

第 I 部

総 論 編

第1章

東アジアの金融と企業の再構築

第1節 通貨危機と金融危機

1. 金融機能の崩壊がアジア通貨・金融危機を深刻にした

通貨危機により東アジア諸国の1998年の成長率は、劇的に悪化した。ところが、1999年に入って、今度は劇的に回復した。このような大幅な振幅を実体経済だけの变化によって説明することは難しい。これに対して、金融経済においては、急激で大幅な変動はよくある現象である。したがって、通貨危機による景気悪化は実物的要因ではなく金融的な要因によって、よりよく説明できるだろう。

それでは、どのようなメカニズムによって、金融市場の不均衡、ないしは混乱が実体経済に影響を与えと考えられるのだろうか。

銀行を中核とする金融システムは、(1)資金の出し手と資金の取り手の間を取り持つ役割を果たしている。これを金融仲介機能という。また、(2)とくに銀行は決済システムの要をなしている。これを決済機能という。いずれの機能も経済全体にとって不可欠の役割といえるだろう。これらが機能不全を起こすと経済成長率にも当然影響を与えと考えられる。しかし、機能不全といっても、アジア通貨危機でみられたほどの劇的な振幅を引き起こすためには、やはり劇的な機能不全でなくてはならないだろう。例えば、金融仲介の機能不全の症状としては、銀行の不良債権比率の上昇があげられるが、これ

だけでは大幅なマイナス成長を説明するのは難しい。通貨危機以前から銀行の不良債権比率がきわめて高かった中国は、通貨危機の影響を逃れた。

こうしたことを考えると、金融仲介機能や決済機能が不全になったというよりは、これら機能が一時的に停止したことが経済の急降下を招いたといえる（後でもみるように、この説明は、その後の景気の急回復とも辻褄が合う）。

危機以後に盛んにいわれるようになったのは、「危機に見舞われたアジア諸国では、銀行が十分な審査もせずに貸出を行ったり、貸出後の資金の使用をきちんと管理監督しなかったために、資金が非効率に利用された」ということである。これは、言い換えると銀行による金融仲介の機能不全である。しかし、こうしたことによる影響は、長期的な成長率の低下であって、アジア通貨危機のような劇的な変化ではないだろう。アジア諸国で実際に起こったことは、「多くの銀行が資本不足ないしは、債務超過状況に陥り、銀行を通じる金融仲介が崩壊して、新規投資がほとんど行われなくなる」という状況であり、これは、金融仲介の機能停止といった方が適切である。

また、決済の機能不全という点、例えば、「決済システムが電子化されておらず非効率的でコストが大きい」、というような状況が思い浮かぶ。これに対して、アジア危機では、取引銀行の閉鎖や財務悪化による信用低下により、部分的ではあったが、決済手段の消失が起こったと考えられる。例えば、銀行預金が信用できなくなれば、これを介して資金決済を行うことが難しくなる。これは、決済の機能停止というべきであろう。

2. 金融機能の停止はなぜ起こったか

急激な金融機能崩壊の直接的原因は、企業および銀行の財務状況の急激な悪化である。これは、為替レートの予期せざる下落が原因となって引き起こされた。また、その前提条件としては、企業および銀行の外貨建て借入が膨れ上がっていたことが指摘できよう。

各国政府やIMFなど国際機関の初期対応のまずさも、火に油を注ぐ結果と

なった。例えば、インドネシアでは十分な預金保険制度の整わない状況下で、銀行を閉鎖し取り付け騒ぎが起こってしまった(本書第7章武田論文参照)。また、杓子定規な高金利政策と緊縮財政政策によって、金融危機を深刻化させてしまった。このようなアジア通貨危機のマクロ経済的分析について、より詳しくは国宗編[1998]；[2000]を参照してもらいたい。本書では、第2章高阪論文において、高金利政策の是非が論じられている。

3. 景気はなぜ急回復したか

思いがけない通貨危機と経済の悪化で世界を驚かせたアジア諸国は、1999年半ば以降、急速な景気回復により再び世界を驚かせることになった。このように景気が急回復しているのは、金融機能の崩壊といった異常事態が終息したからだと考えられる。銀行部門への資本注入などの金融再建策が進展し、少なくとも決済システムは回復している。異常な高金利政策と超緊縮財政という当初の誤りもすでに正され、景気政策は緩和基調へと転換されている。銀行の金融仲介機能は損なわれたままだが、金融仲介機能は決済機能よりも代替可能性が高い。すなわち、株式や債券市場による資金調達への切り替えなどが一部では起こっているようだ(例えば、第8章柏原論文)。また、本書第5章三重野論文では、タイの銀行システムはそもそも製造業への金融仲介に弱かったという仮説を提示している。さらに、それが金融危機の景気への影響が限定的となっている理由だとしている。

なんといっても、景気回復は歓迎すべき変化である。しかし、これで金融や企業財務の問題がなくなったというわけではない。多くの国では、企業財務の再構築は緒についたばかりであり、金融の再構築も十全とはいえない状況である。つまり、金融の機能不全の問題は解消していないことに注意が必要だ。金融の機能不全は、それだけで劇的な危機を引き起こすことはないが、中長期的な経済成長に悪影響を与えるだろう。本書が扱うのはまさにこの問題である。

なお、明示的な通貨危機に襲われなかった国々でも金融の機能不全の問題や企業の財務悪化の問題などを抱えている国も多い。とくに移行経済諸国では健全な金融システムの構築に苦勞することが多い。本書ではベトナム(第9章渡辺論文)や中国(第10章渡邊論文)のケーススタディを収録した。

4. 本書の課題とこの章の構成

本書では、この問題(金融機能の完全な回復)を、企業側、銀行側の二つの側面から考察する。前者は企業の再構築、後者は金融の再構築の問題である(再構築は英語ではリストラクチャリングに対応する)。本書の各国編ではタイ、マレーシア、インドネシア、韓国、ベトナム、中国といった特定の国に則した分析が示されるが、この第1章では、まずは一定の枠組みにもとづいて、企業再構築における問題点を概観し、続いて金融再構築の問題をみることにする。

アジア通貨危機後の、企業再構築に関しては、単に高い債務比率⁽¹⁾の問題として捉えられがちである。しかし、こうした表面的な理解では、適切な対応法を議論することは難しい。例えば、第8章柏原論文にあるように韓国の財閥改革では債務比率を200%に落とすことが目標となっているが、この数字自体にはなんの根拠もない。まずは、一定の枠組みにもとづいて、なぜ債務比率が問題なのかを考察することが肝要である。そのうえで、望ましい対応策を議論することが可能となる。これらが、次の第2節の主題となる。

第3節では、金融の再構築、なかんずく銀行の再建策を論じるが、銀行も企業であることには変わりがない。したがって、第2節の企業の議論とは何が異なるのか、という疑問が生じる。そこで、第3節では、一般の企業と比較して、銀行にはいかなる特殊性があるのかを示し、しかる後に銀行再建策の際に注意すべき論点を提示する。

この章では、主に「エージェンシー・コスト」(代理費用)という概念を使って、金融・企業の再構築の諸問題を考察する。そのため、あまりに理論的に

割り切りすぎているという印象を受けられる読者もおられるだろう。金融システムの現実のありようや機能の仕方には、国ごとの独自性があるのは当然である。そして、金融・企業の再構築の実態も各国独自の様相が存在する。そうした、個別性の観点からの分析は国別編のそれぞれの章において行われることになる。

また、この章では、第2章以下の各章との対応に関して可能なかぎり言及し、読者に本書の道案内をすることに努める。そうすることによって、総論としての役割を果たしたい。

なお、本章の分析の理論的背景を、より詳しく知りたい方は、本書の理論編（第3章、第4章）を参照していただきたい。

第2節 資本構成と企業の再構築

企業がどのような手段で資金を調達しているかを企業の資本構成という。おおざっぱに分類すると、経営者の提供する資金、株式発行による資金、負債発行による資金の三つに分けられる。これらの異なる性格をもつ資金が、どのような比率で組み合わせられて、企業の資金調達がなされているかを「企業の資本構成」の問題という。この問題を考えるに際しては、企業金融の理論の世界でモディリアーニ＝ミラーの定理（以下、MM定理と表記）として知られる見解が出発点となる。MM定理によると、企業がどのように資金調達を行うかという資本構成の問題と、投資や生産などの企業行動の意思決定の問題は、相互に影響を与えることはなく、それぞれ独立の問題として考察してよいとされる。したがって、こうした資本構成の問題は大して重要なことではないということになる。

