

平成四年十月一日発行（毎月一日一回発行）

# 經濟論叢

第150卷 第4号

石川常雄教授記念號

---

献 辞	瀬地山 敏	
バーナード理論をめぐって	飯野春樹	1
日本經濟再生の条件	西村 功	17
金融自由化と公的金融機関	内田 滋	29
中央銀行はその独自情報をどのように 用いるべきか	島本哲朗	48
香港金融の外貨化傾向	佐藤 進	64
総投下労働量・所得率と經濟發展	中島章子	86
日本的經營財務と企業特殊的熟練	池尾和人	102

石川常雄 教授 略歴・著作目録

---

平成4年10月

京 都 大 學 經 濟 學 會

## 日本的経営財務と企業特殊的熟練

池 尾 和 人

### I はじめに

少なくとも80年代のはじめまでの日本企業の財務面での際だった特徴として指摘できることは、外部負債（とりわけ銀行借入）依存度の高さと株式の相互持ち合いの2点である。銀行借入依存度の高さの基礎には、いわゆるメインバンク制があり、この①メインバンク制と②株式持ち合いは、日本的経営財務を他から区別するような最も基本的な特徴であると言えることができる。

こうした日本的経営の財務面での特徴は、雇用や生産という日本的経営の他の側面での特徴と関連づけたかたちで理解されることが望ましい。というのは、俗に企業はヒト・モノ・カネの3要素から構成されるといわれるが、企業がまとまりをもった組織である限り、これらヒト（雇用関係）、モノ（生産活動）、カネ（財務構造）の3要素は、それぞれ孤立的に存在するものではなく、互いに関連性をもちながら存在するものに違いないと考えられるからである。

この意味で、日本企業の財務構造上の特徴についても、その雇用関係や生産活動における特徴と照らしあわせながら位置付けることが、理解を行きとどいたものとするためには不可欠であるといえる。とりわけ企業が基本的には生産を行うための組織であることを考慮すれば、モノ作り（生産）の面での特徴を支えるものとして財務面や雇用面での特徴を把握することができれば、理解は一貫性をもったものとなろう。

こうした視点は、青木昌彦氏や Paul Sheard 氏などによって近年とくに強調されているものであり、筆者にもきわめて適切な視点であると強く同意できるものである。そこで、本稿では、Sheard (1991) その他の先駆的な業績にお

いて提起された論点と重複するところもあるが、上記のような視点からの日本的経営財務に関する、筆者なりの試論を提示してみたい。

以下の本稿の具体的内容は、次の通りである。まず次節では、日本企業の生産活動上の特徴として企業特殊的な熟練の重要性をとりあげ、企業特殊的な熟練の特性からみて、効率的な生産が実現されるためには、労働者（経営者を含む従業員）<sup>1)</sup> が残余請求権者の位置を占めることが望ましいことを指摘する。しかし、株式会社制度の下で労働者が残余請求権者の位置を占めることをめぐっては、2つの困難が生じることが予想される。そして、各々の困難との関連で、株式持ち合いとメインバンク制の役割をそれぞれ第3節と第4節で論じる。最後の第5節では、最近になって日本的経営財務の特徴に変容がみられることの、効率的生産への含意に簡単にふれて、結びに代える。

## II 企業特殊的熟練

企業特殊的な熟練 (firm-specific skill) とは、文字どおり、個々の企業の生産過程に固有なかたちの熟練であって、その企業の生産活動にとっては有用なものではあるが、汎用性をもたないようなタイプの熟練である。こうした企業特殊的な熟練が企業の生産活動にとって重要である場合が、例外的なものではなく、広範に及ぶものであることは、小池和男氏の一連の仕事などを通じて広く知られるようになっている。

いま、簡単化のために、1期間だけ存続する企業を考え<sup>2)</sup>、この企業が生産を行うには1単位の資本と1単位の労働が必要であるが、生産の成果は労働者が企業特殊的な熟練をどれだけ蓄積しているかに依存していると仮定しよう。そして、この関係が

$$y=f(\theta, s) \quad (1)$$

- 
- 1) 本稿では、資本の提供者と労働者間の利害対立に焦点を絞ることにする。そのために、経営者とその他の従業員間の利害対立は捨象して、それらは一体のものであると考えることにする。
  - 2) 投入は期首に行われ、産出は期末に得られるものとする。賃金の支払も、最末に行われるものとする。

