



RIETI Discussion Paper Series 07-J-005

リスクマネーと企業成長 —金融仲介の役割—

小林 孝雄
経済産業研究所

久武 昌人
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/>

リスクマネーと企業成長—金融仲介の役割—

小林孝雄

久武昌人

2006年3月

要旨

金融の機能が、経済成長やイノベーションの進展に果たす役割は大きい。本稿では、まず、企業金融に関する実証研究の成果及び今日までの理論的発展の両者をサーベイした。その結果、二つの方向性が浮かび上がった。

第一には、より市場の完備性を増すこと、情報の非対称性の問題を解消すること等を追求するという方向性である。そこでは、リスクの切り分けや標準化が重要な課題となり、格付け機関の成長、証券化の発展等が対になることとなる。当分の間、規模的にはマクロベースで見て銀行の果たすべき役割は大きいと予想されることを考えるとこの方向性も重要である。もう一つの方向性は、不完備性や情報の非対称性を前提として、その中でイノベーションにふさわしい企業形態や金融スキームを考えていくというものである。契約で規定出来ないようなことが数多く企業経営には存在しており、そこに重要な問題が潜んでいるのであれば、こうした方向性を実現していくことの意義は大きい。しかしながら、この方向性での施策を実施するにせよ、その実効性は国や経済ごとに少なからず異なっている。コントロール権の移転の状況に関しての差異も小さくない。実際、MBO等の動向は国、経済ごとに大きく異なっている。今後とも、形式的に法律制度の整備が進んだとしても会計制度、税制等密接に関連する諸制度の進展がないと実効性に乏しいものとなる可能性も大きいことを念頭に置きつつ、LLC、LLP等の柔軟な組織法制、閉鎖型の企業形態の発展を十分に担保するような制度環境の拡充・整備を続けていくことが必要である。

以上の通り、二つの方向性が示されたが、これらはその一方を進めればよいといった性格のものではなく、両者ともいわば「車の両輪」として、今後我が国が追求すべきものであると考えられる。政策当局も含めての関係者間での論議の進展を期待したい。

本稿の作成に当たっては、経済産業研究所の「流動性と流動化・証券化に関する研究」プロジェクトの各メンバー、また、吉富勝所長をはじめとする同研究所のシンポジウム等の参加者等から多くの有益なコメントを頂いた。この場をお借りして深甚な謝意を表する次第である。なお、本稿に示された見解等は、筆者個人に属し同研究所の公式見解を示すものではない。

1. はじめに

金融システムと経済成長との関係について、あるいは、金融が実物投資のエンジンになるか否かということについては、経済思想として、二つの対照的な考え方がある。

一つは、金融こそ経済の実態を引っ張るエンジンである、あるいは、その促進をする役割を果たすという考え方であり、シュンペーターに代表される（Schumpeter (1911)）。シュンペーターは、各国の金融セクターの成長が、経済成長を決定付けると論じている。

他方、金融はあくまで実物経済の反映の結果に過ぎないのであり、それゆえ決してエンジンなどにはなりえないし、促進をする役割を果たせるわけでもないという考え方がある。

“Where enterprise leads, finance follows” という言葉に象徴される考え方を主張したのはジョン・ロビンソンである。この考え方、つまりファイナンスというのは実物経済の成長の原因ではなくて結果に過ぎない、あるいは、多く見積もっても両者は同時並行だという考え方の代表的な論拠の一つに、予想者（predictor）という観点がある。現在の株式の時価総額は、マーケットが将来の経済の収益というものを予想して、それを割り引いているのであり、経済の将来のパワー、収益獲得のパワーというものに対するマーケットの予測が、時価総額というものに織り込まれていることとなる。金融機関の観点から考えると、成長あるセクターには大量の資金を供給するであろうし、そうでないセクターにはあまり供給しないということで、金融機関側の将来に関する予想というものが織り込まれて、資金の提供という活動が行なわれることにもなっている。このように考えると、株式や債権の市場、貸出等の規模が大きいということは、将来の実物経済の大きさに関する予測というものを織り込んでいるにすぎないこととなる。つまり、金融の発展は、実物経済発展の原因ではなく、その先行指標に過ぎないという考え方である。

また、関連する議論として、貯蓄に焦点を当てた考え方が存在する。すなわち、貯蓄は、金融セクターの活発な活動と、実体経済の活発な活動の、同時並行的な原因になっているという考え方である。貯蓄を金融セクターが受けて投資につなぐという流れの中では、将来のために残している貯蓄が金融の源となっている。また、今期の所得をすべて消費に回さないで貯蓄をするということは人々は将来の消費を求めていることを意味しており、将来の消費財を作るためには今期投資が進まなければならない。そこでは、貯蓄が源になって金融セクターが発展し、同時に、投資という活動を通じて経済成長の実現にもつながっている。このように、貯蓄の内生的な蓄積は経済の長期的な成長に影響を与えることからすれば、金融面での発展と経済成長との間に正の相関関係が生じることに何の不思議もないこととなる。

こうした見方には一定の説得力があるが、金融仲介が健全な経済の成長のエンジンになるというだけ力を本当に有しているかどうかは必ずしも明らかではない。例えば、金融が実物経済の力以上に加熱すると単なるバブルが発生し、かえって実物経済を長い間にわたって損ねてしまうといったことは、ごく最近、日本において経験されるところである。

さて、以上の二つの考え方もある側面を捉えたものであって、経済成長、とりわけ其の原動力であるイノベーションの促進についての方策を検討するに際しては、金融と実物投資の両面を同時に考え、その間の相互関係を把握する必要があると考えるべきではないであろうか。金融の機能が経済成長に果たす役割は小さくなく、金融システムのデザインを適切に進める必要があるということは、経済学者、政策当局者等との間の共通認識となっていると言って良いであろう。日本におけるイノベーションの促進の観点からも新しい企業の創出、新しい試みの出現が期待されている現在、ファイナンスについても、時代時代に適合したシステム造りが一層重要となっているであろう。比喻で言えば、植物がその芽を出そうとしているときに、そこに硬い土があると、出ようとしている芽がその土を壊せなくて成長しないということになるわけであり、硬い土を耕してやる必要がある。金融というフィールドにおいても、古い制度とか古い仕組みというものが企業の誕生あるいは成長というものの阻害要因になっているといったことはしばしば見られるところであり、若い企業をどのようにしてうまく誕生させ、その初期の段階をどのようにして上手に育てていくかについて、法律的な課題も含めて考えていくことが重要である。

2. 金融市場に関するファクト

2. 1 金融市場の経済的機能

キャピタルを最も付加価値の高いところに流れるようにする (Reallocate capital to the highest value use (earn higher rate of return on capital)) ということが、金融市場、あるいは金融機関の機能の第一に挙げられる。さらに詳しく見れば、生産的な投資機会の発見 (Identify productive investment opportunities)、非生産的な資産に対する投資の縮減 (Reduce investment in unproductive assets)、貯蓄の活用 (Mobilize savings)、リスク管理の改善 (Improve risk taking) 等に区分される。

次に、外部資金を取り込むことに付随するコストをできるだけ削減する (Reduce the firms' cost of raising money from outsiders) という役割が、金融の第二の機能である。具体的には、モラルハザードやアドバースセレクションの防止、あるいは取引費用の低減が挙げられる。これらの機能により、企業にとっては、内部資金制約が緩和されることとなる。なお、この取引費用の理論から発展した最近の理論では、所有権等の配分というテーマが重要な意味を持つが、この点はのちほど触れることとしたい。

さて、以下では、金融市場についてのいくつかの重要な事実を確認することとしたい。

2. 2 投資の外部資金依存度

まず、第一は、投資の際の外部資金依存度についてである。内部資金を使う、すなわち、内部留保と減価償却等からなるキャッシュ・フローによるか、あるいは、外部から資金をエクイティないしはデットの形式で取り込むかという点である。次の表は、米国のデータに基づいたものである(R. Rajan and L. Zingales (1998))。