しかし、MM定理が成り立つのは、さまざまな「摩擦」の存在しない理想的な経済のなかのみである。例えば、通貨危機やバブルの崩壊の後に、企業や銀行の債務問題がこれほど問題視されるのは、なぜであろうか。MM定理

の理解では、債務が過大かどうかは、企業的意思決定にはなんの影響も与えないはずである。しかし、現実の経済社会では、MM定理とは違い、資本構成と企業的意思決定は独立ではないと思われる。

企業金融の理論の分野でも最近(といってもこの20年程度の期間)では、資本構成の違いが、どのように企業の投資や生産行動に影響を与えるかを説明しようとしてきている。そして、資本構成と投資・生産の決定が独立とならない根元的な理由としては、企業の経営者と所有者(株主)、債権者といった企業をめぐる利害関係者同士の間で利害対立の発生があるとされている。資本構成の変化は利害関係者同士の利害対立の様相や程度を変化させることにより企業の意思決定過程を変化させる、というわけである。そこで、次に、どのような利害対立が発生する可能性があるかを、簡単に例示しておこう(ただし、利害対立があっても、それが常に問題となるわけではない。それが問題になるのは、多くの場合、情報の非対称性が存在することによっている)。

1. 外部資金調達が必要れば、利害対立も生じない

まず、最も単純な資本構成に関して考えると、それは、100%オーナー経営者が所有する企業で、かつ借入がゼロの場合である(経営者の提供する資金のみで会社が成立している)。この場合は利害対立は、全く問題とならない。なぜなら、利害関係者は一人しかいないからだ。経営者=所有者であり、債権者は存在しない(しかし、利害関係者として例えば労働者の存在も考慮すべき場合もある。本書でも第10章渡邊論文では、中国の企業再構築に際して労働債権の扱いをどうするかが重要であることが指摘されている)。

これだけ考えると、世の中の企業はすべて100%オーナー企業であるべきであるような気がする。しかし、実際にはオーナーの資金量には限りがある。その一方で、十分に収益率の高い投資機会が存在するのであれば、利害対立が生じる可能性のある株式や負債を発行してでも外部資金調達を行うことは十分に合理的な選択なのである。

2. 株式発行による利害対立

次に、株式発行によって外部から資金を調達しているが、負債はゼロの企業を考えよう。こうした企業においては、経営者と株主の間で利害が食い違ふことがある。株主にとっては企業価値の最大化が望ましい。ところが、経営者は自分自身の便益のために企業価値最大化とは反する行動をとる可能性がある。例えば、豪華な社屋や保養施設の建設や過剰な交際費の計上など企業の収益につながらないが経営者の満足度を高める行動である。経営者が株式の一部を所有している場合（＝経営者の提供する資金はゼロではない）でも、経営者が株式のすべてを所有していないかぎり、多かれ少なかれ同じことがいえる。

3. 負債発行による利害対立

最後に、企業が銀行借入や社債の発行（いずれも負債発行の一形態）によって資金調達している場合を考える。これらは、いずれも負債による資金調達であるが、負債には二つの特徴がある。一つは、それが将来における一定額の支払いを約束するものであること（これに対して、株式は収益の一定比率を配当として受け取る権利を有している）。二つには、約束どおり支払いが行われなかった場合（＝債務不履行時）には、債権者が取り戻すことのできる額には限りがあること。これは、株式会社などが有限責任の原則に従うからである。債権者は会社の資産を差し押さえることはできるが、会社経営者の個人資産を差し押さえることはできない。あるいは、株主に対して不足額の支払いを要求することもできない。要するに、会社の資産として残っているものしか取り戻すことはできない。

こうした特徴があるため、債権者の立場からみて重要なことは、企業価値の最大化ではなく、企業価値が一定額を下回らないことである。つまり、元

利支払い能力を有する水準の企業価値を維持することである。ところが、経営者や株主の側には、正反対の動機（インセンティブ）が発生する⁽²⁾。彼らにとっては、失敗する危険は高いが成功したときには大きな利益をもたらすような行動（ハイリスク・ハイリターン）を取った方が利益になる。極端な場合には、安全な事業計画に比べて期待収益率が多少低くても、よりリスクの高い事業計画を選択する可能性さえある。なぜならば、借金を利用した事業が成功したときの（超過）利潤は自分のものになるのに対して、失敗したときの損失は、債権者が負う構造になっているからだ。

以上のような利害対立の存在（および存在の可能性）は、企業的意思決定を歪める原因となる。よって、利害対立による悪影響を最小限に止めることができるような最適な資本構成は、どのようなものかを考えることの意味は大きい。

ここで、注意してもらいたいのは、企業の資本構成は、それ自身が問題というよりも、それが企業的意思決定にどのような影響を与えるかという観点から重要になってくるということだ。したがって、単に債務比率が高いから問題があるとするのは、きわめて表面的な分析といわざるをえない。また、ある国の債務比率を欧米諸国の平均と比べて高いとか低いとか議論するのも表面的である。なぜなら、経営者、株主、債権者など企業の利害関係者同士の関係のありようは、国ごとに異なっており当たり前であるし、背景にある法的制度的枠組みも異なる。これらの差異により、最適な資本構成比率も異なってくるのは当然だからだ。

4. 資本構成と代理費用（エージェンシー・コスト）

以上みてきたように、株式発行にしる負債発行にしる、それにともなって企業の利害関係者間に利害対立が発生する。株式の場合は経営者が株主の利益に叶う行動をとるかどうかが、負債の場合は、経営者および株主が債権者の利益に叶う行動をとるかどうかが問題となる。これらは、いずれもエージェ

ンシー問題と呼ばれる枠組みで理解可能である。エージェンシー問題とは、プリンシパル（依頼主）とエージェント（代理人）との間で、代理人が依頼主の利益に叶った行動を取らない動機をもつという問題である。株式発行に際しては、株主が依頼主で、経営者が代理人である。負債に関しては、債権者が依頼主で経営者（および株主）が代理人となる。いずれの場合も、代理人を適切に動機づけるにはコストがかかる。また、完全にエージェンシー問題を解決することは困難であり、解消されない部分も残る。エージェンシー問題にともない発生する経済費用のことをエージェンシー・コストと呼ぶ。カタカナで書くのは長ったらしいので、本書では「代理費用」という日本語訳を当てて表現する。さらに、この章では、きわめて頻繁にこの語を使用するので、「AC」と略させていただく。ACは、エージェンシー問題の発生そのものによる直接的なコストだけではなく、エージェンシー問題を防ぐために払われる努力も含まれる（詳しくは後述する）。

さて、株式の発行にも負債の発行にもそれぞれACが発生するが、その発行量が大きくなればなるほど、追加的に生じるACは大きくなるだろう（ところで、追加的に発生するACと総ACの区別は大切である。負債〈株式〉の発行量がほんの少し変化したときに追加的に発生するACを以下では負債発行〈株式発行〉の限界ACと呼び、総ACと明確に区別する。総ACは単にACと表記する場合もある）。そこで、両方のACの総和が最小になるよう株式と負債を組み合わせる利用するのが賢い選択である。このようにして達成された最適な組み合わせが、すなわち最適資本構成である。

5. 代理費用の分類

ところで、株式に関わるACと負債に関わるACをより細かく分類すると、共通する要素と異なる要素がある。

まず、共通するものであるが、前述したように、代理費用には、代理人（エージェント）が依頼主（プリンシパル）の利益を損なう行動（機会主義的行動）を

とることによるコストと、こうした行動を防止するためのコストの二つが含まれる。これらは、現れ方に差異はあるが、負債、株式の両者に共通する要素である。

防止するためのコストは、さらにボンディング・コストとモニタリング・コストの二つに分類できる。この二つは、直接的なコスト負担の主体の違いにより区別される。ボンディングは直接的には代理人（企業側）がコストを支出し、モニタリングは直接的には依頼主（株主または債権者）がコストを支出するという相違点がある。しかし、いずれの場合も最終的なコスト負担者は企業側となる。なぜなら、モニタリングの場合もそのコスト分だけ低い価格で株式や負債が発行される（したがって、引き受け者である株主や債権者から発行者である企業側にコスト負担が転嫁される）ことになるからだ。

