

## 企業と銀行の関係の日独比較

### ——エージェンシー理論による考察——

学習院大学 小山明宏

#### 第1章 エージェンシー理論について

##### 1-1 エージェンシー問題と契約関係

#### 第2章 ドイツにおけるトップ・マネジメント機構のエージェンシー理論による分析

##### 2-1 トップ・マネジメント機構におけるエージェンシー関係について

##### 2-2 企業の法制的構造に関する実証的分析の進展

#### 第3章 日本企業の支配統制機構——銀行とメインバンク・システム

##### 3-1 デット・ファイナンスの意義とその役割

##### 3-2 バンク・ファイナンスとメインバンク・システム

##### 3-3 メインバンク・システムにおける銀行の影響力

##### (1) 企業と銀行の関係の評価

##### (2) 日本の経営の財務的側面について

##### 3-4 バンクファイナンスの再評価

##### (1) 企業の財務環境の変貌と企業の変容の必要性

##### (2) コーポレート・ガバナンスの見地からのバンク・ファイナンスの再評価

#### 第4章 資本市場と金融機関の役割——日独の比較

##### 4-1 金融機関および資本市場の日独差異

##### 4-2 金融機関による影響力

##### (1) ドイツにおける金融機関の影響力について

##### (2) 日本における金融機関の影響力

##### 4-3 コーポレート・ガバナンスにおいて資本市場が果たす役割

##### (1) 資本市場は経営者を規律づけられるか

##### (2) ドイツの資本市場とコーポレート・ガバナンス

##### (3) 日本の資本市場とコーポレート・ガバナンス

##### 4-4 ドイツと日本の類似点及び差異

#### 第1章 エージェンシー理論について

##### 1-1 エージェンシー問題と契約関係

我々の経済生活には常に契約関係がつきものである。会社のオーナー（株主）は経営者を雇い、依頼をして仕事を遂行させるし、自動車メーカーは下請け会社と契約を行い、自動車部品を自らの規格書にしたがい、自らのコントロールの下に生産させる。これら契約関係（エージェンシー関係）に共通なメルクマールは、契約を与える者（プリンシパル）と、彼らのために様々な行動可能性のもとで意思決定を行う代理人あるいは契約を受け入れる者（エージェント）の存在である。エージェンシー理論はこのような契約関係を研究するものである。そこでこの仮定として重要なものを幾つか挙げ、整理すれば、

㉔ エージェントが自らの行動の結果得る成果は、将来の状態の不確実性などのために、それら不確実性から独立ではない。

㉕ プリンシパルはそのような環境状況およびエージェントの行動を完全には観察しえず、しかもそのような不完全な観察にさえもコストがかかる。

㉖ 環境およびエージェントの行動に関する情報についてプリンシパルとエージェントの間には所有量および質に関する不平等（不均質、非対称）

が存在する。

などとなるであろう。すなわちエージェンシー理論の究極の目的は、エージェンシー関係の最適な制度的設計および実行ということになる。そしてその際の具体的な「装置」が、

㊦ エージェントがあげた成果に対応し、しかもプリンシパルの利益とも一致するような、「誘因システム (incentive system)」

㊧ 環境のみに左右される成果でなく、より一層の努力をエージェントにさせようような、プリンシパルによる、エージェントに対する観察およびコントロールを可能にする、「モニタリング・システム (monitoring system)」

の二つである。これら二つのシステムの設計および維持は、仮想的な「理想的状態」への接近を目指すものであると考えることができる。理想的状態では、情報が完全であり、コストのかからない契約締結が考えられているが、言い換えれば前述のこれら二つのシステムは理想的状態と現実との隔たりを減らそうとするものである。

そして、定義上はここでいう「現実と理想的状態との隔たり」が、『エージェンシー・コスト (agency cost)』と呼ばれるものである。前述の二つのシステムの構築に関連して、契約の作成・締結、契約に定める義務の履行、及び契約履行状態の監視などに要するコストが、ストラクチャリング・コスト (structuring cost)、およびボンディング・コスト (bonding cost)、そしてモニタリング・コスト (monitoring cost) と呼ばれるものにあたる。ただし、意思決定に対するこれらの「装置 (拘束や監視)」が完全に機能したとしても、その際の追加的コストが、それらの装置によって回避された富の損失の減少額 (その意味で「利得」) を上回ることさえ考えられる。このため、そのような契約の作成は誰も望まないわけで、たとえば、借り手の側は、貸し手が要求する利率を下げるべく、会計情報の公開や監査の義務、意思決定への拘束 (たとえば配当制限) などの条件を受け入れ

る用意がある。そして、それにもかかわらずそこでの交渉の結果決まる利子率は、競争的均衡による利子率よりは高いものになりうる。つまり現実の契約作成および監視に際しては、仮想された「理想的状態」に対する「富の損失」が常に存在していると思われる。それは、典型的な「機会損失コスト」であり、エージェンシー理論においては「残余損失 (residual loss)」と呼ばれる。

このようなエージェンシー理論の適用の場は、我々の身の回りのいたるところにある。そして、そこで重要なのは、プリンシパル、エージェントの立場は場合によって様々なケースがあり得ること、時には相互的エージェンシー関係 (reciprocal agency relationship) という場合さえありうるということである<sup>1)</sup>。

\* 1995年4月より1995年8月末まで執筆代表者 (小山) はドイツ、バイロイト大学経営学第IV部門で日本的経営論の講義・演習を担当する機会に恵まれ、更に考察を深めるチャンスを与えられた。ここに学習院大学経済学部、及びバイロイト大学経営学第IV部門に心から感謝すると共に、本研究の一層の拡大を図り、研究を進めて行きたい。(1995年6月、バイロイトにて。)

註

1) 詳しくは、小山(1993)、pp.248-252を参照せよ。

## 第2章 ドイツにおけるトップ・マネジメント機構のエージェンシー理論による分析

### 2-1 トップ・マネジメント機構におけるエージェンシー関係について

すでに示唆されている通り、ここでの議論の目標は、株式会社のトップ・マネジメント機構における、経営者に対する有効なインセンティブ・システムとモニタリング・システムの解明にある。周知の通りドイツの株式会社には株主総会、監査役会、取締役会という3つの重要な機関がある。それぞれが持つ機能に関してはここで改めて述べ

るまでもないが、まずそれらの相互関係をエージェンシー理論のフレームワークで定式化することが、言うまでもなくこの研究の第1ステップとなる。ペテルセン (1989) はその基本的定式化を試みている<sup>1)</sup>。

まず、株主総会は当然プリンシパル (P) にあたる。それは事業の遂行や利益額などには直接の影響力を待たず、企業の生産関数内には行動パラメータを持たない。一方、取締役会はエージェント (A) で、株主総会の依頼を受けて事業を遂行している。次に監査役会は、これらプリンシパルとエージェントの中間に位置し、仲介役を果たすと考える。中間的立場あるいは仲介役ということで、M (Mittler) と記す。M は P の依頼で A を監視し、決算報告  $b$  と事業報告を P に提出する。監査役会も事業遂行に対しほとんど影響力を持たず、生産関数内には行動パラメータは持たない。事業遂行の責任は取締役会のみが負い、活動水準  $a_0$  の選択を行う。このとき取締役会の決定による事業活動の成果を  $X(a_0, \theta)$  と記す。 $(\theta$  は自然の状態である。) 監査役会は、四半期ごとに取締役会から事業の状態に関する報告を受け、それは  $i(a_0, \theta)$  というシグナルであるとされる。そして、取締役会の活動が明らかにされうる可能性は、あたかもこの  $i$  から発生するごとく、ここで出される報告たる  $B(i) = \{b | b \geq i\}$  の多寡によって左右される。そしてこの報告  $B(i)$  の情報量に関して、取締役会と監査役会に結託 (Koalition) があるかないかによる分類が可能となり、それに応じて、適切なインセンティブ・システムの形が変わってくる、と考えることができる。株主総会としては、場合によっては監査役会の報告書のみを盲信してはエージェンシー・コストが飛躍的に増大するため、インセンティブ・システムを操作する必要が生じるのである。

現実の取締役会と監査役会の関係は、往々にして後者が前者の言いなりになることが多いとされており、それが結託ではないにしてもここでのモ

デルにおける接近方法が今後の展開次第で問題解決に資する可能性を持つことが理解される<sup>2)</sup>。

また、若干見方を変えたアプローチもある<sup>3)</sup>。シュミッツ (1988) においては、株主自身が経営者に対するコントロールを試みるというシナリオのもとに、経営者に対するインセンティブ・システムが論じられている。そこではさらに、企業の成長性、収益性、規模などとの関連から、経営者に対するコントロール・コストを始めとする企業内外のエージェンシー・コストを考察し、若干の試論的計測も試みられている。シュミッツの議論においては監査役会の存在は明示的に考えられてはいないが、いずれ経営者をコントロールし、株主 (そして従業員) の利益を保護するために専門機関を念頭に置いた議論にならざるを得ないと思われる。

## 2-2 企業の法制的構造に関する実証的分析の進展

企業論の分野では「経営参加モデル」に分類される、ドイツ企業のトップ・マネジメント機構は、すでにアメリカやイギリスのそれとしばしば比較されて来ているが<sup>4)</sup>、近年では特に監査役会の実効性や影響力に関する実証的な分析が少なからず出現しつつあり、注目する必要があると思われる。それらの中で、シュタインマン他 (1988)、プライヒャー他 (1989) は、ヴィッテ (1981a, b) とならんでドイツ企業のトップ・マネジメント機構の実証的研究として重要なものである。このうちシュタインマン他 (1988) においては、次の4点を特に解明することが試みられている<sup>5)</sup>。

- ① 監査役会および共同決定の代表的な状況モデルのデザイン
- ② 典型とされうる発見から出発し共同決定のフォーマルな潜在的影響力の解明
- ③ 現実に典型的である企業体制構造の機能的効率性の評価
- ④ ここでの発見の全体的評価に基づく企業体制の (再) 構築に関する若干の提案

特に③においては、企業内の様々な利害を念頭においたうえでの、生産的な利害対立解消のための条件・取り決めが企業内にどのように存在するか、およびそこでのその構造が大企業におけるマネジメント組織（株式会社と有限会社）の機能的制約に対応して形成されているか、それはさらにどの程度そこでの管理者の職務の複雑性から派生するものか、などが探求されている。シュタインマンらは1979年5月31日時点でのドイツにおける1976年共同決定法の適用を受ける281の株式会社、174の有限会社、モンタン共同決定法の適用を受ける29の株式会社について、定款、所有者構成、コンツェルンとの関係、監査役会の構成、労働組合の関係などを調査し、様々な考察を試みているが、その中でエージェンシー理論の見地から目を引くのは、経営者に対するモニタリング・システムとしての監査役会の「配役」についての考察である。そこでは事業の複雑化による専門的知識の必要性、その点で取締役会に対抗しうするため、そしてモニタリング機能の効率化のために、⑦計画委員会（Planungsausschuß）および⑧監査委員会（Prüfungsausschuß）の二つを実権を与えつつ設立することを提言している。前者は戦略的計画策定と戦略的コントロールに携わり、後者は流動性・収益性などの短期的な活動成果の事後的監視に責任を持つものとされる。この点に関してこの調査では、労働者代表メンバーの役割が過小になっている傾向があるとし、次の2つの法的規定の必要性を説いている：

