

株式市場と資源配分*

フランクリン・アレン**

要 約

アメリカやイギリスなどのいくつかの国では、証券市場が資源配分の上で重要な役割を演じてきた。他方、フランス、ドイツそして日本などの国々では、専ら銀行が重要な地位を占めている。本稿は産業金融における証券市場と銀行のそれぞれの相対的な利点を検討する。本稿の考察によれば、企業の経営政策についての投資家の意見が不一致の状態にある場合には証券市場が好ましい。その理由は、証券市場においては多様な見解が反映されるからである。このような状況は、新しい産業や寡占的、ないし独占的構造をもつ産業にあてはまる可能性が強い。一方、銀行は多くの競争的産業がそうであるように、企業の最適戦略に関して幅広い見解の一致がみられる状況において好ましい機能を発揮するのである。

I. 序論

西ヨーロッパ諸国が経済統合を進め、東ヨーロッパ諸国が共産主義から離脱するにつれ、それぞれの地域で経済制度および金融制度が見直されつつある。それらの地域が決定をせまられている最も重要な選択の一つは、産業金融の方法として、銀行に対比して資本市場(株式、社債、およびその他の証券市場を含む)にどの程度の比重を置くべきかということがらである。

ほとんどの先進諸国において、永らく資本市場と銀行の両方が存在してきたが、それらの相対的な重要性は国によって異なっている。資本

市場を基盤とした金融システムといえ、産業革命を最初に経験した19世紀のイギリス、ポスト産業革命を最初に経験した20世紀のアメリカを挙げることができる。それに対して、銀行を基盤とした金融システムを持つ経済としては、フランス、ドイツ、そして日本を挙げることができる。

19世紀後半のイギリスでは、資本市場が企業金融において重要な役割を演じた。Michie (1987)によると、1853年には資本形成のおよそ4分の1がロンドン株式市場に頼って調達さ

* この論文はColin Mayer and Xavier Vives (eds.), *Financial Intermediation The Construction of Europe*, Cambridge University Press (近刊)に収録される論文“Stock Markets and Resource Allocation”に基づき、必要な変更を加えて作成された。この日本語版の作成に同意下さったCambridge University Pressに感謝の意を表す。

** ペンシルベニア大学ウォートン校教授

れたが、その比率は1913年までに3分の1にまで上昇したのである^(注1)。表1は1853年から1913年までの間に各経済部門によって発行された証券の内訳である。国債を別にすると、鉄道が

もっとも重要な資金調達分野であったことが見て取れる。その他では、地方行政府、商業、工業がそれぞれ重要な位置を占めている。農業部門の占める割合は非常に小さく、そのほとんど

表1 ロンドン証券取引所：1853～1913年の証券評価額の比率

分 類	1853 %	1863 %	1873 %	1883 %	1893 %	1903 %	1913 %
国債							
国内比率	92.5	84.0	63.8	48.8	46.6	43.8	38.8
海外比率	7.5	16.0	36.2	51.6	53.4	56.2	61.2
シェア	76.0	67.0	59.3	52.0	39.5	36.0	34.8
鉄道							
国内比率	86.1	55.4	51.4	44.6	35.3	35.8	29.4
海外比率	13.9	44.6	48.6	55.4	64.7	64.2	70.6
シェア	18.5	27.7	32.1	40.6	49.4	44.2	43.4
地方債							
シェア	2.0	1.7	1.4	2.8	2.9	2.9	4.6
金融サービス							
シェア	1.1	1.6	5.4	2.8	4.1	6.3	6.4
商工業							
シェア	1.8	1.7	1.4	1.2	3.5	9.9	9.6
鉱業							
国内比率	—	19.6	16.9	2.9	0.9	—	—
海外比率	—	80.4	83.1	97.1	99.1	100.0	100.0
シェア	0.6	0.3	0.3	0.6	0.7	0.6	1.0
農業							
(海外のみ)	—	—	0.1	—	—	0.1	0.3
総計(百万)	£1,215.2	£1,601.4	£2,269.1	£3,634.3	£4,899.2	£6,978.3	£9,550.3
国内比率	97.1	76.7	62.6	50.1	46.3	50.7	46.8
海外比率	8.5	23.3	37.4	49.9	53.7	49.3	53.2

(資料) Michie (1987), 表2. 4, 54ページ

は海外投資の形を取っている。

20世紀の前半には、資金調達の場としてのロンドン株式市場の役割は低下し、それに代わってアメリカの資本市場がその重要性を高めた。表2は、1949年末時点のニューヨーク株式市場の上場株式の構成を示している。製造業が圧倒的に重要であり、ここでも農業部門の重要性が

低いことが分かる。

Mayer(1988)は、近年の主要工業国における様々な投資資金源泉の重要性を比較している。彼は、1970—1985年間のデータを用いてフランス、ドイツ、日本、イギリス、アメリカの比較をしているが、その状況が図1に示されている。一般的に言って、どこの国でも最も重要な資金

(注1) Michie (1987), 110ページを参照。

表2 1949年12月31日引け値、現在のニューヨーク証券取引所に上場されていた全株式

グループ	発行者数	市場価値
航空	24	\$ 733,622
遊戯	22	990,202
自動車	69	5,597,060
建築	29	1,150,761
化学	78	10,661,300
電気機器	20	2,105,845
農業機械	8	956,488
金融	32	1,667,982
食品・飲料	70	4,646,688
皮及び皮製品	12	339,010
機械及び金属製品	103	2,612,936
鉱業	40	1,958,759
オフィス器具	10	883,151
紙・出版	35	1,198,242
石油及び天然ガス	45	10,046,827
鉄道及び車両	86	4,391,592
不動産	11	240,588
小売り	73	4,729,705
ゴム	10	621,731
造船及び海運	11	167,453
鉄鋼	41	3,086,983
繊維	44	1,302,786
タバコ	15	1,710,630
公益事業	94	11,696,454
その他	17	623,017
海外で操業している米国企業	25	980,200

(資料) Neill (1950), 323ページ

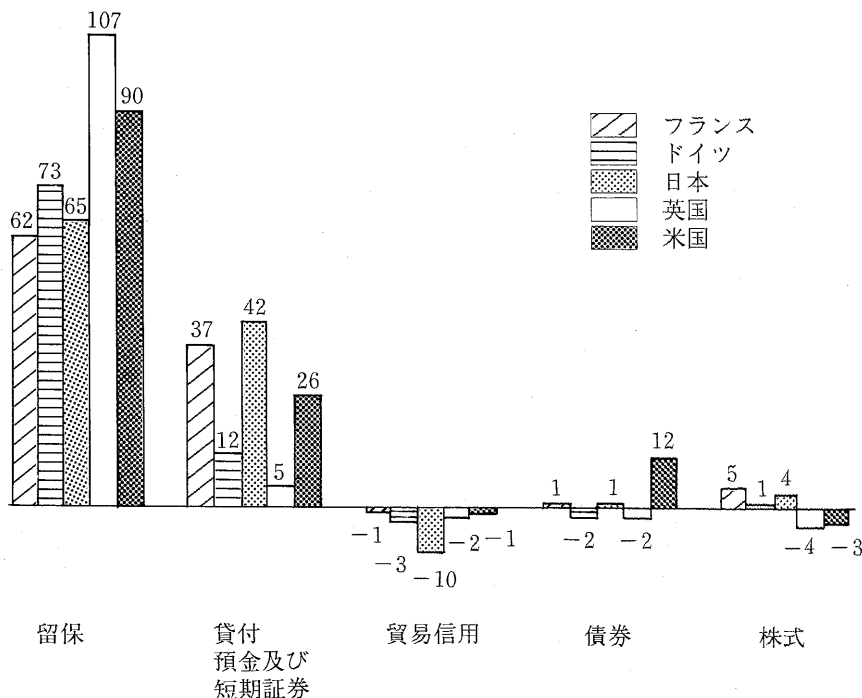
源泉は留保利潤であり、資本市場は比較的重要性が低い。しかし、例外はアメリカである。ここでは多額の資金が債券市場を通じて調達されている。

銀行と資本市場の相対的な重要性をより直接的に比較したのが図2であり、これはFrankel and Montgomery(1991)から引用したものである。株式および債券という証券の発行によって調達された資金の割合を見ると、アメリカが極端に他の国々と異なっていることが分かる。企業が株式を買い戻すために活発に借入をおこなった1985-1989年を除くと、アメリカでは、証券市場が銀行よりもはるかに重要な資金調達

経路なのである。

アメリカとその他の国々との、銀行と資本市場の役割がどうしてこのようにはっきりと異なっているのでしょうか。この疑問に答えるためには、銀行と資本市場の機能を比較検討することが必要である。Hellwig(1990)が示唆しているように、主な違いは用いられる資金調達という手段よりも、むしろ金融制度上の仕組み、構造に求められるべきである。ある国では、銀行が債券と株式の両方を用いて資金を供給している。一方、他の国では、債券及び株式は資本市場において取り引きされている。これらふたつの仕組みの重要な相違は、銀行は資金調達者