と書けるとする。ただし、 $y$ は企業の純産出額であり、 $\theta$ と $s$ は、それぞれ、企業特種的な熟練の蓄積レベル、および企業のコントロールが及ばない環境的不確実性の要因を示すパラメータであるとする。なお、 $s$ は、0から1の間の値をとるものとし、

$$f_{\theta} > 0, f_{\theta\theta} < 0, f_s > 0$$

を仮定する。

このとき、この企業の価値 $V$ は、企業の純産出額から労働者への契約的支払い（賃金）額を控除したもの（利潤）を現在価値化したものと定義できるので、

$$V = \int_0^1 (y - w) \varphi(s) ds \quad (2)$$

となる。ただし、 $w$ は賃金額、 $\varphi(s)$ は状態価格を表すものとする。なお、非熟練労働者に対する賃金額（の現在価値）は、外部労働市場との裁定の結果、つねに一定額（これを $w_0$ とする）に等しいものとする。他方、 $\theta$ のレベルの企業特種的な熟練を蓄積するためには、 $c(\theta)$ の費用に相当する労働者の追加的な努力を要するものとしよう（なお、 $c'(\theta) > 0$ 、 $c''(\theta) > 0$ と仮定する）。

以上の想定の下では、

$$\frac{\partial}{\partial \theta} \int_0^1 y \varphi(s) ds = c'(\theta) \quad (3)$$

となるような $\theta$ の値（これを $\theta^*$ とする）が選択されることが、効率的生産の条件となる。しかし、どのレベルまで熟練を蓄積するかは、労働者自身によって専横的にコントロールされざるを得ない事柄であり、特定レベルの熟練を蓄積するように直接強制することはできない。換言すると、労働者が自ら $\theta^*$ だけの熟練を蓄積しようとする誘因をもたない限り、効率的な生産は実現されえない。

こうした誘因を雇用契約を通じて確保することは、可能であろうか。例えば、労働者が $\theta^*$ 以上のレベルの熟練を蓄積した場合に限って、労働者に $c(\theta^*)$ の割増賃金と定額の追加報酬 $P > 0$ を支払うという契約を結ばばよいのではない

か。すなわち、

$$\int_0^1 w\varphi(s)ds = \begin{cases} w_0 + c(\theta^*) + P & \text{if } \theta \geq \theta^* \\ w_0 & \text{if } \theta < \theta^* \end{cases}$$

という内容の契約である。

確かに、この種の契約が実効性をもったものとして遂行可能であれば、労働者は自発的に  $\theta^*$  レベルの熟練の蓄積を選択することになると期待できる。しかし、企業特殊的な熟練の性格を考慮したとき、このようなタイプの契約は実効的に遂行可能であるとは考えがたい。というのは、労働者が実際に蓄積した熟練のレベルを資本の提供者や労働者自身は認識することができるとしても、それを第三者（とくに、裁判所）に対して立証することは著しく困難であると見られるからである。

客観的な技能検定が可能なような一般的な熟練の場合とは異なり、企業特殊的な熟練は、それがまさに企業ごとに特殊なものであるということから、その有用性や練度を企業内部者は評価できても、その評価の正しさを外部者に立証してみせることは不可能に近い<sup>3)</sup>。このために、もし労働者が実際に  $\theta^*$  以上の熟練を蓄積したにもかかわらず、資本提供者側が、労働者の熟練の蓄積が不十分であるとして割増賃金と追加報酬を支払わなかったとしても、労働者は契約違反を立証することはできない。逆に、労働者の熟練の蓄積レベルが実際に  $\theta^*$  よりも低かったために、資本の提供者が割増賃金等の支払を拒絶したとしても、その正当性を対外的に立証することはできない。したがって、上記のような契約は実効的なものとして遂行可能ではないといえる。

こうした場合にも遂行可能な、効率的な生産を実現するための（1つの）方式は、資本の提供者に常に一定の余剰（これを  $V_0$  としよう）を分配することを条件に、企業特殊的な熟練の蓄積水準のコントロール権をもつ労働者にすべての経営決定権を委譲することである。換言すると、株主ではなく、労働者

3) ただし、ここでは  $s$  の実現値は観察可能ではない（あるいは、観察可能でも、立証可能ではない）とする。もし、 $s$  の実現値が観察可能であれば、(1)式の関係から  $\theta$  と  $s$  の値をもとに  $\theta$  が推定できてしまうことになる。