表 1

| Sample Industrial sectors | All Companies | | Mature companies | | Young companies | |
|------------------------------|------------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|------------------------|-------------------------|
| | External dependence | Capital expenditures | External dependence | Capital expenditures | External dependence | Capital expenditures |
| Tobacco | -0.45 | 0.23 | -0.38 | 0.24 | - | - |
| Footwear | -0.08 | 0.25 | -0.57 | 0.23 | 0.65 | 0.26 |
| Apparel | 0.03 | 0.31 | -0.02 | 0.27 | 0.27 | 0.37 |
| Iron and Steel | 0.09 | 0.18 | 0.09 | 0.16 | 0.26 | 0.19 |
| Motor Vehicle | 0.39 | 0.32 | 0.11 | 0.33 | 0.76 | 0.32 |
| Textile | 0.40 | 0.25 | 0.14 | 0.24 | 0.66 | 0.26 |
| Electric Machinery | 0.77 | 0.38 | 0.23 | 0.29 | 1.22 | 0.46 |
| Office and Computing | 1.06 | 0.60 | 0.26 | 0.38 | 1.16 | 0.64 |
| Drugs | 1.49 | 0.44 | 0.03 | 0.32 | 2.06 | 0.47 |

注： External dependence = the fraction of capital expenditures not financed with cash flow from operations

Cash flow from operations = funds from operations + decreases in inventories
+ decreases in receivables + and increases in payables

Capital expenditures = the ratio of capital expenditures to net property plant and equipment,

This definition includes changes in the non-financial components of net working capital as part of funds from operations.

出所： R. Rajan and L. Zingales (1998)

明らかに産業ごとに大きな違いが見られる。左の列は all company のデータであるが、例えば、タバコ、靴、アパレル等は、内部資金に依存しており、外部資金への依存度が非常に低い産業である。逆に、医薬品、事務機やコンピュータ、電気機械といったいわゆるハイテク関連は外部資金への依存度が高い。

さて、企業が若いのか、成熟しているのかで差異を見てみよう。中央の列は mature company (成熟企業) についてのデータであり、一番右の列は young company (若い企業) についてのデータである。各産業セクターの中で企業の成熟度による比較を行うと、いずれの産業においても成熟企業は外部からの資金の取り入れのレベルは相対的に低い。それ

に対して、若い企業というのは非常に外部資金への依存度が高く、その差は歴然としている。例えば、医薬品の場合には、成熟企業の外部資金依存度は、0.03 ポイントという極めて低い数字であるが、若い企業になると、2.06 と外部資金への依存度が非常に高い。

ファイナンシャルシステムが経済成長の要因になり得るかという議論との関連では、この事実は、シュンペーターの主張に適合的である。すなわち、ファイナンスは若い企業に資金をより多く提供するというふうなチャンネルを通じて経済成長を促進する、という論理立てが成立する。

2. 3 外部資金と内部資金—国際比較

第二のファクトとしては、外部資金と内部資金の関係についての国際比較の結果を見てみよう(R. Rajan and L. Zingales (1995))。

表 2

| Country | External Financing as a Fraction of Total Financing | |
|----------------|---|---------------------------|
| | Global Vantage | OECD ^a Data |
| United States | 0.20 | 0.23 |
| Japan | 0.50 | 0.56 |
| Germany | | 0.33 |
| France | | 0.35 |
| Italy | | 0.33 |
| United Kingdom | 0.36 | 0.49 |
| Canada | 0.30 | 0.42 |

注： The ratio of net external financing to the sum of cashflow from operations and net external financing.

Excludes financial companies.

Global Vantage database includes information only for publicly traded companies while OECD data is for all corporations.

出所； (R. Rajan and L. Zingales (1995))

これも同じく Rajan and Zingales の研究からの引用であるが、G 7の各国について、全体のファイナンスの中での external financing (外部資金) の比率をとったデータである。Global vantage というデータベースは、上場企業だけに限られており、また、比較的新しいデータベースですべての国をカバーはしていない。他方、右側のOECDのデータは、全法人のデータである。

日本の企業は 50～56%と、他の国の企業に比して圧倒的に外部資金への依存度が高い。その逆の極端なケースが米国で約 20%程であり、内部資金への依存度が非常に高く、外部資金への依存度が低い。日本に次ぐのはイギリス、カナダ、さらに、ヨーロッパ大陸の国々、ドイツ、フランス、イタリアは、日本と米国のほぼ真ん中に入る結果となっている。つまり、外部資金の依存度が一番高いのが日本で、その次がイギリス、その次にドイツ、イタリア、フランスと続いて、最後が米国という順位になっている。ここでは、いわゆるアングロ・サクソンの国々とそれ以外の国々の間で、明確な区分は見られない。

2. 4 外部資金におけるデットとエクイティ

第三に、デットとエクイティの比率を見てみよう(R. Rajan and L. Zingales (1995))。左側が Net debt issuance、右側が Net equity issuance である。

表 3

| Country | Composition of External Financing | | | |
|----------------|-----------------------------------|-----------|---------------------|-----------|
| | Net Debt Issuance | | Net Equity Issuance | |
| | Global Vantage | OECD Data | Global Vantage | OECD Data |
| United States | 1.02 | 1.34 | -0.02 | -0.34 |
| Japan | 0.80 | 0.85 | 0.20 | 0.15 |
| Germany | | 0.87 | | 0.13 |
| France | | 0.39 | | 0.61 |
| Italy | | 0.65 | | 0.35 |
| United Kingdom | 0.55 | 0.72 | 0.45 | 0.28 |
| Canada | 0.62 | 0.72 | 0.38 | 0.28 |

注： Net debt financing is the sum of net short term debt issuances and long term debt issuances less long term debt reduction.

Equity issuance includes the issue of both common and preferred stock and conversions of debt to equity. Net equity financing is the sum of equity issuance less equity reduction

出所； (R. Rajan and L. Zingales (1995))

米国の場合には非常にデットの比率が大きく、100%を超えている。この時期は、いわゆる LBO に代表される企業コントロールの側面からの企業の再編に伴って、デットのレバレッジがアメリカの場合は非常に高い水準になっていたと考えられる。その次に続くのが、日本とドイツで、約 85%がデット、15%がエクイティという姿である。逆に、最もエクイティへの依存度が高いのがイギリスで、約 45%がエクイティ、デットが約 55%で、両者が拮抗する程、エクイティへの依存度が高くなっている。