主に株式発行に関わるモニタリング行為の例は、株主総会などを通じた公式の企業コントロール、ストックオプションなどの経営者へのインセンティブづけの仕組み、外部取締役の任命などである。定款などで支出可能項目を制限し、その遵守を監視することもモニタリング行為の一つである。株式発行に関わるボンディング行為の例は、定款などで経営者の不法行為を明記するなど経営裁量権を制限すること、企業自らが有価証券報告書を作成して公表すること、などである。

主に負債発行に関わるモニタリング行為の例は、債務契約に財務制限条項を付帯し、その遵守を監視することなどである。ボンディング行為は、債務者が財務諸表を作成し、公認会計士による監査報告の提出を約束することなどである。

異なる要素としては、負債発行に特有なACとして、倒産費用と呼ばれるものがあげられる⁽³⁾。倒産が発生するのは負債を発行するからであるので、倒産にともなう追加的な費用は、負債発行のコストとなる。しかし、倒産が実際に生じたときに発生する追加的な費用そのものが負債発行のコストになるわけではない。それは、倒産が必ず生じるわけではないからだ。したがって、より正確には、負債を発行することにより発生した倒産の可能性（確率）×倒産

した場合に想定される費用＝負債発行にともなう倒産費用、である。

また、注意する必要があるのは、倒産することそのものが費用となるのではないことだ。倒産が発生しても、摩擦なしに効率的に倒産が処理されるならば追加的な費用は発生しないと考える。しかし、実際には摩擦なし(あるいは効率的)に倒産処理が行われることは、ほとんどない。

ところで、何をもって「摩擦がない」ということができるのだろうか。

第一に、「倒産した企業が存続すべきかどうかを適切に判定すること」、があげられる。適切な判定とは、企業が存続した場合の価値(存続価値)と企業を清算した場合の価値(清算価値)を比べ、前者が上回る場合には存続、後者が上回る場合には、清算という決断がなされることである。これが逆さまになると、経済価値が必要以上に失われることになる。実際には、この条件を満たすことは難しい。その理由は二つある。一つは情報の問題、もう一つは利害対立の問題である。

情報の問題は、企業の存続価値や清算価値の判定が難しいということである。単に、情報が限られている、あるいは少ないということによっても判断が難しくなる。それに加えて、いわゆる情報の非対称性の問題もある。一般に、企業経営者は存続価値などの判断に必要な情報を最も多くもっており、株主や債権者はより少ない情報しかもたないという情報の偏り(＝非対称性)があると考えられる。これらによって、不適切な清算や存続の決定がなされる危険性が生じる。

利害対立の問題としては、例えば、全体としては清算が望ましい(清算価値>存続価値)にもかかわらず、一部の利害関係者(例えば経営者や株主)にとっては存続が望ましい場合が考えられる。また、その反対の場合もありうる。そして、こうした一部の利害関係者の主張が通ってしまった場合には非効率な清算や存続が発生する。

「摩擦がないこと」の条件の第二には、「迅速な倒産処理が行われること」があげられる。しかし、実際には倒産処理には多大な時間がかかることが多い。倒産処理に時間がかかると、その間に有能な従業員や優良な取引先がラ

表1 代理費用の内訳

	共 通	特 殊
株式発行のAC	①経営者の機会主義的行動によるコスト	
負債発行のAC	②モニタリングとボンディングのコスト	倒産コスト

(注) モニタリングとボンディングの違いは、最初の費用支出の主体の違いによる。モニタリングは株主・債権者が費用を支出し、ボンディングは経営者（企業）が費用を支出する。

しかし、いずれの場合も、最終的費用負担者は経営者（企業）である。

（費用の転嫁） 株式の場合，発行価格の低下。

負債の場合，利回りの上昇。

倒産コスト ①存続か清算かの判定の誤りによって生じる機会費用。

②Financial Distress。

※それぞれ倒産確率により調整された大きさとなる。

イバル企業に奪われるなど、金融逼迫（financial distress）と呼ばれる問題が発生する。これは、企業の存続価値や清算価値を必要以上に損なうことになる。処理に時間がかかってしまうことの理由も、存続・清算の判断を間違う理由と共通の要因で説明される。まず、存続価値や清算価値などの判断に必要な情報が不足したり、情報の非対称性がある場合には、利害関係者同士の意見の一致を得にくい。また、さまざまな利害対立の発生は交渉を複雑にし、時間がかかる原因となるだろう。

やや説明が込み入った感があるので、表1に、本項で説明したACの分類のまとめを示したので、参考にしてもらいたい。

6. 代理費用は誰が負担するのか

すでに、ACの一部は企業側が負担することは説明した。前項でのモニタリングとボンディングの費用がそれである。同様の理屈で、これら以外のACに関してもすべて企業側が負担することになる。これは、株式にせよ債券にせ

よ新規発行の際に発行価格や利回りといった発行条件のなかにACが反映されるためである。そうでなければ、投資家や債権者の立場からすれば、なんにもわざわざその株式や債券に資金を投入する動機はないというわけである。市場には代替的な投資先が多くある。

この点は、全くそのとおりではあるが、新規発行の際に反映されるということに注意が必要である。これに対して、予想しなかった変化によって、すでに発行済みの株式や負債に関するACが事後的に上昇した場合の費用負担は、株式・負債の引き受け者が負担することになる。もっとも、事後的に金利などを引き上げることができるのならば、事後的にもACの上昇分を債務者に転嫁することはできる。しかし、ほとんどの場合、事後的に契約内容を変更することは難しい。したがって、アジア通貨危機後の状況に関しての本章の考察では、事後的に上昇したACは一般株主や債権者が負担するとして分析を行う。この点は、ACに関する通常の議論と本章の議論の大きな相違点である。

以上がACにもとづいた最適資本構成決定の基本的な道具立てである。ACを含め企業金融論に関しては、本章以外に第3章渡邊論文にも詳しい解説があるので参照されたい。また、本章の結論のいくつかについて、より理論的な証明に興味のある読者は、第4章国宗論文を参照してもらいたい。

いよいよ次からは、この枠組みを用いて、アジア通貨危機後の企業再構築の分析を試みよう。

7. アジア通貨危機に即して考える

(1) バランスシート調整

すでに述べたように、通貨危機の発生は外貨建て債務負担の増大や景気悪化による財務悪化により企業や銀行の債務過多を引き起こした。債務過多の極端な場合は、債務超過であり、これは負債の額が企業の資産額を超過して

しまった状態を指す。銀行の債務超過などが金融機能の崩壊を招き、経済成長率の急激な降下を招いたことはすでに述べたとおりである。

しかし、ここでは債務過多といっても、債務超過にまでは至らないが、債務の比率が望ましい水準を上回っている状態を主に考察する。これは、劇的な問題は引き起こさないが、余分なACを発生させることにより、企業経営の動機を歪め経済の中長期的な発展の阻害要因となりうるだろう。また、企業が最適な資本構成を回復しようとする調整過程「バランスシート調整」が発生すると考えられる。これは、投資の減少などを引き起こし、景気回復の足を引っばることにもなる。

通貨危機後のACの変化に関する分析は、思った以上に込み入った証明が必要である。そこで、詳しい分析は別個に一章を設けて解説する(第4章国宗論文)。ここでは、その主な結論だけを示しておこう。

通貨危機による外貨建て債務の名目額上昇は、①株式の価値を下落させる(もちろん経営者の持ち分の株式価値も下落させる)、②既存の負債の総ACを上昇させる、しかし(一定の前提条件のもとで)株式の総ACは不変である、③負債、株式の限界ACをともに上昇させる(=新規資金調達の際の費用を高める)、④負債の限界ACの上昇の方が株式の限界ACの上昇を上回る(ただし、これは一定の前提条件のもとで言える。余談だが、証明が意外に大変だったのは主にこの点である)。

よりくだけた表現で言い直してみよう。①は簡単である。すべてのアジア諸国で株価は劇的に下落した。これにより株主は損失を被ったことは明白である。②は債権者も困っていることを示している。負債のACが上昇したときには、例えばモニタリングを強化するといった対応も必要になるだろう。実際、通貨危機発生のおと海外の債権者はあわてて担当者を各国に派遣して債務管理の強化に動く必要があった。一方、株式の総ACが不変という結論は、やや不思議に思えるかもしれない。これは、経営者の持ち分も一般株主の持ち分も同じ比率だけの株価下落を経験することによっている。その結果、両者の持ち分同士の相対的な比率は、不変となる。要するに株主総会のときの