図1 フランス、ドイツ、日本、英国、米国における企業の民間有形投資の純調達



(資料) Mayer (1988), 図2, 1174ページ

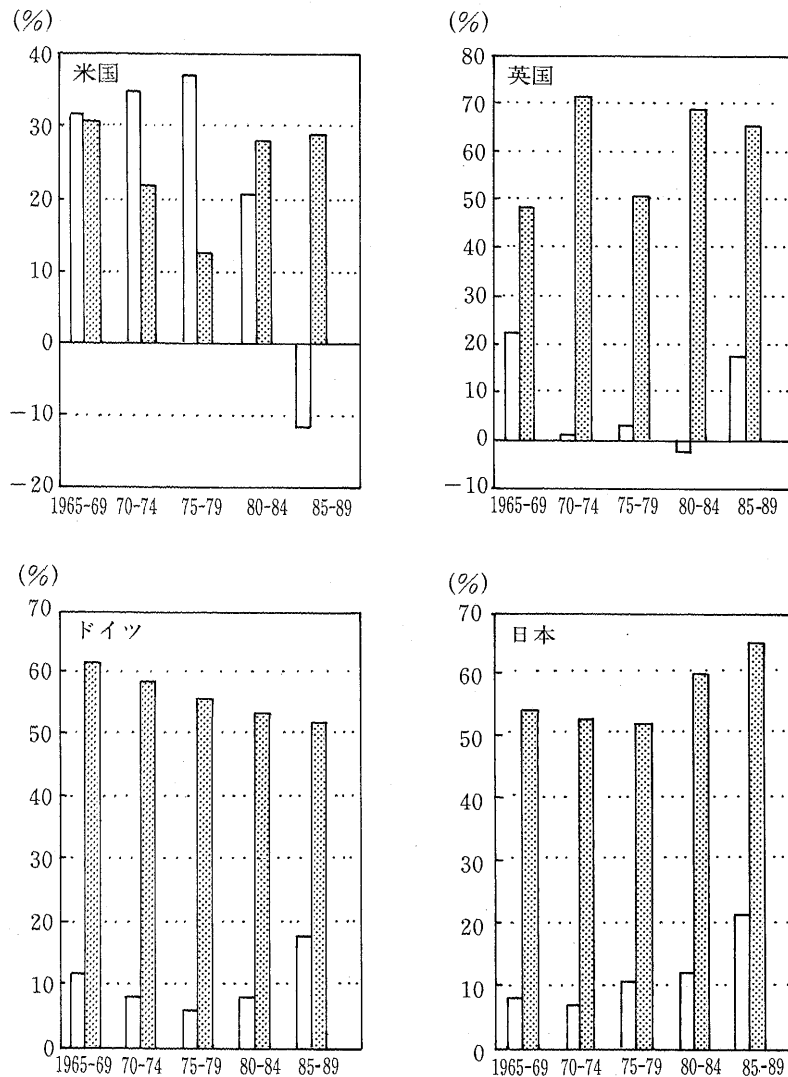
と個別に契約を交渉し、個々の資金調達者が多数の銀行と交渉・取引することは稀であること、一方、資本市場においては、多数の匿名の資金供給者が、資金調達者あるいは仲介者が明示する契約を所与のものとして資金供給するということである。資本市場と銀行のこの相違点は、アメリカにおいてとりわけはっきりしている。資本市場には多数の主体が参加し、市場は非常に競争的である。他の国では、その相違点はアメリカほどには鮮明でない。たとえばドイツでは、資本市場はあまり競争的ではないし、企業はいくつかの異なる銀行から資金を調達できるのである。しかし、金融市場の国際化(グローバル化)が進むにつれて、主要な資本市場における参加者の数が増加しつつあり、資本市場は徐々に競争的になってきている。一方、銀行貸付は依然として個別的な交渉をベースとして供給されている。銀行と資本市場

のそれぞれが持っていると思われる長所・短所はどのようなものであろうか。銀行は、次のような機能をはたしていると主張されてきた。

- (1) 銀行は企業の委託された監視者である(Diamond(1984))。
- (2) 資本市場と対照的に、銀行は長期取引関係や長期コミットメントを支える(Mayer(1988), Shleifer and Summers(1988), Berkovitch and Greenbaum(1990), Boot, Thakor and Udell(1987, 1991))。

Diamond(1984)の考えでは、企業へ資金を供給している投資家の利益に添うような経営が保証されるためには、企業は「監視」されなければならない。この監視は単一の主体によってなされる必要がある。なぜならば、重複して監視してもその効果が上がることはないからである。資本市場を通じて資金が供給される場合、証券の保有者が分散していると、かれらが監視

図2 証券と銀行貸付を通じて調達された事業資金
総額の内訳



(資料) Frankel and Montgomery (1991), 表 6, 267ページ

活動を重複的にこなうことで資源を浪費するかも知れない。監視役を雇っても、その監視役をさらに監視する費用を他の者に負担させたいと考えるという、ただ乗り(フリー・ライダー)問題があるために、かれらは結束して監視役を雇うことができない。Diamondは企業への銀行貸付では、単一の監視者の設定が可能となり、監視者を監視するという問題を解決できると論じたのである。銀行は、多数の企業への貸付からなる分散されたポートフォリオを保有

することで、預金者に対して企業の監視活動をおこなっていることを保証することができ、フリー・ライダー問題を解決できる。もし、銀行が監視活動を怠れば預金者に対して約束した元利を支払えないであろう。

Mayer(1988)およびShleifer and Summers(1988)は長期取引関係の重要性を指摘している。彼らの考えでは、契約が不完全にしか作り出せない状況の下では、企業にとって被雇用者、原材料の供給者やその他の取引相手と、長

期の暗黙的契約を結ぶことが望ましいのである。それらの長期取引関係によって事前的な利益を挙げることが可能となる。たとえば、被雇用者や原材料の供給者は、当該企業との取引にかかわる固有な資本を積極的に蓄積しようとすると考えられるが、もし暗黙の契約がなければ、そのような積極性は見られないであろう。事後的には、企業は、法律上は義務を負っていないとしても、暗黙の契約を履行するための支出を求められる可能性がある。株式市場に上場されている企業については、その企業を乗っ取って、暗黙の契約の下で求められる支出を停止しようとする誘因を持つ主体が存在する。このような乗っ取りの可能性を認識する労働者や取引相手は、当該企業と暗黙の契約を結ぶことを躊躇し、そのために事前の利益が失われるであろう。これと対照的に、銀行を基盤とする金融システムの利点のひとつは、この種の問題が深刻ではないということである。銀行は事前の利益を相互に享受するために、長期取引関係を積極的に推進する。また事後的には、彼らの長期取引関係を維持しようとする意図から、暗黙の契約を守ろうとするのである。このように、銀行の立場や誘因は資本市場における企業買収者とは非常に異なっているわけである。同じように、Berkovitch and Greebaum(1990)、および Boot, Thakor and Udell(1987, 1991)は銀行が信頼性のある長期契約にコミットできる能力を持っていることがいかに重要性かを強調している。

銀行貸付はその他にも、個別案件毎に交渉されるがゆえに生じる好ましい特徴をいくつかそなえている。たとえば銀行貸付は、資本市場で売り出される証券よりも容易に再交渉ができる(Wilson(1991))。また、借り手についての様々な情報を収集する点で、資本市場よりも銀行貸付に優れた誘因が内包されている(Sharpe(1990))。以上の点、およびその他の点に関する近年の銀行理論の包括的な展望は、Bhattacharya and Thakor(1992)に与えられている。

一方、理論的に資本市場の長所として強調さ

れている点は、以下のような事柄である：

- (1) 資本市場は効率的なリスク分担を可能にする(たとえば、Diamond(1967))
- (2) 資本市場は株価に反映されるような情報を収集する誘因を生み出す。そして株価が効率的投資配分に必要なシグナルを与える(Grossman(1976, 1078), Grossman and Stiglitz(1980), およびDiamond and Verrecchia (1981))。
- (3) 株式価格に反映されている情報は、企業経営者に対して効果的な誘因体系を与える(Diamond and Verrecchia(1982), Holmstrom and Tirole(1990))。

Diamond(1967)や他の研究者は資本市場の重要な長所の一つが、投資家の間で効率的なリスク分担を可能にすることであると主張している。しかし、資本市場の主要な役割がリスク分担にあるのだとすると、株式市場における農業部門の比重が小さいことは、奇妙なことである。農業におけるリスクは先物市場において多少は分散される。しかし、依然としてかなりの不確実性が残されており、それは、株式市場において重要なシェアを占めている多くの産業部門におけるよりも大きい。また、アメリカを他の諸国と比べてみると、アメリカの方がリスク分担がうまくおこなわれているという証拠はないように思われる。フランス、ドイツ、および日本においては、銀行および他の金融機関が保有するポートフォリオによって、アメリカと同じ程度に効率的にリスクが人々の間に分散されているように見えるのである。

情報収集に当たっている企業アナリストの数は、国毎に大きく異なっている。表3には、アナリストによって情報が集められている企業の数を国毎に示してある。とりわけフランス、ドイツではアナリストによって収集されている情報が非常に少なく、それゆえに株価がたいして情報を反映していそうにないことが見てとれる。一方、アメリカでは、多くの企業情報がアナリストによって収集されており、株価はより多くの情報を含んでいる可能性が高い。Grossman