2. 5 バランス・シートの構成比—国際比較

第四として、バランス・シートの項目ごとの構成比を国際間で比較した結果を見ることとする。

表 4

| | United States | Japan | Germany | France | Italy | United Kingdom | Canada |
|---|---------------|-------|---------|--------|-------|----------------|--------|
| ASSETS | | | | | | | |
| Cash and short-term investments | 11.2 | 18.4 | 8.8 | 10.3 | 10.5 | 11.4 | 8.2 |
| Account receivable/debtors | 17.8 | 22.5 | 26.9 | 28.9 | 29.0 | 22.1 | 13.0 |
| Inventories | 16.1 | 13.9 | 23.6 | 17.4 | 15.6 | 17.7 | 11.0 |
| Current assets—other | 2.9 | 3.0 | 0.1 | 1.7 | 1.6 | 3.7 | 1.9 |
| Current assets—total | 48.0 | 57.7 | 59.4 | 58.3 | 56.5 | 54.7 | 33.2 |
| Fixed assets (tangible) | 36.3 | 28.7 | 32.7 | 24.4 | 32.4 | 41.3 | 51.6 |
| Investments and advances—equity | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 3.4 | 1.9 | 1.5 | 4.8 |
| Investment and advances—other | 3.1 | 9.4 | 3.4 | 4.9 | 4.1 | 1.2 | 2.9 |
| Intangible assets | 7.6 | 0.8 | 2.4 | 8.5 | 2.6 | 0.9 | 4.7 |
| Assets—other | 5.8 | 2.9 | 0.7 | 0.7 | 3.3 | 0.5 | 3.7 |
| Assets—total | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| LIABILITIES | | | | | | | |
| Debt in current liabilities | 7.4 | 16.4 | 9.9 | 11.6 | 16.2 | 9.6 | 7.3 |
| Accounts payable/creditors | 15.0 | 15.4 | 11.5 | 17.0 | 14.7 | 13.7 | 13.3 |
| Current liabilities—other | 11.0 | 10.4 | 8.7 | 17.0 | 12.2 | 16.7 | 2.8 |
| Current liabilities—total | 33.4 | 42.2 | 30.0 | 43.4 | 43.2 | 40.0 | 23.1 |
| Deferred taxes | 3.2 | 0.1 | 0.8 | 1.3 | 1.5 | 0.9 | 4.4 |
| Long-term debt | 23.3 | 18.9 | 9.8 | 15.7 | 12.1 | 12.4 | 28.1 |
| Minority interest | 0.6 | 0.9 | 1.6 | 3.9 | 3.4 | 1.1 | 2.0 |
| Reserves—untaxed | 0.0 | 0.0 | 1.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Liabilities—other | 5.8 | 4.8 | 28.7 | 6.3 | 7.8 | 3.4 | 2.6 |
| Liabilities—total | 66.1 | 66.8 | 72.0 | 68.8 | 67.4 | 57.8 | 60.3 |
| Shareholders equity | 34.1 | 33.2 | 28.0 | 31.2 | 32.6 | 42.2 | 39.7 |
| Total liabilities and shareholders equity | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

Source: Global Vantage Data Base.

出所 ; (R. Rajan and L. Zingales (1995))

アングロ・アメリカン経済の企業の方が、より大きな固定資産（より小さい流動資産）を保有している。それらの割合が、約 40%であり、ドイツ、フランス、日本、イタリア等は概ね 10%以上低い水準である。しかしながら、この後者のグループの中では、流動

資産の構成は大きく違っており、日本企業は、現金と短期投資の割合が18%にも達している（他の国々は11%程度である）。

2. 6 レヴァレッジに関する国際比較

第五に、レヴァレッジについての国際間での比較について見ることにする。

表 5

| Panel A: Extent of Leverage in Different Countries | | | | | | | | | | | |
|--|-----------------|--|-------------|---|-------------|---|-------------|--|-------------|--|-----------------|
| Country | Number of Firms | Nonequity Liabilities to Total Assets (Medians (Means) Aggregate) | | Debt to Total Assets (Medians (Means) Aggregate) | | Debt to Net Assets (Medians (Means) Aggregate) | | Debt to Capital (Medians (Means) Aggregate) | | Interest Coverage Ratio (Medians Aggregate) | |
| | | Book | Market | Book | Market | Book | Market | Book | Market | EBIT/Interest | EBITDA/Interest |
| United States | 2580 | 0.58 (0.66) | 0.44 (0.44) | 0.27 (0.31) | 0.20 (0.24) | 0.34 (0.38) | 0.24 (0.27) | 0.37 (0.37) | 0.28 (0.32) | 2.41 | 4.05 |
| | | 0.69 | 0.49 | 0.37 | 0.26 | 0.44 | 0.29 | 0.53 | 0.34 | 2.19 | 3.66 |
| Japan | 514 | 0.69 (0.67) | 0.45 (0.45) | 0.35 (0.35) | 0.22 (0.24) | 0.48 (0.35) | 0.27 (0.29) | 0.53 (0.52) | 0.29 (0.31) | 2.46 | 4.66 |
| | | 0.75 | 0.55 | 0.42 | 0.31 | 0.58 | 0.39 | 0.63 | 0.41 | 2.20 | 3.71 |
| Germany | 191 | 0.73 (0.72) | 0.60 (0.56) | 0.16 (0.20) | 0.12 (0.16) | 0.21 (0.25) | 0.15 (0.19) | 0.38 (0.39) | 0.23 (0.28) | 3.20 | 6.81 |
| | | 0.76 | 0.65 | 0.16 | 0.13 | 0.19 | 0.16 | 0.39 | 0.28 | 3.29 | 6.74 |
| France | 225 | 0.71 (0.69) | 0.64 (0.61) | 0.25 (0.26) | 0.21 (0.23) | 0.39 (0.39) | 0.32 (0.33) | 0.48 (0.46) | 0.41 (0.41) | 2.64 | 4.35 |
| | | 0.78 | 0.68 | 0.29 | 0.25 | 0.43 | 0.34 | 0.57 | 0.45 | 2.15 | 3.47 |
| Italy | 118 | 0.70 (0.67) | 0.70 (0.67) | 0.27 (0.28) | 0.29 (0.28) | 0.38 (0.38) | 0.38 (0.39) | 0.47 (0.46) | 0.46 (0.47) | 1.81 | 3.24 |
| | | 0.73 | 0.73 | 0.30 | 0.30 | 0.43 | 0.43 | 0.53 | 0.52 | 1.55 | 2.62 |
| United Kingdom | 608 | 0.54 (0.57) | 0.40 (0.42) | 0.18 (0.21) | 0.14 (0.16) | 0.26 (0.31) | 0.18 (0.21) | 0.28 (0.29) | 0.19 (0.23) | 4.79 | 6.44 |
| | | 0.56 | 0.42 | 0.24 | 0.18 | 0.32 | 0.22 | 0.34 | 0.24 | 3.98 | 5.29 |
| Canada | 318 | 0.56 (0.61) | 0.49 (0.47) | 0.32 (0.36) | 0.28 (0.27) | 0.37 (0.39) | 0.32 (0.31) | 0.39 (0.39) | 0.35 (0.36) | 1.55 | 3.05 |
| | | 0.64 | 0.55 | 0.38 | 0.33 | 0.44 | 0.37 | 0.50 | 0.43 | 1.19 | 2.55 |

出所； (R. Rajan and L. Zingales (1995))

エクイティ以外の負債の総資産に対する割合 (Nonequity liabilities to total assets) を見てみると、アングロ・アメリカン経済の上場企業の方が、相当程度低い。逆の様相を示しているのが、大陸欧州諸国と日本である。なお、この数字は、ある意味では、各国のレヴァレッジの水準の上限を示していることとなる。簿価ではなく市場価値での計算によれば、日本の方が、アングロ・アメリカンの国々よりもレヴァレッジを利かせている訳ではないこととなっている。他方で、大陸欧州諸国は相当程度高いレヴァレッジの水準にある。次に、負債の割合 (Debt to total assets, Debt to net assets) を見てみると、ドイツとイギリスの企業のレヴァレッジの水準は、他国より低いこと等が示唆されている。また、このことは Interest Coverage Ratios を見てみても確認できる。

2. 7 流布されている見解との相違

以上のファクトは、これまでの多くの先行研究の結論とは少々異なっている。これまでの研究では、日本とドイツの企業は、アングロ・アメリカン経済の企業よりも高いレヴァ

レッジの水準にあり、より借入依存度が高いという見解が示されることが多かった。なお、その理由として、金融仲介の程度・性質の相違を挙げるもの (Borio (1990))、倒産、あるいはデットについての再交渉に関する制度的面での相違を主張するもの (Frankel and Montgomery (1991))、企業コントロールに関する市場の差異を述べるもの (例えば、Berglof (1990)) 等がある。

こうした違いが生じた原因として考えられるのは、レヴァレッジの測定方法の違いがまず考えられる。また、Rajan and L. Zingales の研究のように、最近時点では、会計面での国際的な違いによる差異を修正することが可能となり、それを行った上での比較となっているが、初期の時点のデータではそれが不可能であったことも大きな理由としてあげられよう。さらには、初期の研究で用いられた大企業のサンプル・データとの違いや、あるいは、各国の資本構造が時間とともに変化した可能性も考えられよう。

