

小 佐 野 広

『コーポレート・ガバナンスの経済学』

——金融契約理論からみた企業論——

日本経済新聞社 2001.7 iv+261 ページ

昨今の日本では、企業倒産や経営破綻、あるいは企業の不祥事が相次いで発生しており、企業のあり方や企業は誰のものかといったコーポレート・ガバナンスに対する関心が高まり、改革の機運が盛り上がっている。しかしながら、日本で現状なされている議論の多くは、法律論や制度論に基づくものであり、コーポレート・ガバナンスに関する経済学の立場からの議論は、必ずしも十分であるとは言いがたい。

小佐野広氏の「コーポレート・ガバナンスの経済学」は、コーポレート・ガバナンスに関する諸問題を経済学的にどのように理解、整理したらいいのかを我々に教示してくれる良書である。小佐野氏は、コーポレート・ガバナンスの目的を「長期的な視点から株主の利益を確保するために経営者を規律づけること」と定義し、その手段として経営者の報酬契約や選抜制度、株式所有構造、負債による規律づけなどを指摘し、それぞれの代表的文献をサーベイしながら自説を展開している。また、アメリカ経済の活力の源泉ともいえるベンチャー・キャピタルについても、ステージ・ファイナンスの合理性などに関して、ユニークな分析を実施している。

本書は、啓蒙書の体裁を有しながらも学術書としての性格をも兼ね備えている。小佐野氏は情報の経済学、不完備契約の理論、および金融のマイクロストラクチャーのモデルなどを駆使して、コーポレート・ガバナンスの制度を評価、分析している。その意味で、本書はコーポレート・ガバナンスの問題を学問的な観点から体系的に理解したいという読者にとっては、格好な書であろう。

小佐野氏の議論を通読すると、この問題の奥の深さとともにある意味での難解さを実感する。そして、昨今の日本で積極的に議論されている社外取締役の導入、監査役会や株主総会の活性化、株式代表訴訟制度の活用などの経営者に対するチェック機能の強

化策、そして株主に連動させた取締役の報酬制度やストック・オプション制度といった経営者への金銭的インセンティブ・メカニズムの導入などといった一連の改革が、理論的には問題をかかえており、これらの制度が採用されることによって企業組織が劇的に改善するものではないことを思い知らされるのである。

小佐野氏の主張は極めて多岐に渡っているが、主なものを列挙すると次のとおりとなる。第一に、テイクオーバーの可能性が存在することや外部投資家が大株主として存在することが、企業パフォーマンスにプラスの効果を及ぼす。第二に、銀行借入れと社債をコーポレート・ガバナンスの観点から比較すると、財務危機に瀕している企業や信用力が乏しい企業は銀行借入れが望ましいが、優良大企業やハイテク型企業では資本市場調達の方が良い。第三に、アングロサクソンのガバナンスを日本企業に導入すべきか否かは、企業のタイプごとに考察していくべきである。すなわち、優良企業・ハイテク産業・サービス産業などでは、直接金融の拡大が望ましいが、他方中小企業や信用力の乏しい企業に対しては、メインバンク機能に基づく間接金融が、ある程度維持されるべきである。

小佐野氏は、関連文献に示されているさまざまなエビデンスを巧みに引用しながら議論を展開しており、一貫して周到に練られた記述に終始している。これは、同氏の知識の広さと洞察力の深さを、如実に物語るものである。しかしながら、一読して若干の違和感を持った点も、いくつかみられる。以下では、それらを指摘したい。

第一に、本書のコーポレート・ガバナンス論は、先進諸国のなかでもおそらくアメリカと日本を念頭においたものであろう。そして経営者への管理チェック機構に関する内部コントロール・メカニズムや株式所有構造によるコントロール・メカニズムの評価などに関しては、主にアメリカでなされた理論および実証研究に基づいて結論が導出されている。現状ではアメリカ以外の国々に関する研究が不足していることからやむをえない面もあるものの、例えば日本とアメリカのガバナンス構造が大きく異なることを勘案すると、アメリカにおける結論を一般化して考えることが適切であるかどうかは、疑問なしとしないところである。