(経営者を含む従業員)が残余請求権者の位置を占めることである。

このとき、労働者が直面する最適化問題は、

$$\begin{aligned} \max \int_0^1 w\varphi(s)ds - c(\theta) \\ \text{subject to } V \geq V_0 \end{aligned} \quad (4)$$

となる。しかし、先の(2)式を考慮すると、この問題は、

$$\max \int_0^1 y\varphi(s)ds - V_0 - c(\theta) \quad (5)$$

と同値である。そして、この(5)式の問題の解を与える1階の条件は、(3)式と一致する。すなわち、労働者が残余請求権者の位置にあるならば、自らに帰属する余剰(残余)を最大化するために、 $\theta^*$ の熟練レベルを選択することが、労働者自身の利益にかなうことになる。

倉沢(1991)は、効率的企業経営の条件は残余請求権者の利益最大化であり、「経営者/従業員が残余請求権者である限り、経営者/従業員の利益最大化は、株主の利益最大化と同じように効率的な結果をもたらすこと」(下線は引用者)を主張している。ここでわれわれは、企業特殊的熟練の蓄積レベルに関する立証不可能性を考慮すると、労働者(経営者を含む従業員)が残余請求権者でなければ、効率的な結果は得られない、というより強い主張を行ったことになる。しかし、いずれにしても、株式会社制度の下で労働者が残余請求権者の位置を占めるような経営が可能となるためには、倉沢(1991)が指摘しているように、2つの難問が解決されねばならない。

不確定要因 $s$ の実現値が観測不可能である限り、労働者への約定賃金を $s$ に条件づけられたものとするとはできない。すなわち、労働者への約定賃金は、 $s$ の実現値に関わらず、一定の値のものでなければならない。このとき、労働者が残余請求権者として役割を果たすためには、

$$w_c = f(\theta^*, 0) - \rho V_0$$

が、約定賃金の上限値ということになる<sup>4)</sup>。ただし、 $\rho$ は1+安全利子率であ

4)  $s=0$ は、最も「不運な」場合を示している。すなわち、企業特殊的な熟練の蓄積レベルを一定として考えたとき、 $s=0$ であれば、純産出は最も小さくなる。

り、

$$\frac{1}{\rho} = \int_0^1 \varphi(s) ds$$

という関係が成り立つ。

したがって、実際に契約された賃金の値がこの上限値に等しいとして考えれば<sup>5)</sup>、労働者に帰属すべき余剰のうち、

$$\int_0^1 \{f(\theta^*, s) - f(\theta^*, 0)\} \varphi(s) ds = W$$

の額は、公式の契約によっては確保され得ない部分となる。以下では、この部分を従業員余剰 (employees' surplus) と呼ぶことにする。また、このとき、

$$V = V_0 + W$$

となる。

こうした公式の契約によっては保全されていない余剰が存在する場合、その余剰を収奪することを目的としたテイクオーバーの誘因が生まれることになる。すなわち、この場合の企業の株価総額と負債総額の合計は  $V_0$  であるのに対して、企業価値はそれよりも  $W$  の分だけ大きい  $V$  である。しかし、法制的には、負債をすべて返済した後での株式会社は株主のものであるので、 $V_0$  だけの資金を用意して、株式と負債のすべてを買収してしまえば、 $V$  の価値をもつ企業を自らのものにしてしまえる。この意味で、従業員余剰が正であるときには、テイクオーバーは収益的なものとなる。このときのテイクオーバーによる利益の源泉は、教科書的な議論が指摘するような非効率な経営の刷新にあるのではなく、従業員余剰を収奪できることにある。

従業員余剰は、労働者による企業特殊な熟練の蓄積という「見えない資源の拠出」(加護野・小林(1989))に対する見返りであるということが出来る。換言すると、そうした見返りが期待できないのであれば、労働者は企業特殊な熟練を蓄積する誘因をもたないことになる。すなわち、もし敵対的なテイクオーバーによっていつ従業員余剰を収奪されてしまうことになるかも知れない

5) 約定賃金がこの上限値未満の場合にも、以下の議論に本質的な相違は生じない。ただ、公式の契約によって確保されていない部分が拡大するだけである。

ということであれば、労働者の企業特種的な熟練を蓄積しようとする誘因は失われてしまうことになり、効率的な生産を実現するには不足する過小な熟練レベルしか選択されないことになろう。それゆえ、この場合に敵対的なテイクオーバーの脅威が存在することは、生産の効率化に資するものではなく、逆に生産の非効率化につながるものであるといえる。