以上、企業金融の全体像について、主なファクトを見てきた。第一に産業セクターの比較で見ると、ハイテクインダストリーは非常に外部資金への依存度が高く、次に企業の成長段階については、成長企業のほうが非常に外部資金への依存度が高い。さらに、国際比較でいえば、日本は、実は相当程度外部資金への依存度が高い国であること等がわかった。

3. 企業金融理論の整理

3-1 基本的企業観

現在の企業金融理論は、よく知られている契約の束 (nexus of contracts) として企業を見る考え方等の発展によって、精緻なものとなってきている。その基礎となっている企業観は、これまで基本的には、特に(有形)資産が重要な意味を持つ企業 (asset intensive firm) であったと考えてよいであろう。そのような企業の場合に鍵となるリソースは、生産財 (capital good) である。この点も含め、こうした企業の代表的な特徴を見てみよう。

その第一は、規模の経済・範囲の経済が効いていることである。そのため、当該産業に最初に参入した企業は、この二つの経済性を十二分に利用することができるため追随する企業に対して圧倒的に有利なポジションを保つことが出来る。このような世界においては、資産規模、それ自体が極めて重要な意味を持つこととなる。

第二に、垂直統合度が高い場合が多いことが挙げられる。一定規模以上の株の保有等による直接的なものであるか、あるいは、日本の自動車産業の典型例として知られているような間接的なものであるかは別にして、一定のコントロール・パワーが企業間関係において発揮されることは、しばしば見られる現象である。

第三は、従業員に対するコントロールが強く、逆に見れば、労働者側、人的資源側の交渉力がそれ程強くないことである。その理由は、鍵を握るリソースが、人的なものではな

く、物理的な資産であるからである。また、垂直統合度が高い状況下では、労働市場における転職機会は小さくなっており、特に熟練労働者が外部機会を利用しようとしても、実質的に機会がない場合が多いであろう。こうした双方の側面ともに、人的資源側の交渉力の弱さにつながる事となる。

第四は、企業の所有に関するものである。株主は、多くの場合、外部の広範な投資家達であり、組織的な交渉力はそれほど強くない場合が多い。公開企業であって、分散化された投資家に所有されている企業というイメージが一般的なものである。このことと第一の特徴とをあわせて考えてみると、次のような理解となる。大規模の資産の保有がクリティカルな意味を持つため、大規模投資とリスク・テイキングが求められているが、そのレベルは従来の経営者の力だけで対応できる範囲を超えてしまっている。そのため、外部資金の導入が図られる事となる。他方で、これらの株主は、金融投資の一つの選択肢として株式を保有しているのであって、経営上の意思決定自体に関してはそれ程アクティブではない。それゆえ、実態的には、重要な資産についてのコントロール権は企業の所有者から経営者に委ねられていることが通常である。

3-2 「契約の束」としての企業 (Firm as a nexus of explicit contracts)

前小節で説明した企業像、すなわち“asset intensive firm”というものとコーポレート・ファイナンスの理論面との関係について以下で考えてみる事とする¹。

さて、企業をどのようなものとして捉えるかは、決して容易ではない課題である。これに関しての有力な考え方の一つは、上述の通り、企業は金融契約の集合体として把握することができるというものである。この「契約の束 (nexus of contracts)」という考え方により、主流的な企業金融理論を高度に精緻化することが可能となった、と考えてよいであろう。また、この考え方は、上述の企業観の特徴と密接な関係を持っている。具体的には以下に述べるとおりである。

まず、加法性 (additivity) が挙げられる。もし、企業を様々な金融契約の集合体として見る事ができるのであれば、企業というものは、区分された存在としてあるのではなく、契約の集合体の短縮表現に過ぎないということとなる。従って、企業の価値は、個々の金融契約の価値の足し算 (加法) の総計に過ぎない事となる。これは、現在のコーポレートファイナンスの最も強固な理論的な基礎を提供している。

よく知られているモディリアニ・ミラー (Modigliani-Miller) の定理は、その代表例の一つである。それによれば、資本の構成 (financial capital structure) は、基本的に企業価値には何の影響も与えない事となる。企業の境界が明確である状況においては、企業のペイオフの確定は容易であり、それは、金融面での選択からは影響を受けない、という主張

¹ 近時、イノベーションとの関係では、こうした企業像とはいわば正反対にある“human resource intensive firm”が重要であるとされることが多いが、それと理論面との関係についての考察は本稿の後半において行う事とする。

である。「企業がどのような形態で資金調達を行おうが、それ自体が効率的であり、資源活用の効率性や企業価値に影響を与えるものではない」という命題が、コーポレート・ファイナンス理論のベンチマークとして存在している。企業価値を **financial claim** の総計であると考えるところを出発点として、これにさらに無裁定理論等の理論的な仕組みを導入することにより、その後の精緻なデリバティブ理論の誕生が見られるに至ったと云ってよいであろう。

ところで、このような考え方に立てば、金融危機的な事態に陥った企業について一部の資産の流動化を行うこととした場合においても企業価値はあくまで個別の **financial claim** の総計であるので、そのレベル自体に大きな影響を与えることはないこととなるが、他方で、企業は金融契約の束であるので、その再交渉に伴う取引費用が発生する (Fama (1990)。しかしながら、このような見方においては、再交渉にともなうデッド・ウエイト・ロスはそれ程大きいとは考えられていないものと考えられる。

3-3 コーポレート・ガバナンスに関するインプリケーション

企業は契約の集合体であるというこのような考え方に立てば、コーポレート・ガバナンスに対する含意はシンプルなものとなる。そもそも、コーポレート・ガバナンスの定義に関してはいろいろな議論があり得ようが、コーポレートガバナンスに関する一大文献サーベイを行った代表的研究者 (Shleifer and Vishney) の定義によれば、「資金の提供者が、企業に対して、自らの投資に対するリターンを保証させるための方法」となる²。

ところで、市場メカニズムにより、すべての資源は何の介入が無くとも効率的に分配されるという世界像に立てば、そこに、何らかの権限や当局、権力といったものが介入する必要はないこととなる。いわゆるレッセフェールに基づく市場経済のパラダイムである。これに対して、新たな観点を提供したのが、コース (Coase) である。市場の利用自体にもコストがかかるのであり、企業は権限の行使という組織的な手段を用いることにより価格メカニズムによる資源配分を代替する、という考え方である。このような組織対市場 (**organization vs. market**) という観点から考えてみると、コーポレート・ガバナンスの問題というのは、「この権限を誰にどのように配分し行使させるのか」ということに関する研究に帰着することとなる。

伝統的な企業金融のパラダイムにおいては、この点についての回答は明確である。基本的には外部の資金提供者、しかも残余請求権者となる地位にある株主に権限を与えるべきであるということとなる。株主の価値に最高の地位 (**supremacy**) を与えるこのような考え方の背後には、残余請求権者である株主の利益の最大化を最優先に考えていくことは、結局は、株主のためだけではなく、その他のステークホルダー、さらには、経済全体の効

² 原文は、“the ways in which suppliers of finance to corporation assures themselves of getting a return on their investment” である。

率性にとっても最善となる、というメカニズムが存在している。具体的には次の通りである。

もし企業は契約の集合体であるとする、契約で保証されていないすべての残余請求権は株主が持っていることとなる。この状況下で、株主以外のすべての主体に対し状態依存的な利得を保証することが可能であるならば、決定権の配分は論点とはならなくなる。なぜならば、株主以外の者は、好ましくない結果から保護されているのであり、どのような決定が株主によってなされようとも無差別であるからである。こうした場合に、ガバナンスがどのような仕組みになるべきか、ということについては、企業の投資や合併などの影響を受ける株主に対して、パワーを与えるべきであるということとなる。さらには、経済全体の効率性を確保と、株主の厚生ウェルフェアを最大化するというのとまったく同値になってしまうということとなる。なお、この場合、企業の総価値の変化は残余契約の価値の変化として計測することが可能となるので、投資や合併といった意思決定の結果を評価するに際しては、株価をその指標として用いることが可能となる³。