投票権の大きさはオーナー経営者も含めて各株主にとって、以前と変わらない。よって、経営者と一般株主の力関係も変わらない。だから、総ACも変化しない(ただし、ここでは経営者と一般株主の間でのACが、両者の持ち分比率のみの関数だと仮定している。逆にいうと、ACが持ち分比率以外の要素、例えば負債の大きさの関数でもあるならば、結論は変わりうる)。

③は、こういう状況で新規資金調達をしようとしても、貸し手はべらぼうな金利を要求するし、投資家はより安い株価でないと増資に応じようとしない、ということである。④は、それでも企業が敢えて資金調達をしたいというなら、株式の新規発行の方がましである、ということである。

③までは、当たり前の結論のようではあるが、ACの枠組みからきちんと証明ができるということが面白い。④は、直感的に当たり前かどうかは、やや不明の事柄であり、証明できたことの価値はより大きい。これは、危機のあと景気が回復を始めて、企業が資金調達を再開しても、企業は、まずは借入ではなく株式市場での資金調達を望むことを意味する。だとすると、銀行貸出は景気回復に比較して回復が遅れることを意味するが、これは、実際に今、多くのアジア諸国で観察されている事実とも符合する。

本書でも、例えば第2章高阪論文におけるクレジットクランチの分析で、資金の需要側が落ち込んでいる可能性が指摘されている。また、国別編の諸章においても、株式市場の活況は回復しているのに対して、銀行貸出は回復していないことが報告されている。

(2) ACの負担主体と改革の熱意

上述したように、多くの企業が債務の新規発行以外の新規資金調達を望ましく考えているとすると、どんなことがいえるだろうか。例えば、企業は債務発行にともなうAC(限界AC、総ACいずれも)を低下させるような改革に関しては、あまり関心を示さないだろう。なぜなら、当面、負債の発行計画はないからである。一方で、債権者の立場に立つならば、負債のACを引き下げた改革はきわめて重要なものである。なぜならば、通貨危機という事態の発

生によって、負債にともなうACは思っていたよりもずっと大きなものになったからである。だからといって、債権者が既存の負債契約の条件を一方的に変更することは難しい。このように、事後的な意図せざるACの増大は、新規発行の際とは異なり、債務者(企業側)ではなく、債権者側が負担することになるといえるだろう。コストを主に負担する側が、コストを引き下げるような改革には、より熱心になるのは当然であろう。

例えば、会計基準の改革について考えてみよう。企業が自ら行うボンディング行為の一つに財務諸表の作成と公表がある。会計基準の改善は、その信頼性を引き上げるので、結果として負債のACを低減させると考えられる。しかし、これは新規債務の発行を当面考えていない企業にとっては緊急の課題とは思えないだろう。一方、債権者にとっては、既存債権の価値下落を防止したり、管理を継続するために重要な方策となる(ただし、会計基準の改善は有価証券報告書の記載内容の信頼性も引き上げるだろう。これは、株式発行にともなうACをも引き下げる。したがって、企業が負債を新規発行する気がなくても、株式の新規発行を行う気があるならば、この改革に熱心になる可能性はある)。

例外は、通貨危機の影響をあまり受けなかった企業である。こうした企業においては、負債発行による資金調達の可能性は相変わらずある。そうだとすれば、負債発行のACを引き下げる改革は望ましいと考えるだろう。

最近、よく目にする俗説に「経済の回復はアジア諸国の構造改革へ向けた熱意を冷ます」というものがある。しかし、負債のAC(厳密には限界AC)を引き下げる改革に関してみれば、経済回復により、新規負債発行を必要とする企業が増えるほど、熱意が増すといえるのではないだろうか。

より極端な事例としては、第5章三重野論文(タイ)で言及されている「戦略的債務不履行」があげられるだろう。これは、債務の元利支払いが可能であるにもかかわらず、履行しない、という現象がタイにおいて広がっているという指摘である。端的にいうと、負債による新規資金調達を考慮に入れている企業であれば、このような債権者との関係を著しく損ねるような行為を敢えて犯すことはありえない。比較的健全な企業であっても、バランスシ-

ト調整のため負債発行という選択肢を（少なくとも当面は）全く除外してしまっている証左であろう（ただし、ACの議論にかかわらず、このような行為を許容しているタイの法制度の不備は正されるべきである）。

また、危機に見舞われたアジア諸国は、会計基準の改善や倒産法制度の整備などの（ACを低減させるような）制度的な枠組みが不備だ、と批判されることが多くなった。これらは、危機以前には問題視されていなかったにもかかわらずである。

しかし、政府がこれらの制度的枠組みを整備するにしても、コストが必要となる。例えば、政治的な意思決定を行うためのコストや行政のコストがあげられる。そうだとすると、危機以前の状況では、制度整備の限界的なコストと制度整備の限界的な便益が均衡していた可能性がある。これに対して、危機という予想外の事態によってエージェンシー問題が深刻化した後の状況では、制度整備の限界便益がコストを上回るようになった、とみることができる。したがって、確かに事後的にみると制度の不整備が目につくことになるが、事前的には、制度整備への労力の投入を怠っていたのは、十分に合理的な選択でありうる。

例えば、途上国における官僚の質は、あまり良いとはいえない。新しい制度を設計し、それを運用することのコストは大きくなるだろう。これは、行政のコストである。また、レントシーキングが横行する風土のなかでは、政治的な意思決定を適切に行うことも困難である。これは、政治的意思決定のコストが大きいことを意味する。

もちろん、そんなことをいっていても、現在では、制度整備が必要になっていることには違いはない。ただ、これまで政府は制度整備を怠ってきたので、これからもきちんと制度整備をしないだろう、と考えるのは一面的にすぎるだろう。危機によって上昇したACが十分に大きく、また、そのことが正しく認識されるならば、政治や行政コストが大きくとも制度整備への機運が盛り上がることはありうる。インドネシアやタイでは、それまでは放置されてきた破産法の整備が通貨危機を契機として行われたのは、一つの実例であ

る。

(3) 政策の評価

さて、より具体的な諸政策の評価においてもACの観点からの分析は有効である。金融・企業の再構築に関しては、ともすれば平板的にあらゆる政策を列挙するだけになりがちである。これに対してACの観点を利用すれば、諸政策の順序づけあるいは、意味づけをすることは十分に可能である(以下それぞれの証明は第4章国宗論文を参照)。

まず、債務と株式の交換(以下、DEC⁽⁴⁾と表記)を奨励することは、直接的に資本構成を変化させる政策であり、分かりやすい。そこで、資本構成の健全化の切り札のように捉える向きもある。また、この政策に大きな重点をおく国もある。しかし、第4章国宗論文では、意外にもDECの効果は限られているという結論が得られる。その理由は、通貨危機にともなう変化では、負債も株式もいずれの限界ACも全般的に上昇しているのもので、両者の相対的比率だけをDECで変化させても、相変わらず通貨危機以前に比べるとACの総体は高くなってしまふからだ。さらに、新規資金調達のコストも高くなる(DECしない場合の株式の限界ACよりも高くなる)。一方、リスクや債務カットは、限界ACを全般的に引き下げるというDECより優れた面をもっているが、利害関係者間での所得移転をとまなうことになるから、自発的に行われるとは考えにくい。

したがって、より根本的には負債や株式の限界ACを直接低下させるような政策の方が有効性が高いということになる。例えば、倒産法制度の整備は倒産費用の低下を通じて負債の限界ACを低減させる。会計基準強化は、ボンディング費用の低下を通じて、負債、株式の限界ACを低下させる。これらの政策によって十分に限界ACが低下するのであれば、その影響はあまねく経済全体に及ぶし、既存の負債や株式にとまなうACも新規資金調達に関連するACもともに低下することになるだろう。

では、負債の限界ACを主に引き下げる政策と株式のACを主に引き下げる

政策のいずれが、より有効であろうか。答えは、一長一短がある、というもののとなる。即効性があるのは株式のACを引き下げる政策である。先にみたように、現状では多くの企業は負債の発行を後回しにする傾向が強く、もし資金調達を行うのであれば、まず株式の発行をより好むだろう。このような状況では、負債の限界ACを十分大きく引き下げないかぎり、負債経由での新規資金調達を増やすことはできない。一方、株式の限界AC引き下げは、直ちに新規株式発行を増大させる効果を発揮するだろう。

しかし、そもそも中小規模の企業にとっては、株式発行という選択肢は存在しないのが普通である。これらの企業にとってみれば、株式の限界ACの低下は、まったく関係ない。したがって、中小企業にとっては負債のACを低下させる政策の方が重要である。