- ④ 各委員会に少なくとも1名の労働者代表並びに株主代表が入っていること
- ⑤ 労使対等（同数）でない、意思決定権限のある委員会において、少数勢力の代表者がその全体委員会（Gesamtgremium）に意思決定の差し戻しを指示する権利を持つこと

これらの事前措置により利益の効率的な分配への要求が監査役会の職務と調和しつつ達成されうるとしている。株主・従業員による経営者へのモ

ニタリングに関しては具体的な成功事例は必ずしも多いとは言えないが、企業システムの考察にあたりシュタインマンらの研究は示唆に富むものと言えよう。

一方、ブライヒャー他（1989）においては、アメリカ、スイス、ドイツのトップ・マネジメント機構の相互比較が行われ、企業のモニタリング機構の効率・有効性に関する示唆を与えてくれる。この研究の目的は、ドイツの株式会社における「監視の隙間（不備）（die Überwachungslücke）」の克服のための解決の糸口を探ることであろうと思われるが、まずそこでは1982年から1986年半ばまでについて、前記3カ国の株式会社の監視および管理機構の法的制約・形成の実態を調査している。アングロサクソン系の地域での会社法およびスイスの債務法（Obligationenrecht）では、株主の利益を経営者の監視及び事業の遂行という両方の見地から守る単一の機関（Board of Directors及びder Verwaltungsrat）が作られている一方で、ドイツのモデルではそれらの機能は二つの機関によって担われている。この意味で前者は単一階層モデル（das einstufige Modell）、後者は二層構造モデル（das doppelstufige Modell）と呼ばれている<sup>6)</sup>。

ドイツ企業の監査役会は、原理的には外部モニタリング機関で、この意味で分離モデル（das Trennungsmodell）であり、取締役会との間には直接の人的つながりはない。このため個々の監査役会メンバー間における非公式かつ各役割特有の利益の差別化（多様性）により、監査役会と取締役会の間での権力の均衡に関する変化は起こりにくくなっている。ブライヒャーらの調査では、このために監査役会の影響力は損なわれていると考えている回答者も少なくなく、このような分離モデルの限界をも考慮する必要があることを示唆している。一方の単一階層モデルでは、ブライヒャーらの考えでは監査メンバーの構成（外部者）のおかげで企業経営自体による「監視作業の分離」が

自ずから生じているとされる。

こうしてプライチャーらはむしろ制度の変更よりも定性的な構造・前提の向上を問題解決への重要な出発点と見なしている。そこでの提言は以下の通りである：

- ① 監査役会の構成を改めること
  - ② 監査役会の職務の強化
  - ③ 監査役への注意義務・責任義務の要求を強めること
  - ④ 外部監査人による徹底的な経営（業務）監査
- これらの措置は、前述のシュタインマン他の議論と共通のものがあ、興味深い。それらはエージェンシー・コストの削減という見地からは、現在生じているプリンシパルとエージェントの間の権力の不均衡（das Ungleichgewicht der Macht）の是正への貢献と考えられるが、共同決定制度のコストそのものがエージェンシー・コストにあたりと考えるのが妥当であり、更に詳細な検討が可能であろう。小山（1990）でも若干考察したように、ドイツ企業の意味決定モデルはわが国企業の実態の批判的検討には非常に有用であり<sup>7)</sup>、ドイツにおいて成されつつあるこれらの実証的な諸研究は、今後ますます重要性を増すとともにエージェンシー理論の考え方を陽表的に導入することによって、より示唆に富んだインプリケーションが得られることが期待される<sup>8)</sup>。

註

- 1) 以下の議論は、Petersen, T. (1989) に多くを負っている。ペテルセンはアルバハ門下の若手研究者であり、エルシェン (Rainer Elschen), エヴァルト (Ralph Ewert) そして後述のシュミッツ (Rudolf Schmitz) らと共にドイツにおけるエージェンシー理論研究の積極的な推進者の一人に数えられる。
- 2) Witte (1981a, b) は、取締役会に対する監査役会の影響度に関して行われたアンケートをまとめた非常に興味深い研究である。なおヴィッテによるこれらの研究の前段階の調査に関しては二神

(1981) に詳しい検討がある。

- 3) Schmitz, R. (1988), S. 105ff.
- 4) 青木 (1986), S. 253ff.
- 5) Steinmann, H., Fees, W. & Gerum, E. (1988), S. 17ff. 及び同書による。
- 6) Bleicher, K., Leberl, D. & Paul, H. (1989), S. 44ff. 及び同表による。
- 7) この方向での研究で、現在日独企業の比較分析が日独共同で進行中である。この点に関しては、小山・ドレス (1992, 1993) を参照のこと。
- 8) 日本企業にせよドイツ企業にせよエージェンシー・コスト削減には、企業内にそのための何らかの制度（装置）を設ける必要があるが、その性格は現代においてはプリンシパル、エージェント双方の価値体系の影響を強く受けるであろう。この点に関しては、Koyama (1991), Hillmann (1989) を参照のこと。

#### 【参考文献】

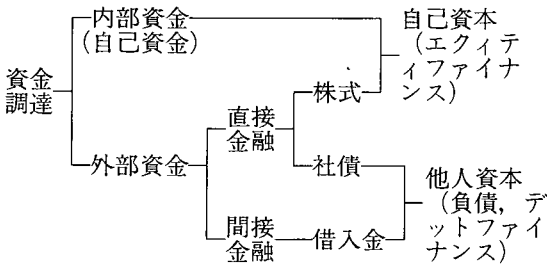
- 青木昌彦，現代の企業，岩波書店 1986。
- Bleicher, K., Unternehmungsverfassung und Spitzenorganisation, in: *Zeitschrift Führung und Organisation* 53.Jg. 1984 Heft 1 S. 21-29.
- Bleicher, K., Leberl, D. & Paul, H., Unternehmungsverfassung und Spitzenorganisation, GABLER Wiesbaden 1989.
- 二神恭一，経営的共同決定論の最近の動向，市原季一先生追悼記念事業会編，ドイツ経営学研究 森山書店 1981 所収。
- Gerum, E., Steinmann, H & Fees, G., Der mitbestimmte Aufsichtsrat, C.E.Poeschel Verlag Stuttgart 1988.
- Hillmann, K.H., Wertwandel, Wissenschaftliche Buchgesellschaft Darmstadt 1989.
- 生駒道弘，経営者支配対所有者支配，和歌山大学経済論集 213号 1986a S. 1-26.
- 生駒道弘，西ドイツ大企業における所有と支配——支配状況分類の若干問題——，証券経済学会年報第

- 21号 1986b S. 231-241.
- 生駒道弘, 西ドイツにおける所有と経営の分離論——シュタインマン教授らの問題提起——, 海道進・大橋昭一編, ドイツ経営学の展開 1986c 所収.
- 神田秀樹, [紹介] Saul Levmore, Monitors and Freeriders in Commercial and Corporate Settings, 学習院大学法学部研究年報 19 1984 S. 533-570.
- 小山明宏, 企業の資本構成決定メカニズムの研究における新しい視点, 証券経済学会年報第19号 1984 S. 63-72.
- 小山明宏, 企業におけるエージェンシー問題再考 (I), 学習院大学経済論集第27巻第2号, 1990 S. 1-19.
- Koyama, A., Eigenarten des japanischen Managements, in: **Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung** 43. Jg. 1991 Heft 3 S. 275-284.
- 小山明宏, ハラルド・ドレス, 日独企業の比較分析のために(1), (2), 学習院大学経済論集第29号第2号 1992 S. 113-126. 及び第30巻第2号 1993.
- Petersen, P., Optimale Anreizsysteme, GABLER Wiesbaden 1988.
- Picot, A. & Michaelis, E., Verteilung von Verfügungsrechten in Großunternehmungen und Unternehmungsverfassung, in: **Zeitschrift für Betriebswirtschaft** 54. Jg. 1984 Heft 3 S. 252-272.
- Schmitz, R., Kapitaleigentum, Unternehmensführung und interne Organisation, GABLER Wiesbaden 1988.
- Schreyögg, G. & Steinmann, H., Zur Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt——Eine empirische Analyse der Beteiligungsverhältnisse in deutschen Großunternehmen, in: **Zeitschrift für Betriebswirtschaft** 51. Jg. 1981 Heft 6 S. 533-558.
- Steinmann, H., Schreyögg, G. & Dütthorn, C., Managerkontrolle in deutschen Großunternehmen——1972 und 1979 im Vergleich, in: **Zeitschrift für Betriebswirtschaft** 53. Jg. 1983 Heft 1 S. 4-25.
- Steinmann, H. & Schreyögg, G., Zur Bedeutung des Arguments der Trennung von Eigentum und Verfügungsgewalt——Eine Erwiderung, in: **Zeitschrift für Betriebswirtschaft** 54. Jg. 1984 Heft 3 S. 273-283.
- Steinmann, H., Fees, W. & Gerum, E., Managerkontrolle und Mitbestimmung, in: **Zeitschrift für Betriebswirtschaft** 55. Jg. 1985 Heft 10 S. 992-1011.
- 鈴木英壽編著, 経営学総論(第2版) 成文堂 1989.
- 鈴木英壽, ドイツ経営学の方法 森山書店 1993.
- 田沢五郎, ドイツ経済法制辞典 郁文堂 1990.
- Thonet, P.J. & Poensgen, O.H., Managerial Control and Economic Performance in West Germany, in: **The Journal of Industrial Economics** 1979 S. 23-37.
- Witte, E., Das Einflußpotential der Arbeitnehmer als Grundlage der Mitbestimmung, Eine empirische Untersuchung, in: **Die Betriebswirtschaft** 40. Jg. 1980a Heft 1 S. 3-26.
- Witte, E., Der Einfluß der Arbeitnehmer auf die Unternehmenspolitik, Eine empirische Untersuchung, in: **Die Betriebswirtschaft** 40. Jg. 1980b Heft 4 S. 541-559.
- Witte, E., Die Unabhängigkeit des Vorstandes im Einflußsystem der Unternehmung, in: **Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung** 33. Jg. 1981a Heft 4 S. 273-296.
- Witte, E., Der Einfluß der Anteilseigner auf die Unternehmenspolitik, in: **Zeitschrift für Betriebswirtschaft** 51. Jg. 1981b Heft 8 S. 733-779.