このように、契約の束のシンプルな世界においては、企業価値の最大化は株主価値の最大化と同義となる。従って、コーポレート・ガバナンスについての伝統的な勧告は、集団行為のコストを減少させることにより株主の力を強くすることに焦点を当てるものとなる。

以上から、極めて明確なインプリケーションがもたらされることとなる。即ち、株主構成の最大化が正当化される。また、こういう観点からは、資本構成についていろいろと論じたとしてもストーリーに大きな違いが生じることにはならず、概ねどのような選択を行っても良いこととなる。但し、倒産のコストに関しては、そのところで多少加法性 (additivity) が崩れるという点には留意すべきである。すなわち、企業が倒産したりすれば、契約の束を作り直すために小さくないコストが発生し、そこで加法性が崩れる原因が存在する⁴。

そして、この発想からいけば、どのような政府の介入もものごとの悪化を招くだけのものとなり、すべての非効率性の源泉をなくすことが大切であるという政策的なインプリケーションがもたらされる。

³ 果たして株主価値の最大化だけを考えていれば良いのであろうかという点については、次のような議論が存在する。仮に、株主以外にも保護が必要とされる残余請求権者は存在するとしたら、株主価値の最大化は、重要な暗黙の契約への違反等による非効率性を招いてしまうかもしれない(Shleifer and Summers (1988))。こうした場合には、株主の会計上の利得と企業によって創出される価値を同一視することは出来ない。よって、結果として、例えば市場が完全に効率的であったとしても、株価の変化は、経済厚生の変化の指標としては信頼性に欠けることとなる。

⁴ 上述の通り、こうしたコストの大きさはあまり大きなものとは考えられていないようである。

3-4 エイジェンシー・コスト

法律上、株主資本は残余請求権の契約であり、他の主体の利得は保証されていることとなる。しかしながら、実態上は、企業的意思決定は、この契約の束に関連する他の多くの主体の利得に影響を与えることとなる。その程度は、株主が被る影響を上回ることすらしばしばである。所有と経営の分離という形態の中では、例えば、株主と経営者の間、あるいは株主と債権の間に本来的な利害の葛藤が存在することの方がむしろ通常である。ここに、いわゆるエイジェンシー問題が生じることとなる。また、エイジェンシー・コストは、こうした利害の対立から生じるコスト (costs due to conflicts of interests) と定義される。この問題との関係で、資本構成もコーポレート・ガバナンスも論じられる訳である。

ところで、企業的意思決定に関しての基本的想定は、ハイエラルキー型の中央集権的な組織形態において、意思決定の権限はトップマネジメントにあるというものである。このため、経営層と株主の間の利害の葛藤が最も大きな課題の一つと考えられることとなり、外部の資金提供者の保護のため、株主の立場からしてみた場合のすべての障害を取り除くことが主要なメッセージとなる。株主の権利というものを保証するために、透明性 (transparency)、説明責任 (accountability) 等が重要な課題となる。

また、企業経営に関してのチェックが、資金市場等を通じて働くようにすることも重要なテーマ (contestability of corporate control) である。つまり、テークオーバーの市場が、競争的、効率的なものにすることが慣用となる。さらには、経営者報酬を株主の利害と合致したものにするということ等も大切な点となる。

さて、このエイジェンシー問題、あるいはエイジェンシー・コストの源に関して、代表的なものを以下で概観しておきたい。モラルハザードである。ファイナンスの議論の中では、最初にジェンセンとメグリングが最初にそうした議論を誕生させた。

第一の論点であるデットという資金調達手段が持つエイジェンシー・コストに関しては、大別して、デットの大きさが投資を過大なものにするに着目した資産代替効果 (asset substitution effect) と、逆に、デットの大きさ自体が投資を過小なものとする問題 (debt overhang)、それらの二つの側面で重要な議論がなされてきた。

Asset substitution effect (Jensen and Meckling (1976)) とは以下のような問題である。株式は、残余請求権の価値という観点から見てみると、ファイナンス理論上は、企業資産をアンダーライニング・アセットとするコール・オプションであるということになる。コール・オプションであるので、ゼロのレベルで底 (フロア) が確保されているため、基本的には価値が低下する方向のリスクに関しては保障されていることとなる。有限責任制の下で、ダウンサイドにはリスクがなく、逆に、アップサイド側にポテンシャルがあるという、典型的なコールオプションのプロファイルに直面している株主は、真に効率的な投資であるかどうかの判断に従うよりは、よりハイリスクな投資を指向するであろう。このように、一種のモラル・ハザードが生じることとなる。この効果は、デットが大きい企業ほど強くなることが知られている。その理由は、デットが大きいことはコール・オプションのストラ

イク・プライスが高くなるということと同義であるから、デットが大きくなればなるほど、株主のインセンティブ構造からすれば、ハイリスクの投資をより指向することとなる。ここに、「やっしまえ (going for broke)」という事態が発生することとなり、最適な投資決定は実現しないこととなる。

上で見たように、その原因はデットの存在であり、それが大きくなるほど、株主のそうした行動が促進されるのであるから、これを防止するための方策としては、**interest coverage** の義務、関係性の薄い新規事業への投資の制限等が主張されることとなる。

また、以上の論理から考えれば、資本構成への示唆として次のようなものが得られる。成長機会の小さい産業、つまり、規制産業、公益企業、銀行、成熟産業の企業等は、よりデットに依存することとなる。また、デットを増やすことにより、役得、企業王国、過剰支払い等の源泉となるフリー・キャッシュを減らし、経営者の残余請求権のシェアを減らすことが考えられる。ジェンセンは、具体的な例として、鉄鋼、化学、醸造、タバコ、放送、木材製品等を挙げた。

次に、デットが大きすぎることによる過少投資 (**under investment by debt overhang**) について考えよう。デットの存在自身が企業をして投資のレベルを下げ、効率性の観点からすれば実行すべき投資も、実は株主の観点からすれば行わない方が良いということになってしまうというストーリーである(Myers (1977))。企業が近い将来に破産のおそれがあるような状態を考えてみると、その段階での投資のリターンは専ら債権者に捕られてしまうこととなり、株主は投資のコストを負担するだけでリターンを望めないことになってしまう。こうした場合には、過小投資のインセンティブが働き、当該投資案件自体は割引現在価値が正であり十分に正当化できるものであったとしても、現実には実行に移されないことになってしまう。

デットに関する議論の紹介は以上の通りであるが、次に、第二の論点である株式の発行に伴うエイジェンシー・コストについて説明することとする。これに関しては、投資家と経営者の間の情報の非対称性に着目した議論が代表的なものであり(Myers and Majluf (1984))、以下のような状況が考えられている。

投資家は、企業経営者が持っている情報を同程度で持つことが困難である、あるいは、情報が与えられてもその意味を充分には理解できないといった状況では、市場で示された株価が、真の情報を正しく反映していないこととなる。実は極めて良い投資対象であるが、その事実を市場の方に充分伝えることが出来ないケースでは、株価にアンダープライシングが起こっている。このため、新規の投資家にとっては、新プロジェクトの NPV を超えたものを獲得することが可能になっている状態となる。こうした状況下では、資金を株式で調達して投資をしようとする一種の株のダイリューションが起こってしまう。すなわち、現株主が持っている権利の買いの部分から安い値段で新規に発行された株を買う人たちに価値が移ってしまい、現株主は損をすることになってしまう。結局、こうした状況では、現株主の意志決定としては、行われても良いはずの投資が実行されなくなってしまうこと

となる。

4. 不完備契約と所有権

これまでは契約の束として企業をとらえるという観点からの議論を説明してきたが、必ずしもすべてを契約で決めることができないことが現実には少なくない。この点に関連して重要な貢献をしたのが、ハート、グロスマン、ムーア達である(Grossman and Hart (1986), Hart and Moore (1990))。そこで重要な概念は、立証可能性 (verifiability) と所有権である。