(4) 倒産法制度整備の意義と注意点

諸政策のなかでも、倒産コストを引き下げる政策である倒産法制度に関しては特別に付言すべきことが多いので、ここで別項として独立して論じる。もちろん、倒産法制度も倒産コストを引き下げることを通じて、負債発行のACを低減させることに意義がある点では別の政策と同じである。したがって、その評価も、本当に倒産コストを引き下げ、ACを低減させることができるかという点からなされる。

この観点からいうと、まず、それが迅速な処理を可能としているかどうかが大切である。迅速な処理により企業の存続価値の減少を防止することが期待される (financial distressの防止)。次に、非効率な清算や非効率な存続を回避するものでなくてはならない(「最適な破綻処理」)に関しては第3章渡邊論文第3節が詳しいので参照してもらいたい)。

これらの問題に対する解決策として、アギオン・ハート・ムーアの提案(以下、AHM提案と表記)と呼ばれるものが知られている。これは、負債の株式転換と優先権に応じて与えられる株式買い取り権利(オプション)の付与を組み合わせた巧妙な方策により、非効率な清算や存続を避けることを可能とする

提案である。しかし、残念なことに世界広しといえども、この提案どおりの方策が現実に行われている国は存在しない。それは、この提案の実施には、債権の優先権に応じてオプションを付与するなど、目新しく、かつ複雑な手法が必要とされているからだろう。これに対して、池尾・瀬下 [1999] は、戦後の日本で現実に行われてきたメインバンクを中心とした企業倒産の私的処理の慣行が、AHM提案が目指しているのと全く同様の効果をもっていることを示した。これは、現実に行われかつ私的に形成された慣行であるという点で、きわめて興味深い事例である（また、池尾・瀬下の証明も簡潔にして十分であり、見事である。AHM提案も分かりやすく解説されており、是非、池尾・瀬下 [1999] をご一読されることを推奨したい。しかし、同時に池尾・瀬下 [1999] では、近年の日本ではメインバンク制度の存立基盤そのものが消失しつつあり、こうした方法による倒産処理も次第に無効になりつつあることも指摘している）。

さて、東アジアのいくつかの国では、米国法を模範とした倒産法制度改革が実施された。ところが、深尾・森田 [1997]、深尾 [1999]^⑤は、米国型の倒産法制度は日米欧のなかでは、最も債務者である企業経営者に寛容であるという問題を指摘している。

また、池尾・瀬下 [1999] では、米国型破産法制度が裁判官の裁量に大きく依存しがちである点および、その弊害を指摘している。倒産法制度が確定することは、民間の債務交渉にも影響を与える。それは、「破産法制的存在は私的交渉を行う際の出発点を与えるものである」からだ。したがって、日本においては、「裁判官の裁量の余地がかなり小さくなっている点が重要」である。それにより「裁判官が判決において下す配分……に関して合意が得られやすく、それを出発点とした交渉が比較的容易に行える」ことになる。これに対して、「米国においては、……裁判に訴えたときの結果が裁判官の裁量に大きく依存しており……私的な処理の弊害になると考えられる」（「 」内は池尾・瀬下 [1999] からの引用）。

実際、タイやインドネシアでは新破産法にもとづいて、すでにいくつかの判決が出ているが、①債務者側に有利な判決が多い、②裁判官の裁量が大き

く結果が予想しがたい、などの批判が強くなってきている。これらは、当該国の政府の責任として批判されることが多いのだが、モデルとした米国の倒産法制度そのものにも内包されている問題点なのである。したがって、今後は、日本および欧州などの倒産制度体系にも学び、修正を行っていくことが望ましいといえるのではないだろうか。

1999年夏に筆者が行った現地調査では、倒産制度の改革にあたって、日本の法律なども参考にしようとしたが、言語の問題や専門家の支援などの不足により十分ではなかった、結局は、最も情報の得やすかった米国法を中心的に参考にせざるをえなかった、とのタイの専門家からの証言があった。こういった技術的な側面での日本からの支援を強化することも必要だろう。

(5) Fire sale

また、ACは外国人の株主や債権者を相手にする場合の方が、より大きくなる可能性がある。なぜなら、国内の主体に比べて外国人のもつ情報は少ないからだ。こうした情報の非対称性は、企業の利害関係者の間に利害対立を引き起こす原因となるし、また、それを激化させる要因ともなる。さらに、外国人がモニタリングを行う場合のコストは、国内主体に比べて大きくなるだろう。いずれもACを増大させる要因である。

このことを前提とすれば、通貨危機のショックにより国内での潜在的な投資家や貸し手からの資金供給が途絶えたときに、株価が下落したり金利が高騰する理由の一つを説明できるかもしれない。すでに述べたように、新規資金調達に際して、より（限界）ACが大きい場合には投資家は低い株価を要求し、債権者は高い利回りを要求する。したがって、国内主体が市場から一時的に撤退することにより、高いACを要求する外国人のみが市場に残るため必要以上に株価などが下落したのかもしれない。通貨危機後、“fire sale”と称して、外国企業などが企業買収の意欲を示していた。これに対し、外国人に本来の価値よりも安値で企業売却を行うものだとする批判もあった。この批判は、全く根拠のないものではなかったかもしれない。

ただし、一方的に外国人が悪いといっているわけではないことに注意してもらいたい。外国人は彼らが主観的に認識する（高い）ACに従って安い値段の企業買収を求めているのである。一方、国内の人々の認識するACはより低いので（＝企業の価値はより高く見積もられる）、それは、法外な安値だと思えるのである。いずれにしても、こうした認識の差は、交渉を難しくするし、外国嫌いの世論を形成して政治的な問題ともなりかねない。

8. その他の問題

ここまででは、主に利害対立とACの観点からアジア通貨危機以後の企業再構築を分析した。しかし、それ以外にも考慮すべき問題はある。ここで、簡単に指摘しておきたい。

(1) 経営者の市場

以上では、経営者の交替の可能性に関しては考えなかった。しかし、有能な経営者を選ぶこと、あるいは無能な経営者を排除するようなメカニズムも重要である。例えば、有望な企業に融資を行う銀行が良い銀行であるし、有望な企業から順番に資金調達が可能となるのが良い資本市場といえる。

また、この観点からは、企業再構築において、M&A活動が「経営者の市場」を作り出しているとする見方（Manne [1965]）も重要である。例えば、外資の参入を奨励することは通貨危機に際してのIMFコンディショナリティーの必須項目となっていたが、この枠組みのなかで意味をもつかもしれない。既存企業が外資に買収されることにより優れた経営資源が移転する効果があるかもしれない。

しかし、外資が有能な経営を提供するかどうかは、注意深く検討すべき事項である。一般に、外国人の方がその国の実情に疎い。つまり、情報の非対称性が大きい。したがって、当該国における経営に関しては、無能である可能性も排除できない。

また、経済混乱時に外資を導入する場合には、前述した“fire sale”の問題をともなう危険性もある。

(2) フリー・キャッシュ・フロー理論

負債発行が経営者を規律づける役割を果たしているとする議論もある。これは、負債の存在は定期的な元利返済の必要性を作り出すので、企業のフリー・キャッシュ・フローを減らすことにより、経営者の機会主義的行動を低減させるというものである。フリー・キャッシュ・フロー理論と呼ばれる。

この章ではこうした観点からの分析は行われないが、本書第10章渡邊論文では、中国を例にとった分析が示される。また、第3章渡邊論文では、フリー・キャッシュ・フロー理論や次にみるペッキング・オーダー理論も含めた最適資本構成の議論を概観しているので、参照していただきたい。読者諸氏の理論的な概念整理の一助となるであろう。

(3) ペッキング・オーダー理論

企業の資本構成に関しては、ペッキング・オーダー理論という考え方も有力である。これも、企業の内外に情報の非対称性が存在することを前提とした議論である。このとき、株式の新規発行は、企業経営者が市場での自社株の株価が過大評価されていると考えているときにのみ行われるだろう。したがって、投資家側は新規株式発行を悪い知らせとして受け取る。これは、新株の引き受け価格を低いものとするので、株式による資金調達費用は高くつく。要するに、情報の非対称性が原因となった逆選択が発生するといえる。だから、企業はなによりもまず内部留保やオーナー経営者の資金による資金調達を真っ先に検討し、それでも不足する場合に負債を発行する。そして、株式による資金調達は最後の手段と考えるだろうというのである。

