

氏名	ファン 黄	キュ 圭	チャン 燦
学位(専攻分野)	博士(経済学)		
学位記番号	経博第50号		
学位授与の日付	平成9年3月24日		
学位授与の要件	学位規則第4条第1項該当		
研究科・専攻	経済学研究科理論経済学・経済史学専攻		
学位論文題目	金融契約、金融仲介と企業価値に関する研究		

論文調査委員 (主査)
教授 瀬地山敏 教授 古川 顕 教授 橋木俊詔

論文内容の要旨

企業金融をたんに貸し手と借り手の金融取引と見るのではなく、両者の間に存在する情報の非対称性という事実に注目しながら、貸し手と借り手が自己の利益を追求して行う、両者の間の「契約の束」であるという認識は、現在、企業金融分析の最先端をリードする分析方法である。本論文はこの契約論的な接近方法を用いて、最適な企業金融契約、金融仲介機関の意義、企業価値概念を再構成する必要性、日本の金融の効率性等、について研究している。分析方法と目的、研究結果の概要を述べた序章に続いて、論文は次の6章により構成されている。

第1章「企業金融理論の新展開」は、次章の準備もかねて、最近の企業金融をめぐる理論を展望しながら、代表的な金融証券である負債と株式を検討している。ここで取り上げられているのはバランス理論、エイジェンシー理論および不完備契約理論(Incomplete Contract Theory)である。第2章「最適な金融契約」では、CSV(Costly State Verification)の理論を適用し、最適な企業金融契約の分析を行っている。投資家が企業業績をstochasticにもdeterministicにも、モニターすることが可能であれば、投資家がリスク中立的なばあい、「株式」のような業績に依存する支払形態をもつ証券が、最適契約になるという命題を含めて、新しいいくつかの命題を導いている。第3章「コミットメントと金融仲介機関」はまずはじめに、CSVアプローチの固有の問題である、モニタリングにかんする「動学的非整合性」を分析する。この問題の解決として、委託されたモニターが十分多数の企業をモニタリングするという条件が導かれている。この委託を受けるモニターを金融仲介機関と解釈できるところから、「動学的非整合性」の解決という、金融仲介機関の従来論じられなかった存在意義が指摘されている。

CSVアプローチは、貸し手と借り手という二つの主体間の契約を分析する。第4章「企業価値：株式・負債・従業員余剰」は、リスクに対する態度の異なる投資家すなわち株式・負債・従業員がステイクホルダーとして共存する場合の、最適金融契約の分析であり、第2章を拡張する展開になっている。その結果、CVSアプローチによっても、負債以外に株式が最適な金融契約になり得ること、金融契約におけ

る請求権について seniority があれば、契約の効率性が高くなること、またそのさい企業価値の新しい概念すなわち金融証券の価値に従業員の残余請求権を合計した「企業価値」が現実の分析においても、重要であることが論じられている。第5章「日本の企業金融制度の効率性」では日本的企業の特徴にかんする整理を行ったあと、日本の企業金融制度の特徴として良く論じられる、株式相互持ち合いとメインバンク制について分析が行われている。従来メインバンク制は日本の金融制度の効率性を象徴的に代表するものとして論じられてきたが、その議論は負債契約が最適な金融契約であるとする理論を背景としている。しかし第2, 3, 4章の分析により明らかのように、株式もまた最適な金融契約となるケースが考えられる。したがって経済成長にともなう個人資産の増加と多様化に注目すれば、メインバンクの効率制が減少する状況が進行していると見て良い。さらに金融仲介機関の資産選択における機会主義的な行動の可能性を考慮に入れると、銀行にたいする現行の「護送船団方式」と規制では、従来の効率性は期待できないことが示唆されている。終章「研究の限界と残された研究課題」は、この論文の持っている限界を指摘すると同時に、論文の成果をさらに展開して接近すべき、将来の研究テーマを述べている。

論文審査の結果の要旨

企業金融を貸し手と借り手の間の「契約の束」と見る認識に立って、CSVアプローチはモニタリング・コストを節約するという視点から、最適な金融契約を求めるのに対し、不完備契約理論は、同じ認識に立ちながら、企業経営の支配権にかんする手段とその効果に注目して、貸し手と借り手の間の最適な金融契約を導いている。時間的にはCSVアプローチが不完備契約論に先行しているが、本論文は両理論を排他的な理論とはみなしていない。たとえば金融仲介機関の存在をモニタリング・コストの節約という視点(CVSアプローチ)から説明し、付随する金融仲介機関の資産選択の問題は不完備契約理論で解明できると考えられるからである。このような「棲み分け」を念頭におきながら、この論文はCVSアプローチの立場に拠って、従来のCVSアプローチでは解明できなかった論点を解決しようとしている。まず第1に評価されるべき点は、二つの接近に公平な位置を与え、CVSアプローチを拡充していくという、その忠実な分析態度である。

この方法を駆使して、論文は3点にわたる貢献をしている。

(1)負債だけではなく株式も最適な金融契約になりうること 従来CVSアプローチによる研究は、負債が最適金融契約であるとするため、その現実性を批判されてきた。この論文では、投資家のリスクにたいする態度、モニタリングの性質にかんする(stochasticあるいはdeterministicな)仮定を先行する研究よりも一般化した文脈で、次の命題を導いている。すなわち投資家にとって stochasticなモニタリングとdeterministicなモニタリングの両方が可能であれば、投資家のリスクにたいする態度が中立的なとき、株式のような収益の支払契約が最適であること、また投資家がリスク回避的なときは、効用関数の形態、事後的なモニタリング・コストの大きさに依存して最適な契約形態がただ一つ存在すること。

(2)モニタリングにかんする「動学的非整合性」を解決する制度として金融仲介機関を論証したこと CVSアプローチによる先行研究においては、投資家が事後的なモニタリングにコミットできるという仮定のもとに議論を展開した。しかし企業(エイジェント)はそのことを考慮して、正直な報告をおこなう

ことが、事前の契約により保証されているから、事後的なモニタリングの実施は、コストの浪費になる。このコミットメントにかんする非整合性は、多数の企業に委託されてモニタリングを行う金融仲介機関の存在（すなわち金融仲介機関による分散投資）により解決できることをこの論文では論証している。

(3) CVS アプローチによる「企業価値」の再構成 企業は株主，銀行，経営者・従業員など異なった利害とインセンティブをもつステイク・ホルダーの関係する制度として分析すべきであり，したがって企業の価値をたんに金融証券価値の合計として見るのではなく，従業員余剰もまた考慮して分析すべきであるという主張は，企業理論の研究において，すでに確立されたものになっている。企業価値の再構成の必要性を，この論文はリスクにたいし異なった投資家を想定して，最適金融契約を分析する中から導いている。

論文の第5章は先行する章の分析をもとに，日本的金融の効率性を検討しているが，興味深い示唆に富むとはいえ，著者が認めているように（最終章），完備したものとはいえない。またリスクに対する投資家の態度は，論文の中で重要な理論的役割をしているにもかかわらず，リスクにかんする実証的（計量的）研究が参照されていないという弱点を持っている。しかし先端的な研究分野における上記の理論的貢献を行った意義は大きい。よって本論文は博士（経済学）の学位論文として価値あるものと認める。なお平成9年2月19日論文内容とそれに関連した試問を行った結果，合格と認めた。