仮に、ある契約を締結したとして、それへの違反があった場合には、どういう展開となるであろうか。最終的には、裁判所における判断に委ねなければならないであろうが、そうした第三者の観点からしても内容を確定できるような契約形態でなければ、実際の契約としては意味がないことになってしまう。しかしながら、裁判所を含む第三者にとって客観的に観測可能 (observable) で立証可能 (verifiable) な契約というのは現実には極めて困難である可能性が高い。

そうであるとすれば、そのような契約が不完備 (incomplete) な状況では、必ずしも契約に書き切れないところに非常に重要な問題があることとなる。具体的には、権限を誰に分配するのか、特に経営戦略上の意思決定の権限を誰に与えるかという、コントロール権の配分の問題が重要になる。こうした場合において、所有権は、事後的な残余 (余剰) の配分に影響を与える。さらには、余剰自体を作り出すインセンティブ、例えば、各主体の努力等に影響を与えることとなる。その一例は合併である。こうした手法により、たんなる契約によっては実現しなかったようなインセンティブの変更が可能となる。

このように、所有権の配分こそがさまざまな差異を生み出す源であるという考え方は、企業を共有されている資産の集合であるとして把握する見方と整合的である。この考え方は、企業の法的な定義と密接に対応している点においても説得力を持っている⁵。

さて、企業金融との関係で、こうした考え方からもたらされる重要な示唆について触れることとしたい。それは、資本構成に関する示唆であり、企業金融における標準的なデットの形態が重要な役割を果たす。そこでは、デットを通じた状況依存的なコントロール

⁵ 他方で、このような見方、すなわち、Hart and Moore (1990)流のコントロール件と所有を同一視する考え方の潜在的な問題点については、Kay (1996)が次のように的確に表現している。“if we asked a visitor from another planet to guess who were the owners of a firm [on the basis of this definition] by observing behaviour rather than by reading text books in law or economics, there can be little doubt that he would point to the company’s senior managers.”
このように、当然のことながら、所有とコントロールの分離という問題を扱うのは容易ではない。

権の配分が合理化されることとなる (Aghion and Bolton (1992), Bolton and Scharfstein (1990), Hart and Moore (1994))。

このデットという資金調達形態を、コントロール権の配分という観点から考えてみると、次のようになる。すなわち、企業が倒産してしまう際には、所有権の配分を元来の株主から債権者に移転する機能がある。企業家とそれを取り巻く関係者の間で、当初の契約が残念ながら目的を達成できなかった場合には、資産の回収に関する権利が債権者に移転することとなっている。このように倒産というイベントを通じて、そこに一つの段階を画することにより、倒産すれば、債権者のほうにコントロール機能を移すというふうなことが最適であるという議論となっている⁶。

5. The New Firm and New Corporate Finance

起業によって、新企業が誕生し、多くの場合、新しい成長機会が創出される。但し、すべての成長の源泉が新企業によって提供されるという訳ではなく、既存企業の貢献も大きい。実際、既存企業の方が経営資源のプールを持っている⁷。それでは、既存企業には出来ない、あるいは、それらがトライしたがらない分野、つまり、新しい成長機会で、新企業が開拓していく分野とは一体何であろうか。

それへの一つの回答は、より人的資源を重要視した活動分野ではなかろうか。今後イノベーションとの関係で一層重要性を増すのは、これまでの *asset intensive firm* ではなく、むしろ *human knowledge intensive* な企業であろう。The New Firm は、大企業を源とするものを含め、基本的には、“not” *asset-intensive* な企業群であると考えられる。ここで、こうした資産の性格以外に加えてもう一つの鍵となる要素は、多様なステークホルダーの存在である。ステークホルダーが少数ではなく、複数の多様な主体が存在し、各々が強いバーゲニング・パワーを持ち得るという事態である。そうした企業群の特徴を挙げてみよう。

①物理的な資産は、かつてはレントの源泉であったが、いまや重要性は低下している。

⁶ なお、株主資本について詳しく論じたものも存在する (Rajan and Zingales (1998))。彼らは、所有の役割とコントロール権の役割を区別した。所有の役割は、特殊的な投資が行われた後に資産に関しての処分についての権利を与えるものである。他方、このコントロール権は、特殊的な投資が行われる前に資産へのアクセスを規制するものであり、労働者による特殊的な投資が必要な資産に関しては、有意義な手段となる。

⁷ どちらが、新しい成長機会の開拓に関して主要な役割を担うべきなのか、それ自体が重要なテーマである。実際、シュンペーターは大企業の役割を重視した言われている。

②資金の供給面でも、資本市場の改善により、高価な資産への投資をファイナンスすることも以前よりは容易になってきている。

③また、コミュニケーション・コストの低下により、高価な流通チャンネルの重要性は低下しており、これは新規企業にとっては環境の好転である。

このような **human resource intensive** な企業にとって最も重要なリソースは、生産のための資本財ではなく、人的資源 (**human resource**) である。規模的にも、物理的な資産は小さいが、人的資本が大きい企業であり、高いレベルの技術を持つ核となる従業員の存在が重要である企業である。典型例としては、会計、法律、コンサルティングであり、イノベーションの観点からさらに重要なのは、バイオ、IT 等の先端分野の新規企業、あるいは、大企業からのスピン・オフ企業等である。

これらの企業を「群」として見た場合の特徴を考えてみよう。これらは、垂直統合されおらず、一つ一つのユニットが分離して単体で動いているという企業群のイメージであり、大企業であっても、いくつかのユニットに分解されている。垂直統合していた製造業も、サプライヤーへの直接のコントロールを弱める、あるいは、やめてしまうかもしれない。その背景の一つには、競争相手の出現や、広い意味でのグローバル化の進展等もあるであろう。パフォーマンスに関するベンチマークがより厳しいものとなり、企業内部の **cross-subsidies** の真のコストがプレッシャーに晒されることとなる。他方で、それと同時に、イノベーションとの関係では、もはや一社では、生き残りに必要な研究開発が円滑に進まない状況となり、複数の関係者が柔軟なパートナーシップを組成することが大切な環境となっているという事実もある。そこでは一見矛盾した複数の要素、つまり、単体で動いているということと、有機的に連携しているということ、この二つが同時に成立している。

次に、企業内部の組織について見てみよう。企業体の組織についても、トップマネジメントにすべての権限が集中している企業とは異なった様相を見ることが出来る。企業の中に、多様なステークホルダーが存在しており、そのステークホルダーの集合体が企業である。いわゆる本部の権威というものも、人的資本の重要な要素である能力の高い従業員の持つ退出 (**exit**) の権利の行使可能性により、低下していく。

このように考えてくると、所有権、あるいは、コントロール権の配分については、まとめて株主なのか、あるいは、それ以外の主体なのかという区分でとらえることは適当ではない場合が発生するであろう。より多数の多様なステークホルダーが存在しており、それらの間で、どのようにコントロール権を適切に配分するかという問題こそが、中心的な課題となるであろう。

さて、ここで、政策面について論じる前に理論的な面での残る論点を整理しておきたい。

企業の特徴は、3-3でも触れたように、意思決定の方法として権限が価格メカニズムに代替することにある (**Coase (1937)**)。その上で、企業という組織が、任意の二者の間で通常の市場での契約から生じるものとは異なるパワーを獲得することに、どのようにして

成功するののかという問題に、企業の理論は取り組むべきであるとの議論がある(Alchian and Demsetz (1972, 777))。実際、企業に関しては、資産の残余コントロール権は通常の市場での契約では持つことの出来ないパワーをその所有者に帰着させる。この点に関し、我々は次のような問題を解いていかなければならない (Zingales 2000)。