第3章 日本企業の支配統制機構——銀行とメインバンク・システム

3-1 デット・ファイナンスの意義とその役割

現代企業の財務的意思決定において、投資に必要な資金をまかなうための手段には、前述の通り、エクイティ・ファイナンスと並んで負債調達（デット・ファイナンス）がある。すなわち、企業（株式会社）の資金調達方法は次のように分類される。



これらは、現代における典型的な企業形態である株式会社の代表的な資金調達方法である。この中で、本章での検討の対象となるのは、『他人資本』と呼ばれるもの、特に銀行借入による資金調達である。社債は株式会社のみならず許される資金調達方法で、確定利付証券（社債券）を発行し、資本市場を経由して多数の投資家から大量の資金を調達することができる。その利子は会社の業績に関係なく確定した金額である。社債には発行する企業により、金融機関が発行する金融債、製造業企業が発行する事業債などがあるが、株式とは違って返済の必要があるため、返済能力があるとみなされる企業のみが社債発行を許されることになっている。なお、転換社債という制度もあり、これにより社債発行資格がない企業でも社債と同じような資金調達ができるようになっている。転換社債は発行後一定の期間を過ぎれば持ち主は自由意思で株式に転換する権利がついている社債で、通常の社債よりも低い利率、長い償還期間という、企業にとっては有利な資金調達方法である。投資家

にとっても元本の安全性・確定利付という社債のメリットと潜在的な株式取得可能性というメリットを併せ持った独特のものである。株式、社債、転換社債はみな企業の側からの資金需要と投資家の側からの資金供給が資本市場を通じて直接出会い、資金が投資家から企業へ直接渡るので直接金融（direct financing）とよばれる。これに対し、投資家が銀行などの金融機関に資金を預け、まわりまわってそれを企業が借入金という形で取得するという資金調達方法もある。これを間接金融（indirect financing）という。ここで資金の供給を行う銀行には都市銀行から地方銀行、信託銀行等々多種類あるが、それぞれが貸出対象企業の規模、資金の用途などに応じてマーケットセグメンテーションが行われている。借入金の場合は当然返済の義務があり、また社債などと比べて金額は少なく、返済期間も短いものが多い。ただ、企業にとっては資金が必要なときにすぐに調達できるなどの、社債とは異なったメリットがある。社債と借入金は資本調達方法としては「他人資本調達」に属する。

企業が資金調達を行う結果、その使用資本には株式などをはじめとする自己資本以外に社債・借入金という他人資本が現れる。返済の義務のない自己資本だけで活動していれば企業にとっては心配はないが、それだけでは資金が十分には集まらないし、自己資本の中でもたとえば株式を考えると配当の負担があり、社債利子がそれよりも安ければ企業としてはそれを積極的に利用するインセンティブもできる。ただし他人資本を利用するときには財務リスクが増大することに留意する必要がある。

財務リスクとは、企業が他人資本（負債）を利用することによって、株主にとっての利益率の変動が大きくなること、あるいは借り入れによって生じる自己資本利益率の不確定性に伴うリスクであるといえる。今、次のように記号を定めよう。

E：自己資本 L：他人資本 A：総資本  $\pi$ ：

税引前利益  $\rho$  : 自己資本利益率( $\pi/E$ )  $r$  : 総資本利益率  $i$  : 利子率

このとき、定義式より次の関係式が導出される。

$$\pi = rA - iL = r(E+L) - iL = rE + (r-i)L$$

これを  $E$  でわると  $\rho$  を表す次の式が得られる。

$$\rho = r + (r-i)\lambda$$

ただし  $\lambda = L/E$  (レバレッジ比率あるいはこ比率) である。この式は、財務レバレッジ (財務的てこ作用, 他人資本のてこ作用) を意味する重要な式である。財務レバレッジとは、資本構成に他人資本が含まれる程度によって、自己資本利益率 ( $\rho$ ) が総資本利益率 ( $r$ ) よりも高く押し上げられたり押し下げられたりする現象をいい、しかもその他人資本の導入の程度が大きければ大きいほど (つまり  $\lambda$  が大きければ大きいほど)、総資本利益率が変動するのに伴う自己資本利益率の変動は増幅される。総資本利益率 ( $r$ ) が負債利子率 ( $i$ ) より高ければ、自己資本利益率 ( $\rho$ ) は総資本利益率より高くなり、しかもレバレッジ比率 ( $\lambda$ ) が高ければ高いほど、自己資本利益率は高く押し上げられる。一方もし総資本利益率 ( $r$ ) が負債利子率 ( $i$ ) より低ければ、自己資本利益率は総資本利益率より低くなり、しかもレバレッジ比率が高ければ高いほど、自己資本利益率は低く押し下げられるのである。このような他人資本のレバレッジ効果は、次の数値例により要約される。 ( $i = 0.1$ )

|         | A 社 | B 社 | C 社  |
|---------|-----|-----|------|
| 総資本     | 100 | 100 | 100  |
| 自己資本    | 50  | 20  | 80   |
| 負債      | 50  | 80  | 20   |
| レバレッジ比率 | 1   | 4   | 0.25 |

$r = 0.2$  の時

|         | A 社 | B 社   | C 社    |
|---------|-----|-------|--------|
| 総資本利益率  | 0.2 | 0.2   | 0.2    |
| 負債利子率   | 0.1 | 0.1   | 0.1    |
| レバレッジ比率 | 1.0 | 4.0   | 0.25   |
| 自己資本利益率 | 0.3 | < 0.6 | > 0.23 |

$r = 0.05$  の時

|         | A 社  | B 社        | C 社  |
|---------|------|------------|------|
| 総資本利益率  | 0.05 | 0.05       | 0.05 |
| 負債利子率   | 0.1  | 0.1        | 0.1  |
| レバレッジ比率 | 1.0  | 4.0        | 0.25 |
| 自己資本利益率 | 0.0  | > ▲ 0.15 < | 0.04 |

すなわち他人資本の導入は、支払利息が損金算入されるため法人税がその分節約されて有利になる面もあるが、経済状況によっては両刃の剣となるのである。

このように考えると、もっとも望ましい自己資本と他人資本の組み合わせ比率はどのようなものになるだろうか。それは株主にとって企業価値がもっとも大きくなる、あるいは各種の資本の利用によって発生するコスト (資本コスト) の合計が最小になるような資本構成ということになる。すなわち他人資本の導入により前述の通り法人税が節約されるという有利な面もあるが、

- ① 潜在的な倒産可能性が増大し、それに伴い増大する期待倒産コスト、
  - ② 社債権者の発言権が強化され、それに伴い増大する、経営者に対するモニタリング・動機づけコスト (負債のエージェンシー・コスト)、
- を考慮しなくてはならなくなり、一方自己資本の利用に伴う経営者に対する株主によるモニタリング・動機づけに要するコスト (自己資本のエージェンシー・コスト) とのかねあいから、資本構成の変化にしたがって増減する、エージェンシー・コストを初めとする諸資本コストの総和を最小化するような資本構成が最適資本構成だというのが現代における一般的な見解となっている。

### 3-2 バンク・ファイナンスとメインバンク・システム

わが国の企業の資金調達においてデット・ファイナンスの、特にバンク・ファイナンスが演じてきた役割の重要な意義を忘れることはできない。



それは、いわゆるメインバンク・システムという形で今日に至っている。

メインバンクについての経済学的に完璧な定義は、定着したものは存在しないが、通常挙げられる平均的なものを示せば、以下ようになる。すなわち、ある企業にとって「メインバンク」とは、

- ㉞ 融資残高が最大である。
- ㉟ 大株主である。
- ㊱ しばしば役員を派遣してきている。
- ㊲ 資金的な関係以外にも総合的取引関係、たとえば預金口座の開設、経済情報の提供などの結びつきを持っている。
- ㊳ 経営危機の場合には緊急融資・事業活動のテコ入れなどの救済活動にあたり、また事後処理にあたる。

という役割を果たしている銀行である。このメインバンク・システム自体は、すでにわが国にそのような状況が見られるようになってから久しく、わが国の高度経済成長を支えてきた陰の功労者として、広く知られているものであり、また、そこでの銀行行動は、現時点では経済学的にも完全に意味のある合理的な行動であることはあまねく認められているところである。ただし、注意深く観察すると、このようなメインバンクとしての役割を果たすには、銀行として、相応の能力を要することがわかる。それは、以下のような事情による。

- ㉜ メインバンクとしての役割を果たすに値する企業かどうかの審査にはコストがかかり、それに耐えるには強い、規模の経済、範囲の経済、学習効果がものをいうこと
- ㉝ 経営危機の場合には、時として自らの債権を部分的にでも放棄せねばならない可能性があり、そのようなりスク負担に耐えるためには、より大がかりなりスク分散を常に行う必要があるため、それが可能であるほどの多様な資産をもたなくてはならないこと
- ㉞ 企業の危機処理に対応しうるような人材を常にストックとして持っていないとてはならないこと

すなわち、メインバンクとしての役割を果たしていることは、すでにそれ自体がひとつの status symbol であり、また企業の側から見れば、メインバンクを持てるのが status symbol であるということができる。更に、そのようなメインバンク・システムの存在は、企業とメインバンクとの間の『法律の経済学的分析』というアプローチによって解明されうる。すなわち、このような、『法律の経済学的分析』との関連では、企業とメインバンクとの関係は、『継続的取引の理論』あるいは更に、『評判の経済学』の助けを借りて考察することができる<sup>2)</sup>。そこでは、企業はたとえば自らの万一の経営危機に備え、メインバンクに保険者としての役割を期待し、メインバンク関係へ入ることを許容すると考えることができる。

メインバンクと企業の間へのアプローチの出発点として、メインバンクが一回限りの取引ではなく継続的に企業と接し、サービスを提供し続けていくために、銀行としての評判に関する信頼性を獲得しようとしていると考えることができる。すなわち、銀行がある企業とメインバンク関係に入っても、それが信頼しうるものかどうかは、まずはある程度の期間それが続かないとわからない。銀行にとっては、メインバンク関係に入ってもいざとなれば当該企業の救済から手をひいた方がその時点での直接コストは低くて済む。であるから、当該銀行が一度だけメインバンク関係に入り、しばらく過ごしてあとはすぐに手をひいてしまうことにしてしまえばその場かぎりでは有利だし、一方、企業はもしそのことがわかっているのであれば、そのような関係には入らず、それは当該銀行にとって他の銀行との競争関係に悪影響を与えるであろう。しかし、メインバンクの方ではほかのいろいろな企業とも、しかも継続的に取引を行うつもりであって、さらに、当該銀行の行動についての情報が他の銀行一般に知れ渡るのであれば、企業は当該銀行とメインバンク関係に入るかもしれない。そしてこの銀行が正当に役目

を果たすという評判を築くことができれば、他の企業も、その評判をもとに妥当な条件でその銀行とメインバンク関係に入ることができる。当該銀行が当初予定されたメインバンクとしての役割を果たさないで手をひいたりしたら、その情報はほかの企業・銀行に伝わってしまい、当該銀行の活動に関する評判が消滅して、その後は通常の活動を行うことが難しくなるのである。ここでの「評判」によって、当該銀行の品質についての約束を、他の企業・銀行に信用させることができるのであり、それは一種の「無形資産」とみなすことができる。しかし、このようなケースでは、それだけでは法制度によって品質に関する約束を強制しなくても銀行が必ず約束した品質のサービスを提供することを意味するものではない。「評判の経済学」によって、当該銀行が通常のサービスを供給し続けるという可能性がある、ということである。つまり、競争的市場においては前記の、正当に役目を果たさない銀行が淘汰される可能性がある、ということまでである。むしろ企業にとってのエージェンシー・コストは、メインバンクがその評判に反する行動をとったとき問題となると考えられる。すなわち、銀行が企業に与えるサービスという財を基準にして、企業をプリンシパル、メインバンクをエージェントと考えた場合に、マーケットメカニズムを介したインセンティブ・システムおよびモニタリング・システムの存在を想定することはできるが、それだけでは別段、法的に明文化された強制的な規定が存在するわけではないため、何らかのそのほかの手段が必要となる。すなわち、企業（プリンシパル）が、サービスを供給してくれるメインバンク（エージェント）と取引を行う場合、エージェントが誠実にそこでの契約（サービスの品質の保証、それは暗黙のものであるかもしれない）を守ってくれることに自信を持てるのであれば、その契約に従ってとらに事業活動を営むことができる。ところが、エージェントが契約の誠実な実行を怠ったとき、