表3 各国における金融アナリストによって
カバーされている企業数

国 名	金融アナリストによって カバーされている企業数
フランス	303
ドイツ	210
日本	1,152
英国	1,183
米国	4,600

(資料) Nelson's Directory of Investment Research
1992

(1976 ; 1978), Grossman and Stiglitz(1980),
そしてDiamond and Verrecchia(1981)は、投
資家が異なった情報を保有しており、株価がそ
れらの情報を統合するというモデルを展開して
いる。情報の統合によって、株価が資源配分の
ためのシグナルとして機能し得るのである。
Diamond and Verrecchia(1982)とHolmstrom
And Tirole(1990)はこの考え方を拡張して、株
価に内包されている情報が、経営者に適切な誘
因を与える役割を果たすことを示している。し
かし、リスク分担の場合と同様に、投資配分の
効率性や経営者への誘因体系という点で、アメ
リカが特に他の諸国に比べて勝っているよう
には見えない。この点では、銀行を基盤とする
システムの方が、アナリストが情報収集する際
に費消するような余分な支出がないだけ好まし
いのである。

このように考えると、資本市場を基盤とする
システムには、銀行を基盤とするシステムに比
べて、長所が少なく、多くの欠点があるように
見える。つまり、銀行を基盤とするシステム
の方が優れているようなのである。本稿の目的
は、上に紹介した標準的な議論が資本市場の利
点を完全には捉えていないこと、そして状況に
よっては、資本市場が重要な役割を果たし得る
ことを主張することである。次の第2節におい
て、古典派経済学以来、生産技術が周知の事柄
であり、考察されている資源配分問題が本質的
に静態的なものであるという想定から出発する

のが典型的な分析のスタイルであったことを指
摘する。農業のような競争的産業においては、
繰り返される生産によって技術に関する共通の
認識がすぐに生み出されるから、このような想
定は適切である。しかし、寡占的、あるいは独
占的産業が支配的な工業経済においては、大企
業の経営者のとるべき行動は、決して自明では
ない。彼らが直面する問題は極めて複雑であ
り、企業のとるべき行動に関する見解は多岐に
わたるであろう。ある程度の情報の共有はあり
うるが、問題の複雑さのために、企業がどのよ
うに運営されるべきかについて合意が達成され
ることはないであろう。関連のある情報を全て
伝達することは、あまりに時間とコストがかか
りすぎるからである。このような種類の状況に
おいては、資源配分上の決定的な問題は、経営
者が採用する戦略が理にかなっているかどうか
をチェックする問題である。資本市場の大きな
長所は、非常に多数の投資家に対して、企業が
何を行っているかを調べる誘因を与えるという
点である。これらの議論は、第III節において
もっと本格的に展開される。

資本市場にこのようなチェック機能があると
すると、銀行の役割はどのようなものであろう
か。ここで議論する理論的枠組みとDiamond
(1984)およびMayer(1988)の枠組みとの決
定的な違いは、本稿では意思決定過程の繰り返
しが価値をもつ点を強調していることである。
銀行の弱点は、銀行が比較的稀にしかチェック
機能を発揮しないことにある。銀行貸付が一回
おこなわれる場合には、チェックは一回しか行
われない。銀行は、経営者がとるべき行動に関
する合意が存在し、解決されるべき問題が、
Diamond(1984)が扱ったように、経営者がそ
のとるべき行動を実際にとるかどうかに確認す
ることにあるという場合に有効性を発揮する機
関であることを第4節で説明する。このこと
は、経営者の最適な行動が一致して認識されて
いるような産業においては銀行が圧倒的に重要
な役割を演じること、言い替えれば、農業のよ
うな競争的産業においては銀行部門が重要であ

ることを示唆している。しかし、企業の最適行動について意見が大きく分かれているような産業においては、資本市場が重要であろう。そうした産業として、大企業に支配されている産業や、高度技術が用いられる産業をあげることができよう。

資本市場がチェック機能を演じるという考え方は、また企業の政府保有についても重要なインプリケーションをもっている。政府所有の最も極端な形態は、かつて共産主義諸国において見られたものである。中央集権化された計画経済の欠陥の一つは、意思決定が繰り返されるという意味でのチェック機構が存在しない点である。つまり、経営者は様々な行動の効果について真実とはほど遠い情報を持っているのかも知れないが、そのことはかなり長期にわたって明らかにならない可能性が強いのである。非共産主義経済の多くにおいても、とくに自然独占産業などで、実質的に政府所有となっている企業が存在する。それらの企業に対するチェック機能は、政治家によって与えられることになるが、この政治家が滅多に意思決定の繰り返しに

当面しないのである。これに比較して、企業が株式市場へ上場されるということは、アナリストが絶えず、その企業の経営のあり方や代替的な企業戦略についてチェックする誘因をもつことを意味する。このように考えると、たとえ自然独占企業においても、企業の政府所有よりも私的所有の方が好ましいのである。これらの点は、もっと詳しく第V節で論じている。第VI節は結びである。

本稿が採用している接近方法は、Sah and Stiglitz(1985:1986)の方法と関連している。彼らは、人々が投資プロジェクトを選別する際に過ちを犯す場合、どのような企業の保有構造が最適かを考察している。それに対して、本稿で取り上げる問題は、企業の経営のあり方について人々の意見が異なる場合、どのような構造の金融仲介が最適なのかという問題である。しかし、どちらの接近方法も、生産関数が全ての関係者に知られているという伝統的な仮定をとれない場合の資源配分を問題にしている点で共通している。

II. 伝統的分析

古典派経済学以来、経済学における伝統的な企業観では、一群の産出物を生み出すために、様々なタイプの資本や労働など、一群の投入物を組み合わせる組織として企業を捉えている。企業の所有者、あるいは経営者の役割は、投入物と産出物との間の技術的關係を所与として、利潤を最大とするように投入物の組み合わせを選ぶことである。

生産関数がよく知られているものという仮定の下で企業をモデル化する方法は、産業革命以前の経済を分析する上では適切であった。そのような経済における産業は次のような属性をもっていたから、技術が既知であるという仮定が妥当であったのである。

- (1) それらの産業は多くの生産者を抱えており、競争的であった。
- (2) 生産循環が比較的短かった。
- (3) 技術条件は一定であった。

これらの属性をもつ産業の典型的なものは農業である。多数の農業生産者が存在し、月単位で生産が行われ、生産活動は毎年繰り返され、技術はゆっくりとしか変化しなかった。このような状況の下では、生産関数がよく知られていると仮定することは適当であったのである。多くの生産者が存在すること、そして生産の循環が短いことは、非常に多様な生産形態が試され、その試行の結果も知られているということの意味している。農場間の移動が可能であり、

生産結果を目で確かめることができるために、そうした生産技術の知識は広く普及し、技術に関して産業全体で共通の認識が存在する。同様のことは他の競争的産業についても言えるであろう。

ここでは、上述の考え方をさらに展開することが役立つ。ある企業を想定してみよう。この企業の経営者は企業の所有者であるかも知れないし、そうでないかも知れない。大企業について考えると、「経営者」とは企業組織を運営する経営チームと考えるべきである。経営者は企業の様々な経営戦略 α を選択することができる。これらの経営戦略は多次元的であり、多種多様な事柄を含んでいるであろう。例としては、どのくらいの額の設備投資や研究開発投資を行うべきかとか、どのような人事政策を採用すべきか、などである。さまざまな経営戦略のそれぞれがもつ効果に関する経営者 i の判断は、経営者のもつ情報セット η_i によって決定される。これもまた多次元的である。そのセットは、経営者が管理している特定の企業についての情報、経営者の教育、関連する政策上の考え方などを含んでいる。企業の価値についての経営者の考えは、この情報セットと採用される経営行動によって規定される。経営戦略 α を与えた場合、経営者 i が考える企業の価値は

$$V_i = V(\alpha, \eta_i) \quad (1)$$

と表現できる。

真の情報セットを η_T とする。個々の経営者の情報セットは、最初は真の情報セット η_T とランダムな攪乱項のベクトル ε_i の関数として

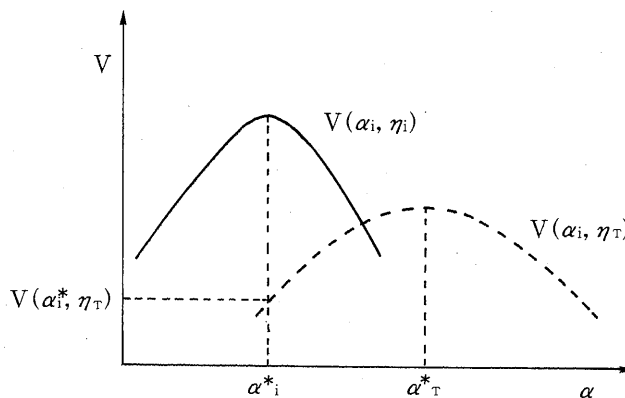
$$\eta_i = \eta_T + \varepsilon_i \quad (2)$$

