

## 第4章 ファイナンス - ポスト・ビッグバンの企業金融 -

法政大学経営学部

四塚利樹

いわゆる日本版金融ビッグバンの構想は、1996年10月に公表された経済審議会のワーキンググループ提言（「池尾報告」）に始まった。そこで打ち出された改革案は、三つの大きなカテゴリーに分けることができる。第一のカテゴリーは、金融業という産業における「競争の促進」であり、具体的には業務分野規制（銀行・証券・保険間の「垣根」）の撤廃、金融持株会社の解禁、資産管理・運用サービス業の導入などを指している。第二のカテゴリーは「金融証券取引の自由化」であり、取引手数料自由化、デリバティブ市場育成、社債市場改革、ストックオプション制度、外為法改正などが含まれる。そして第三には、「規制・監督体制の見直し」が挙げられ、金融機関破綻処理の制度的基盤整備、ルール型行政への転換、情報開示、時価会計などの方向が明示された。

従来、金融証券分野のビジネスは、実にさまざまな規制・慣行によってがんじがらめにされ、その結果、既存の銀行・証券会社等に大きな既得権益が発生していた。金融制度に関する論議においても、既得権益を守ろうとする業界関係者の利害調整が中心であり、金融サービスのユーザーの利益という観点は著しく欠落していた。そうした旧来の慣習を大きく越えた池尾報告の内容は、その後紆余曲折を経て、すくなくとも形の上では大筋で実現されつつある。制度の大幅な改革が進むのと並行して、デリバティブやストラクチャード・ファイナンスをはじめとする金融技術の導入や、インターネットを中心とする情報通信分野における技術革新も同時進行しており、日本の金融証券市場が大変革期に入っていることは疑いない。1999年頃から活発化した金融機関の大規模な再編も、こうした変化と密接な関係がある。大きな変化の時期には、創業者利潤が得られる機会も多く、金融の新しいビジネス・モデルも次々と現れている。

しかし、金融業界における制度的・技術的変革は、それ自体が社会的な目標という訳ではなく、あくまでも企業や一般投資家にもたらす便益・効用の観点から評価されなければならない。さまざまなヴェールを取り去ってエッセンスを見るならば、投資家が獲得するリターンとは、究極的には投資対象企業がその事業を通じて生み出す価値によってのみ発生するものである。企業の事業利益という「パイ」が全体として大きくならなければ、金融証券取引のスタイルがいかに変わろうとも、パイの取り分（利益の分配比率）が変わるだけである。メディアの関心は（プロにとっては目新しくもない）いわゆる「金融新商品」などに集中しているが、一般企業や投資家の視点に立って冷静に考えるならば、金融ビッグバンによってパイの大きさがどう変わる

のか、がまず問われなければならないだろう。

ここで企業というのは、基本的に日本の企業を指す。日本の投資家の投資対象が日本企業でなければならない理由はないが、事実上国内投資家のポートフォリオの大部分は国内資産によって構成されており、その状態は当分続くと思われる。したがって、ビッグバンによる企業金融の枠組みの変化が、日本企業の収益性・成長性の向上に結びつくものでなければ、日本の投資家にとってのビッグバンが、空虚なお祭り騒ぎに終わる可能性もないとは言えない。

この章では、日本企業のパフォーマンス向上という観点から、日本における企業金融のあり方を検討し、その文脈のもとで金融ビッグバンのメリットは何か、そこに足りないものは何か、などの問題について議論する。その過程で、「企業価値」や「エージェンシー問題」などの基本概念を紹介し、現代ファイナンス理論のフレームワークとその有効性についても、自ずと見えてくるようにしたい。

## 企業金融と企業価値

企業が投資プロジェクトを選択したり、そのための資金を金融システム（金融証券市場や金融仲介機関）を通じて調達するときに、どのような基準を用いて意思決定をすればよいのだろうか。投資家（および銀行等を含む資金提供者一般）の立場から見ると、経営者のどのような行動が「企業価値」の創造や破壊につながるのだろうか。投資対象としての株式や社債のリスクとリターンを正しく評価するための枠組みとは何か。