それを法制度を使って強制しなくても、前述の評判の経済学、継続的取引だけに頼って事業活動を営み続けられるわけではない。それは、そのような高い評判を保ち、無期限に同一の相手と取引をし続ける銀行の数が限られていることと、何よりもまず、かりにその不誠実な行動が万一とられた場合でも、それによってプリンシパルの側に発生するコストを誰が負担するかが、これだけでは決まらないからである。わが国の場合、企業グループの存在による、銀行・グループ企業双方への「誠実性の原則」への無言の強制力が、この問題の答えを与えてくれる。すなわち、わが国の企業グループはこのようなメインバンクと企業との関係に対する「レフェリー」の役割を果たし、モニタリング、インセンティブの供与、そしてサンクションを与えることとなっており、メインバンク・システムを完結させている<sup>3)</sup>。

### 3-3 メインバンク・システムにおける銀行の影響力

#### (1) 企業と銀行の関係の評価

このように銀行は、単純な資金調達源にとどまらず、企業にとっては事業活動を遂行して行く上でも有用な存在たりうることは、今一度注目する価値があろう。メインバンク・システムの発生と存続についても、その経済学的な意味づけに関しては、過去次のような主張が繰り広げられてきており、それぞれその妥当性についても賛同が得られていると言えよう。

#### ⑦ リスク・シェアリング効果にまつわるもの

企業とメインバンクとしての銀行との長期的取引によりモニタリング・コストを節約し、貸出金利の安定化を通じて金利の変動によるリスクを分散シェアしようとしている、とする説である<sup>4)</sup>。それによれば企業（系列内企業などの親密な関係にある企業、以下同様）と銀行（メインバンク、以下同様）は明示的な契約はとりたてて締結はしないものの、暗黙のうちに互いのリスクの分担を行

うとされる。すなわち、市場金利が上昇する金融逼迫期にはメインバンクは借入企業に対しては貸出金利をあまり上昇させないかわりに、市場金利が低下する金融緩和期には、企業は市場金利の低下とは無関係に、より高い金利をメインバンクに払ってでも借入を行う。これは、メインバンク以外の銀行から市場金利で借入を行えば安いコストで資金調達できるにもかかわらず、企業がメインバンクに「恩返し」という意味を持つ。言い換えれば、この暗黙の契約によって、企業にとっては借入金利の変動に伴う損失発生リスクを銀行に分担してもらうことができるし、銀行にとっては市中金利低下の際の損失発生リスクを企業に分担してもらう、ということになる。実際、中谷(1987)によると、1972年から1982年の期間に関して、メインバンクを中心とした系列企業の支払金利の時間的な変動の程度は、メインバンクを持たない諸企業の金利の変動よりも小さいという計測結果が得られている<sup>5)</sup>。これは、メインバンクと借入企業との間に長期的な安定的取引関係が続けられていることの証左と言えよう。

#### ④ メイン・バンクの存在の根拠をエージェンシー・コスト削減効果に求めるもの

前述の説と似て、長期的な相互取引によりエージェンシー・コストが削減されるため、このエージェンシー関係が長く続いているとする説である。提供資金という財を基準にして、銀行をプリンシパル、企業をエージェントと考えたとき、現実の市場においては情報の分布が不完全(非対称)なことから、それによる追加的なコストの発生を押さえる役割を果たす主体の必要性からメインバンクが有効に機能したということである<sup>6)</sup>。ここでいう情報の非対称性とは、③経営者と株主との間、⑥企業の内部者(経営者・既存の株主)と外部者(貸し手・潜在的株主)との間、という2種類のケースが考えられる。前者に関しては、経営者は自らが企業経営に携わることから企業の現状や将来の見通しに関しては自ずから株主よりも正

確かつ大量の情報を所有することになるため、所有する情報に関して両者間で非対称が生じることになる。また後者に関しては、たとえば企業が借入を行う時、外部者は内部者に比べて十分な情報を持たないため、貸出にあたってその投資案のリスクを大きめに見積もる可能性がある。これによって、貸し手(外部者)は実際のリスクがさほどでもないような投資案を持つ企業に対しても厳しい条件を課したり高い利子率を要求することになり、企業の借入コストが高まってしまう。また、株式発行による資金調達でも既存株主と潜在的株主との間には情報の伝達の不完全性によって利害の対立が起こる可能性がある。このような、投資のための資金調達に際してプリンシパルとエージェントの間で情報伝達の不完全性によって生じるエージェンシー・コストは、メインバンクが株主であると同時に有力な債権者である場合には、その密接な長期的取引関係によって当該企業の詳細な情報が知られているため、企業は資金の借入を妥当な条件で行うことが可能となり、負債のエージェンシー・コストが削減され、また、次に述べる情報生産機能とも相俟って株主に対するエージェンシー・コストも削減されうる、ということである。

#### ⑤ 金融機関の『委託されたモニタリング』機能に注目するもの

株式所有の分散化のため、株主は単独ではエージェントに関する情報を充分には得られないが、金融機関、特にメインバンクが当該企業に対して行うモニタリングが、重要な情報を作り出す(発生させる)効果があり、それはいわば株主ほかの外部資金提供者から、あたかも『委託された』機能の効果を持つ、という説である。すなわち銀行は株主であると同時に与信者でもあるため、他の多くの株主とは違ってフリーライドが許されない。このため、銀行は、他の株主に比べて、経営陣に対してモニタリングおよびコントロールを行うおうとする、より強いインセンティブを持つ。す

なわち、銀行特にメインバンクは、規模の経済性や特化された専門的知識を利用することができることから、企業の支払い能力や経営実態を事前的に識別したり、事後的な債権管理を行うことが可能だ、という見解である。たとえば、銀行が融資対象企業の経営内容を詳細に知っているならば、当該企業が一時的に経営不振に陥っても、銀行としては企業の長期的な収益性には問題がないと評価すれば、利率の低減化あるいは減免、支払いの繰り延べ、他の貸出先に比べて有利な条件での新規融資などの措置によって事態の悪化を防ぐことができるであろう。ただし、ここでもうひとつ重要なのは、そのような銀行の『委託されたモニタリング』が他の利害関係者から広く認められること、すなわち銀行が企業を正確にかつ適切にモニターすることが信用されることである。このような、銀行が適切なモニタリングを行うことを保証するひとつの手段が、銀行としての名声の維持 (reputation) であるが、前述の通り一般にメインバンクはそれらの条件を備えており、このような機能を果たすことによって企業に対する様々な利害関係者の利益を保護・監視し、とりまとめる役割を果たしていると解釈することが可能である。

この点に関して海外でしばしば提起される疑問として、わが国の銀行がグループの企業全体に対する最終的なモニタリング機能を遂行するとしても、その銀行自体をモニタリングするのはいったい誰かという問題がしばしば挙げられる。それを側面から支えるのが、前述の reputation や quarantine であり、さらに、それらを取りまく企業グループということになっている。

## (2) 日本的経営の財務的側面について

日本的経営の財務的側面を特徴づける主要な要因として次の4つを挙げることができる。

- ① グループ内資金調達
- ② 株式の相互持合
- ③ 銀行による株式保有（及び歩積両建）
- ④ 硬直的な配当政策

このうちここでの議論に関連しているのは、①グループ内資金調達、②株式の相互持合、および③銀行による株式保有（及び歩積両建）である。これから派生して、メインバンク・システムとの関連による、日本的経営とエージェンシー・コストの削減の関係に関するいくつかの命題を設定することができる<sup>7)</sup>。

わが国の企業における株主・債権者と経営者との間のエージェンシー関係を考える場合、現時点で注意すべきことは、この場合、まず「株主」は少なくとも3つのカテゴリーに、そして「経営者」は少なくとも2つのカテゴリーに分けられるということである。まず、「株主」は、①銀行、②企業グループ内企業、そして③一般株主、の3つに分けた場合、それは、どちらかといえば「銀行及びグループ内企業」と「一般株主」という2つのくり方が、できるであろう。なお、これは、「法人株主」と「個人株主」という分類にも、ほぼ一致している。

この前者が①グループ内資金調達、②株式の相互持合、という2つの「日本的経営の財務的側面」の結果として発生しているものであるが、それは、当該企業の日常の経営活動においては、格別に関連する有意な影響力を行使しているものではないことは、周知の事実である。しかし、当該企業にとっては、これらの法人株主は、テイク・オーヴァーへの備え、あるいはグループを通じた情報収集のための重要なパートナーであるから、彼らの不利益になるような活動は常に慎んでおり、この意味で法人株主の側には、当該企業及びその経営者の選好に関する情報は十分に存在していると考えられる。すなわち、いわゆる社長会を始めとするグループ内企業の定期的な交流は、このような情報の伝達のための、非常に重要な場となっていると考えることができる。逆に言えば、事実上、このような①グループ内資金調達、②株式の相互持合、という「日本的経営の財務的側面」の2つのコンポーネントの結果として生じた、銀行及びグループ内

企業という法人株主の存在のおかげで、経営者には、おのずから、一定の監視が成され、それは、いわば、経営者を規律づけるメカニズムとして機能している、あるいは、機能することとなっている。すなわち、①グループ内資金調達、②株式の相互持合、という「日本の経営の財務的側面」の2つのコンポーネントは、日本企業における、経営者と株主の間のエージェンシー問題を部分的に解決し、エージェンシー・コストを部分的に削減することに貢献している。

株主が当該企業の関連情報を、みずから独自に「収集」するために要するコストから、当該企業が自発的に株主へ、その情報を供給するために要するコストをさしひいた部分が、削減されたエージェンシー・コストにあたる。この部分は、一般に正の符号を持つと考えることができる。

ただし、これらの法人株主は、既に述べた通り企業の株主のすべてではなく、一部に過ぎない(もっともそれは、「株主数」を尺度にして初めてあてはまることで、「所有株式数」の比率で見ると決して“一部”ではない)。この意味で、経営者と株主の間のエージェンシー問題は、部分的にしか解決されず、また、エージェンシー・コストは、部分的に削減されるにすぎないものと考えられる。