と表現される。ただし、 $E \varepsilon_i = 0$ であり、 ε_i は統計的に独立であるとする。

企業の価値と経営者の情報および経営戦略との関係は図3に示されている。この図は α が一次元である特殊な場合を示している。実際には α が多数の次元からなっていることに留意すべきである。経営者 i が最適と判断する経営戦略は α_i^* であるが、真に最適な経営戦略は α_T^* である。経営者が判断する企業の価値は

$V(\alpha_i^*, \eta_i)$ であるが、真の価値は $V(\alpha_i^*, \eta_T)$ である。

図3 価値と行動の関係



重要な問題は、経営者はいかにして自分の判断を決定する情報を獲得するかという点である。これは長期にわたる複雑な過程である。情報の一部は経営者が教育を受けている過程で獲得される。また、一部は企業を実際に運営するためが必要となって獲得される。取り込まれる情報の量は非常に大きいから、それを他の主体に直接伝達するためには、多大の費用を要する。

生産の循環が短い競争的産業に属する企業にとって、経営戦略の結果を経験的に確かめることは短時間で可能である。経験からの情報が支配的な重要性をもつことになり、経営戦略と企業の価値との関係について、人々の間で合意が形成され易い。つまり：

$$V(\alpha_i^*, \eta_i) = V(\alpha_i^*, \eta_T) \quad \text{for all } i \quad (3)$$

が成立する。情報セットの収束は、教育の制度試行錯誤の経験、人材の企業間移動、競争相手の企業を直接観察することなど、多様な方法を通じて実現されるであろう。

このように考えると、多くの企業が属している競争的産業の利点のひとつは、経営の意思決定の基盤となる情報が広く共有されており、頻繁にその確かさが確認されるという点にある。それゆえに、この節の最初に列記したような特徴をもつ競争的産業においては、その生産技術が全ての関係者に知られているという仮定が不

自然でないのである。

これは、古典派経済学者が思い描いていた生産過程の図式であり、それは資源の効率的配分において価格機構が果たす役割について、非常に有用な洞察を与えるものであった。この種の経済においては、資本市場の果たすべき役割はほとんどなく、実際、古典派経済学者は資本市場の存在にほとんど言及しなかった。たとえば、リカードは経済学に転じる前に、株式市場で富をなしたが、そのリカードでさえ、自分の理論の中では株式市場を特別に重視しているわけではない。^(注2)

資源配分の静学理論はアロー・デブリュー・

モデルで頂点を極めた。そして、静学モデルが厚生経済学の基礎理論となった。市場が完備されているならば、資源の効率的な配分が達成されるのである。市場が完備されているということの中には、消費者にとっても適当な金融市場が利用可能であることが含まれている。株式や債券市場がこの役割を演じることができるかも知れないが、必ずしもそうである必要はない。市場を完備させる何らかの別のタイプの債券でも、その役割を演じることができる。アロー・デブリューの理論では、資本市場はリスク分担の側面で役割を演じることができるが、その点を別にすればとくに重要であるわけではない。

III. 資本市場のチェック機能

現代の経済では、経営戦略とその結果との関係について広く一致した認識が存在するという仮定が、多くの産業において疑問視されるようないくつかの要因が存在する。それらは：

- (1) 規模の経済が働くため、一産業に存在可能な企業は非常に少数である。
- (2) 経営戦略を採用してから、その成功ないし失敗が分かるまでに、しばしば長い時間がかかる。
- (3) 技術変化が重要であり、しかも急速である。

これらの特徴をいろいろの程度で示している産業の例として、バイオ・テクノロジー産業をあげることができよう。

これらの要因は、先に列記した、産業革命以前の経済の根幹をなしていた産業の特性と対照的である。いくつかの産業では、いまや少数の企業しか存在しない。生産の循環はけっして短くはなく、数十年に及ぶこともある。技術変化は重要であり、しかも急激である。

これらのこと全てが、経営戦略の結果につい

て共通の認識が形成され難いであろうことを示唆している。情報収集のために多大の努力を払った後でさえ、現代企業を経営することの複雑さのために、最適な行動が何であるかについて一致した見解を形成できない。ここで重要なのは、収集されるデータの差異にとどまらない点に留意すべきである。たとえ人々が産業について同じ情報を収集したとしても、教育や個人的体験バックグラウンドの違いのために、その情報を違ったふうに解釈するかも知れない。関連する情報の範囲が広いから、実際のところ、情報を共有するのは困難であろう。プロジェクトが完結するまでに時間がかかること、技術変化が頻繁であることなどのために、意味のある情報をわずかしき収集できない。様々な経営戦略の効果についての情報量が不足しているため、生産関数にかんする人々の判断の相違は長期にわたって解消されずに残るであろう。このような意見の相違が、多くの産業の重要な特徴となる。

これらの意見の違いは、標準的なベジアン

(注2) Soule(1935), 5～6ページを参照。

決定理論とどのように関連しているであろうか。Aumann(1976)は重要な論文の中で、ある一定の事象について二人の主体が同じ事前情報を持ち、彼らの事後情報も同じであれば、彼らは意見を異にすることに合意できないことを示した。Geanakoplos and Polemarchakis(1982)は、二人の主体が異なった情報を受け取る場合、事後的情報をお互いにやりとりすることによって、共通の事後情報に収束しうることを証明した。

Mckelvey and Page(1986)は、これらの結果を n 人の主体の場合に拡張し、人々の間で事後情報が収束するのに、事後的情報の公表は不必要であること、また他の集計化された統計の公表が同じ効果を発揮し得ることを明らかにした。ここで肝心な点は、各個人が受け取る情報が十分に複雑である場合には、人々の間で事後情報セットに収束がみられるまでに要する繰り返しの回数が大きいくということである。情報の公表や情報の見直し(アップ・デーティング)には費用がかかるし、時間かかる。加えて、基盤となっている技術は絶えず変化している。従って実際問題として、人々が行う情報見直しの回数は限られており、事後的情報セットは一致しないであろう。各経営者の情報セットが((2)式のように)真の情報セットと攪乱項の和で表現されること、そして攪乱項が統計的に独立であることは、 η_i の値を多く集めるほど、集計された情報セットが真実に近づくことを意味している。そうであるからこそ、この枠組みにおいては競争的産業が、好都合なのである。そこでは、多数の「実験」が行われるから、長期的には、真の生産関数に関する認識の一致が達成できる。寡占的、あるいは独占的産業においては、このようにはいかない。「実験」の回数は限られ、それぞれが個別企業に特有のノイズをかなり含んでいるであろう。

このような状況においては、資源配分問題は、企業経営者が意思決定の基盤とする情報セットを可能な限り真のセットに近づけるためにはどうしたらよいかという問題になる。ひと

つの方法は、企業数を増やし、産業において η_i に関する実験を増やせるようにし、より競争的にすることである。しかし、規模の経済が重要であれば、この方法はチェック機能を実現する上で賢明な方法とは言えない。チェック機能を実現するもうひとつの方法は、資本市場を設立することである。多数の投資家を擁する資本市場においては、多くの投資家にとって、 η_i を推定する誘因が存在する。

一連の論文において、Grossman(1976, 1978)は、特定の金融資産の価値について、ある主体が他の主体よりも的確な情報を持っている場合には、その資産の価格が全ての取引者のもつ情報を集約すると論じた。「同意しないことに同意する」という研究の分脈で言うと、Mckelvey and Page(1986)は、市場が完備しているならば、資産価格の完全な開示で、十分に、資産の収益分布にかんする人々の共通の認識が実現できることを示した。

Grossman and Stiglitz(1980)は、情報獲得に費用がかかるならば、完備した市場のメカニズムにひとつのパラドックスが生じることを指摘している。価格が全ての投資家の情報を反映するのであれば、資源を使って情報を収集する誘因は存在せず、誰も情報を収集しようとはしないであろう。しかし、誰も情報を集めないのであれば、資源を使って情報を集め、それを取り引きする誘因が生まれる。このパラドックスに対するGrossman and Stiglitzの解は、市場参加者にとって観察不可能ないくつかの変数が存在するために、市場は不完全であり、それゆえに情報を持たない主体が市場価格から情報を演繹できる能力に限界があると論じていることである。この場合には、費用をかけて情報を収集する主体はその費用を回収できるのである。情報を十分に持たない主体は、価格からある程度は情報を引き出すことができるが、情報を収集した主体と全く同じ事後情報の状態に達することはできない。一般に、観察不可能な変数が多いほど、価格から演繹できる情報の量は少なくなり、情報収集者とそうでない主体との事後的情

報の格差は大きくなる。

最適な行動の決定に関連する情報の次元が多数である場合には、株式価格はそのわずかな部分しか情報として伝達しない。 α_i^* が経営者によって提案されている経営戦略である場合、株価は $V(\alpha_i^*, \eta_T)$ の比較的正確なシグナルとなりうる。しかし、ここで想定されているように、 η_i の次元が多数であり、経済の構造に関する知識が欠落しているとすると、株価が η_T について明らかにできる情報は非常に限られているであろう。たとえばゼネラル・モーターの株価は、現在の経営方針を所与とすると、ゼネラル・モーターの価値の妥当な推定値であるかも知れない。しかし同時に、その株価はゼネラル・モーターの最適な経営戦略はどのようなものであるかについて、ほとんど何も示していない。

