたようなインセンティブ貸金を与える、という形にすれば、高い努力水準を引き出すことができるようになるからである。

もしも、このような債権売却価格に依存した形での貸金契約が可能であれば、銀行員が e^H を選択するインセンティブが貸金契約によって確保され、銀行としては

$$\pi^* = D - (1 - p^H)F^* - C/(P^H - P^L)$$

だけの利潤を得ることができる。この利潤は $D - V^L > F^*$ だから π^H よりも高くなっている。つまり、銀行がファンドに債権を売却したほうが、高い利潤を確保できる。この結果は、たとえ $F^* > F$ 、つまり銀行が直接事業再生活動を行うよりもファンドが行ったほうが効率性が悪い場合にも成り立つことに注意してほしい。この結果が生じている直観的な理由は、それによって銀行員の貸出行動の結果が明確になるからである。

ここでの結果は、銀行員の給与が直接的に売却価格に応じて大きく上下しなくても構わない。経営者に十分な情報が伝われば昇進等への影響を通じてインセンティブ・メカニズムが働くようになるだろう。現実には実際に事業再生行動をとるというよりは、無理な支援をして V^L の実現を単に隠していると考えられるケースも存在した。そのような場合には、ここでの F を隠す行動をとったことにより、銀行が被る追加的なロスと読み直せば、この分析をそのまま適用することが可能である。（その場合ファンド側は実際に事業再生行動を行うものとする必要があるだろう。）債権を売却することで、そのような隠蔽行動をとることが不可能になり、貸出行動の結果が明確になれば、長期的にみて銀行の貸出行動にプラスになっていく。

しかし、上記の議論では重要な仮定がおかれていた。それは不良債権を銀行がファンドに売却するという仮定である。現実にはこの仮定は政府の金融再生プログラムなどに

⁵ もしも情報の非対称性がファンドと銀行の間に存在する場合には結果は異なったものとなる。

より不良債権処理圧力によって満たされてきたと考えられるが、そのような外的圧力がない場合には、銀行は積極的に債権を売却しないかもしれない。なぜならば、銀行員の側とすれば、債権の売却をしてしまうと貸し出し行動の結果が良くなかったことが明らかになってしまうからである。もちろん、融資担当者と再生支援担当者とが同じ人物とは限らない。が、たとえば上司が貸し出しを決定した案件の処理をしにくいなどの行動がみられたり、あるいは銀行全体として貸し出し行動の結果を明らかにしたくないなどのインセンティブも生じるかもしれない。

これらのことを考えるとそもそも銀行の事業再生部門は外に切り出し、再生支援活動を行おうと考えた場合には資産を売却するしかないという状況を作り出しておくこともひとつの方法であろう。近年、銀行が事業再生ファンドを設立するケースが増えているが、そのような活用がされればひとつの意義があると考えられる。

仲介者としての銀行の役割の変化

わが国が銀行を中心とした金融システムであったという裏には、単に銀行を中心として資金が流れていたというだけではなくて、企業の合併や組織再編・上場などについても銀行が深く関与していた実態がある。事実、多くの合併案件においては、事実上のM&Aアドバイザーのような業務をかつての銀行は行ってきていた。しかし、銀行が資金調達において圧倒的な地位を持っていた時代が終わり、合併や事業再編においても、銀行がそれだけの力を発揮できる状況ではなくなってきた。

それに対して、企業側のM&Aに対する認識は大きく変わってきており、今後はより一層M&Aや事業再編が増えていくことが考えられる。そのような状況にあつては、投資銀行業務やM&Aアドバイザー業務や弁護士業務など、銀行とは異なった形でM&Aを仲介する業者が多数現れてくることとなる。これは、金融システムの大きな変化であると同時に、企業行動の大きな変化でもある。

銀行を仲介とした合併等の場合には、その合併自体がある意味では市場を通さない相対的な取引であるといえる。それに対して、仲介業者が現れる形での合併は、より市場を通した形での取引となる。デューデリジェンスが会計事務所などによって行われ、それに基づいてたとえば、ファンドなどが買収価格をビットする。その価格の高低によって実際の買収先が決定するというプロセスは、事業再編がより市場型になっていることを意味している。このような市場メカニズムの活用は、資源配分をより適正な形で行いイノベーションを起こすという上では望ましいものであるといえる。が、その際には、上記のような様々な仲介業者の役割が実は重要であり、単に市場メカニズムに任せてよいという問題ではない。言い換えれば、仲介者の情報を生かしていくことが事業再編やM&Aを生かしていくうえでは、非常に重要だということの意味している。

参考文献

- Aghion, Philippe, and Patrick Bolton, 1992, An incomplete contracts approach to financial contracting, *Review of Economic Studies* 59, 473–494.
- Aghion, Philippe, and Jean Tirole, 1994, On the management of innovation, *Quarterly Journal of Economics* 109, 1185–1207.
- Aghion, Philippe, and Jean Tirole, 1997, Formal and real authority in organizations, *Journal of Political Economy* 105, 1–29.
- Dessein, Wouter, 2002, Authority and communication in organizations, *Review of Economic Studies*, 69, 811–838.
- Dewatripont, Mathias, and Jean Tirole, 1994, A theory of debt and equity: Diversity of securities and manager-shareholder congruence, *Quarterly Journal of Economics* 109, 1027–1054.
- Grossman, Sanford, and Oliver Hart, 1986, The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration, *Journal of Political Economy* 94, 691–719.
- Hart, Oliver, 2001, Financial contracting, *Journal of Economic Literature* 34, 1079–1100.
- Hellman, Thomas, 1998, The allocation of control rights in venture capital contracts, *Rand Journal of Economics* 29, 57–76.
- Hellman, Thomas, and Manju Puri, 2002, Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence, *Journal of Finance* 57, 169–197.
- Kaplan, Steven, and Per Stromberg, 2003, Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts, *Review of Economic Studies* 70, 281–316.
- Lerner, Josh, and Paul Merges, 1998, The control of technology alliances: An empirical analysis of the biotechnology industry, *The Journal of Industrial Economics* 46, 125–156.
- Schmidt, Klaus, 2003, Convertible securities and venture capital finance, *Journal of Finance* 58, 1139–1166.
- 柳川範之・水木和幸(2002)「ゲーム産業にみるイノベーションの構造—リーダーシップの重要性」伊藤秀史編著『日本企業変革期の選択』東洋経済新報社、pp.337-363。