一般に、「株主」と言えば、伝統的な理論では、暗黙のうちに、ここでいう「一般株主」を意味していたと考えることができるであろう。ただし、日本企業における一般株主は概して無力であり、経営者は株式所有の法人化現象に乗って、自らの意思決定の裁量化の可能性をより拡大してきている。ただし、このような一般株主の無力さをある程度カバーしてきているのが、③銀行による株式保有(及び歩積両建)、である。一般に、日本の企業グループは、銀行を中心としたネットワーク構造を形成しており、その中で銀行はひとつの情報センターとしての役割を果たして来ている。銀行の情報収集・情報管理能力の卓越性は広く知られているところであり、有力株主として経営者をモ

ニターし、規律づける役割を担っている。そして更に、この機能を強化することとなっているのが、日本の企業と銀行の関係を特徴づける非常にわが国に特徴的な慣行たる「歩積両建」制度である。

周知の通り、日本の銀行の貸付先の大部分が企業であり、また、預金のうちかなりの部分が法人預金である。そして、銀行が企業に融資する場合には、その見返りとして企業が預金をするというのが「歩積両建」の原理である。これは預金と貸出の「相互取引」であって、これにより、銀行と企業の関係は固定化され、新規参入はしにくくなっている。このような明確な「取引」を行う際には、当然、企業側・経営者は十分な情報の提供を余儀なくされる。ここでは、銀行の立場は資金の貸し手であり、企業は借り手であるから、そこでの両者の関係は、紛れのない真正のエージェンシー関係である。ただし、ここで忘れてはならないのは、この場合、銀行は同時に有力な株主でもあるということで、これが、債権者としての立場によって、より強化され、エージェンシーとしてのモニタリング機能をより効率的なものにしている。本来銀行が企業の株式を保有するのは、企業に有形・無形の圧力を加えるとか、あるいは企業との関係を保っていくためであったのが、その副産物として、株主にとっての、監視機能の効率化をもたらしているものである。すなわち、銀行が株式を保有していることにより、単なる株主のみによる株式保有のケースにくらべて、モニタリング・コストとしてのエージェンシー・コストが削減されていると言えるであろう。すなわち、要約すれば、日本の経営の財務的側面の構成要素たる③銀行による株式保有、は、いわゆる「歩積両建」という日本の相互取引の慣行と相俟って、経営者をモニターし、規律づけるメカニズムとして機能している。これにより、モニタリング・コストとしてのエージェンシー・コストは、有意に削減されていると考えられる。そして、それにより、株主にとっての利益がより重視される傾向があるならば、銀行

との関わり合いの高い企業は、株主にとっては高い収益性を維持しやすいことも考えられる。この点に関しては、たとえばわが国に類似した、'Hausbanksystem'を持つドイツでは、銀行との関わり合いの高い企業は総資本利益率が高い傾向のあることが、Cable (1985) によって報告されている。すなわち、企業にとっては銀行とのつながりはエクイティ・ファイナンスの流行という一時的な傾向だけに押されて軽視されるべきものではないのである。

### 3-4 バンクファイナンスの再評価

#### (1) 企業の財務環境の変貌と企業の変容の必要性

20世紀も終わりに近づいた現在、高度成長期の繁栄、そしてバブル経済による痛手を教訓として、企業の財務部門は賢明な変身を遂げなくてはならない時期に来ている。すなわち、バブル経済崩壊後の収益の低迷、不況の長期化の中で企業が行いつつある「再構築（いわゆるリストラクチャリング）」において、財務部門は従来までのような単純な資金調達・運用の事務的な手続きに携わるだけでなく、企業の革新へのアシスト能力、いわば企業全体に対するアドバイザーとしての役割まで持たなくてはならない時期にきていると思われる。これは、「戦略財務」と呼ばれる発想であるが、それと同時に現代の企業に要請されているのは、経営トップの意識改革と企業経営のオープン化である。すなわち、投資家・資本提供者に対する自らの優先意識の払拭であり、もう一度株式会社発生の原点に立ち返って、IR（インベスターズ・リレーション）を始めとする資金提供者との積極的なコミュニケーションを持つとする謙虚な意識を、建て前やかけ声だけでない実態として持たなくてはならない。それは同時に、オープンな、外部へ開かれた経営の遂行へとつながるものである。そしてそれは、海外での投資・資金調達のみならず、国内においても直接金融の市場を有効に利用して資金調達の幅を広く確保しておくために

は不可欠の前提条件である。

ただし、そのような、企業に対する様々な利害関係者との良好なコミュニケーションを維持・遂行するためには企業外の人材や資源をいかに活用するかが重要となる。企業財務の立場からは、この意味で銀行の審査担当者、証券アナリスト、債券の格付け機関などを積極的に利用することが推奨される。特に銀行（メインバンク）は企業の事業活動に対する総合的・客観的な助言者、そしてモニター、コントロールを行う外部経営アドバイザーとして活用するべくその存在の価値と重要性を再評価するべきである。

#### (2) コーポレート・ガバナンスの見地からのバンク・ファイナンスの再評価

このようなメインバンクの役割は、コーポレート・ガバナンスの見地から考えるとその重要性が確認される。過去、特に高度経済成長の時代以来わが国の企業の経営者たちはコーポレート・ガバナンスについて、すなわち企業は誰のものか、だれが統治するのかという問題に取り組むことがなかった。株式会社制度が考案され、実行された時には、そして現在でも商法のうえでは株式会社は株主のものであり、経営者は株主のエージェントとして企業経営を委任されていることになっている。しかし、わが国の企業について、その現状を観察してみると、やはり、経営者は、実質的には株主のエージェントであるとは言いがたい。すなわち、法的には最高執行役員（わが国における代表取締役。以下、経営者もしくは経営者陣という呼称で言及することがある）は、株主ではなく、取締役会のエージェントであり、取締役が株主総会によって任免される（商法 254 条 1 項、257 条）かぎり、形式的には取締役会は株主のエージェントにあたるように見える。ただし、エージェントの権限はいついかなるときにおいてもそのプリンシパル（本人）によって停止されうるというのが、元来のエージェンシー理論における前提であるが、取締役会は、通常は何らかの理由がないかぎ

り、株主によって解任されることはできない。株主総会にはそのような権限はない。同様に、エージェントは、やはり本来のエージェンシー理論の前提では、通常プリンシパルの指揮に従わなければならないものとされるが、これまた、株主は取締役会の権限内にあることがらに関して拘束的な指令を発する法律的な権限を有してはいない。

このように、純粋に商法上の文面規定のみを根拠とすれば、株主と取締役会の関係はエージェンシー関係のように見えるのであるが、事実上、すなわちその運用上の実際問題としては、両者の関係は厳密なエージェンシー関係とはいえないのである。つまり、総論的には、定義上はエージェンシー関係のようであり、しかも共通の定義そのものはこれのみであって、すなわち「建て前」のみが存在していて、細目に関する定義はない。「定義」あるいは「建て前」より先の問題に関しては、現実の状態をもってそれを考察するしか方策はない、ということになる。従って、「建て前」としてはエージェンシー関係のようではあっても、その事実上の細目としては厳密なエージェンシー関係とは言えないということであるから、我々がこれを検討する際には、せいぜい、「疑似エージェンシー関係」あるいは、「ゆるやかなエージェンシー関係」という把握をせざるを得ない。しかも、そこでの発想は、よく考えてみると、「株主が会社を所有する」という基本的思想に根ざした、今や現実には即さない伝統的な概念によるものになっていることに注意しなくてはならない。いいかえれば、実状として会社はもはや株主だけのものではなく、「株主+従業員」のものであると言わざるを得ない。しかし、プリンシパルの範疇に従業員まで含めると、当然のことながらますます、彼らと取締役会との関係は、「契約」という意味では、すでに厳密な意味でのエージェンシー関係ではない。しかし、経営者の行動が、常に「株主+従業員」の利害を左右するという点では、彼らとの関係は、やはり事実上は「ゆるやかなエージェンシー

関係」であると言わざるを得ないであろう。この意味では経営者（陣）は、「疑似エージェント」と呼ばれてさしつかえないと思われる。

一方、株式の相互持ち合いを通じて、法人株主の「プリンシパル権」は相殺され、かくして全体としての株主の「プリンシパル権」は実は完全に消失しており、この意味でも株主と経営者の関係は、ますます純粋のエージェンシー関係ではないといえる。このような事態では、安定株主としての役割を果たし、かつ、前述のごとく多様な機能をも併せ持った銀行とバンク・ファイナンスは再び評価されるべき時である。すなわち、メインバンクならば、コーポレート・ガバナンスの遂行の格好の窓口として、利害関係者とのリレーション、コミュニケーションにおおいに利用されうるし、オープンな市場取引である社債市場でのファイナンスでは得られない、相対取引によるメリット（機密性を要する取引、取引条件における互いに柔軟な対応など）を享受しうるからである。株主が株主としてだけではすでに経営者を、制度的にも実質的にも有効にモニタリング、そしてコントロールできなくなっている現代においては、同時に株主として、そして有力な債権者として資金調達の両面から企業にコミットしうる（すなわち自己資本調達、負債調達の両面でプリンシパルたりうる）銀行、メインバンクこそが、特にコーポレート・ガバナンスの見地からも活用されるべきである。株主の利益、債権者の利益をこれほど同時に代表し、斟酌しうる経済主体は他にはないといえよう。

註

- 1) 以下の例は小山 [1993] による。
- 2) 以下の叙述は主としてラムザイヤー (1990) 第4章によっている。
- 3) 以上の叙述は主として Koyama [1990] によっている。
- 4) 貝塚・池尾 (1992) はその代表的な文献である。
- 5) 中谷 (1987), p. 96.
- 6) エージェンシー理論の文献としては、特に企業財

務との関連から、花枝 (1989) および 翟 (1991) が挙げられる。

7) 以下の叙述は主として Koyama [1989] によっている。

#### 【参考文献】

- 青木昌彦：現代の企業，岩波書店 1984.
- 青木昌彦・小池和男・中谷 巖：日本企業の経済学，TBS プリタニカ 1986.
- J.Cable, : Capital Market Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks, *The Economic Journal* 95 1985.3 pp. 118-132.
- M.Jensen & W.Meckling: Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, Oct. 1976 pp. 305-360.
- 花枝英樹：経営財務の理論と戦略，東洋経済新報社 1989.
- 貝塚啓明，池尾和人：金融理論と制度改革，有斐閣 1992.
- 小林秀之，神田秀樹：「法と経済学」入門，弘文堂 1986.
- A.Koyama, : Finanzielle Seite des japanischen Managements, Unveröffentlichtes Manuskript für Kolloquium der Betriebswirtschaftslehre, Universität Trier, 1989 (日本の経営の財務的側面)
- A.Koyama, : Zur Spitzenorganisation japanischer Unternehmen und der Kontrolle des Managements, Unveröffentlichtes Manuskript für Kolloquium der Betriebswirtschaftslehre, Universität Trier, 1990 (日本企業の最高管理組織と経営者のコントロール).
- A.Koyama : Eigenarten des japanischen Managements, *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 43. Jg. H.3 1991.3 S. 275-284 (日本の経営の特質).
- 小山明宏：エージェンシー理論のフレームワークによる消費者保護の分析，*生活経済学会会報* 第8巻 1992年12月.
- 小山明宏：経営財務論 (改訂版)，創成社 1993.
- 宮川公男：意思決定の経済学 I, II 1969, 1970 丸善.
- 宮川公男：意思決定論，丸善 1975.
- 中谷 巖：転換する日本企業，講談社現代新書 848 1987.
- 大庭清司，山本 功：戦略財務マネジメント，日本経済新聞社 1994.
- J.W. Pratt & R.J. Zeckhauser (eds.): Principals and Agents: The Structure of Business, Harvard Business School Press, 1985.
- マーク・ラムザイヤー：法と経済学，弘文堂 1990.
- R.H. Schmidt: Grundzüge der Investition und Finanzierungstheorie GABLER-Verlag, Wiesbaden 1986 (投資と資金調達理論の基礎).
- R.H. Schmidt: Agency Costs are not a "Flop"!, in: G.Bamberg (ed.): Agency Theory, Information & Incentives, Springer Berlin 1987 pp. 495-509.
- 島野卓爾：西ドイツ銀行の企業支配，*学習院大学経済論集* 第27巻3/4合併号 1991年1月 pp.19-28.
- N.Strong & M.Walker: Information and Capital Markets, Basil Blackwell 1987.
- 翟 林瑜：企業のエージェンシー理論，同文館 1991.
- S.Titman: The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision, *Journal of Financial Economics* 13, 1984 pp. 137-15.