もし多数の小規模投資家が存在するならば、個々の投資家にとっては必要な調査を行うことは価値がないであろう。しかし、このような場合でさえ、Admati and Pfleiderer (1986; 1990)やAllen(1990)が考察したような情報市場が存在し、多数の投資家グループが η_i を推定する作業に乗り出す可能性がある。アメリカでは、多数の金融アナリストが雇用され、彼らが作り出す情報は様々な方法で投資家に売却される。したがって、非常に多様な状況の下で、株式価格が $V(\alpha_i^*, \eta_T)$ を反映すると思われる。^(注3)

これまでの議論を要約すると、次のようになる：

現在の経営方針を所与とすると、株価は企業の真の価値 $V(\alpha_i^*, \eta_T)$ を反映する傾向をもつ。

株式価格は、企業が追求すべき最適政策については、あまり多くの情報を提供しない。

このうち、最初の結果は、株価が資源の効率的配分に役立つことを意味している。第二の結論は、企業経営にとっての最適政策にかんする情報を伝達する他の手段が重要になることを示唆している。次に、この点を検討しよう。

III-1 株価と資源配分

株価は様々な形で、資源配分に影響を及ぼす。企業は、最初に株を公開することによって、資本市場から資金を調達する。株式公開にあたって、当該企業に対して市場が与える価値額が、創業の費用を下回るならば、株式公開は失敗である。ここには、投資家によるチェック機能が直接資源配分に効果を及ぼしている。

近年、新規公開株について多数の研究が行われている。Ibbotson(1976)や、その他の研究者は、新規公開株が過小評価(underpricing)されているという事実を報告している。つまり、新規公開株はその取引初日の間に平均して、およそ15%も上昇するというのである^(注4)。しばらくの間は、これはパズルであると思われていた。しかしRock(1986)が、投資家が情報を収集し、企業の価値を評価するために過小評価が起こるというモデルを示した。このモデルの意味は、情報の不足している投資家が、逆選択の問題に直面するということである。情報をもっている投資家は、どの株式が発行価格より高い価値をもっているかを識別でき、その株式に大量の買い注文を出すであろう。その結果、情報の不足している投資家は株式購入が有利である場合には、締め出される。これと対照的

(注3) Allen(1990)の分析では、アナリストは自分たちがもっている情報を正直に開示する誘因を与えられている。しかし現実には、これはありえないことも知れない。そのような場合には、アナリストを彼らの同業者と比較することができよう。そのような比較の結果、アナリストたちは「横断的の行動をとることとなり、彼らの判断の多様性が失われるかも知れない。資本市場における情報収集過程が現実にはどのようなものであるかは、実証研究の課題である。

(注4) 過小評価の実証研究を展望した研究としてはSmith(1986)を参照。

に、公開価格が企業の価値を上回っているような株式については、情報を持っている投資家は注文を出さず、情報のない投資家はその割当を受ける。したがって、情報のない投資家に積極的に取引に参加させるためには、平均して新規公開株の過小評価がなければならないというのである。

新規公開株の過小評価を説明するもうひとつの仮説は、企業の所有者は市場の投資家よりも企業の価値について、よりよい情報を持っているという仮定に依存する。Allen and Faulhaber(1989), Grinblatt and Hwang(1989)そしてWelch(1989)は、このような場合に、過小評価がシグナルとして機能すると論じている。優良な企業はその新規公開株を過小評価することによって、自分達が優良企業であることをシグナルしようとする。そして、このことによって、過小評価のシグナルを出さない場合よりも有利な条件で資金を調達できるのである。

以上の二つのモデルの重要な相違点は、企業の価値について最良の情報を持つのは企業自身なのか、それとも市場なのかという点である。Michaely and Shaw(1992)は1984-1988年間の新規公開株のデータを用いて、これらふたつの仮説のテストを試みている。彼らの結果によると、シグナリング仮説は支持されず、企業の価値について市場の方が良好な情報をもっているとする仮説を支持している。Jegadeesh, Weinstein and Welch(1991)も、1980-1986年間の新規公開株のデータを使って同じ問題を検討している。彼らの結果も、企業の価値について市場の方が優れた情報を持っているという仮説を支持している。

一見すると、新規株式公開を行いつつある企業の経営者よりも市場の方が優れた情報を持っているということはありそうにないように見える。しかし、ここで重要な点は、企業はどの個別投資家に比較しても自分達の将来の見通しに関してよりよい情報を持っているとしても、集計すると市場の方が企業よりも情報優位にたつ可能性があるということである。このように、

新規株式公開は投資家によるチェック機能によって、優良な企業に資源が配分されるひとつの例になっている。企業経営者が真実からかけ離れた情報を持っている場合、資本市場のメカニズムは、それらの企業へ資源が配分されない状況を作り出すのである。ここで重要なのは、投資家による何重かのチェックがなされる点である。集計すると、投資家たちの情報が資源の効率的な配分を実現するのである。過小評価の程度が大きい場合には、投資家は情報を手にいれる強い誘因を持つ。したがって、新規株式公開の際に収集される情報は比較的良質である傾向が強いのである。

企業がひとたび公開されると、その株式は市場で取り引きされる。その株式が上場されている限り、投資家にはそれを評価する誘因がある。そこでは、 η_i が評価され、 $V(\alpha_i^*, \eta_i)$ の推計が絶えず試みられる。株式価格は、投資家たちの平均的な評価を反映する。しかし、この場合には、資源配分への効果は、新規株式公開の場合と同じではない。Mayer(1988)の研究が示しているように、アメリカの企業でさえ、資金調達を資本市場に依存する頻度は低く、その代わり内部資金に依存する傾向が強いのである。

ここには、いくつかの論点が存在する。第一に、企業は十分な収益をあげ続けている限り、資本市場での資金調達に依存する必要はない。本稿の分析の枠組みでいえば、経営者の情報が十分に真実 η_T に近ければ、彼らは収益を挙げることができ、市場のチェックを頻繁に受ける必要がない。 η_i が η_T からかけ離れている場合、企業の業績は振るわず、収益は企業の必要な資金をまかなうのに十分ではなく、外部の市場からの資金調達に依存しなければならない。この場合には、新規株式公開の場合と同じように、株式市場の価格メカニズムが重要である。平均して、投資家が、その費用よりも高い価値を持っていると評価する企業だけが、資金を調達できる。ここでも、資本市場のチェック機能が資源の効率的配分を助けるのである。

株式市場の企業行動に対するチェック機能の有効性を決定する重要な要因は、企業が追求する財務政策である。多額の債務を負い、収入のかなりの部分を利子元本の返済に当てている企業は、継続的に外部資金を調達しなければならず、その株価に反映される投資家たちの平均的な評価が、当該企業へ配分される資源の量を決定する重要な要因である。これは明らかに、Jensen(1986)が唱えた「フリー・キャッシュ仮説」と関連している。しかしここでは、経営者が不十分な情報しか持っていないために資源が浪費されるのであるが、Jensenのモデルでは、経営者が自分自身の目標を追求するために、無駄が生じると考えられている。

なぜ投資家は、企業が絶えず資本市場に依存しなければならない状況を作りだし、その行動を厳しく監視しようとしないのであろうか。ここまでの議論では、経営者と投資家がどの程度容易に η_T の値を知ることができるかという点に、差異があることに言及しなかった。多くの場合、企業が営業を開始すると、経営者は投資家よりも正確な情報を獲得できる可能性があり、その場合には経営者にある程度の自由度を与えた方が好ましいのである。たとえば、研究開発が企業の長期的な繁栄を支える重要な要素であり、企業の研究開発計画について投資家が限られた情報しか得られないようなIBMやコダックなどの企業にとって、このことが当てはまる。投資家が企業経営者に多大の自由度を進んで与えようとする結果、企業は非常に保守的な借入政策および配当政策をとるのである。たとえば、公益企業のように、技術が比較的良好に知られている企業については、経営者の行動を制約し、比較的頻繁に資本市場に依存する必要があることを作り出すことが好ましい。つまり、この場合には、企業が多額の借入に依存し、返済比率を高めることが最適なのである。この種の企業財務理論は、なぜ租税が企業の財務戦略に、ほとんど重要な影響を及ぼさないのかという問題にひとつの洞察を与える。

資本市場は、それが投資家に対して情報収集

の誘因を与え、企業経営者が無駄なことをしないようにチェックする機能を発揮するが故に、効率的な資源配分の実現に寄与すると論じてきた。資本市場のこの機能に何度もかけることによって、株価が企業価値を正確に反映することになるのである。新規株式公開の場合には、資源配分に対する市場の効果は直裁的である。流通市場で取り引きされている株式についても、たとえ企業がたまにしか市場で資金調達しないとしても、この効果は重要でありうる。このように考えると、企業の財務政策の主な目的は、企業経営者が η_T に関する自分達の判断に専ら依拠できる程度を決定することなのである。残されている問題は、情報はどのようにして直接伝達されるかという点である。次に、この問題を考察しよう。