しかしながら、既述のように、企業特種的な熟練の性格（客観的な立証可能性の欠如）からいって、従業員余剰の存在を法制上明示的に認めることは困難であるとみられる。すなわち、第1の難問は、こうした状況においてどのようにして従業員余剰の保全をはかるかという問題である。とくに、敵対的テイクオーバーの脅威をいかに除去するかという問題である。

第2の難問は、逆に、法制上は株主がもっぱらビジネス・リスクを負担する筋合いになっていることにかかわるものである。これは具体的には、株主を含む資本の提供者に一定の余剰を提供するという条件に労働者（経営者を含む従業員）を必ず従わせることは、いかにして可能かという問題である。債権者は、もし約定された元利金の支払が行われなければ、債務不履行を宣言し、種々の対抗措置をとることができる。しかし、株主は、企業の業績が悪いとして、暗黙に合意された額の余剰が提供されなかったとしても、債務不履行を言いたえることはできない。したがって、労働者側には、都合の悪いときには、容易に残余請求権を放棄できる可能性がある。

けれども、もし株主を含む資本の提供者に一定の余剰を提供するという制約条件が厳格に守られないのであれば、労働者にすべての経営決定権を委譲することは、効率的な生産につながるものではなくなる。このとき、通常のエイジエンシー理論における株主と債権者の位置をそれぞれ労働者と株主が占めると解釈できるので、労働者は、望ましいレベルを超えてリスクの高い投資を行ったり、株主に帰属するはずの余剰を意図的に浪費したりする行動をとることが予想される。

こうした非効率を回避するためには、上記の制約に必ず従わせるようなコン



コントロールが、加えられる必要がある。そして、こうしたコントロールをいかにして確保するのかという課題が、第2の難問である。

### III 株式持ち合い

日本の経営財務の2つの基本的特徴のそれぞれは、ともに、上記の第1と第2の難問の解決と関連しているものとして解釈できる。このうち、株式の持ち合いと第1の難問の関連については、先にふれた倉沢(1991)が主題的に論じたところであるけれども、重複をいとわず、本稿での文脈に即して改めて確認しておきたい。

株式の相互持ち合いとは、字義通り、企業どうしが互いの発行している株式の一部を保有し合うという現象のことである。ただし、企業の株式保有には、純粹の投資目的によるものと「政策的な」目的によるものがあるとされており、純粹の投資目的でたまたま他社の株式を保有していても、それは株式持ち合いとは呼ばないのが一般的である。すなわち、「政策的な」目的によって企業どうしが互いに株式を保有するのが、株式の相互持ち合いである。そして、この「政策的な」目的としては、取引関係の維持・強化があげられることが多い。

こうした目的に基づいて保有していた相手企業の株式を売却するならば、それは取引関係の解消を意味することになるので、取引関係が続いている限りは、株式は保有し続けられることになる。この意味で、「政策的な」目的による株式保有者は、純粹の投資目的による株主とは異なる、「安定株主」とあるといわれる。すなわち、投資目的で株式が保有されている場合には、投資家が有利と思えばいつ売却されるか分からないが、株式持ち合いの場合には、発行企業側の了解なしには売却は行われないと期待されている。

この結果、株式の持ち合いは、株主の経営参加権を希薄化する効果をもつことになる。というのは、企業(これをA社とする)が「政策的な」目的で、即ち「安定株主」として、他企業(これをB社とする)の株式を保有している場合には、株主としての権利(経営参加権)を積極的に行使するということとはな

く、B社の経営陣に信任を与えるのが通例だからである。したがって、持ち合いを通じて自社の発行済み株式の過半数が安定株主の保有下であれば、その企業の既存の経営者は、常に過半数の信任を確保することができ、実質的に株主による制約をまったく受けないことになる。

この種の信任提供関係は、相互的なものであり、B社もA社の経営陣に対して信任を与えなければならない。逆に、もしいずれか一方が、他方に信任を与えることを拒んで、株主としての権利行使を行うならば、他方も同様な対抗措置をとることが予想される。こうした対抗措置が相手にかんがりの痛手を与えるものであるならば、安定株主として振る舞うという戦略（即ち、相手が裏切らない限り信任を与え、もし裏切られた場合には、それ以後は協力を拒み続けるという戦略で、一般には、トリガー戦略と呼ばれるものの1例）の組み合わせは、ゲームの理論でいうナッシュ均衡となる<sup>6)</sup>。