## 第4章 資本市場と金融機関の役割——日独の比較

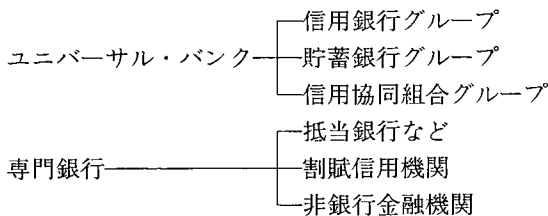
### 4-1 金融機関および資本市場の日独差異

コーポレート・ガバナンス論では、いわゆるステーク・ホルダーとしては株主以外にも念頭に置かれてはいるが、まずはそこでの主たる利害関係者として、株主、債権者、従業員を考えた場合、



ドイツ企業においては、従業員に関しては共同決定制度、特に事業所組織法(Betriebsverfassungsgesetz)による権利保護が明確に規定されているため、そのような別段の規定のない株主・債権者に関する議論は、別個に取り上げられる必要がある。そして更に、後述の株式の寄託制度による代理議決権行使という制度の存在のため、「株主」の権利を実質的に行使している銀行に関する議論が、どうしてもコーポレート・ガバナンス論の中心を占めることとなる。すなわち、この意味で、我々が期待しているトピックに関するドイツでのコーポレート・ガバナンス論は、銀行と企業との関係、企業に対する銀行のモニタリング、影響力に関する議論、あるいは更にドイツにおける資本市場の役割に関する議論に集約される、と言って良いと思われる。ということは、企業と銀行・資本市場の関係を考察することは、ドイツのコーポレート・ガバナンス論そのものに当たるとさえ言えるであろう。

ドイツの金融制度は、次の表のようにまとめられる。



わが国とドイツの銀行システムの違いは、ドイツにおけるユニバーサル・バンク・システムの存在という一語に要約できる。ドイツのユニバーサル・バンク・システムはコマーシャル・バンキング、インベストメント・バンキング(証券発行業務、証券ブローカー業務)、そして最近は更にコンサルティング・バンキングという3つの柱から成っており、このようなドイツ独自の制度のために銀行は企業に対する強い影響力を持ちやすくなっていると言われているし、元来「ユニバーサル・バンク」という言葉は、ドイツの3大銀行(ドイ

ツ銀行、ドレスナー銀行、コメルツ銀行)が証券業務を始めて以来、使われるようになったと言われている。ドイツの銀行にはユニバーサル・バンクのほかに前表のように、専門銀行と呼ばれる金融機関があるが、後者は不動産抵当業務を扱う抵当銀行(Private Hypothekenbanken)など、いわゆる企業向けの資金供給を業務の中心としているわけではないものばかりであり、ここでは取り上げない。ユニバーサル・バンクにもさらに、信用銀行(Kreditbanken)、貯蓄銀行(Sparkassen)そして信用協同組合(Kreditgenossenschaften)という3種類があるが、その中でコーポレート・ガバナンスの見地からここで取り上げられるのは、信用銀行と呼ばれる、主として大企業への資金供給にあたるグループである。

ここで、ユニバーサル・バンク・システムについて概観してみよう。ドイツの銀行の業務を規定する「信用制度法(Kreditwesengesetz, 略称KWG)」の第1条1項には、次の「銀行業務(Bankgeschäft)」が記されている<sup>2)</sup>。

- ① 預金としての他人の金銭の受け入れ(利子支払の有無を問わない)
- ② 金銭の貸付・手形引き受けの信用供与
- ③ 手形・小切手の買い入れ
- ④ 他人のための有価証券の購入・売却
- ⑤ 他人のための有価証券の保管・管理
- ⑥ 投資会社法第1条に定める業務
- ⑦ 貸付債権を満期前に取得する義務の引き受け
- ⑧ 他人の為の保証の引き受け
- ⑨ 振替勘定取引・決済取引の実行

また、ここに記された業務以外にも、連邦大蔵大臣・ドイツ連邦銀行の令により、証券ディーリング業務、貴金属の売買、外国為替の売買、金融債の発行が銀行業務として認められている。また、前記の業務は、①預金業務(Einlagengeschäft)、②貸付業務(信用業務)(Kreditgeschäft)、③割引業務(Diskontgeschäft)、④証券業務(Effektengeschäft)、⑤証券寄託管理業務(De-

potgeschäft), ④投資業務(Investmentgeschäft), ⑤保証業務(担保業務)(Garantiegeschäft), ⑥振替業務(Girogeschäft)と呼ばれる業務に, それぞれ対応しているが, 一目でわかるとおり, わが国における銀行の業務と証券会社の業務がすべて, 一つの機関によって遂行されている。①は受信業務(Passivgeschäft)と呼ばれ, 顧客から受け入れた預金を管理し利子をつける業務であるし, ②③は与信業務(Aktivgeschäft)と呼ばれ, 受信業務で獲得した預金を顧客に貸し出して, 一方, 手形や小切手を買入れる業務である。このような銀行業務に関しては, サービス業務(Dienstleistungsgeschäft)と呼ばれる④⑤⑥⑦⑧⑨のうち, 振替による支払取引などは, わが国の銀行と同様であるから日本人にも違和感はないが, それ以外の証券関係の業務については多少詳しく見る必要があろう。特に, わが国では証券会社が行っている有価証券の売買・保管, 投資相談などがドイツでは銀行の重要な業務になっているのである。とりわけ, 「③証券寄託業務」に関しては, わが国とはまったく異なる業務であり, 注意を要する。ここで, 証券の「寄託(Depot)」とは, 有価証券(特に株式)を銀行に預け, 保管・管理を委託することであるが, ドイツでは, 株式を寄託された銀行は, それを保管するだけでなく当該株主の委託によって株主総会で議決権の行使まで行う。わが国の銀行も保護預かりという業務は行うが, ドイツの銀行の証券寄託業務はそれよりもずっと広範なサービスとなっている。

ドイツの銀行が, このようなユニバーサル・バンクという形態をとっている背景を理解するには, ドイツにおける企業の資金調達を歴史を理解することが不可欠である。すなわち, 資本主義国としては発展が遅れ, イギリスにくらべて半世紀ほど後から産業革命をある意味で強引に, 急速に展開するために, 銀行業務と証券業務を一体として行うユニバーサル・バンク・システムは, ドイツにとって避けられなかった金融制度だったとい

えるのである。19世紀におけるドイツの産業革命の進展に合わせて, 国内(プロイセン)の富裕階級の資金を吸収し, 産業地域へと投入する機能, そして国外からの資金が証券投資という形をとってドイツへ入って来る際の仲介という機能, この2つの機能を銀行が果たしたことが, 今日ドイツにおけるユニバーサル・バンク・システムの始まりである。

第1次大戦後の不況, ナチスの台頭, そして第2次大戦での敗北を経験した後, ドイツ経済は周知の通りめざましい復興を遂げた。このような戦後ドイツの復興は, 1950年代の高度成長, 1960~70年代の安定成長という表現によって要約することができる。そしてここにおいても銀行は重要な役割を果たした。すなわち, 1950年代の高度成長においては, 政府の自己金融促進政策とともに, 資金調達における銀行借入の伸長, 証券発行の停滞などの徴候のもとで, 連合軍によって一度は解体されていた3大銀行が, 1952年および1956年と相次いだ緩和の立法によって完全に元の姿に戻り, 大いに企業との結びつきを深めたのである。

ただし, このようなユニバーサル・バンク・システムの存在は, しかしながら, 常に良い影響だけを持ち続けてきたわけではない。すなわち, ユニバーサル・バンク・システム(間接金融面)が企業の資金調達において主流となればなるほど, これに対応する直接金融, すなわち証券市場の発達は促進されなくなるであろうことは明らかだからである。まず, 銀行は貸付資金の源泉として預金に頼っていることから, 証券業務, 特に顧客へ証券の購入を強く勧めることに対しては, 相対的に消極的であるといわれる。また, 企業の新規資金調達にあたっては, ユニバーサル・バンクとしては自らが兼営する貸付業務と証券業務のうち, 資本市場を経由した調達よりも, 自らが貸付を行うことに対するインセンティブの方が強くなることは考えられるからである。一方, 企業の立場からは, 手続きやコストの点で煩わしく, かつ負担

になる証券発行よりも、手軽な銀行借入れに頼ることにより、資本市場へのアクセスには消極的になっている。

このようなユニバーサル・バンク・システムの存在による影響だけでなく、元々ドイツに固有の事情で、資本市場の発展に対してプラスにはならない要因もある。すなわち、ドイツでは、様々な制度的制約の結果、株式会社形態の企業が多くないということである。たとえば、ドイツにおける企業の発展史で欠くことのできない、そして現在も数多い同族会社は、ディスクロージャー（財務を中心とした企業情報の開示）を好まないため、この点での制約・要件が厳格である株式会社よりも有限会社形態をとることが多くなり、資本市場が利用されない傾向がある。また、1976年共同決定法の成立以来、その適用を受ける株式会社では監査役会（Aufsichtsrat、監督役会と訳すこともある）の構成（従業員代表の参加）に関して経営側にとって都合の良い事態が生じる可能性があるということ、ますます株式会社ではなく、その適用を受けない有限会社が好まれる傾向が現れている。その結果、株式会社の数は、1960年の2,558社から、1983年には2,118社まで減少した。その後、1989年末には2,508社まで増加し（この時点で有限会社は401,687社）、さらにそれが1991年には2,806社となって、そのうち660社の株式が上場されている。この数が、わが国の株式会社、そして証券取引所に上場している企業の数と比べて極端に少ない、あるいは偏っていることはいまでもない。