III-2 情報の直接的な伝達と企業コントロールのメカニズム

競争的な産業については、様々なメカニズムを通じる情報伝達によって、 η_T に関する共通の認識が形成されると議論してきた。技術変化にさらされている非競争的産業においては、株式市場を通じて、市場の共通認識に十分に近いような情報を持っている経営者だけに資源が配分される状態が生み出される。情報セット η_T の複雑さを所与とすると、株式価格から演繹できる情報の量は、相対的にわずかである。明らかに、このような状況の下で効率的な資源配分が実現されるためには、何らかの情報伝達が可能でなければならない。直接的な情報伝達がある程度は行われることは、疑いのないところである。アナリストたちは、どのような行動を企業はとりうると考えられるか、またその行動が、どのような効果をもつと予想されるかをお互いに議論するであろう。そのようなアナリストの考えの一部は、経営者に直接伝わり、 η_T についての経営者の判断に影響するかも知れない。

企業はまた、情報の直接交換に自主的に取り組むかも知れない。企業情報の直接交換の例と

しては、同業者組合、カルテル、共同研究開発などをあげることができよう。同業者組合を通じる情報交換の研究は、Novshek and Sonnenschein(1982), Clarke(1983), Vives(1984), および Gal-Or(1985)などがあげられる。Novshek and Sonnenschein(1982)のモデルでは、同じ量の私的情報を入手できる企業は、彼らの情報を開示するか、それとも開示しないかについて無差別である。Clarke(1983)と Gal-Or(1985)の論文では、均衡においては、情報の共有は最適ではない。しかし Vives(1984)は、財が代替的でベルトラン競争が見られる場合か、あるいは財が補完的でクールノー競争が見られる場合には、情報の共有は最適となることを示した。

カルテルの形成と情報交換に関する研究も存在するが、たとえば、Roberts(1985), Cramton and Palfrey(1990), そして Kihlstrom and Vives(1989)が例としてあげられる。Roberts(1985)は費用が高いか、低いかのどちらかであり、それが人々には分からないような複占を分析した。彼の分析では、企業が十分に類似している場合には、費用に関する情報は共有されず、サイド・ペイメントなしでは、企業間の結託は形成されない。Cramton and Palfrey(1990)は連続体としての企業と有限個のタイプが存在するモデルを導入することによって、Robertsの分析を一般化している。彼らは、企業の数が増えるに従って、たとえサイド・ペイメントが行われても、情報の交換とカルテルの形成は行われなことを示した。Kihlstrom and Vives(1989)も、企業の連続体と有限個のタイプという点を別にして、Cramton and Palfreyと同様のモデルを考察した。しかし、彼らの分析では、逆選択の問題はそれほど重要ではなく、情報が交換され独占的な均衡が可能となる。

共同研究開発は、情報交換のもうひとつの重要な方法である。Katz(1986)は企業にとって、研究プロジェクトの費用と成果とを共有する誘因があることを示した。Bhattacharya,

Glazet and Sappington(1990)は研究開発の成果の最適な共有水準を分析し、これがどのようにして実現し得るかを分析した。

これらの自主的かつ直接的な情報交換方法に加えて、もうひとつ直接的な情報交換の重要なメカニズムが存在する。それは、企業コントロールの市場である。Manne(1965)は、市場経済の重要な要素は、資産の管理権限を巡って、多様な経営者の集団が競い合うことができることであると論じた。管理権限の移転については、本質的に三つのメカニズムが存在する。すなわち、

- (1) 委任状争奪戦
- (2) 株式の直接購入
- (3) 合併

である。

これらのメカニズムは、上に示唆した分析枠組みにおいて解釈できる。仮に、乗っ取り者Rがおり、彼の情報セット η_R によれば、最適な経営戦略 α_R^* が現在の経営者の追求している戦略 α_i^* と異なっているものとしよう。さらに、MVを企業の市場価値として、

$$V(\alpha_R^*, \eta_R) > MV \quad (4)$$

が成立するものとしよう。どのようにしたら、この乗っ取り者は、利益のチャンスをものできるであろうか。

ひとつの可能性は、委任状の争奪戦である。この場合には、最適な経営戦略 α_R^* が追求できるように株主たちに説得して、この乗っ取り者に賛成票を投じてもらうために、情報セット η_R を株主に伝達して、それが彼らの情報セットよりもよいものであることを納得させなければならない。現在の経営者が、明らかに不適切な戦略を採用しているのでない限り、このような説得は困難であろう。既に説明したように、情報セットの伝達は、きわめて複雑になりうるのである。収集されるべきデータに関して意見が一致したとしても、教育の違いがデータの解釈の相違を生み出す可能性があり、結局、合意を達成するためには、教育過程に関する情報の共有が必要となるであろう。株主が多数存在す

る場合には、委任状争奪戦を成功裡に進めることは困難であると思われる。この判断は、現実委任状争奪戦が滅多に行われれないということと符合している。

第二の可能性は公開買い付けである。この場合には、株主たちを直接説得する必要はない。十分に高い水準の株価を提示すれば彼らは株を手放す気になるであろう。買収者側が支払わなければならない金額を規定する上で重要なのは、中心的な株主が持っている情報セット η_M である。乗っ取り者が提示さなければならない買い取り金額は

$$\text{Max} \{V(\alpha_i^*, \eta_M), V(\alpha_R^*, \eta_M)\} \quad (5)$$

に依存する。株主たちは乗っ取り側の条件提示に対応して、自分達の判断を更新するであろう。しかし、先にも論じたように、教育やバックグラウンドの相違から生じる情報セットの大きな違いを考えると、彼らはこの単一の情報だけで情報セットを大幅に更新するとは考えにくい。この場合には、Grossman and Hart(1980)が見いだした妨害問題(holdupproblem)は、必ずしも起こらないであろう。ここで、 $V(\alpha_i^*, \eta_M) > V(\alpha_R^*, \eta_M)$ であり、中心的な株主は乗っ取り者が企業を支配すれば企業の価値は低下すると考えているものとしてみよう。それらの株主たちは、留保価値 $V(\alpha_i^*, \eta_M)$ が提示されれば、進んで株式を手放すであろう。 $V(\alpha_R^*, \eta_M) \geq V(\alpha_i^*, \eta_M)$ という条件が成立し、それゆえに中心的な株主が乗っ取り者と同じような判断をしている場合にのみ、妨害問題が起こる。この場合には、Grossman and Hart(1980)が考察したような希薄化の可能性がないのであれば、乗っ取り者は全額を支払わなければならない。したがって、乗っ取り者側の視点にたった場合、企業買収は彼ら自身の判断と株主の判断とが異なっている場合に、もっとも利益があがる。それゆえ、彼らにしてみれば、企業買収が実行される前に、できる限りわずかしき情報の伝達がないことが望ましいのである。

企業管理権限の移動の第三のメカニズムは合併である。株式公開買い付けの後に合併が起こる場合には、企業管理権の移転のメカニズムは公開買い付けである。それゆえ、ここで関心を引くのは、企業間で合併の合意が成立し、株式公開買い付けがなされないという場合である。ここで議論している枠組みで言えば、合併の長所のひとつは、経営者の行動の効果についての情報を共有できるという点である。情報セット η が非常に複雑な場合、合併は情報を共有し、平均的により優れた情報を獲得するための最良の方法であるかも知れない。

III-3 議論の要約

この節では、資本市場の主要な役割のひとつが、企業経営のあり方に関して人々の見解に開きがある場合に、企業経営が適切に実行されているかどうかをチェックする機能を提供することであると論じた。企業が公開されている場合には、投資家が経営のあり方を評価する誘因が、資本市場に植え付けられている。したがって、市場は、経営者が「悪いくじ」を引いた企業を容易に識別する。株価は様々な投資家の多様な判断を反映し、企業の真の価値を表現するものとして役に立つ。

企業が絶えず市場から資金調達しているわけではなく、内部留保によって投資をファイナンスしている場合ですら、株式市場での上場は依然として重要である。なぜならば、それによって企業経営に対する継続的なチェックがなされるからである。経営者の行動が資本市場の共通の認識からかけ離れている企業については必要な資金の調達が困難となるか、あるいは買収が試みられるから、経営者は経営権を失うことになるであろう。

この節の分析の重要なインプリケーションは、株式上場の方が、個人経営や一族による所有よりも好ましいであろうということである。非公開による株式保有は、(所有と経営の分離が惹起するエージェンシー問題を回避できるという意味で)誘因効果の点で株式市場を通じる

所有よりも好ましいが、総じて見ると、上場に伴うチェック機能が資源配分の効率性を改善す

る可能性があるのである。

IV. 銀行対資本市場

銀行を委託された監視者とみるDiamond (1984)の理論では、経営者が最適でない行動をとらないようにするために、企業経営にかんする情報が、収集される必要がある。多数の株主が企業の株式を保有している場合には、彼らの誰もが企業を監視しようとする誘因を持たない。彼が集まって誰かを雇って、監視役を命じることができないわけではないが、その人物も実質的には、やはり監視の必要な経営者となる。ここで本質的な問題は、誰が監視者を監視すべきかということである。Diamondは銀行が多数の企業の監視を引き受ければ、個々の企業について固有のリスクを分散できると指摘している。預金者に対して一定の収益を約束することによって、銀行は企業の監視費用を引き受けられることを保証できる。それをしなければ、約束した収益の支払ができないことになるであろう。この理論は、企業経営がいかにあるべきかについて、また貸付の収益の確率分布について共通の認識が存在しているという仮定に依存している。もし、貸付の期待収益に関して判断に違いがあるならば、預金者は銀行が必要な監視を行っているかどうか適切に評価できないことになるであろう。