とりわけ、株式の持ち合いは、敵手的なテイクオーバー（企業買収）の脅威から既存の経営者を免疫化する効果をもっている。すなわち、テイクオーバーを実現するためには、50%以上の株式を買い集めることが必要である。しかし、50%以上の株式が安定株主の保有下であり、安定株主は既存の経営者の了解なしにはその株式を売らないのであれば、50%以上の株式を既存の経営者の意志に反して買収することは不可能である。したがって、株式の持ち合いが行われている限り、少なくとも既存の経営者と対立するかたちの（即ち、敵対的な）テイクオーバーは起こりえないことになる。

従来の教科書的な議論では、敵対的なテイクオーバーの脅威は、所有と経営が分離している状況においても、経営者に企業価値の最大化をはかろうとする誘因を与えるものであると考えられてきた。すなわち、経営者が企業価値の最大化を怠っているならば、そのときの企業価値  $V_0$  は、定義によって達成可能

6) 相手企業が信任を与えないときに、株主としての権利行使を行うことは、自己の利益を損ねるものとはならない。この意味で、「もし裏切られた場合には、それ以後は協力を拒み続ける」という威嚇は、信用できる(credible)ものである。したがって、このナッシュ均衡は subgame perfect にもなっていると考えられる。

な最大の企業価値  $V^*$  よりも小さくなっているはずである。そうであれば、現在の企業価値である  $V_0$  を支払ってその企業を買収し、既存の経営者を解雇して経営を刷新・効率化すれば、企業価値を  $V^*$  まで高められることになり、買収者は差額である  $V^* - V_0$  を稼ぐことができる。それゆえ、経営者が、テイクオーバーに見舞われて自己の地位を失うことを避けたいと思うならば、常に企業価値の最大化をはかっているなければならないことになる。

敵対的なテイクオーバーの脅威が、上記のような経営者を規律づける役割をもっているとするならば、株式の相互持ち合いによって敵対的なテイクオーバーの脅威を取り除いてしまうことは、望ましいこととはいえない。というのは、そのとき経営者は企業価値の最大化をはかろうとする誘因を失ってしまい、経営規律の低下や非効率化が生じると考えられるからである。この意味で、株式の持ち合いは、経営者の自律性や裁量の余地を拡大するものであるとしても、そのことは社会的には望ましくない帰結をもたらすおそれがあるという見方は、依然としてかなり有力である<sup>7)</sup>。

確かに、テイクオーバーによる利益の源泉が非効率な経営の刷新にあるならば、テイクオーバーを防止することは、非効率な経営の温存につながることになる。しかし、テイクオーバーによる利益の源泉がそれ以外に存在するとみられる場合には、テイクオーバーを防止することがむしろ効率化に資する可能性も考えられないわけではない。そして、前節の議論で示されたのは、企業の生産活動にとってその企業に特殊的な熟練が重要な役割を果たすような場合は、そうした可能性の1例に該当するということである。このとき、株式の相互持ち合いを通じて敵対的なテイクオーバーの脅威を取り除いてしまうことは、従業員余剰の保全を可能にし、労働者の企業特殊的な熟練を蓄積しようとする誘因を確保することになり、生産の効率化をもたらすものであると解釈できる。

ただし、言うまでもなく、従業員余剰の保全さえはかれれば、効率的な生産が実現されるというわけではない。資本の提供者に常に一定の余剰を分配すると

7) 例えば、堀内(1990)をみよ。

いう、もう1つの条件が同時に満たされるのでなければ、効率的生産は実現されえない。

というのは、企業特殊な熟練の存在を考慮した場合には、エイジェンシー関係はいわば二重化していると考えられるからである。資本の提供という側面では、もちろん資本の提供者（株主や債権者）が依頼人の立場にあり、労働者（経営者を含む従業員）が代理人の立場にあることになる。しかし、企業特殊な熟練の蓄積という「見えない資源の抛出」の側面では、労働者が実質的に依頼人の立場にあり、資本の提供者が代理人の立場にあることになる。したがって、後者のエイジェンシー関係において、従業員余剰の保全が重要であると同時に、前者のエイジェンシー関係において、資本の提供者の利益が確保されることも不可欠なのである。

例えば、利益は従業員が確保できるが、損失が生じたときには、それを株主につけ回しできるということであれば、経営規律の低下が生じるであろうことは明らかである。こうした事態を回避するためには、資本の使用に対しては常に一定の対価が支払われるように強制する仕組みが存在していなければならない。これが既述の第2の難問であるが、この第2の難問については、倉沢（1991）ではごく簡単にしか考察されていない。そこで指摘されているのは、一定の配当率を維持することと経営者の「信用」との関わりといった点のみである。しかし、第2の難問を解決するためには、配当率の維持といった慣行だけでは非力とみられるのみならず、他により有効な仕組みが存在していると思われる。