この理論は、ACにもとづく議論と矛盾するようにみえる。しかし、両者は併存可能である。一方でACにもとづく望ましい資本構成水準が存在するとして、もう一方で新規外部資金調達の際には、ペッキング・オーダー理論がい

うような問題（株式市場における逆選択）が発生するので、企業は（ACの観点から）望ましい資本構成水準を達成するように自由に資金調達手段を選択することはできない、と考えればよい。しかし、それでも、中長期的には企業が望ましい資本構成を達成することは可能である。例えば、内部留保による資金調達が企業価値を上昇させる場合には、負債の現在価値は不変で、株式の価値が上昇するだろう。これは、結果としては負債の比率を低下させることである。このように、新規に株式発行を行わなくても負債と株式の比率は変化させることが可能である。それよりも、オーナー株主と一般株主との間の持ち分比率の変化の方がもっと難しいかもしれない。オーナー株主の資金には制約があるかもしれないからだ。しかし、これとて、十分に長い期間の間には調整可能であると考えられる。

つまり、ACによる分析が示す最適資本構成は、常に摩擦なしに達成できるとはかぎらない。その摩擦の一つを説明するのがペッキング・オーダー理論であると要約できるだろう。

第3節 金融（銀行）の再構築

本節では、金融の再構築について考察を行うが、主に、金融システムの要をなしている銀行の再構築の考察を中心とする。

1. 銀行の特殊性

前節では企業の再構築の問題を考えた。銀行も企業であるから、わざわざ銀行という金融機関の再構築の問題を別個に考える必要はあるのだろうか。別個に考える必要があるとしたら、それはどのような銀行の特殊性にもとづくのだろうか。

(1) 外部性の存在とマクロ経済との相互作用

銀行は金融仲介機能や決済機能をもっている。とくに後者は経済全体に便益を与えている。いわゆる外部性をもっている。したがって、銀行システムの再構築は銀行部門にのみならず、経済全体に便益をもたらす。

ただし、二つの機能のうち、決済機能は現時点では、銀行以外の機関が主要な担い手として代替することは難しいのに対し、金融仲介機能は銀行以外の機関も一定の役割を果たしている。資本市場（株式、社債の市場）も金融仲介機能の担い手として無視できない重要性をもっている。

また、銀行は信用創造を通じて、経済にとってきわめて重要な決済手段である（預金）貨幣を供給している（これは決済機能の提供の一部）。ここから、銀行システムは総体として、政府（中央銀行）による金融政策の場を提供しているということが分かる。さらにいえば、銀行預金が貨幣としての機能を果たしているために、銀行危機がマクロ経済全体に影響を与える可能性がある。銀行危機による貨幣供給減少が景気を悪化させ、景気の悪化が銀行危機をさらに深刻にするという悪しき相互作用が働く（第2章高阪論文のクレジット・クランチの議論を参照されたい）。

これらのことから、銀行システム全体に影響を与えるような金融危機が発生した場合に、政府が無関心を決め込むことは、きわめて希である。

(2) 銀行の負債（＝預金）の特殊性

銀行の主な負債は預金である（他にはインターバンク借入やCD、金融債などがある）。預金を受け入れて貸出を行うのが銀行（商業銀行）の定義でもあるから、銀行の負債比率は一般企業に比べると桁違いに大きい。しかし、前節での分析を思い起こすと、負債の発行にはACが存在するはずである。銀行ほど負債比率が大きいときには、一般企業であればきわめて高いACを覚悟しなければならないはずだ。銀行ではどうして、これが問題にならないのだろうか。しかも、預金を銀行の負債ととらえれば、債権者（＝預金者）の数は膨大な数

になる。債権者の数が多ければ多いほど、債権者同士の利害対立の危険性も高まるはずだ（基本的に同じ利益をもつもの同士であるにもかかわらず、大勢集まったときに協調した行動に失敗することがある。これは、collective actionの問題と呼ばれることがあるが、例えば、債権者のうちの誰かが労力を払って債務者との再交渉をとりまとめたときに、他のものはその成果にただ乗り〈フリー・ライディング〉することにより労力を省くことができる。みんなが、そう考えると、結局、だれも交渉のとりまとめを行おうとするものはいなくなるだろう）。

この謎への一つの答えは、銀行は集めた預金を多くの異なるタイプの企業へ分散して貸し出している、というものだ。その結果、個々の貸出が貸し倒れを起こす可能性はあるものの、銀行貸出全体を考えたときには、その貸し倒れ比率はかなり正確に予想することができる。つまり、銀行貸出総体としては、不確実性（＝リスク）がほとんどない⁽⁶⁾。このため、負債発行にともなうACの一部は大きく軽減される。もう一度、思い出すと負債発行にともなう債権者と債務者の利害対立は、債務者がリスクの高い投資を行うことに由来していた。したがって、そもそもリスクが存在しないような場合には、債務者の機会主義的な行動は発生しようがない。ただし、インドネシアで実際に起こったように、銀行が特定の企業グループと結びついて、関連企業に集中的に貸出を行うような場合には、貸出が十分に分散されているとは言い難い。このような行為は、銀行貸出のリスクを操作する（リスクを高める）ものであり、AC増大の原因となる（戦前の日本の経験でもある：機関銀行）。

もう一つの答えは、国が預金者に代わって銀行規制を行っている、というものである。ほとんどの国において、銀行業は一般企業に適用される会社法に加えて、特別な業法（日本では銀行法）により規制を受けている。そのなかでは、例えば、先にあげた特定の企業への融資の集中などは違法とする規定がおかれるのが普通である（インドネシアにもある。にもかかわらず無視されていた）。また、一般の企業とは異なり中央銀行などによる銀行検査が行われ、常に監視の対象として扱われている（監視が実際に行われているかどうかは別だが）。つまり、モニタリング・コストは、実は国が負担しているので、

預金者にとっては、銀行預金のACは低いと認識されるのかもしれない。

(3) 国の関与

以上、二つの説明のいずれもが共通して示しているのは、銀行の再構築においては、国が関与してくる可能性がきわめて高くなるということだ。したがって、一般企業の場合とは異なり、銀行にまつわる利害関係者としては、経営者、株主、債権者に加えて国が重要な位置を占めることになる。そして、国とその他の利害関係者との間の利害対立が、さまざまな問題を引き起こすことになる。とくに、国が銀行に対して暗黙の保護を与えていると見なされることが、銀行経営者や株主、預金者などのモラル・ハザードの原因となり、ひいては銀行危機を引き起こす原因となることも多い（伊藤・国宗 [1998] 参照）。視野をそこまで広げると、銀行預金の発行に関するACは、見かけ上低いだけだといえるかもしれない。銀行危機の処理コストはきわめて巨額となることが多いが、これが銀行預金発行に関するACの現実化したものだといえるかもしれない。

(4) 銀行は債務者であり債権者である

預金者にとってみれば銀行は債務者である。しかし、銀行貸出の受け手である一般企業からみれば銀行は債権者である。したがって、銀行はエージェント（代理人）であり、同時にプリンシパル（依頼主）でもある。こうした特殊性に注目した見方の一つが、デリゲートッド・モニタリング（代理監督）論（Diamond [1984]）である。そこでは、銀行は預金者を代表して貸出を受けた企業の資金の使途を監視監督していると考ええる。大勢の個人が直接企業に貸し出し、債権者として企業を監視監督するよりも、単一の専門機関（＝銀行）が代理して企業を規律づけた方がコストを節約することができるからだと考えられる。

いずれにせよ、銀行は債権者でもあるということからいえるのは、企業の再構築をうまく進めるためにも銀行が適切な動機づけを与えられていること

が重要であるということだ。したがって、銀行・金融の再構築の進展と企業の再構築の進展は相関をもつこととなる(さらにいえば、銀行の私的情報を認めれば、企業の再構築において銀行の役割を他者が代替することは難しい)。

2. 銀行の特殊性と金融の再構築

以上の銀行の特殊性をふまえたうえで、金融の再構築の評価に移ろう。

(1) 景気の回復と金融の再構築

「アジア諸国の景気回復は構造改革政策の阻害要因となる」という見解は、一面的すぎるということは、先にも指摘した。同じことは、金融再構築と景気の間には相互作用が存在することからもういえる。例えば、景気回復なしに銀行システムを正常化するのは難しい。逆に、景気回復と銀行再建の努力は、同時に行われてこそ、どちらもうまくいく可能性が高まるだろう。