企業財務論あるいは企業金融論（コーポレート・ファイナンス）という分野は、企業の投資決定や資金調達について、「金融・資本市場という市場メカニズムのもとでの合理的な行動とは何か」という問題を出発点として、主として米国で発展してきた。キャッシュフローの割引現在価値、リスクとリターン、ポートフォリオ、資本コスト、最適資本構成といったファイナンス理論の基本概念は、自社株取得、エクイティ・ファイナンス、社債発行と格付け、合併・買収（M&A）、リスク管理などの具体的な問題に答えを出すために必要不可欠な道具箱となっている。最近では戦略的な投資決定問題へのデリバティブ理論の応用（「リアル・オプション理論」と呼ばれる）なども登場した。伝統的な銀行借入中心の世界から次第に離れ、資本市場の影響を強く受けるようになった日本企業にとっても、こうしたファイナンス理論のフレームワークはもはや机上の空論ではない。

金融証券市場が発達した経済においては、企業はつねに「市場による評価」に晒されており、企業価値に影響を与えるような経営上の意思決定や外部のイベントは、直ちに株価・社債価格等に反映される。では「企業価値」とは何だろうか。おおまかに言えば、それは「企業が存続して事業をおこなっていくことの経済的価値」で

ある。企業価値が大きい企業とは、高収益をあげられる事業ポートフォリオを持ち、かつその事業に高い成長性が見込める企業である。企業価値が負債額を下回るような企業もあり得るが、そのような企業は、政府が介入しなければ資金を調達することができず、市場メカニズムによって淘汰される。

もうすこし正確に言うと、ファイナンス理論における企業価値とは、「将来にわたって企業が生み出していくと予想される事業キャッシュフロー全体の、現時点における価値（割引現在価値）」として定義される。この場合のキャッシュフローとは、企業へのキャッシュの流入から流出を差し引いたもので、単純化すれば「売上マイナス現金支出」である。

ここでまず注意すべきなのは、キャッシュフローは会計上の利益ではないということである。その違いについては、「利益はオピニオンだが、キャッシュは事実である」（中沢・池田（1998））という言い方もできるが、経営上の意志決定にとって重要な違いは、暗黙の前提となっている時間的なフレームワークであろう。減価償却の概念に代表されるように、「利益」は、単年度の枠組みにあてはめるために、一定のルール（会計基準）に基づいて計算される。しかし、一般に企業の投資プロジェクトは長期にわたるものが多く、特定の期間損益を見て（あるいは予想して）正当に評価することはできない。ファイナンス理論は、長期間にわたる投資とその回収プロセスを、予想されるキャッシュフローのタイミングとリスクを考慮して分析・評価するためのものである。この意味で、「時間」と「不確実性」はファイナンスの本質であると言える。

将来の不確実なキャッシュフローを「割り引く」ことによって現在価値を求める際、そのために使われる「割引率」（要求される収益率）には何を使えばよいのだろうか。答えは、「投資家が要求するリスク・プレミアムを利子率に上乘せしたもの」である。ではリスク・プレミアムはどう決まるのか。そもそもリスクはどう測れば良いのか。投資家はこの企業にだけ投資している訳ではない。ほかにもさまざまな資産に投資している平均的投資家にとってのリスクは、この企業の価値変動性（たとえば株価の標準偏差）だけではなく、それと他のすべての資産（「市場ポートフォリオ」）との相関性によって強く影響される。たとえば好況期にパフォーマンスが低下し、不況期にパフォーマンスが向上するような株式は、投資ポートフォリオ全体のリスクを減らす効果を持っているので、「リスクが小さい」と言える。経済に存在するすべての資産との関連で特定の資産のリスクを評価するための枠組みは「資本資産評価モデル（CAPM）」と呼ばれ、標準的ファイナンス理論の中核をなすものである。（標準理論全般については、ボディ・マートン（1999）、井手・高橋（2000）などを参照。）

ところで、将来の事業キャッシュフローを評価するためには、まずそれを予測しなければならない。と言っても、キャッシュフローの期待値や確率分布についてコンセンサスがあることは稀で、関係者（経営者や投資家）の間でもさまざまな見方

