

共通論題「証券市場の構造変化とコーポレート・ガバナンス」

証券市場の構造変化と企業ガバナンスの変化

二上季代司（滋賀大学）

コーポレート・ガバナンス（以下、CGと略）の経済学的な分析は主として外部コントロール（外部株主、債権者、メイン・バンク等）に関するものが中心であるが、わが国企業のCGに関するこれまでの経済学的な通説は次ぎのようであった。すなわち、英米ではTOB等企業支配権市場を通じて経営者能力を株主が監視・規律付けているが、わが国ではメイン・バンクが監視機能を持ち、規律づけてきた。ところが金融自由化によって起債市場が銀行融資に代替するにつれMBの監視機能は低下した。この説に従えば、ガバナンス機能低下を防ぐためには、銀行が証券業務に進出しMBの監視機能を復活させることだ、ということになる（Aoki & Patrick〔1994〕,Ch4）。

ところが、その後、MBは経営効率化、企業価値向上に寄与していない、もともと高度成長期においてすらMBに監視機能などなかった、むしろMBは過剰投資を誘発しているなど、上記通説に批判的な実証分析が次々と現われるようになった（日高・橘川〔1998〕、マーク・シャー〔1998〕、米澤・佐々木〔2000〕、〔2001〕、堀内・花崎〔2005〕など）。MBに監視機能が無かったとすれば、では統治機能を発揮していたのは何だったのか、と言う問題がなお残るのであるが〔堀内・花崎〔2005〕は「市場競争の圧力である」という〕、ともあれ、こうした学界の潮流が、外人投資家の持株比率上昇、銀行の不良債権問題の深化と銀行危機(1988)など、事態の変化が明らかになった後で出てきたことが興味深い。

1990年代末から株式持合い解消が加速、持株構造が大きく変化するなかで、2004年ごろから敵対的なTOBがわが国にも出現、英米型ガバナンスの萌芽も見られ始めている。その結果、わが国では、株主総会や取締役会等の内部コントロールを巡る会社法議論のほか、TOB等の証券市場法制についても議論されるようになった。アメリカでは経営者の不正行為に対し、独禁法や証券関連法が整備され、残すところは会社法のみとされているが、わが国では、証券関連法も同時に課題だ、との主張がなされていることも興味深い。

この報告の目的は、これまでの日本型企业ガバナンスに関する経済学的分析をサーベイする中で問題の所在を明らかにし、証券市場の構造変化と関わらせながら、日本企業のガバナンス構造を検討することである。