また、代理監督機能の議論からも明らかなように、企業の再構築のためにも債権者としての銀行が正常な機能を回復することが重要である。そうでなければ企業再構築に際して、「病人に他人の病気を治療させる」というような状況になりかねない。例えば、銀行が自分自身の財務悪化を粉飾するために、不良債権処理の先延ばしや問題そのものの隠蔽を図ると、企業の再構築も滞ることになるだろう。あるいは、銀行が、企業の再建を考えるよりもBIS規制などの自己資本規制を達成するために、なりふり構わぬ債権回収を行った場合には、非効率な清算や無用の倒産が増大する可能性もある。

前述したように、金融仲介機能だけをみるならば、銀行以外にも資本市場が大きな役割を果たしている。したがって、資本市場を育成することにより、銀行の問題が経済全体に与える悪影響を低下させることができるだろう。ただし、危機以前にはアジア諸国の資本市場は小さく、金融仲介の主役は銀行であったことには、理由があったはずである。おそらく、資本市場を経由するよりも銀行を通じて資金を調達する方がコストが低いと企業に認識されて

いたのだろう。例えば、負債のAC（とくに銀行貸出のAC）が低くなる構造的な要因があったのではないか。あるいは、資本市場に関連するACが高くなる要因があったのではないか（この点は第4章国宗論文も参照してもらいたい。また、第8章柏原論文では韓国についての考察が示される）。だとすると、資本市場のACを低減させるような方策抜きに資本市場の利用拡大を呼びかけるだけでは効果は低いだろう。

再構築後の銀行システムを危機以前よりも改善されたものにするという視点も重要だ。例えば、マレーシアやインドネシアでは、危機の処理を通じて銀行の統廃合を進め、より規模の利益を生かせるような金融構造を作りだそうという動向がある。これは、金融業も一つの産業と見なせば、金融業に関わる産業政策の観点である。

(2) 存続か清算か

銀行も企業であるから、前節でみたように破綻した場合の処理の第一原則は、存続した場合の価値と清算した場合の価値を比べて、前者が上回る場合のみ存続させるのが望ましい。これは、企業の場合と同じである。しかし、銀行の場合は、存続させるという判断が下される場合の方が清算よりもずっと多くなる傾向がある。実際、他行による吸収合併も存続に含めると、先進国においても銀行が完全な意味で清算されることは希である (Santomero and Hoffman[1998])。これには、二つのもっともな理由と、一つの問題のある理由がある。

二つのもっともな理由からみていくが、いずれも銀行の存続価値、清算価値という観点から説明できる。

①先にみたように銀行は外部性をもっている。こうした外部性は存続価値に反映されねばならないが、測定が困難である。また、ある銀行が閉鎖されるという決定がなされた場合には、他の銀行に対して負の外部効果を及ぼす可能性がある。よりありていにいえば、「取り付け騒ぎ」が起こる可能性がある。そうだとすれば、銀行の清算価値から、この負の外部性を差し引く必要

があるが、これも評価が困難である。いずれの効果も測定は難しいが、こうした効果を考慮しないで計算した場合に比べて、存続価値を高め清算価値を低めることになるので、銀行を存続させることの必要性をより高めるだろう。

②銀行の存続価値、清算価値の測定が難しいのは代理監督機能とも関係がある。銀行資産の大半を占める銀行貸出の価値の一部分は、銀行が借り手企業の監視監督を行うことにより維持されている。別言すると、銀行が監視監督することにより負債のACは低減させられている（これを銀行の情報生産機能と呼ぶこともある）。銀行の監視が緩めばACの議論で想定されていたような利害対立の発生（ないしは激化）により、銀行貸出の実質的価値は減少するだろう。しかも、どれほどの部分が銀行の代理監督機能により作り出されている価値なのかは、銀行の私的情報である。外部者にとっては計りがたい。はっきりしているのは、銀行を清算した場合にはこうした価値は失われるということである。よって、このことも銀行の存続価値を、より高める要因となる。

③最後に、銀行の存続決定がなされる傾向の是認しがたい理由を説明する。これは、銀行再建に国が関与していることから発生する。

銀行に対して国が暗黙の保護を与えている状況下では、実質的に国は劣後債権者となる。すなわち、銀行が清算される場合には、預金者などに優先的に支払いがなされた後の残余資産を国が得ることになる（この場合、預金者が優先債権者で国が劣後債権者となっている）。

ところで劣後債権者は、債務企業を存続させようとする動機を抱えている（詳しくはHart [1995] や池尾・瀬下 [1999] を参照）。したがって、劣後債権者としての国の判断は歪んでいる可能性がある。例えば、存続価値<清算価値<優先債権の額、という順序関係が成立している場合を考える。このとき、望ましい選択は銀行の清算である。しかし、劣後債権者にとってみれば、清算したときに得るものはゼロである。そうであれば、なにものも清算することはない。むしろ、存続させた場合は、万が一の可能性ではあるが、業績が奇跡的に回復して、将来、ゼロ以上の見返り（利払いの再開など）を得られる可能性もある。このように、劣後債権者の判断は非効率な存続をよしとす

る傾向をもつことになる（付言すると、逆に優先債権者は非効率な清算を選ぶ傾向をもつことも知られている）。

優先権がもたらす清算の判断への歪みに関しては、中国の事例に即して第10章渡邊論文でも考察されている。

(3) 国の側の問題

ところで、国が重要な利害関係者として銀行再構築に関与する場合には、国（より具体的には当該の行政機関）が適切な対応をとることが保証されていなければならない。言い換えると国のインセンティブ（動機づけ）が問題となる。銀行から政治献金や賄賂をもらった政治家が行政機構に干渉して、決定を歪ませる、というのは誰でもが思い浮かべる危惧である。そのような可能性を封じることは当然のことである。それよりも、より気づきにくい重要な問題がある。第一に、どの行政機関に金融再構築を担当させるかということである。これに関して、例えばDziobek and Pazarbaşıoğlu [1997]は、中央銀行に担当させることの弊害を指摘している。それは、「通貨の価値の番人」という中央銀行の目的と「銀行の再建」という目的との間で利害対立⁽⁷⁾が発生する可能性があるからだ。例えば、銀行システムの崩壊を防止するために中央銀行が特定の銀行に資金を提供すること（日本なら日銀特別融資）は、マネー・サプライの増加要因である。これは、適切な金融政策の遂行を妨げるおそれがある。逆に、金融政策を優先するあまり、銀行危機を見過ごすことになれば、大変な事態を招くことになるかもしれない。また、中央銀行に多くの政策目的を負わせることは、その透明性を損ない、（政治の介入を招き）ひいては中央銀行の独立性を低下させる可能性もある。

したがって、銀行再生にのみ目的を特化させた専門行政機関を設立するのは良い方法である。さらに一步進めて、最近では、通常時においても銀行の健全性を監視監督する常設機関として金融監督庁のような機関を中銀とは別に設立する国も多い。本書では第6章熊谷論文（マレーシア）、第7章武田論文（インドネシア）、第8章柏原論文（韓国）において、各国で設立された専門行

表2 銀行再構築（資本注入など）のための専門
機関は設立されたか

		名 称
タイ	×	
マレーシア	○	ダナモダル
インドネシア	○	IBRA
韓国	○	FSC, FSS

(注) 個々の機関の詳細については、各章を参照されたい。

(出所) 筆者作成。

政機関に関する評価が行われている。

第二に、国に迅速な処理が可能かどうかである。一般企業も銀行も倒産処理に際しては、迅速さが失われた分だけ存続価値が減少する。一般企業の場合は利害関係者は主に民間主体であり、民間主体にとっては経済価値が第一であるから、迅速な処理が必要であることは、よく認識しているだろう(それでも、コレクティブ・アクションの問題などにより交渉が長期化することは多い)。しかし、国の機関は往々にして経済価値の優先や迅速性に欠けることが多い。それを防ぐには、一般的にいわれる官僚制の弊害(経済合理性よりも形式基準の優先、なわばり争いや事なかれ主義など)を最小限にするような工夫が必要だ。例えば、専門機関には処理の時限を明示し、その目標達成を定期的に国会などに報告させる義務を課すなどの工夫が考えられる。