が共存しているのが普通である。用いるべき割引率についても同様である。そうした多様な見方を、どのようにしてひとつの現在価値の形にまとめることができるのだろうか。この問いに対する標準的な答えは、「負債の市場価値と株式時価総額の和」を見れば良いというものである。これらの数字は金融証券市場が目に見える形で企業活動を評価した結果であり、そこには多くの市場参加者の持つ情報が集約されている。

なぜ、「負債の市場価値と株式時価総額の和」なのだろうか。企業が生み出す事業キャッシュフローは、事業をおこなうための資金を提供した者、すなわち債権者と株主に帰属する。具体的には、まず税金と債務利子が支払われたあと、配当などの形で株主への分配が行われ、残りが内部留保として企業の中に蓄積される。さらにその内部留保（あるいはそれを用いて行われた投資の果実）もまた、株主に帰属するものである。したがって、債権者や株主などが将来にわたって受け取るキャッシュフローの現在価値は、企業が将来生み出すキャッシュフローの現在価値（ファンダメンタルズ）と一致しなければならない。ところが、債権者が受け取るキャッシュフローの現在価値とは負債の市場価値であり、株主が受け取るキャッシュフローの現在価値とは、株式市場が合理的であれば株式時価総額に等しくなる。株式市場が常に合理的であるかどうかは議論のあるところだが、長期的に見れば、株価は平均的にはファンダメンタルズを反映すると考えられ、したがって「負債の市場価値と株式時価総額の和」が企業価値をあらわすということになる。

債権者や株主などの資金提供者の立場に立つと、企業が効率的に運営されるということは、すなわち企業価値が最大化されることと同義である。そして、倒産リスクのあまり大きくない企業であれば、企業価値最大化は株価最大化とほぼ同値であると言ってよい。企業経営の目標にはほかの考慮も含まれるだろうが、企業価値最大化を中心に据えない経営は、非効率な資源配分の温床となることは間違いない。金融ビッグバンによって日本企業の経営が効率化されるかどうか、という問題は、ビッグバンの結果として日本企業の企業価値が総体として向上するかどうか、という問題だと言える。

### 低い資本収益率

マクロ的に見ると、日本の家計はきわめて高い貯蓄率を通じて、約 1300 兆円と推定される巨額の個人金融資産を蓄積してきた。しかしながら、それらの資産はあまり高いリターンを生んできたとは言い難い。金融資産のリターンの基礎になるのは企業収益だが、日本企業の収益力は、実はバブル絶頂期においても決して高くはなかった。とくに株主にとって最も重要な経営指標である株式資本収益率 (ROE) は、1970 年頃から趨勢的にほぼ低下の一途を辿ってきた。図 4 - 1 には、野村証券の株価指数 NOMURA400 に含まれる日本の代表的企業 400 社の平均 ROE (金融業を除く) が示

されているが、これを見ると、1970年には15.5%であったROEは、82年以後10%を超えることはなく、90年前後には7%から8%の間、92年からは5%以下を推移している。このような数字は、米国のROEが長期にわたり10%から20%の水準を保っていて、低下傾向が見られないのと対照的である。

<図4-1(株主資本収益率の推移)を挿入>

ROEは、税引後利益を株主資本で割ったもので、企業が株主資本をどれだけ有効活用して利益を生み出しているかを測る尺度である。最近では日本でも広く使われるようになった概念であるが、企業が財務レバレッジを高めるほどROEも大きくなる(同時に株主にとってのリスクも大きくなる)という性質があり、かならずしも事業の効率性自体を測っているわけではないので、解釈には注意が必要である。バブル期においてさえROEが伸び悩んだ一因は、大量のエクイティ・ファイナンスによる財務レバレッジの低下であった。しかし、財務レバレッジの影響を取り除いた尺度であるROA(総資産事業利益率)を見ても、ROEと同様に低迷している。

では、なぜ資本収益率は低下したのだろうか。その原因としては、ひとつには投資機会の減少が挙げられる。キャッチアップすべき目標が明確であった高度成長の時代に比べると、収益性の高い投資機会が少なくなっているが、これは「収穫逨減」の帰結として避けられないトレンドであろう。しかし、もうひとつの重要な原因は、「潤沢な内部資金を背景とするコーポレート・ガバナンス(企業統治)の弛緩」であったのではないかと思われる。