#### 4-2 金融機関による影響力

##### (1) ドイツにおける金融機関の影響力について

ドイツの銀行がコーポレート・ガバナンスの観点から見て、企業に対する強い影響力を持つことを可能ならしめている背景については、次の3つの制度的実態があげられている。すなわち、

##### ⑦ 銀行自身の株式取得による株主としての権利

行使

① 個人株主から銀行への寄託議決権の、銀行による行使

② 監査役会への銀行役員の派遣による影響力の行使

などの手段により、ドイツでは銀行が企業に対して強大な影響力を持つこととなっているといわれる。株式保有先の企業の経営に直接関与し、経営意思決定の助言と勧告を行ったり、銀行と企業のトップマネジメントの個人的信頼関係や各産業界の動向に精通している、銀行の強力な情報収集力などもあって、銀行に対する信用は絶大であるといわれる。銀行は一種の産業政策的機能をも営むとまで言われている。以下、これら3つの制度について考察することとしよう。

⑦ 銀行自身の株式取得による株主としての権利行使

銀行は、自らが株主として製造業企業（Industrieunternehmen）など、他の企業の株式を取得し、株主として株主総会に参加して意思決定に参加することが可能である。ドイツの銀行法では、当該企業の25%を超える株式保有は資本参加とみなされるが、自己資本規制の範囲内なら実質的にはいくらかでも持ち株比率を高めることが可能である<sup>3)</sup>。ドイツの大企業における株式の所有構造に関しては先学によって詳述されており、ここでは繰り返さないが、バウムス（1994）によれば、1990年にはドイツの投資家が所有する国内外すべての株式のうち、約10%を銀行が保有している。ただし、その実態が公表されるのは、所有高が当該企業の資本の20%を超える場合のみであるため、そのような所有の実態のすべてが明らかかなわけではない。すなわち、実際はもっとこの比率は高いと思われるということである。

⑧ 個人株主から銀行へ寄託される株式の議決権の、銀行による行使

日独の銀行システムの最大の差異であるユニバーサル・バンク・システムによるコーポレート・

ガバナンスへの最大の影響は、この、銀行による寄託議決権の行使を経由して及ぼされる。銀行は前述の通り自らが本来、他企業の株式を保有することにより取得する議決権の他に、この寄託議決権をも行使することとなる。

株式法 (Aktiengesetz) 第 135 条では、代理権が書面で授与されていれば銀行は無記名株を寄託している株主に代わり、議決権の代理行使を行うことを認めている。そして銀行は、最長 15 カ月にわたって自らの思い通りに議決権を行使することができるのである。株主総会以前に、銀行は、どのように投票するか、銀行自身の提案を顧客に通知し、指示を求めることになっているのだが、実際は特別な指示を顧客側が出すことはほとんどないといって良く、実態としては寄託議決権は銀行自身の意思に従って行使されているといえる。次に、ゴットシャルクの調査によると<sup>4)</sup>1986 年にドイツの大企業トップ 100 社のうち、株式所有が分散化している 33 社の株主総会における銀行の投票割合は、平均で株主総会に出席したすべての議決権のうちの、なんと 82.67%にものぼっている。これは、銀行自身の株式所有と銀行の子会社による所有、そして銀行の寄託所有の合計である。この結果、銀行は、株主総会で選任される監査役会構成員を、自らの意思 (思惑) に従って取り決めることができるようになるのである。

## ⑦ 監査役会への銀行役員の派遣による影響力の行使

①で明らかにされたとおり、寄託株式の議決権を経由した企業に対する銀行の影響力行使は、株主総会での監査役会メンバーの選出にあたってまず第一段階を終え、次に、こうして選出された監査役会メンバーが、その活動を行うにあたって第二段階の影響力行使がなされる。すなわち、監査役会は取締役会 (Vorstand, 執行役会と訳すこともある) の会長を含む全役員の任命権を持っているのである。このように強大な権限を持つ監査役は、銀行が企業に対して影響力を行使する格好の制度

である。現在では株式法第 100 条によって、一企業の役員が他の企業の監査役会会長、役員を兼務する場合、10 社を超えてはならないことになっているが、このような、銀行と企業との人的関連は、特に 3 大銀行について顕著に見られる。たとえば 1990 年時点では、ドイツ銀行はドイツの 100 大企業のうち 35 社へ監査役を派遣しており、一方これらの会社のうちドイツ銀行へ監査役を派遣しているのは、わずか 2 社にすぎない。また、ドレスナー銀行は前述 100 社中 19 社へ監査役を派遣、コメルツ銀行は 16 社へ派遣しており、逆に、それらの銀行へは 100 社中、それぞれ 1 社 (ドレスナー銀行へ)、4 社 (コメルツ銀行へ) しか監査役を派遣していないのである<sup>5)</sup>。

このように、ドイツでは独自の制度を活用して、銀行は大企業との結びつきを非常に深いものに行っている。特にドイツ銀行は企業と大変親密な関係にあるとされ、その様々なネットワークには、驚嘆するものがある。その元頭取、H. アプスは、在職中、24 社の大企業の監査役会会長もしくは役員を兼務していたほどである。

また、このようなドイツにおけるいわゆる“Hausbank”の機能は、わが国のメインバンクに近いという説もある。ただし、両国での銀行の役割の類似性の安易な主張は禁物である。その比較は銀行システムの差異から出発し、商取引の形態、習慣などを歴史的に検討した後で初めて行われるべきものである<sup>6)</sup>。

ドイツにおける銀行の企業に対する影響力の行使は、明文化された制度を直接利用しているところに特色がある。後述する、わが国におけるメインバンクのように、陰伏的に、それとなく影響を及ぼそうという態様とははっきりと区別される。これには、文化的、あるいは民族的な差異も大きな影響を及ぼしていると考えられる。

## (2) 日本における金融機関の影響力

金融機関という呼称は、わが国においても銀行のみを指すわけではない。もっとも広い意味では、

資金の需要者と供給者との間に立ってその取引を媒介するのが金融機関であり、一般にはそれは民間金融機関と政府金融機関とに分類されるのが普通である。ただし、コーポレート・ガバナンスの観点から見れば、民間金融機関、特に、ドイツに関する議論での立場と同様に、大企業向けを中心とした資金供給を行う、銀行（特に都市銀行）を、検討の主たる対象にして差し支えないと思われる。そして、わが国の銀行と企業に関する通説としては、ひとりでにその一部として「企業集団」の検討へと進まざるをえない。企業と銀行に関するわが国における過去の議論は、独占や支配に関するいわゆる金融系列、資本系列や企業集団の研究がその中心となっており、それは、主として企業集団を始めとするメインバンク・システムに対する考察に向けられてきている。

わが国の企業経営に関しては、いわゆる『日本の経営』とよばれる固有のスタイルがあるとされ、ここでのコーポレート・ガバナンスも、日本的経営の財務的側面と密接な関連を持つ。このような日本の経営の財務的側面を特徴づける要因として、グループ内資金調達、株式の相互持合、銀行による株式保有、歩積両建、硬直的な配当政策など、数多くがあげられている<sup>7)</sup>。この中で、ここで特に注目すべきは、グループ内資金調達と、銀行による株式保有である。前者はいわゆるメインバンク制を意味し、主取引銀行（メインバンク）が企業グループの中心的役割を果たして、グループ内企業に資金の貸付を行い、同時にグループ内企業の株主になっていることが多いのである。

グループ内資金調達、株式の相互持合、という2つの「日本の経営の財務的側面」の結果として発生している法人株主は、当該企業の日常の経営活動においては、格別に有意な影響力を行使しているものではない。一方、銀行を中心としたグループ内企業の定期的な交流は、企業にとって情報の伝達・取得のための、非常に重要な場となっていると考えることができる。逆に言えば、事実上、

このようなグループ内資金調達、株式の相互持合、という「日本の経営の財務的側面」の2つのコンポーネントの結果として生じた、銀行及びグループ内企業という法人株主の存在のおかげで、経営者には、おのずから、相互監視システムが発生して一定の監視が成され、それは、いわば、経営者を規律づけるメカニズムとしての役割を担っている。

一般に、日本の企業集団は、銀行を中心としたネットワーク構造を形成しており、その中で銀行はひとつの情報センターとしての役割を果たして来ている。銀行の情報収集・情報管理能力の卓越性は広く知られているところであり、有力株主のひとりとして経営者を監視し、規律づける役割を担っている。そして更に、この機能を強化することとなっているのが、日本の企業と銀行の関係を特徴づける、わが国に独特の慣行たる「歩積両建」制度である。これは「相互取引」であって、これにより、銀行と企業の関係は固定化され、新規参入は阻止されることとなっている。このような明確な「取引」を行う際には、当然、企業側・経営者は十分な情報の提供を余儀なくされる。この場合、銀行は同時に有力な株主でもあるということ、これが、債権者としての立場によって、より強化され、銀行の監視機能をより合目的・効率的なものにしている。本来銀行が企業の株式を保有するのは、企業に有形・無形の圧力を加えるとか、あるいは企業との関係を保っていくためであったのが、その副産物として、株主にとっての、監視機能の効率化をもたらしていることが考えられる。すなわち、日本の経営の財務的側面の構成要素たる「銀行による株式保有」、は、いわゆる「歩積両建」という日本の慣行と相俟って、経営者を監視し、規律づけるメカニズムとしての役割を担っている。

ただし、バブル経済の破綻以来、企業の銀行離れが続いていることもまた、否定しえない事実である。企業としては銀行借入れを避け、エクイ

ティ・ファイナンスという「流行」に乗ってやみくもに株式を発行して土地、証券など、いわゆるバブル投資への資金を調達したまでは良かったが、その後完全に、そのような虚構の市場がつぶれてしまったため、銀行ともどもいまだにその事後処理に追われている始末である。ここに、前述のような、銀行に頼ったわが国のコーポレート・ガバナンス・システムの欠陥が明らかになっているといえる。すなわち、わが国では零細な個人株主の意見はほとんど無視され、相互持ち合いを行っている大企業(大株主)、そしてそれを実質的に統括する銀行がコーポレート・ガバナンスを担っていたといえるが、その銀行自体を適切にモニターする機関がなかったということである。言うまでもなく、このような機関はフォーマルには存在しない。そして、そのような、明文化されない暗黙の「取り決め」にお互いに従う「モラル」を守れた間は問題ないのだが、バブル期のように、銀行までがその渦へ飛び込んでしまうと、今回の騒動のように、コーポレート・ガバナンスどころではなくなってしまふのである。

#### 4-3 コーポレート・ガバナンスにおいて資本市場が果たす役割

##### (1) 資本市場は経営者を規律づけられるか

わが国にしても、ドイツにしても、少なくとも最近までは直接金融市場の発達、アメリカなどに比べると、明らかに遅れていた。しかもわが国の場合には、株式の相互持ち合いのために、株式市場における取引は、コーポレート・ガバナンスに対して有為な影響を与えられるのか、疑問に思われる面さえあることは、前述のとおりである。この節ではわが国とドイツについて、資本市場の実状がどうなっているかを考察する。