①人的資源インテンシヴな企業において、パワーが如何に獲得され、また、配分されるのか？

奴隷制の時代ではないにしても、労働が資産特殊的なものとなることから生じる現代的な形での退出の困難性（現代版の年季奉公）から労働が解放された世界においては、人的資源へのコントロールをどのように第三者が持つことが出来るのか。あるいは、人的資源インテンシヴな企業における株主のパワーとは何か、そして、その役割と何であろうか。また、所有権、コントロール権を、金融的な権利を持つ者（株主、債権者）と、労働者、主要な顧客、主要なサプライヤー等の非金融的な者の中で、どのように配分すべきなのかであろうか。

②そのパワーは如何に維持され、拡大され、そして、失われるのか？

この問題への解答により、企業の成長する能力とは何であるのか、あるいは、重要な成長機会に直面しても上手く成長できない企業の能力はどのようなものであるのかについて考察することが可能になる。また、これは、金融的に困難な局面が抱えるコストを理解することへの極めて重要なステップを提供する。

③権限に基づいて運営されるシステムと、通常の市場における契約の本質的違いとは？

この問いへの回答は、買収やスピン・オフの効果を理論的に理解する助けとなる。また、企業の多角化のコストとベネフィットについての論議が活性化されよう。さらには、遠大なテーマであるが、企業がどのように統治されるべきかについての何らかの政策的ルールを考えるための手がかりが得られることとなる。human resource intensive な企業では、契約が不完備となる度合いが高いと考えられるため、コーポレート・ガバナンスの主な目的は、企業の一体性を保護することとなるべきであるとの考え方にもつながる。

④企業によって創出された余剰が如何にメンバー間で分配されるか？

企業の価値の評価 (valuation) についての合理的なアプローチの一つは、それは企業が将来にわたって創出する付加価値の割引現在価値である、と考えるものである。しかしながら、仮にそうであったとして、関係者間での分配の問題が残っている。まず、金融上の請求権者としての株主と債権者、そして、非金融的な存在である従業員、顧客、サプライヤー等の中で如何に余剰が分配されるべきかについての理論を必要としている。逆に言えば、余剰の内部的な分配について理解を深めることは、企業の評価 (valuation) に関する新しい理論構築に向けての重要なステップとなる⁸。

⁸ また、以上の論点以外にも、具体的なテーマとして、合併やスピン・オフの効果をどう考えるのか、また、多角化のコストとベネフィットをどう考えるのか、といったテーマも考えなければ

6. 今後の課題—Making of Financial Market(s)

イノベーションを促進するためには、金融スキーム自体のイノベーションを持続発展させ、適切な金融市場を創出することが重要であることは、いくら強調してもし過ぎではないであろう。金融のスキームは、法律制度、会計制度等に基づいて構築され、それは、プロジェクトという投機機会が誕生する前提条件である。効率的なファイナンシャル・スキームの存在がなくては、ファイナンス自体も、その前に企業や投資機会も存在しないであろう。金融スキームは、相当程度、その国やその経済の制度環境の影響を受ける。完備契約の世界においては、契約の実効性は法律システムにより担保されていることとなっている。他方、不完備契約の世界に入ると、契約、組織、法律、そして、様々な制度が互いに影響を与え合っており、その関係は、しばしば補完的である。

さて、ここで全体の流れを振り返れば、標準的・伝統的な企業金融の考え方では、**asset intensive** な企業像というものを前提としており、そこから、契約の束、集合体として企業をとらえる考え方も出てきたと考えられる。そこにおいては、残余請求権は基本的には株主にだけあるということが望ましいこととなり、よって、コーポレート・ガバナンスというものは、要するに株主の **wealth maximization** を考えればよいこととなる。このことが唯一至高の原理になることとなり、そこから法律、制度等の面でのすべての議論が出てくるということとなったと言ってよいであろう。その際に登場する重要な要素のひとつが、エージェンシー・コストであり、関係者が直面するインセンティブ構造の差異や情報の非対称性から発生するいくつかの問題が議論された。

他方で、コントロール権の配分の重要性を主たる論点として考える論議も、以上のような伝統的な理論では捉えることのできない、論点を考察する理論の基礎となっている。イノベーションの重要性と、その観点から人的資源の重要性が喧伝される今日においては、ますます大切な論点となっている。

実際、成長ステージごとに、適切な金融のスキームや制度は異なるであろう。革新的な企業化の多くは、IPO 又は大企業による高額での買収を目指している。最近では、IPO 市場の変調や VC の「銀行化」が批評の対象となっているが、IPO より前のステージにおいて重要なイノベーションが行われていることには変わりはない。

これまで、大企業や公開企業に関する議論は余りに多くなされてきたと言えよう。そこでは、投資家は受動的な存在であり、企業経営に関して経営者と対等に協力し合う存在ではない。大半の実証研究は、データの制約もあり、比較的、内部資金が豊富で、外部資金

ばならないものであろう。

に頼らなくても良い存在である大企業を中心に行われてきたように見受けられる。こうしたケースは、金融が重要な意味を持たない世界である。Modigliani and Miller (1958) 理論の影響が、理論構築のみならず、現実社会の実証的な描写の面でも出発点となっていたことの描写のひとつであろう。近年、データの充実と共に大企業以外の比較的小規模な企業等についても実証研究が進展してきていることは好ましいことであるが、依然として、アーリー・ステージ段階に関する研究の充実が望まれるところである。いずれにせよ、起業や中小企業について、あるいは、大企業を起源とするものも含め、創造的な活動自体についての関心がそれ程高くはなかったと述べても、言い過ぎではないであろう。

以上の議論を踏まえてれば、政策的な観点から二つの方向性について述べる事が可能である。

第一の方向性は、より市場の完備性を増す方向、また、情報の非対称性の問題を解消する方向を追求するというものである。例えば、ABSの発展や、そのためにも必要とされる信用リスク評価手法の改善等を目指す方向である。確かに、VCは重要であり、資本市場、株式市場の成長も期待される場所であるが、特にわが国の場合、当分の間、規模的には銀行の果たすべき役割は大きい状態が続くとすれば、こうした方向性が重要となる。その際、最重要の政策的課題の一つは、銀行セクターの本当の意味でのリストラクチャリングではなかろうか。政策当局としては、融資の手法や金融機関が多様化していく中で、市場型間接金融を目指したいとしているが、間接金融の問題点は、金融機関の融資の際のチェック機能の部分にあると考えられる。この機能を、市場のプリンシプルに委ねることが考えられる。同時に、投資家の立場でファンドを評価するゲートキーパー役の育成が必要である。

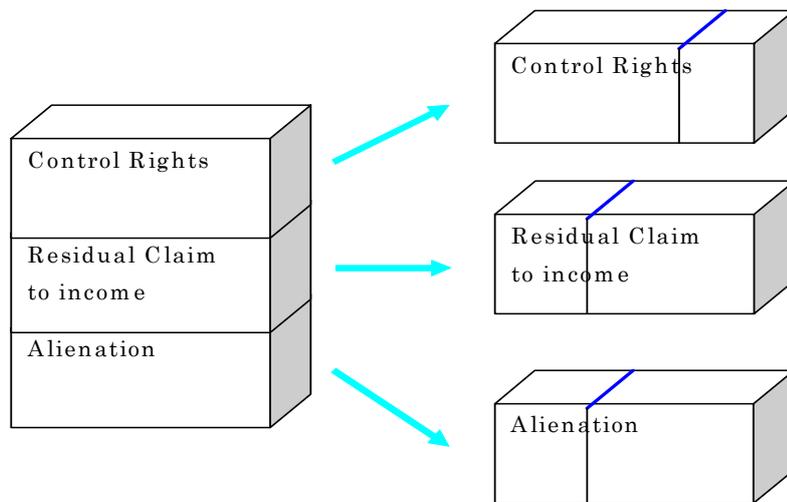
金融仲介機関がより効率的に機能するにはどうしたらよいかということに関しては、米国では比較的規模の大きな銀行が中小企業金融やリスクマネーの分野でもシェアを伸ばしていることや、そこに存在するようなセカンダリー市場とシンジケートローンの役割も大いに参考となろう。今後の市場設計について考える際には、リスクの切り分けや標準化が極めて重要な課題となり、格付け機関の成長、証券化の発展等が同時に進展することとなる。