高度成長時代には、豊富な投資機会に対して事業会社はほとんどつねに「資金不足」の状態にあり、無駄なプロジェクトに投資している余裕はなかった。また、マクロ的な資金循環において圧倒的な比重を占めていた銀行によって、企業の経営が悪化した際の支援・コントロールを媒介として、有効な規律が提供されていた。たとえば日本の主要企業において定期異動でない社長交代が行われた場合に、社長交代の確率がどのような要因によって説明されるかを検証した実証研究によると、メインバンクの存在は、企業のパフォーマンスが悪化したときの社長交代の確率を有意に高めていたようである(Kang and Shivdasani(1995))。

しかし、投資機会が次第に減少していく一方で、内部留保やエクイティ・ファイナンスを通じて資金が潤沢になり、経営者が自由に使える資金が大量に生じたために、銀行等による伝統的な監視と規律のメカニズムは失われていく。しかも、バブルの時期を見れば、銀行行動の規律にも大きな疑問符が付く。メインバンクによるガバナンスを強調する論者は、「銀行自体のコーポレート・ガバナンスはどのようにして担保されるのか」という疑問に答えていない(浅野(1999))。このように、銀行の影響力が低下したこと、銀行自体の行動に規律が失われたこと、そして銀行に代わるべ

き株主によるコーポレート・ガバナンスが未成熟であったこと、などのために、巨額の非効率的投資がおこなわれ、資本収益率の低下を招いたのではないかと思われる。さらに言えば、そもそもどのような収益率を稼ぐ必要があるのか、という点についても、基本的な誤解があったようである。それが、次節で述べるバブル期の大量エクイティ・ファイナンスにつながったと思われる。

### 日本的企業財務と転換社債大量発行

日本の上場企業は、1980年代後半から90年代はじめにかけて、巨額の転換社債およびワラント付社債を発行した。いわゆるエクイティ・ファイナンスである。ピークとなった89年には両者合わせて18兆円以上、91年でも6兆円近い資金がこのような方法で調達された。なぜこのような大量発行が行われたかという点、転換社債は市場金利よりかなり低いクーポン（表面金利）でも売れたからである。この差は収益への貢献とみなされ、発行企業の財務部の功績となった。

しかし、そもそもなぜ転換社債のクーポンは低くなるのだろうか？ 転換社債の場合、発行会社の株価が上昇すれば、投資家は転換価格（発行時に決められた一定の株価）で株式に転換してから市場で売却すれば利益が得られるという楽しみがあるので、普通社債の市場金利に相当するようなクーポンを求めないからである。言い換えれば、投資家は発行会社の株式に対するコール・オプションを買い、オプション料を市場金利とクーポンとの差額という形で支払っている訳である。クーポンが低いのは当然で、財務部の功績などではない。

ところが当時の日本の会計基準では、発行コストはクーポンの会計期間相当分が認識されるだけで、自社株式に対するコール・オプションを売却した分のコストについてはまったく認識されなかった。発行会社の経営陣は、エクイティ・ファイナンスの経済的コストについて論理的に考える訓練を受けたこともなく、この不合理な会計基準について批判的に議論することもなかったのであろう。そもそも日本では株式自体が「無原価資金」と呼ばれていたくらいであるから、株式に対するオプションについても、コストを意識しなかったのは不思議ではない。財務担当者の中にさえ、「株主資本コスト」を「事業リスクに見合う要求収益率」でなく「配当」と同一視するような家計簿的発想が根強くあったことは、アンケート調査によっても明らかにされている（仁科（1995））。

コストに関する認識が誤っているため、発行時の価格付けも正しくなされず、プライシング・モデルを作って評価してみると、多くの転換社債・ワラント付社債が大幅に安売りされていた。低コストの資金調達だと思われていたものは、実際には（既存株主の観点からみると）割高な調達だったのである。このように明らかに割安な証券が大量に発行されれば、それは金融工学を駆使したヘッジファンドによる裁定取引

の格好の標的となる。実際 1990 年前後の数年間は、「ワラント・転換社債アービトラージ」と呼ばれるヘッジファンド戦略が、日本において数千億円の利益を稼いだ時期であった（三上・四塚（2000））。