#### IV メインバンク制

このより有効な仕組みとは、メインバンク制にほかならない。すでにわれわれは、銀行（とりわけメインバンク）が経営者を規律づける役割を演じているという仮説を述べたことがある<sup>8)</sup>が、以下では、こうした仮説にそってメイン

8) 池尾・広田 (1992)。

バンク制と第2の難問との関連について簡単な検討を試みることにしたい。

与信活動面での銀行の本質的な役割は、①資本調達者の将来所得の見込み（返済能力）を事前に評価する、あるいは将来所得の見込みが有望な資金調達者を見つけだすことと（審査）、②資金提供後も資金調達者の行動が約定された条件を満たすものとなっているかどうかを監視し、違反する行動があったときには必要な対抗措置をとること（債権管理）にある。そして、銀行という専門の組織が審査と債権管理の活動を担うことに意義があるのは、専門化による規模（あるいは、範囲）の経済効果を通じて、これらの活動に要する費用の低下を実現できるからである。この意味で、銀行は、預金者等の最終的な資金提供者に代理した監視者（delegated monitor）であるといえる。

したがって、銀行から借入を受けるということは、単に資金の提供を受けるだけではなく、銀行による監視を受け入れることでもある。そして、日本におけるメインバンク制は、上記のような銀行の本質的な働きの延長された（あるいは強化された）姿であると理解できる。すなわち、メインバンクとは、企業に対する資本の提供者を代表して企業経営を監視し、資本の提供者に一定の余剰の分配が行われることを確保する役割を果たしている存在であると解釈できる。

もちろん、メインバンク制が成立するようになった経緯には、歴史的な特殊事情が作用していることは確かである。とりわけ、戦時体制下で、特定の企業の資金調達を特定の銀行に請け負わせるような割当を行ったことは、企業と銀行の間に親密な関係が形成される重要な契機となった。しかし、たとえメインバンク制が特殊な歴史的背景によって成立したものであるとしても、それがまったく経済的合理性を欠いたものであったとしたら、長期間にわたって存在し続けるということは考え難いし、それが現状において果たしている諸機能については、経済分析の立場から説明されるべきである。

経済的に必要とされる諸機能の遂行を制度化する形態は、必ずしも唯一であるとは限らない。特定の制度化の様式が選ばれることになるのは、歴史的な経

緯や文化その他によってもっぱら規定されることであるかもしれない。しかし、異なった制度的外観の下で、同一の機能が果たされていることも十分にあり得ることである。この意味で、メインバンク制という制度についても、その形態は他国にあまり例を見ない特異なものであるとしても（もっとも、ドイツにはハウスバンク制と呼ばれる類似の制度がある）、それに通底する経済論理までを普遍的なものとして理解できないと決めつけるべきではない。

なお、メインバンク制とは、せいぜい暗黙の契約に基づくといえるに過ぎない非公式な関係である。すなわち、そうした関係が存在することを示す明示的な証明書（契約書）のようなものがあるわけではないので、メインバンク制の存在自体がそもそも争点となり得るものである。事実、三輪芳朗・東大教授に代表されるような、メインバンク制の存在そのものにかなり否定的な見解を表明している論者もいる。しかしここでは、メインバンク制の存在自体をめぐる論争には立ち入ることを避け、そうした関係が通念通りにみられるものと仮定した上で、議論を進めることにしたい。

通常言われているメインバンクの定義、ないしはそれに関する定型化された事実は、次のようなものである。すなわち、メインバンクは、①企業と長期的・総合的な取引関係を維持している銀行であって、②その企業に対する最大の融資シェアをもつものである。しかも、メインバンクは、③重要な貸し手であると同時に、その企業の主たる株主でもある。また、メインバンクは、④資本関係以外にも、役員を派遣するなど、企業と人的結合関係をもつことも多い。さらに、メインバンクは、⑤企業が経営困難に陥ったときには、企業再組織化（再建、救済、解散など）のイニシアティブをとる。そして、これらの特徴付けを満たすような銀行と企業との関係のことを、メインバンク制と呼んでいる。