預金は二つに大別することが考えられる。一つは、決済性の預金であり、もう一つは貯蓄性の預金である。後者については、MMFの利用をメインに想定しているが、これまでのような国債を中心にしたオペレーションではなく、ある程度のリスクを伴うマネーとして、証券化された資産に投資することが考えられ、いわゆるアセット・バックタイプの金融を発展させていくことが期待されている。ABSのように証券化し、幅広い資金提供者から資金を集めていく方向性があるであろう。当然、IPOと同様に、商品の標準化等に伴うコストが存在するが、近年規模の拡大を見せている不動産の証券化(REIT)のみならず、特許権をはじめとする知的財産権の中にも客観性がある程度あると考えられる部分について更に進展を図ることが考えられる。技術的な面では、信用リスクの計量化における構造型アプローチ

をさらに深化させることが考えられる。このアプローチは、企業の会計情報から保有する株式や債券の価格や倒産確率を算出するものであり、バランスシート・アプローチとも呼ばれる。構造型アプローチでは企業の資産価値を確率過程として外生的に与え、将来の契約によって定められた時刻における資産価値の分布を求め、契約によって定められた額をどれぐらいの確からしきで返済できるかを推定する。これを初めてモデル化したのはMerton(1974)であるが、倒産費用の問題や、短期債権者が長期債権者を兼ねる場合等をモデルに組み込む試みは既にスタートしている。

こうした諸点を考慮すると、これまでの信用リスク分析の結果が大きく変わる可能性がある日本では近年関係が薄くなってきたとはいえ、いまだにメインバンクが厳然として存在していること等を勘案すると、今後、実証研究を経つつ実用可能な分析ツールが発達していくことが強く期待される分野となっている。こうした信用リスク評価手法の活用等により、銀行等の金融機関の活動内容も変化すること、すなわち、小さな企業への貸し出しについて中小の金融機関だけではなく大銀行もより積極的に取り組んで行くことも期待される場所である。なお、金融システム全体との関係について少々言及すると、こうしたシステムにおいては、預金保険機構等で守るべきところは決済性の預金であり、金融危機への対応策もより講じやすくなると考えられ、このような副次的・反射的な効果も期待できるところである。

第二の方向性は、情報の非対称性はもとより、さらには、契約の不完備性をも前提として、イノベーションにふさわしい企業形態、ファイナンシャル・スキームを考えていく方向性である。契約で規定出来ないようなことが数多く企業経営には存在して、さらには、そこにこそ重要な問題が潜んでいるのであれば、こうした方向性を考えることの意義は大きい。上述のとおり、所有権やコントロール権の配分が非常に重要になる。現実的にも、**human knowledge intensive firm** は、多様なステークホルダーを抱えることが多く、そうした場合には、所有権と言っても、コントロール権と、財産権、つまり、インカムストリームを受ける権利に区分することが適切であり、その上で、さらに、各々の最適な配分を考える必要が出てくる。コントロール権という意味決定の権限の配分と、それ以外の、財産権、さらには、そういう権利をどこかへ移転・売却してしまう権利、この三つを区分して議論をしなければいけないということとなる。



定義上も、所有権は、一般に次の三種類の権利を意味しているとされている。(a) control meaning the right to make decisions about how to use them, (b) entitlement to income produced by them, (c) alienation meaning selling one or both of the control and income rights, fully or partly, to someone else: (Dixit(2004))。

(a)はコントロール権、(b)は利益配分の請求権、(c)はそれらの移転に関する権利であり、既に、前二者についてはこれまでも触れてきているが、これらについて、各々のケースごとにフレキシブルな扱いを可能にしていく方向性が重要であろう。所有権をアンバンドル化し、さらに、様々なガバナンス・メカニズムの実効性とその関係者の範囲に応じて柔軟かつ繊細な対応が可能となるようにしていくことが肝要である。概念的には、“unbundled and relational property rights” というフレーズでのこの考え方を表現することが出来る。

既に、先進各国においては、議決権が制限された株式や特殊株のように、コントロール権に様々なヴァリエーションを与える仕組みを導入する試みがなされている。しかしながら、その導入のタイミングは、国や経済ごとに異なるのであり、そのこと自体が、各国のイノベーション環境を大きく左右している可能性がある。また、この関連では、職務発明等についての標準的なプラクティスが見えてくることや、あるいは、それに関連する利益配分等について柔軟性が確保されること等も重要な課題であろう。

また、国際間の相違のもう一つの例として、コントロール権の移転の状況に関しての差異も小さくない。実際、MBOの動向は国、経済ごとに大きく異なっている。

今後とも、形式的に法律制度の整備が進んだとしても会計制度、税制等密接に関連する諸制度の進展がないと実効性に乏しいものとなる可能性も大きいことを念頭に置きつつ、LLC、LLP等の柔軟な組織法制による閉鎖型の企業形態の発展を十分に担保するような制度環境の拡充・整備を続けていくことが必要である。

以上の通り、今後の方向性として、二つの方向性が示されたが、これらはその一方を進

めればよいといった性格のものではなく、両者ともいわば「車の両輪」として、今後我が国が追求すべきものであると考えられる。政策当局も含めての関係者間での論議の進展を期待するものである。

参考文献

- Aghion, Philippe, and Patrick Bolton, "An incomplete contract approach to financial contracting," *Review of Economic Studies* 59, 1992.
- Alchian, Armen, and Harold Demsetz, "Production, information costs and economic organization," *American Economic Review* 62, 1972.
- Bolton, Patrick, and David Scharfstein, "A theory of predation based on agency problems in financial contracting," *American Economic Review* 80, 1990.
- Coase, Ronald, "The nature of the firm," *Econometrica* 4, 1937.
- Dixit, Avinash, *Lawlessness and Economics: Alternative Modes of Economic Governance*, Gorman Lectures series, Princeton University Press, 2004.
- Fama, Eugene, "Contract costs and financing decisions," *Journal of Business* 63, 1990.
- Grossman, Sanford, and Oliver Hart, "The costs and the benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration," *Journal of Political Economy* 94, 1986.
- Hart, Oliver, and John Moore, "Property rights and the nature of the firm," *Journal of Political Economy* 98, 1990.
- Hart, Oliver, and John Moore, "Debt and the inalienability of human capital," *Quarterly Journal of Economics* 109, 1994.
- Kay, John, *The Business of Economics*, Oxford: Oxford University Press, 1996.
- Jensen, Michael C., and William Meckling, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure," *Journal of Financial Economics* 3, 1976.
- Modigliani, Franco, and Merton H. Miller, "The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment," *American Economic Review* 48, 1958.
- Myers, Stewart, "Determinants of corporate borrowing," *Journal of Financial Economics* 5, 1977.
- Myers, Stewart, and Nicholas Majluf, "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have," *Journal of Financial Economics* 13, 1984.
- Rajan, Raghuram and Luigi Zingales, "What do we know about capital structure? Some evidence from international data," *Journal of Finance*, American Finance Association, 50 (5), December, 1995.
- Rajan, Raghuram and Luigi Zingales, "Financial Dependence and Growth," *American Economic Review* 88, June 1998.
- Robinson, Joan, "The Generalizations of the General Theory," *The rate of interest and other essays*, London: Macmillan, 1952.
- Shleifer, Andrei, and Lawrence Summers, "Breach of trust in hostile takeovers," in A.J. Auerbach, ed.: *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago:

University of Chicago Press, 1988.

Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance* 52, 1997.

Shumpeter, Joseph A., *A theory of economic development*, Cambridge, MA: Harvard University Press, 1911.

Zingales, Luigi, "In Search of New Foundations," *Journal of Finance* 55, 2000.