上場企業による巨額の転換社債・ワラント付社債の発行により、最盛期にはそれらの「潜在株式」（転換・行使がおこなわれたときに新たに発行される株式）は、東京証券取引所における株式時価総額の 20% 近くにも達していた。潜在株式が多くなると、「希薄化」という現象が生じる。株式とは、企業が生み出すキャッシュフローへの残余請求権である。企業が転換社債やワラント付社債を発行した後、予想を超える好業績をあげて株価が上昇すると、普通株式への転換が進み、発行済株式数が増加して、増えた収益の分配が以前よりも多数の株式に分散してしまう。これを株式の希薄化と言う。

調達された資金が収益性の高い投資プロジェクトに使われ、資本コスト（リスクに応じて投資家が要求する収益率）を超えるリターンを生み出していけば、希薄化自体は問題ではない。しかし、投資機会に比べて過剰な資金が集められ、非効率な投資や財テクなどにつぎ込まれるならば、株主の利益を損なうことになる。バブルの頃には、それが空前の規模で起きた訳である。

## コーポレート・ガバナンス

一般に企業は、外部から資金を調達して事業を行うものだが、資金を提供する人々は、事業の果実が得られるまでの期間の長さに応じた金利（時間価値）と、事業のリスクを負担することに対する報酬（リスク・プレミアム）を求める。これが、リスクに応じたリターンという概念である。

しかし、「所有と経営の分離」のもとで、いったん資金を提供してしまった（資金のコントロールを手放してしまった）人々は、そうしたリターンをどうやって確保するのだろうか。経営者が、従業員や取引先などのインサイダー・ステークホルダー（内部利害関係者）に対する配慮を優先し、資金提供者にとっての企業価値の最大化に十分な努力を払わない可能性は大きい。とくに日本の経営者は、外部株主よりもその他のステークホルダーを重視する傾向がみられる。さらに、株主などから預かった資金を、高い収益の見込めない非効率的プロジェクトに浪費したり、多額の交際費、豪華な社長室、美術品収集などの私的目的に流用することも、珍しいとは言えない。事業規模や事業範囲の拡大という一見正当な目標も、スケールメリット等による収益性向上より、むしろ経営者のステータス志向や雇用の維持が動機になっているのではないと思われる場合がままある。

一般に株主と経営者の関係は、プリンシパル（依頼人）とエージェント（代理人）の関係と捉えることができる。エージェントとしての経営者は、プリンシパル

である資金提供者の利益を最大限実現するように努力することが求められている。しかし、経営者は株主と同じ利害を共有している訳ではない。しかも経営者・株主間には「情報の非対称性」がある（一般株主が知り得ない情報を経営者は豊富に持っている）ため、株主が経営者の行動を不断に監視し、その正当性・有効性を判断して、逸脱行為に対し解雇などの措置を取ることは、実際には難しい。ほとんどの株主にとって、リアルタイムで有効な監視を行うことが現実的に不可能であるばかりか、不良資産の山を築いた経営者に対して事後的に責任を追及するのも容易ではないことは、近年の日本の経験からも明らかであろう。このような情報非対称性のもとで、エージェントの持つインセンティブがプリンシパルの利益と一致しないことから発生するさまざまな問題を「エージェンシー問題」と呼ぶ。そして「コーポレート・ガバナンス（企業統治）」とは、エージェンシー問題を解決して株主（あるいは広く資金提供者）の利益を実現するための法的・経済的メカニズムを指す言葉である。

コーポレート・ガバナンスに関する従来議論は、取締役の「忠実義務」（商法）や「善管注意義務」（民法）といった規定に基づき、株主代表訴訟などを通じて経営陣の不正行為や努力不足にペナルティを課すことに力点を置いてきた。社外取締役の選任や、監査役の権限強化を推進しようとする考え方も、エージェントである経営者を直接監視することを目的とする点では同じである。こうした仕組みももちろん重要であり、一定の効果は期待できるが、そもそもなぜ専門家としてのエージェントが必要であるかを考えれば、経営者の努力水準を適切に評価したり、まして法廷で立証したりするのが難しいことは明らかであろう。株主代表訴訟に必要な資料収集のコストは膨大であり、裁判所は（米国においても）経営判断に介入することを避けるので、原告が勝訴した訴訟の多くは刑事事件に関連したものである（胥鵬（1996））。その責任に比べてわずかな報酬しか受け取らない、米国の社外取締役が実際に果たしている役割についても、さまざまな疑問がある。法律家的発想に基づく仕組みの多くは、経営者や投資家のインセンティブの問題を十分に考えていないので、その有効性は限られたものにならざるを得ない。