ここで、①のうちの総合的な取引関係とは、企業とそのメインバンクの間では、貸出取引だけではなく、預金・為替業務をはじめとして、ほぼすべての銀行サービスの部面で取引があるということである。加えて、その企業が社債を発行しているときには、メインバンクは受託銀行となるのが通例である。なお、

⑤の特徴については、企業を救済するのがメインバンクの役割であるかのように言われることもあるが、より実態に即してみるならば、常に救済が行われるとは限らず、上記のように、破綻企業の再組織化のイニシアティブをとると述べるのがより妥当であろう。

企業の規模が大きく、それが必要とする外部資金調達額の規模も大きいときには、1つの銀行あるいは投資家だけでその資金需要に応じることは困難となる。たとえば、ある銀行が、その企業の資金需要を物理的な意味では賄いきれる資金量を有していたとしても、特定の先に融資を集中させることは、分散投資の観点からみて望ましいことではない。また、現実的には大口融資規制が存在し、わが国の場合であれば、銀行は自己資本の20%に相当する額以上を一つのところに貸し出す訳には行かない。したがって、資金需要の規模が大きいときには、企業は複数の銀行および投資家と取り引きすることが必要になる。

しかし、企業が複数の主体から資金提供を受けているとしても、それらの主体がすべて既述の監視者としての役割を果たす必要はない。むしろ、すべての主体がそうした役割を果たすとすれば、重複によるむだを生んでしまうことになる。監視者は、1人いればよいのである。それゆえ、こうしたときには、複数の主体のうちのいずれか1人が、代表して監視者としての役割を果たすことにするのが効率的である。そして、この代表して監視者としての役割を果たしている主体がメインバンクであると理解すれば、上記のメインバンクに関する①～⑤の定型的な事実はすべて整合的なものとして解釈可能である。

まず、監視者としての活動は情報生産的な活動であり、情報費用の一般的特性からみて、監視者としての役割を果たして行く上では、継続的な取引を行うことが有利となる。すなわち、すでに多くの情報を蓄積しているほど、新規の情報の獲得や解釈が容易になるという性質があり、過去に取引経験がある場合の方が、新規に取引を開始する場合よりも、監視費用を低減できると考えられる。この監視費用を節約できるという意味で、過去の取引実績は一種の資本としての価値をもつともいえる。こうした事情は、①のうちの長期的取引関係の

維持を説明するものである。

メインバンクだけが監視活動を行っているのであれば、その分の費用をメインバンクは回収できなければならない。これは、他の銀行からの借入金利に比べて、メインバンクからのそれを高めにするというかたちでも達成可能である。しかし、借入金利を差別化する代わりに、メインバンクに他の取引（預金・為替、社債の受託など）の部面で優遇的な取扱いを与えるというかたちでも、同じ効果をあげられる。このように考えれば、①のうちの総合的取引関係の維持は、それを通じてメインバンクは監視活動に対する報酬を受け取っていると解釈可能である<sup>9)</sup>。

代表して監視を行う者が委託した側から信頼を得るためには、その者自身が監視成果に依存するかたちのリスクを負う必要がある。というのは、監視を怠っても監視者自身は損失を被らないということであれば、その監視者が十全な努力を払うとは期待し難いからである。逆に、監視に失敗すれば、監視者自身が大きな損失を被るという立場にあれば、監視活動は適切に行われるとみなすことができる。したがって、当該の企業に対する融資シェアが大きくて、それ自身が強い利害関係をもっている金融機関でなければ、代表的な監視者としての役割を果たす資格がないということになる。この点は、②と整合的である。

また、③と④は、メインバンクの監視能力と企業行動に対する制約能力を高めるものである。とくに、③の債権者であると同時に株主でもあることによって、メインバンクは、資金提供者内部の利害対立からは独立した立場に就くことができる。

仮にメインバンクが純然たる債権者でしかなかったら、外部の資金提供者のうち株主になろうとする者は、メインバンクが企業行動を監視していることで

9) 企業がメインバンクに決済（当座預金）勘定を開設していることは、メインバンクが監視者としての働きを行ったり、企業再組織化のイニシアティブをとるためには、ほとんど不可欠なものである。すなわち、決済勘定を通じる資金の動きを観察できることは、メインバンクにとって企業の経営状態を知るための重要な情報源となる。また、企業が資金繰りに詰まったような場合に、メインバンクは、当座貸越を認めるかどうかによって、実質的に企業の倒産するタイミングを左右できることになる。