一方、国が関与することには利点も存在する。とくに、銀行が抱える不良債権の処理に関していえる。いくつかの国では、これを銀行本体から切り離し、国が設立した資産管理会社(アセット・マネジメント・カンパニーなどと称されることが多い)に集約して処理しようとしている。この場合の利点には、一種の「規模の経済」とでも表現できるものと、「範囲の経済」とでも表現できるものに分類できる。「規模の経済」は、多くの銀行に渡る不良債権を集約することから派生する。例えば、同一担保物件の優先順位に違いがあった場合には、債権者の間に利害対立が生じる可能性が高い。しかし、一つの機関

に集約されてしまえば、その可能性は消える。

「範囲の経済」は、不良債権の処理には、国がもっているその他の機能、例えば警察権などとの連携が有効であることから派生する。日本でも住管機構(その後継である整理回収機構)による不良債権回収においては、警察との連携によって暴力団などの関与を排除し、効率的に回収作業が行われたという実例がある。本書では第6章熊谷論文において、この観点からのダナハルタ(マレーシアの不良債権回収機関)の役割が評価の対象とされている。

もっとも、先にみた銀行の代理監督論では、銀行貸出に関して銀行自身もつ私的情報の重要性が強調されていた。この観点からは、貸出を銀行から切り離すことにより失われる価値が存在する。しかし、不良債権に限ってみれば、銀行自身が管理監督に失敗した債権ともいえるわけで、失われる価値は小さいかもしれない。一方、正常な債権や、不良債権のうちでも回収可能性が高いものなどは、できるだけ銀行本体に残した方がよいかもしれない。

(4) 悪貨が良貨を駆逐する危険性

この項も国の関与にとまなう注意点である。国の動機や効率性に問題がなかった場合でも、国の行動は民間主体の動機を歪める可能性が残る。国が不良銀行を救済しすぎると、健全銀行の競争力を損なうという弊害が発生する危険性がある。

表3 銀行の不良債権処理のための公的機関は設立されたか

		名 称
タイ	×	
マレーシア	○	ダナハルタ
インドネシア	○	IBRA
韓国	○	KAMCO

(注) 個々の機関の詳細については、各章を参照されたい。

(出所) 筆者作成。

例えば、インドネシアの分析（第7章武田論文）では、政府が巨額の資金を不健全行への資本注入などにつぎ込む一方で、それ以前には健全であった銀行の財務が急速に悪化するという現象が報告されている。

また、ベトナムの分析（第9章渡辺論文）で指摘されているように、国営銀行に対する保護政策が民間商業銀行の競争上の立場を弱め、金融危機の引き金を引く可能性もある（官業の民業圧迫は、日本でもつとに指摘されているところである）。

こうした問題を少しでも緩和するためには、健全銀行に対しても配慮が必要である。例えば、不良銀行へ資本注入を行った後に、入札を行って健全銀行に対して売却するのは、一つの方法である。これにより、健全銀行は規模を拡大するチャンスを得ることができるだろう。

まとめに代えて

本章では、企業金融論の世界でエージェンシー・コスト・アプローチとして知られている手法を使った分析を中心に据え、アジア通貨危機以後の金融と企業の再構築に関する論点を提示した。アジア通貨危機に関する文献は数多くあるが、このような観点からの分析は、本章のオリジナリティの一つである。したがって、本章では見落とされている論点もまだまだ残っているだろう。今後の研究に期待したい。

最後に、まとめに代えて本章で提示された主要な論点のうち、政策的な含意をもつものを中心にいくつか拾って紹介しておきたい。

- (1) 危機以後の東アジア諸国の景気回復は予想を上回るものであった。これは、金融や企業の再構築が必ずしも思ったように進展していないにもかかわらず起っている。このため、「早すぎる景気回復が構造改革を遅らせる」という懸念が表明されることが多い。しかし、景気回復は金融や企業の再構築を促進する要因ともなりうる。

- (2) 通貨危機が引き起こした企業の問題は、事前には予想しなかったショックにより、資本構成が変化し、負債が過剰になっているという問題だ。このため、資本構成は最適なものではなくなっている。企業が最適な資本構成を回復するのを促進する方策が必要だ。
- (3) そうした方策のいくつかを、代理費用の観点から評価すると、債務と株式の交換は必ずしも万能のものではない。また、リスクや債務減免という手段をとるには利害関係者の動機づけが難しい。これらの直接的な手段は、それぞれ一長一短がある。それよりも、代理費用を全般的に低下させるような国レベルでの政策の方が効果が大きいと考えられる。倒産法制度の整備、会計基準の改善、資本市場の育成策などがあげられるだろう(ただし、どの方策もお互いに矛盾するものではないし、同時に実施を試みるべきである)。
- (4) 代理費用を全般的に低下させる政策は、負債の代理費用を低減させる政策と株式の代理費用を低減させる政策の二つに大別できるが、後者は即効性に勝るものの株式発行が現実的でない中小企業にとっては無縁のものという限界もある。
- (5) 次に、金融再構築に関しては、国の関与が必然となるのは仕方がない。しかし、どのような形で国が関与するかは、熟慮が必要である。制度的な枠組みをうまく整えることが成功と失敗を分ける重要な分かれ目となるだろう(こうしたこともあり、本書に収録されている各国ごとの分析では、こうした制度的枠組みの評価に一つの重点がおかれている)。

[注] _____

- (1) 債務比率といった場合、総資産に対する比率を指すのか、自己資本に対する比率を指すのかが曖昧である。しかし、ここでは定量的な議論ではなく定性的な議論を行っているのだから、あえて定義しない。
- (2) この場合には、(債権者との関係において)経営者と株主の利益は一致する。
- (3) 何をもって、倒産ないしは破綻とするかは、実は難しい。最も保守的に考えると、①債務超過、②債務不履行の両者を要件とすることができるだろう。し

かし、いずれか片方だけが発生している状況でも事実上の倒産といえる場合もあるかもしれない。また、債務超過となっても粉飾決算などによりそれが隠されていたり、債務不履行となっても、債権者との間での私的な交渉により支払い繰り延べが行われたりした場合には、明示的な倒産は発生しないことになる。

- (4) デット・エクイティ・コンバージョンの略。デット・エクイティ・スワップともいう。
- (5) 両者とも倒産法制にかぎらず、企業統治に関する仕組み全般にわたって、米国の制度は国際的にみても経営者に寛容であるという特徴をもっていると指摘している。倒産法制度のみに関しては、深尾・森田 [1997] pp. 36-37, 深尾 [1999] pp. 132-138, を参照。
- (6) ただし、これは個々の企業に特有のリスクについていえることである。経済全体にかかわるリスク（マクロリスクまたはアグリゲイトリスクという）に関しては当てはまらない。
- (7) 前節でみた利害対立とは、微妙な差があることに注意。ここでは、同一主体の目的同士での間に発生する利害対立である。前節では、別々の主体同士の間での利害対立を問題にしていた。ただし、中央銀行内部の担当セクションまで考えれば、別々の主体同士の利害対立の問題としてみることもできる。

〔参考文献〕

〈日本語文献〉

- 深尾光洋 [1999] 『コーポレート・ガバナンス入門』筑摩書房。
- 深尾光洋・森田泰子 [1997] 『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社。
- 池尾和人 [1996] 『現代の金融入門』筑摩書房。
- 池尾和人・瀬下博之 [1999] 「日本における企業破綻処理の制度的枠組み」（三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』東京大学出版会）。
- 伊藤成朗・国宗浩三 [1998] 「総論」（渡辺慎一編『金融危機と金融規制』アジア経済研究所）。
- 国宗浩三編 [1998] 『97/98アジア経済危機』（アジ研トピック・レポート）アジア経済研究所。
- [2000] 『アジア経済危機—その原因と対応の問題点—』アジア経済研究所。

〈外国語文献〉

- Diamond, D. [1984] “Financial Intermediation and Delegated Monitoring,” *Review of Economic Studies*, 59(3), pp. 393-414.

- Dziobek, Claudia and Ceyla Pazarbaşıoğlu [1997] "Lessons from Systemic Bank Restructuring: A Survey of 24 Countries," IMF working paper, WP/97/161, December 1997.
- Hart, Oliver [1995] "Bankruptcy Procedure," *Firms Contracts and Financial Structure*, Oxford: Clarendon Press.
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling [1976] "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3 (1976), pp. 305-360.
- Manne, Henry [1965] "Mergers and the Market for Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 73 (1965), pp. 110-120.
- Santomero, Anthony M. and Paul Hoffman [1998] "Problem Bank Resolution: Evaluating the Options," Working paper 98-05-B, The Wharton School, University of Pennsylvania.