コーポレート・ガバナンスが有効に機能するためには、経営者に対する「アメとムチ」の両方が必要だが、実際には上に述べたように、司法制度に頼る「ムチ」の有効性はあまり高くないので、それ以外の「アメ」と「ムチ」を用意しなければならない。著しい逸脱行為に対する牽制だけでなく、より積極的に、資本のリターンを向上させるための強力なインセンティブを経営者に与えるためにはどうすればよいか。最も重要なポイントは、経営者と株主の利害ができるだけ利害が一致するような報酬メカニズムを設計することである。エージェンシー問題はそもそも両者の利害が一致しないことから起きるのだから、株価と連動して経営者の報酬が変動するような仕組みがあれば、問題はかなりの程度解決されるはずである。具体的には、ストック・オプション、強制的持ち株制度などがこれに当たる。



## ストック・オプションと持ち株制度

ストック・オプションとは、役員や従業員に賦与される「コール・オプション」の一種で、あらかじめ決められた価格（行使価格）で株式を購入できる権利である。日本では法制審議会等の頑迷な抵抗に遭って永らく棚ざらしになっていたが、金融ビッグバンの一環として、1997年の商法改正により、ようやく全面的に解禁された。ストック・オプションを保有する者は、企業収益が向上して株価が上昇すれば、権利を行使することによって低い行使価格で株式を購入し、高い市場価格で売却できるので、株価の上昇幅に比例する利益を得ることができる。利益に上限はなく、株価が大幅に上昇すればきわめて大きな額になり得るので、大量のストック・オプションを賦与された経営者や幹部社員にとって、経営効率化の強力なインセンティブとなる。米国では、大企業においてもベンチャー企業においても、以前から広く活用されており、ストック・オプションの導入や増額が企業価値を有意に増大させることが実証研究によって示されている（例えば Mehran（1995））。

ただし、ストック・オプションによっても株主と経営者の利益が完全に一致する訳ではない。経営者はできるだけ有利なオプションを自分に賦与したいが、それは株主が経営者に与えたいインセンティブとは大きく異なるかもしれない。また、コール・オプションのペイオフは株価と完全に比例する訳ではなく、株価下落による損失は限られている。いわば最低保証が付いた利益参加であるために、株価の変動に対して「非対称的」な形になっており、うまくいけば高い報酬を受け取るが、損失が出てもそれを直接負担する必要がない。期待値として見れば、リスクが大きいほどオプションの価値は大きいので、このような仕組みのもとでは経営者が過大なリスクを取る懸念が残る。

米国のいくつかの投資銀行では、このような問題に対処するため、幹部の報酬支払いの一部を留保して自社株購入にあて、これを信託に入れて一定期間（たとえば5年間）引き出せないようにする制度を導入した（四塚（1997））。つまり、譲渡制限付きの自社株を強制的に保有させる訳である。自社株購入のために留保される割合は、年俸が高くなるほど大きくなる。高額報酬を受け取る幹部には、企業価値向上のために行動してほしいという意図が込められている。また、ストックオプションではなく株そのものを保有することで、幹部には会社の負のリスクをも共有してもらいたいという意図もある。個人資産の相当部分が自社株であれば、会社のリスク管理にも真剣になるであろう。意図したインセンティブ効果を確保するため、個人的にプット・オプション等を購入して自社株をヘッジするような行為は禁止されている。また、法律に違反するような不正行為をすれば信託から引き出す権利を完全に失ってしまうため、不祥事に対する強い抑止力も持つ。5年間といった引き出し制限が設けられてい