前節で述べたように、企業の経営のあり方について意見の一致が見られない場合、銀行は金融的資源の配分に関して資本市場ほどには効率的でありえないかも知れない。銀行が企業向け貸付を評価するとき、企業の価値を評価するために銀行は情報セット η を推定する。そのようにして、銀行は経営者の判断、情報セットをチェックする。しかし問題は、一回しかチェックがなされないという点である。情報セット η について意見が様々に分かれている状況の下で

は、これでは共通の認識が生み出される可能性は高くない。

以上の議論では、銀行は多数の人間を雇用して、株式市場と同等の情報セットを作り出すことができないと暗黙裡に想定している。個々の借り手と個別的に交渉するためには、情報を集計しなければならない。結局、その交渉の責任をまかされるローン担当者がおり、その担当者のバイアスが η_i に影響し、それを決定する。交渉の基盤となる情報は主観的な性質のもので、かつ複雑であるから、簡単には集計できない。もちろん、銀行は正確に株式市場の複製を作れないわけでもない。しかし、そのために固定費用がかかるとすれば、現実の市場を創設するほうが銀行による株式市場の複製よりも有効であろう。

Hellwig (1990) がDiamondの理論に対して向けた批判のひとつは、その理論では企業はひとつの銀行と取り引きするという結論が導き出されるが、現実には必ずしもそうではないということである。情報セットに相違があるならば、企業の取り引きする銀行の数が増えることは、経済全体にとって好ましいことかも知れないのである。しかし、取引銀行の数が増加すると、交渉を調停することに伴う困難が生じ易くなる。したがって通常、せいぜい2、3行の銀行との取引が意味を持つことになろう。

これまでの議論を要約すると、ここで強調されている論点がDiamondの理論と相違している点は、多数の異なる意見は価値があるということなのである。銀行は資本市場が行うほどに頻繁には企業を繰り返し審査していないから、生産関数に関して意見に大きな格差が見られる場合には、銀行は資源配分の効率的な手段たりえ

ないであろう。

これまでに紹介したふたつの理論を組み合わせれば、どういう状況において銀行が最適な資源配分手段であり、またどういう状況の下で、資本市場が最適な手段となるかを説明できる。銀行は、生産技術がよく知られ、企業経営のあり方にも幅広い共通の認識が存在するような、たとえば農業のような伝統的な産業において、資金供給の有効な方法であろう。このような産業においては、企業を効率的に監視し、監視業務における規模の経済性を実現できる。一方、企業の経営のあり方に関してほとんど共通の認識が見られない産業においては、資本市場を通じた資源配分が好ましい。理論的に考えれば、大企業や継続的な技術進歩が見られる産業において、株式市場での上場が観察されるであろう。また全く新しい産業を発展させるという意味で重要な技術革新が進展する経済や、また高度に産業集中が進んでいる経済において、株式市場は重要性を帯びるであろう。

19世紀に、鉄道の発展やその他の新しい産業の発展の中で産業革命をはじめて経験したイギリスは、ロンドン株式取引所を通じた資金調達に大きく依存した経済でもある。同様にアメリカにおいては、ニューヨーク株式取引所が、20世紀の主要産業である自動車、航空機、エレクトロニクス、コンピュータ産業などを発展させる上で重要な役割を演じたのである。バイオ・テクノロジーなど目下成長中の産業に関しても、株式市場はやはり主要な資金源として機能している。

これに対して、19世紀のドイツの産業発展においては、技術はもはやイギリスにおけるように新しく未経験なものではなかった。同じように、20世紀の日本においても、最も重要な経済的発展は既存の産業におけるものであり、まったく新しい分野においてではない。これら二国の例では、株式市場の金融を有利にする条件はあまり大きくなく、アメリカやイギリスに比べて銀行の機能を重要とする条件が強いのである。

V. 株式市場と政府所有

20世紀前半には、生産手段が国家によって所有されている社会主義の計画経済は資源を効率的に配分できるかという問題に関して、経済学者の間で重要な論争が展開された。LangeとLernerは、そのような経済が資本主義経済と同じ資源配分を達成できない理由はないと論じた。この論争は、第II節で考察したような生産関数について共通の認識が存在する伝統的な古典派経済モデルを出発点としていた。たとえばLange(1938)は、「社会主義経済の管理者は、資本主義経済における企業家と全く同程度の知識をもち、また同程度に知識を欠いていることであろう」と主張したのである。

一方、資本主義を擁護する議論は、とりわけRobbinsとvon Hayekによって率いられていたが、彼らも伝統的な分析枠組みをそのまま受け

入れた。彼らに言わせれば、社会主義体制の主な問題は、必要な価格を算出するのが事実上困難なことなのである。たとえば、Robbins(1934)は次のように論じている。

机の上では、この問題は一連の計算によって解けると考えられるかも知れない。…しかし実際には、この解法は全く役立たない。そのためには、何百万もの個別的な計算に基づく、何百万もの統計データを使った何百万もの方程式を作らなければならない。それらの方程式が解かれるまでの間に、それらの基礎をなした情報が陳腐化してしまい、改めて計算し直さなければならないであろう。計画の問題を、パレート方程式に基づいて解くことができるという示唆は、それを示唆する人が、これらの方程式の意

味を理解していないことを意味している。

これらの議論は、多かれ少なかれ、資本市場を無視するという点で古典派経済学の伝統に従っており、株式市場には何等特別な役割は与えていない。この静学モデルを基本的に仮定することの問題点は、ほとんど論じられなかった。議論のこの分脈においては、私的所有か国家所有かという問題は、本当のところたいして重要ではない。技術は既知であるから、国家に雇われた経営者は、株主に雇われた経営者と同じ程度に効率的に企業を操業させることができる。中央計画という点では、ソビエト圏ほどに徹底した国はほとんどなかったが、それでも多くの社会主義政党は国家所有を重要な綱領としてかかげたのである。第二次大戦の後、これらの政党の多くが権力を握り、産業の多くの部分が国営化された。たとえば、英国では鉄道、石炭、鉄鋼が戦後の労働党政府によって国有化された。インドのような多くの第三世界諸国もまた、LangeやLernerの考えに強く影響され、産業の多くの部分が国家管理体制の下におかれた。

第Ⅲ節と第Ⅳ節で示された理論によれば、企業の公的所有は、企業の経営活動とその成果との関係の評価しようとするグループがひとつしか存在しないが故に非効率的である。特定の産業の担当となった官僚や政治家による他に、繰り返しチェック機能を発揮しようとする主体が存在しない。そこでは、株式市場をもつ市場経済と同じような方法で、チェック機能を発揮しようとする誘因が自動的に働くことはない。経

営者が不正確な情報を持っているとすると、経営者の間違った考え方はほとんど永久に矯正されずに残る危険がある。このように国家保有の産業は、企業が株式市場に上場している産業と著しい対照を成している。

多くの国々で、自然独占の産業において、国家所有が見られる。伝統的な理論からみると、この場合と、自然独占の企業が株主によって保有され、かつ政府によって規制されている場合を効率性の観点から比較してみても、あまり多くのことは分らない。しかし、第Ⅲ節に説明した理論によると、これらの間には重要な差異があるのである。国家所有の場合には、やはりチェック機能が存在しないが、私的所有の場合には、株式市場の投資家たちが企業の動向を常にチェックするであろう。この点との関連で興味深いことは、初期の時点で取引所へ上場した企業の多くが独占企業であったことである。たとえば英国では、最初の株式会社は東インド会社のような貿易の独占企業や水道供給会社のような独占企業だったのである。もっと最近のアメリカでは、規制された公益企業の株式は上場株式の内の大きな割合を占めている。もちろん、自然独占の企業を私的に保有させることがどの程度望ましいかは、政府の規制の有効性にも依存するのであり、規制が必ずしも有効に機能しない場合には、上に述べたような欠陥にもかかわらず、当該企業を株式市場へ上場させるよりも国家所有の方が望ましいことがありうるという点は、ここで強調しておくべきであろう。

VI. 結語

企業の経営の望ましいあり方に関する意見に大きな差異があるということは、多くの産業の重要な特徴である。標準的な理論は、十分に満足できる形で、この特徴を考察していない。本稿は、株式市場が生産関数に関して意見の一致が見られない工業化経済において重要な役割を

演じると主張してきた。株式市場は、経営者の生産関数についての判断が理にかなったものかどうかをチェックする機能を持っているから、企業経営のあり方に関する共通の認識が存在しない場合に、相対的にうまく機能する。したがって、株式市場が重要となるのは、産業が十