安心することはできない。むしろ、メインバンクからの圧力で債権者の利益を優先して、株主の利益を犠牲にするような企業行動がとられることを警戒しなければならない。メインバンクが主たる株主でもあるということは、こうした警戒の必要性を軽減する効果をもつものである。

なお、最後の⑤の点は、メインバンクのいわゆる「最後の抛り所」としての働きに関わる、ある意味でメインバンク制をめぐるもっとも論争的なポイントである。また、④の役員派遣も、企業が経営困難に陥ったときにより多くみられるものである。これらの定型的事実についても、メインバンクを代表的監視者とみなす観点から説明可能なことである。しかし、企業が経営困難 (financial distress) に陥った際のメインバンクの役割について論じるためには、かなりの紙幅を要することになるので、残念ながら本稿では省略し、他の機会を期すことにしたい。

## V 日本企業は非効率化するのか

これまで日本の企業は、労働者管理企業的な傾きをもつており、としばしば指摘されてきた（例えば、今井賢一・小宮隆太郎編『日本の企業』）。これは、日本の多くの企業では、資本の提供者（株主）ではなく、労働者の側が実質的に残余請求権者の位置を占めていることを意味していると解釈できる。こうした労働者が残余請求権者である体制は、既述のように、企業特殊的な熟練が生産活動において重要な役割を果たしている場合には、効率的な生産を実現するためにむしろ望ましいものである可能性がある。そして、本稿では、株式持ち合いとメインバンク制が、対となって、そうした可能性を現実化するための財務面での仕組みとして機能してきたと考えられることを主張してきた。

しかし、この主張の正否とは別に、日本的経営財務のあり方に近年大きな変容がみられることに着目しておかねばならない。すなわち、最近になって、株式持ち合いの部分的な解消がみられるとともに、銀行の企業経営に対する規制力が弱まりつつある兆しがみられる。とりわけ1980年代の後半のエクイティ・

ファイナンスによって、日本の（大）企業経営者が分厚い手元流動性をもつようになったことは、銀行の規制力をますます弱め、経営者の自律性を高める結果をもたらしたといわれる。

もっとも、こうした変化が構造的なものであるか、一時的なものであるかを現状で即座に見極めることは、きわめて困難である。もしかすると、株式市場のクラッシュとともに、日本的経営財務の状況は以前の姿に戻るようになるのかも知れない。けれども、近年の変化が構造的なものであり、かつ本稿での主張が正しいとすれば、メインバンク制に代替する新たな経営者規律付けメカニズムが生み出されない限り、これまでの日本企業の効率性は、今後は失われていく可能性があることになる。こうした日本企業が非効率化していく可能性については、フリー・キャッシュ・フロー仮説に基づいて Jensen (1989) においても主張されている。

あるいは、近年の財務構造面での変化は、生産活動面での変化（情報化による企業特殊熟練の重要性の低下？）に照応したものであるのかも知れない。もしそうであれば、日本企業が非効率化するという危惧をいただくことは、的はずれなことである可能性もある。しかし、とりあえずの私見では、日本企業のモノ作りの仕方が最近になってとくに大きく変わったとは思わず、財務構造面での変化は、生産活動面での変化の結果というよりは、自律的に生じたものであると判断される。こうした判断に立つと、むしろ近年の変化は、財務面と生産面の照応関係を損ねるものであると考えられ、その結果として日本企業が非効率化していくことが危惧されることになる。

\* この論文の基礎となった研究に対しては、「日本証券奨学財団」および「日本経済研究奨励財団」から研究費の補助を受けた。記して、感謝したい。

#### 参 照 文 献

堀内昭義（1990）「日本における資本市場の機能」、西村清彦・三輪芳朗編『日本の株価・地価』第8章、東京大学出版会

- 池尾和人・広田真一 (1992) 「企業の資本構成とメイン・バンク」, 堀内昭義・吉野直行編『現代日本の金融分析』第2章, 東京大学出版会
- Jensen, M. C. (1989), "Eclipse of Public Corporation," *Harvard Business Review*, No. 5, 61-74.
- 加護野忠男・小林孝雄 (1989) 「資源抛出と退出障壁」, 今井賢一・小宮隆太郎編『日本の企業』第4章, 東京大学出版会
- 倉沢資成 (1991) 「資本市場の機能: 敵対的企業買収と株式持合」, 1991年理論計量経済学会報告
- Sheard, P. (1991), "The Economics of Interlocking Shareholding in Japan," *Ricerche Economiche*, No. 2/3, 421-448.