るのは、長期的視野にもとづく行動を促すためである。

### 資本構成と M&A による規律付け

株式発行や内部留保の蓄積によって、経営者の自由になる資金が増えると、無駄な投資が行なわれるなどのエージェンシー問題が発生しやすくなる。これに対し、負債（社債・銀行借入等）による調達を行なった場合や、利益を配当として支払ってしまった場合は、自由になる資金が少なく、経営困難やデフォルトに陥るリスクもあるため、経営者が無駄な投資を避けて経営効率化を図るインセンティブとなる。もっとも、これが行き過ぎると、本来行われるべきリターンの高い投資までが排除される可能性もあり、むしろ過少投資が問題になるケースもあり得る。

おおまかに言うと、投資機会が豊富で成長性の高い企業であれば、過剰投資よりも過少投資の方が問題であるから、株式による調達を中心にすべきだが、成長性の乏しい成熟企業であれば、負債による調達比率を高くすることによって、無駄な投資を避けて効率的経営を行なうための規律をもたらすようにすべきである。バブル期において、多くの成熟企業がエクイティ・ファイナンスによって大量の資金を調達したことは、このような「最適資本構成」の論理に反するものであったと思われる。一般のメディアでこのような指摘を目にすることはほとんどないが、「財務の健全化」などという空疎なスローガンを排除し、エージェンシー問題の論点を「常識」とするようなカルチャーが定着すれば、企業の行動も変わっていくであろう。

資本構成以外に、経営者に対する「ムチ」としてきわめて有効であり得るメカニズムは、企業の「合併・買収（M&A）」である。とくに、経営者として現経営陣より望ましいアウトサイダーが存在するとき、現経営陣の抵抗を排して敵対的買収が可能である、ということが、経営の規律を維持するためにきわめて重要である。最近では日本においても M&A が増加しているが、そのほとんどすべては友好的 M&A であり、敵対的買収は皆無と言ってよい状態が依然として続いている。上場企業間の広範な株式持ち合いが現経営陣を守る役割を果たしている一方、大株主である機関投資家は、相変わらず株主総会に白紙委任状を出して、敵対的 M&A を支持する見込みはやすい。

M&A が抑制されてきたために、従業員が経営の安定を前提として人的資本形成に励むことができたというメリットはあるだろうが、労働市場が流動化し、特定の企業に依存しない専門的スキルが重視されるようになって、そのようなメリットの意義は低下しつつあると思われる。実際に買収が成立するかどうかは別として、すくなくともその可能性がある、という認識が経営陣に持たれなければ、日本のコーポレート・ガバナンスには M&A という市場による強力な規律のメカニズムが欠けたままであり、その中でいくら法律や制度を表面的にいじっても、その効果は限られるであろう。

う。

## 投資家の役割

日本におけるコーポレート・ガバナンスは、企業の成熟と銀行の役割低下にともなって弱体化し、バブルの時期に致命的な欠陥を露呈した。投資家と経営者の間のエージェンシー問題は日本に限ったことではないが、株主資本コストに関する初歩的な理解さえなかったこと、最も典型的な成功報酬メカニズムであるストック・オプションが認められていなかったこと、負債比率を減らすことが単純に望ましいとされ、適切な資本構成に関する認識が不足していること、広範な株式持ち合いなどのため、M&A 市場が未成熟で敵対的買収がほとんど存在しないこと、などの要因が、日本のコーポレート・ガバナンスの発達を著しく阻害してきた。