第二に、著者は、終章においてこれからの日本のコーポレート・ガバナンスのあり方について、「優良企業・ハイテク産業・サービス産業などの企業に対する企業金融を中心に、株式・社債を通じた直接金融システムの比重の増加が望ましい。」と論じている。しかしながら、直接金融の拡大は金融自由化がはじまった1980年代から識者の間で唱えられている方向性であり、社債市場の規制緩和が進んだにもかかわらず、エクイティ・ファイナンスが活発になされたバブル期を除いては一向にその方向性は定着していない。その背景には、個人の預貯金に対する強い選好があると考えられるが、このような状況の中で、直接金融のウェイトをあげていくためにはいかなる条件や施策が必要なのか、著者の意見をききたいものである。

第三に、周知のとおり、日本のコーポレート・ガバナンスに関して株主による規律づけのメカニズムを代替すると理解されてきたのが、メインバンク・システムである。Aoki(1994)は、メインバンクの本質的な機能は顧客企業に対するモニタリングであり、事前(Ex ante)、中間(Interim)、そして事後(Ex post)の3段階のモニタリングが統合されてコーポレート・ガバナンスとしての役割が果たされてきたと主張している。そしてこのようなメインバンク論に基づいた実証研究が1980年代から90年代にかけて盛んになされてきた。もっとも、近年そのような見方に対しては、懐疑論も出ている。それには、大別して二種類ある。第一の説は、金融自由化の影響である。モニタリング活動は無視し得ないコストを必要とするが、そのコストは従来金融規制に伴い銀行に発生していたレントによって賄われていた。しかしながら、1980年代からの金融自由化のプロセスで、そのようなレントが消失し、有効なモニタリングが出来なくなったというものである。第二に、従来からメインバンクのモニタリング機能は必ずしも有効であったわけではなく、コーポレート・ガバナンスとしては、製品市場における競争の程度などの要素が作用していたという見方もある。

本書においては、このような日本のメインバンク・システムに関する議論は、主に第4章の「負債を通じた規律づけ」のなかで触れられている。しかしながら、そもそもメインバンクのガバナンス機能は、負債一般の規律づけのメカニズムとは性格が異なるものであるから、章を独立させるなりしてこの問題をより詳しく論じることが望ましいであろう。

最後に、本書では「発展途上の新興工業国のコーポレート・ガバナンスについては対象外」とされている。その理由としては、「発展途上の新興工業国では、一般に特定の所有者への株式集中度が極めて高く、……(中略)……有効なコーポレート・ガバナンスが機能していないこと」があげられている。これは、一般的にはfamily ownershipの問題であるといえる。すなわち、企業がある特定の一族によってかなりの程度集中的に所有あるいは支配されている場合には、情報の非対称性に起因するエージェンシー問題も、その性格を大きく異にする。すなわち、アメリカや日本で主にみられるように企業の株式が分散所有されている場合には、株主と経営者との間の利益相反の問題が主たる関心事項となるが、家族支配の場合には、所有者は企業の実質的な支配権を確保できることから、エージェンシー問題の本質は株主と経営者との関係から、支配権を持った大株主とそのほかの株主との関係にシフトする。つまり、Shleifer and Vishny(1997)が指摘するように、支配株主とそのほかの株主とは必ずしも利害が一致している保証はなく、支配株主の支配力が高まれば高まるほど、そのほかの株主が本来稼得すべき利得が支配株主によって搾取(expropriation)される可能性がある。

上述のように、本書ではアメリカや日本で主にみられるように企業の株式が分散所有されているケースのみが採りあげられ、家族支配のケースは除外されている。しかしながら、La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer(1999)が明らかにしているように、世界的にみると家族支配が顕著な国々は、分散所有の国々に比べてむしろ多い。その意味では、コーポレート・ガバナンスの問題を論じる際には、家族支配の問題をどのように理解すべきかというのは避けて通れない重要な課題であり、本書でこの問題が欠落しているのはやや残念な点である。

冒頭でも触れたとおり、本書の登場により学術的な視点からコーポレート・ガバナンスの問題が初めて体系的に整理されたといっても過言ではない。本書に触発されて、当該分野の研究がますます盛んになることを期待したい。

参 考 文 献

- Aoki, Masahiko (1994) "Monitoring Characteristics of the Main Bank System: An Analytical and Developmental View," in Masahiko Aoki

and Hugh Patrick eds., *The Japanese Main Bank System : Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press, pp. 109-141.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer (1999) "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, pp. 471-517.

Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny (1997) "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, pp. 737-783.

[花崎正晴]