##### (2) ドイツの資本市場とコーポレート・ガバナンス

ドイツにおける資本市場は、ユニバーサル・バンク・システムの興隆のため、アメリカなどとは

比較できないほど未発達であることは既に述べた。ただし、持ち合い比率は、わが国に比べればかなり低い<sup>8)</sup>。このような資本市場が、プライス・メカニズムを通じて経営者を規律づけることができるかどうかが問題となる。

この問題については、1980年代初めに論争があったので、それを考察することによってある程度ドイツの実態を知ることができる<sup>9)</sup>。すなわち、資本市場における株式の価値は、企業、そして経営者に対するヴァリュエーションの、有効な指標たりうるかという問題が、企業体制に関する論争の一環として行われたのである。

一方の主張は、株価の変動のおかげで、経営者の裁量的な行動の余地はかなりせばめられるものだ、という主張である。すなわち、経営者を所有者利益に沿った行動へと向かわせる力の重要な源泉として、株主が持株を株式市場で売却するかもしれない、という可能性に注目するものである。株価は株式利益によって評価され、その利益は経営者の業績によって左右されるから、経営者の業績が低下することを知ると、株主は持ち株を処分して他の投資先をさがすだろうから、株価は下落する、という考え方による。ここで、株価の下落が経営者にどのような影響をあたえるかという点、まず、株価の下落に伴い、当該企業の金融受け入れ能力が低下することが挙げられる。借り入れが可能な場合でもデフォルト・リスクは高く見積られ、利子が高くなって資本コストが上昇するから、経営者の投資行動可能性は著しく制限されることになる。二つめとして、株式処分によって株価が下落すると、乗っ取り(TOB)をかけられ、経営者の地位が脅かされる、ということがしばしば挙げられる。すなわち、経営者は自らの経営活動のパフォーマンスを反映する一つの重要な指標として株価の高低を常に意識しており、その結果、経営者支配企業のパフォーマンスは所有者支配企業のそれよりも高く、これを反映して経営者支配型企業の方が所有者支配型企業よりも評価率が一

一般的に高いという結果が出ている、と述べている。これに対して反対派は、経営者の裁量的な行動に対して資本市場が及ぼすコントロール効果については否定的であって、西ドイツにおいては企業の乗っ取りは少ないし、銀行からの資金調達が大きな役割を演じていることから、その有効性は減じられるであろう、という説をとっている。

この議論は、証券市場の効率性というテクニカルな問題ともからんでくるので、安易に結論を出すことはできないであろうが、前述のユニバーサル・バンク・システムの弊害のひとつとして、銀行に株式が大量に寄託されることによって、それが銀行内部に抱え込まれ、株式市場の流動性が損なわれているという主張が存在することを考えると、ドイツにおいても資本市場が果たす、経営者を規律づける役割は、十分とはいえない、という結論に達しそうである。

### (3) 日本の資本市場とコーポレート・ガバナンス

戦後の日本の「経営者支配」と呼ばれる現象は、終始一貫して、「会社による会社の所有」というものが土台になっていること、しかもそれは、会社の株式の相互の持ち合いによる「相互の持たれ合い」の体系だということが重要である。しかも、このような会社相互の株式所有という形態は、常に着実に進行しており、個人株主の量的な比率の下落、及び質的な変貌、すなわち株式所有の分散度の下落という現象、そして大法人の保有する株式の比率の増大という、相対する現象が、いまや固定化しつつある。東証1部の場合、法人株主の持株比率は合計75%といわれている。そして、それらは市場で取り引きされることはない。なぜなら、「株主安定化政策」という目的から、けっして売却されることはないからである。この場合、経営者自身は自社株自体を有意な比率、すなわち、支配可能なほどには所有しているわけではないが、彼が代表している企業は、持ち合いの相手たる企業の大株主になっており、それゆえ、彼自身が法人大株主のいわば「化身」として、相手の企

業に対応することとなる。さらに、このような経営者たちが一同に参会する「社長会」は、実質的には合同大株主会であり、ここに、遂に、「相互所有による支配」が迂回的なルートを経て具現化されるのである(日本的企業集団の発生)。こうして経営者は、自らの会社を「所有」によって支配するのではなく、相手企業と相互に所有し合うことにより、相手の会社を迂回的に「相互支配」するのである。このように、日本の企業集団における「社長会」は、相互に大株主として、いわば「信認」し合い、支配を行い合う「相互信認」の体系であると言える。このような持ち合いは、アメリカの機関投資家のように、企業が資産の効率的な運用を図ろうという目的で、他企業の株式を保有した結果として生じたものではない。他の会社に自分の会社の株式を取得してもらうことが、いわゆる安定株主工作、あるいは、「株式をお互いにはめこむ」という言い方がされることから明らかなどおり、このような相互持ち合いは、「はめ込み合い」というのがその真相である。すなわち、もともとは「株主が会社を選ぶ」のが普通であるところを、わが国においては逆に「会社が自らの株主を選ぶ」ことになっている。しかも、このような法人株主は、通常アメリカの機関投資家のように取締役を送り込んで、経営を監視したりはしない。もしそのようなことを試みても、相手の会社もこちらの会社の経営に、いわば「対抗的」に干渉することができるから、株式所有に基づく影響力は、事実上は相殺されているのである。しかも、お互いの取引関係の途絶等によって、相互に持ち合いの関係を解消したりするような、まれな場合を除き、相手の会社が必要とする限り、その法人株主はその相手企業の株主であり続けるのが普通である。

このような状態の下では、資本市場自体が経営者を規律づけ、コーポレート・ガバナンスを健全な状態に保つ役割を果たすことを期待するのは、残念ながら無理であると言わざるをえないであら

う。

#### 4-4 ドイツと日本の類似点及び差異

コーポレート・ガバナンスという見地からは、現在ドイツで取り上げられているトピックは何か、ということになるが、バウムス (94) によると、次の3つの問題が取り上げられている。

③ EC 金融市場の中核としての役割期待から、直接金融市場へのドイツ政府の肩入れが目立つようになり、大企業にとって銀行との関係を再吟味する意味がある、ということになって来ている。

④ 金融機関による企業の株式保有は制限されるべきか、

寄託議決権制度は改変あるいは修正されるべきか、

監査役会の機能を実質的、実体を伴うものへと持って行くにはどうすれば良いか、

金融機関と企業との人的・資本的関連は問題にされるべきか、

というテーマに関する公聴会が実際に開かれたこと (1993年11月8日)。

⑤ 子会社などの企業集団に関するコーポレート・ガバナンスについての法、あるいは規制への関心の高まり。

ドイツにおいても銀行にとっての環境変化 (企業の銀行離れ) がかなり drastic に起こっており、銀行にとっては従来のように安閑としてはいられなくなりつつあるのは日独共通である。一方また、この二つめの議論に見られるように、問題が直視され、公の土俵の上に乗せられるということは、わが国との大きな差異であると言える。この点については、日独両国の国民性の違いから始まって、戦後の体制変革に対する姿勢の違い、文化・地理的事情の違いによる開放性 (あるいは閉鎖性) の違い、例えば島国であるため国境の概念が希薄で、ドイツにおける対 EC 諸国との関係にあたる概念が日本にはない、など、様々な定性的な側面を考慮する必要がある。

わが国に関して言えば、メインバンクが果たす役割の重要性はここ数年急速に低下してきたという説があるが、それでもなお銀行を経由したグループ企業のマネジメントへのコントロール機能は軽視されるべきではないと考えられる。すなわち、ドイツにおけるある実証研究で主張されたように、銀行との関わり合いの深い企業ほど収益性が高いという結果がもしわが国でも得られるならば、まさに銀行は正のコーポレート・ガバナンス効果を持つと結論することができる。本稿ではふれる余裕がないが、重要なのはその先、すなわち、そのような利益が利害関係者にどのようにフェアに配分されるかという問題であって、そこへ言及せず終わる議論が大半である。この問題こそ、コーポレート・ガバナンスの議論の最終目的と言えるのではないか。

註

- 1) 以下の叙述にあたっては、相沢 (1988 および 1993) および日本証券経済研究所 (1992) に多くを負っている。専門用語や図表に関しては、これらの文献や資料を参考にしている。
- 2) 日本証券経済研究所 (1992), p. 54 に詳細な記述がある。
- 3) 信用制度法第 11 条では、自己資本に関して規定が設けられている。すなわち、金融機関の信用供与、資本参加、金融スワップ取引、先物取引、オプション取引がリスク資産とみなされ、これらは保証自己資本の 18 倍を超えてはならないとされている。
- 4) Charkham (94), p. 39.
- 5) バウムス (94), p. 77 による。
- 6) 本稿では紙幅の都合で触れられないが、そのための比較の際の軸として、次の3つを挙げることができる：①銀行システムの違い、② Vorstand, Aufsichtsrat を介した、取引上の歴史的習慣、③両者の関係に対する社会の目・規制。
- 7) 日本の経営の財務的側面に関する議論は、小山 (93) 第 11 章に展開されているので、興味のある



向きはそちらを参照されたい。

8) 日興リサーチセンター (1993), p. 115. 表 8.

9) この論争に関しては, 小山 (94) を参照のこと。

【参考文献】

相沢幸悦: 西ドイツの金融市場と構造, 東洋経済新報社 1988.

相沢幸悦: 現代ドイツの金融システム, 1993.

バウムス, T.: ドイツにおけるコーポレート・ガバナンス, 商事法務 No. 1363 1994.

Charkham, J., Keeping Good Company, A study of corporate governance in five countries, Oxford University Press 1994.

Koyama, A., Finanzielle Seite des japanischen Managements, Unveröffentlichtes Manuskript für Kolloquium der Betriebswirtschaftslehre, Universität Trier, 1989.

Koyama, A., Eigenarten des japanischen Managements, Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 43. Jg. H. 3 1991.3 S. 275-284.

小山明宏: 経営財務論 (改訂版), 創成社 1993.

小山明宏, ドイツにおける実証的経営学研究の動向とその貢献——エージェンシー理論による実証的

分析を中心として——, 鈴木英壽博士古希記念論文集, 森山書店 1994 第3章所収.

Koyama, A., Corporate Governance im internationalen Vergleich——Japan und Deutschland, Manuskript für Lehrstuhl BWL IV, Universität Bayreuth, 1995 (In Vorbereitung).

Koyama, A., Der Einfluß der Bankregulierung auf die Profitabilität von Unternehmen——ein Vergleich zwischen Japan und Deutschland, Manuskript für den Vortrag bei der siebenundfünfzigsten Jahrestagung des Verbandes der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft e. V., Trier, Juni 1995.

日興リサーチセンター: 欧州諸国における株式所有構造——欧州共同体証券取引所連合の調査報告の紹介, 投資工学 1993年秋季号 第8号.

島野卓爾, 西ドイツ銀行の企業支配, 学習院大学経済論集 第27巻3/4合併号 1991年1月 pp. 19-28.

田沢五郎: ドイツ政治経済法制辞典, 郁文堂 1990.

植竹晃久, コーポレート・ガバナンスの問題状況と分析視点, 三田商学研究 第37巻第2号 1994. 6.

吉森 賢: ドイツにおける会社統治制度——その現状と展望——, 横浜経営研究 Vol. 15, No. 3.