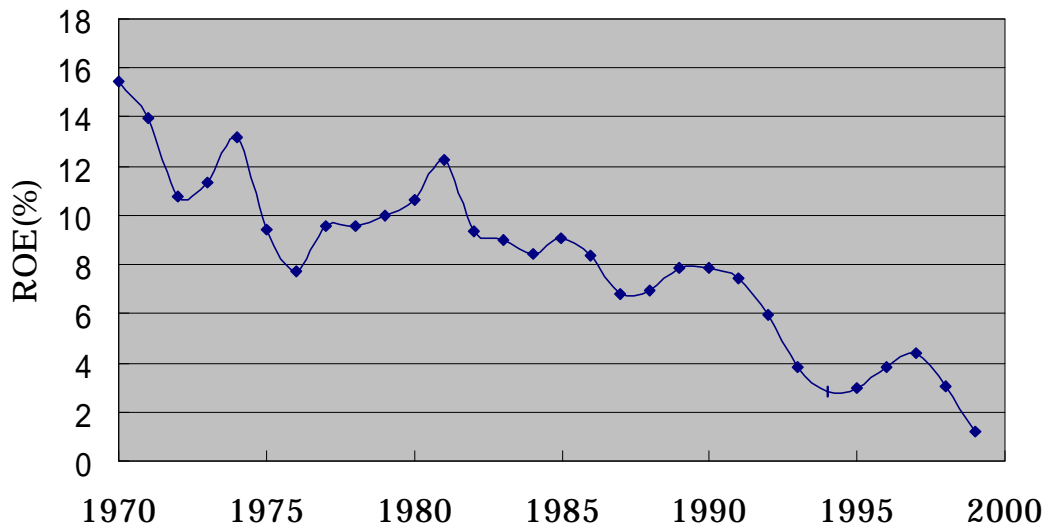
最近ではビッグバンの一環としてストック・オプションが生まれたことなど、ある程度の進展は見られるが、多くの阻害要因は依然として残っており、大幅な改善の見通しは立っていない。コーポレート・ガバナンスの諸問題は、法律や制度のみによって解決できるようなものではなく、結局のところ、投資家の行動によってのみ解決の可能性が生まれる性質のものである。ストック・オプションにしても、これが機能する前提として、まず株価が企業価値を反映していなければならないが、そのためには投資家が企業のファンダメンタルズを理解して、企業価値を正しく評価する努力を払わなければならない。米国では EVA などの企業評価尺度が、株主の観点からみたパフォーマンス尺度と報酬システムの設計を目的として考案されてきたが、このような知的インフラが投資家と企業によって共有されることも必要であろう。

機関投資家の役割はとくに重要である。大量の株式を保有していれば、コストを支払っても必要な情報を収集するインセンティブがあり、また議決権行使や株式売却のインパクトも大きい。CALPERS に代表される米国の大手機関投資家は、1990年代初めに GM や IBM の経営陣交代を迫るなどの直接行動をとり、結果として両社の大幅な業績好転をもたらした（浅野（1999））。日本の機関投資家はこうした監視活動に熱心でないが、彼らの強いイニシアティブがなければ、有効なコーポレート・ガバナンスは存在し得ないであろう。もちろん機関投資家に運用を委託しているのは個人投資家であるから、最終的には彼らにも責任がある。

個人投資家にとってのビッグバンは、あたかも株式売買手数料の自由化や、投資信託のメニュー充実がメインであるかのイメージが振りまかれているようにもみえるが、市場性商品に投資すれば自動的にリターンが得られるものでないことは、バブル崩壊後の経験によっても明らかである。結果的に投資対象のほとんどを占める日本企業がリターンを生まなければ、投資家へのリターンもなく、確定拠出型年金（401K）などの導入にもほとんど意味はない。ビッグバンが日本企業のパフォーマンス

スを向上させるという効果は、究極的には個人投資家がリスクやエージェンシー問題の存在を認識し、高いリターンと透明性を企業や運用機関に対して絶えず要求していくことによってのみ、担保されるものであろう。

図4 - 1 ROE時系列データ (NOMURA400)



## 引用文献

浅野幸弘 (1999) 「ビッグバンとコーポレート・ガバナンス」(吉野直行・浅野幸弘・川北英隆編『日本型金融制度改革』、有斐閣選書)

井手正介・高橋文郎 (2000) 『ビジネスゼミナール 経営財務入門』、日本経済新聞社

胥鵬 (1996) 「経営者インセンティブ」(伊藤秀史編『日本の企業システム』、東京大学出版会)

中沢恵・池田和明 (1998) 『キャッシュフロー経営入門』、日経文庫

仁科一彦 (1995) 『財務破壊』、東洋経済新報社

ツヴィ・ボディ、ロバート・マートン (1999) 『現代ファイナンス論』、ピアソン・エデュケーション

三上芳宏・四塚利樹 (2000) 『ヘッジファンド・テクノロジー』、東洋経済新報社

四塚利樹 (1997) 「実力報酬のメカニズム」(『週刊東洋経済』1997年9月13日号)

Kang, J. K. and A. Shivdasani (1995), "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan", *Journal of Financial Economics*, Vol. 38

Mehran, H. (1995), "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 38