分に競争的でないか、経営活動の結果が明らかになるまでに長い期間を要する産業、あるいは技術が絶えず変化している産業においてである。この理論は、資本市場が、最初に産業革命を経験した19世紀のイギリスにおいて重要であったという事実をうまく説明する。また、20世紀に最初にポスト産業革命を経験したアメリカが、資本市場に強く依存してきたという事実をも説明できる。これと対照的に本稿は、技術に関して共通の認識が存在しており、主要な問題が企業の監視であるというような状況においては、銀行が資源配分の好ましい機能を発揮すると主張してきた。

これらの結論は、ヨーロッパの金融制度の発展にかんして、いくつかの重要な含意をもっている。西ヨーロッパの先進諸国について言えば、技術について評価が分かれるような新しい産業の発展が望ましいというのであれば、活発に機能する株式市場が重要となる。しかし、銀行も明らかに重要であり、近い将来においてもその重要性は変わらないであろう。他方、東

ヨーロッパ諸国は違った問題に当面している。それらの国々は、当分の間は、技術がよく知られた基幹的産業の構築を進めなければならない。このことは、それらの国々が、銀行を基盤とした金融システムの発展に注力すべきことを示している。これらの諸国では、しばらくの間は資本市場はあまり重要視されないであろう。

多くの国々において、資本市場と銀行は、産業金融の手段の一部に過ぎない。自己金融に依拠する所有者管理企業や非公式の金融ネットワークも重要である。西ヨーロッパにおいてはこれらの金融手段が今後も維持されること、また東ヨーロッパでは、これらの金融経路を積極的に推奨し発展させることが重要である。

本稿は産業金融の問題に焦点を合わせてきた。しかし、資本市場のもうひとつの重要な役割は、政府のために資金を供給することである。この役割が重要である程度に応じて、公的金融に適合した資本市場を発展させるべきであることは言うまでもない。

参 考 文 献

- (1) Admati, A. and P. Pfleiderer (1986). "A Monopolistic Market for Information," *Journal of Economic Theory* 39, 400—438.
- (2) Admati, A. and P. Pfleiderer (1990). "Direct and Indirect Sale of Information," *Econometrica* 58, 901—928.
- (3) Allen, F. (1990), "The Market for Information and the Origin of Financial Intermediation," *Journal of Financial Intermediation* 1, 3—30.
- (4) Allen, F. and G. Faulhaber (1989). "Signaling by Underpricing in the IPO Market," *Journal of Financial Economics* 23, 303—323.
- (5) Aumann, R. (1976). "Agreeing to Disagree," *The Annals of Statistics* 4, 1236—1239.
- (6) Bhattacharya, S., J. Glazer and D. Sappington (1990). "Sharing Productive Knowledge in Internally Financed R&D Contests," *Journal of Industrial Economics* 39, 187—208.
- (7) Bhattacharya, S. and A. Thakor (1992). "Contemporary Banking Theory," Discussion Paper #504, Graduate School of Business, Indiana University.
- (8) Berkovitch, E. and S. Greenbaum (1990). "The Loan Commitment as an Optimal Financing Contract," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 26, 83—95.
- (9) Boot, A., A. Thakor and G. Udell (1987). "Competition, Risk Neutrality and Loan Commitments," *Journal of Banking and*

- Finance* 11, 449—471.
- (10) Boot, A., A. Thakor and G. Udell (1991). “Off-Balance Sheet Liabilities, Deposit Insurance and Capital Regulation,” *Journal of Banking and Finance* 15, 825—846.
- (11) Clarke, R. (1983). “Collusion and Incentives for Information Sharing,” *Bell Journal of Economics* 14, 383—394.
- (12) Cramton, P. and T. Paifrey (1990). “Cartel Enforcement with Uncertainty about Costs,” *International Economic Review* 31, 17—47.
- (13) Diamond, D. (1984). “Financial Intermediation and Delegated Monitoring,” *Review of Economic Studies* 51, 393—414.
- (14) Diamond, D. and R. Verrecchia (1981). “Information Aggregation in a Noisy Rational Expectations Model,” *Journal of Financial Economics* 9, 221—235.
- (15) Diamond D. and R. Verrecchia (1982). “Optimal Managerial Contracts and Equilibrium Security Prices,” *Journal of Finance* 37, 275—287.
- (16) Diamond, P. (1967). “The Role of a Stock Market in a General Equilibrium model with Technological Uncertainty,” *American Economic Review* 57, 759—766.
- (17) Frankel, A. and J. Montgomery (1991). “Financial Structure: An International Perspective,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 257—310.
- (18) Gal-Or, E. (1985). “Information Sharing in Oligopoly,” *Econometrica* 53, 329—343.
- (19) Geanakoplos, J. and H. Polemarchakis (1982). “We Can’t Disagree Forever,” *Journal of Economic Theory* 28, 192—200.
- (20) Grinblatt, M. and C. Hwang (1989). “Signaling and the Pricing of Unseasoned New Issues,” *Journal of Finance* 44, 393—420.
- (21) Grossman, S. (1976). “On the Efficiency of Competitive Stock Markets Where Traders Have Diverse Information,” *Journal of Finance* 31, 573—585.
- (22) Grossman, S. (1978). “Further Results on the Informational Efficiency of Competitive Stock Markets,” *Journal of Economic Theory* 18, 81—101.
- (23) Grossman, S. and O. Hart (1980). “Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation,” *Bell Journal of Economics* 11, 42—64.
- (24) Grossman, S. and J. Stiglitz (1980). “On the Impossibility of Informationally Efficient Markets,” *American Economic Review* 70, 393—408.
- (25) Hellwig, M. (1990). “Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance,” in A. Giovannini and C. Mayer (eds.), *European Financial Integration*, Cambridge: Cambridge University Press.
- (26) Holmstrom, B. and J. Tirole (1990). “Corporate Control and the Monitoring Role of the Stock Market,” Working Paper Series D, #48, Yale School of Organization and Management.
- (27) Ibbotson, R. (1976). “Price Performance of Common Stock New Issues,” *Journal of Financial Economics* 2, 235—272.
- (28) Jegadeesh, N., M. Weinstein and I. Welch (1991). “An Empirical Investigation of IPO Underpricing and Subsequent Equity Offerings,” Working Paper, UCLA.
- (29) Jensen, M. (1986). “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economic Review* 76, 323—329.
- (30) Katz, M. (1986). “An Analysis of Cooperative Research and Development,” *Rand Journal of Economics* 17, 527—543.

- (31)Kihlstrom, R. and X. Vives (1989). "Collusion by Asymmetrically Informed Firms," Working Paper, University of Pennsylvania
- (32)Lange, O. (1938). *On the Economic Theory of Socialism*, Minneapolis: University of Minnesota Press.
- (33)Manne, H. (1965). "Mergers and the Market for Corporate Control," *Journal of Political Economy* 73, 110—120.
- (34)Mayer, C. (1988). "New Issues in Corporate Finance," *European Economic Review* 32, 1167—1188.
- (35)McKelvey, R. and T. Page (1986). "Common Knowledge, Consensus, and Aggregate Information," *Econometrica* 54, 109—127.
- (36)Michael, R. and W. Shaw (1992). "Asymmetric Information, Adverse Selection, and the Pricing of Initial Public Offerings," Working Paper, Cornell University.
- (37)Michie, R. (1987). *The London and New York Stock Exchanges 1850—1914*, London: Allen and Unwin.
- (38)Neill, H. (1950). *Inside Story of the New York Stock Exchange*, New York: B. C. Forbes and Sons.
- (39)*Nelson's Directory of Investment Research 1992*, New York: Nelson Publications.
- (40)Novshek, W. and H. Sonnenschein (1982). "Fulfilled Expectations Cournot Duopoly with Information Acquisition and Release," *Bell Journal of Economics* 13, 214—218.
- (41)Robbins, L. (1934). *The Great Depression*, London: Macmillan.
- (42)Roberts, K. (1985). "Cartel Behavior and Adverse Selection," *Journal of Industrial Economics*, 33—45.
- (43)Rock, K. (1986). "Why New Issues are Underpriced," *Journal of Financial Economics* 15, 187—212.
- (44)Sah, R. and J. Stiglitz (1985). "Human Fallibility and Economic Organization," *American Economic Review* 75, 292—7.
- (45)Sah, R. and J. Stiglitz (1986). "The Architecture of Economic Systems: Hierarchic and Polyarchies," *American Economic Review* 76, 716—727.
- (46)Sharpe, S. (1990). "Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships," *Journal of Finance* 45, 1069—1088
- (47)Shleifer, A. and L. Summers (1988). "Beach of Trust in Hostile Takeovers," in A. Auerbach (ed.) *Mergers and Acquisitions*, NBER, University of Chicago Press.
- (48)Smith, C. (1986). "Investment Banking and the Capital Acquisition Process," *Journal of Financial Economics* 15, 3—29.
- (49)Soule, G. (1935). "The Stock Exchange in Economic Theory," *The Security Markets*, 3—18, New York: Twentieth Century Fund.
- (50)Vives, X. (1984). "Duopoly Information Equilibrium: Cournot and Bertrand," *Journal of Economic Theory* 34, 71—94.
- (51)Welch, I. (1989). "Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings," *Journal of Finance* 44, 421—449.
- (52)Wilson, P. (1991). "Public Ownership, Delegated Project Selection and Corporate Financial Policy," Working Paper, Indiana University.