

書評：翟林瑜『資本市場と企業金融』多賀出版 1999

小山 明 宏

1. はじめに

いわゆる「法と経済学のアプローチ」は、「法律の経済分析」と呼ばれることもあり、特に現代会社法学の分野では、とりわけアメリカにおいては「主流的アプローチ」とみなされている¹。仮屋（1997）によると、現在のアメリカ会社法の経済学的分析の理論的支柱となっているパラダイムは、従来のマネジリアリストの理論ではなく今やエージェンシー理論であり、そこでの経済学的思考に基づいて、いかに市場を利用するか、あるいはいかに市場の限界を克服するか、という意識から問題をとらえている、とされる。

ひるがえってわが国に目を向ければ、確かにアメリカと同様の方向での思考も散見はされるが、この種の考察を行った研究には、経営学研究者によってなされたものが非常に少ないことに気づく。その原因についてはいろいろなことが考えられているが、このたび多賀出版から刊行された、大阪市立大学商学部の翟林瑜教授による労作、『資本市場と企業金融』は、そのような問題あるいは不満を一気に取り払ってくれる研究書である。

翟教授は1956年10月、中国河北省生まれで、九州大学大学院経済学研究科において経営財務研究の大家・市村昭三教授のもとに学び、博士号取得の後、九州大学経済学部助教授を経て、現在大阪市立大学商学部教授の任にある。この間1997年にはオハイオ州立大学で在外研究に従事している。

評者も翟教授の研究にはすでにかなり以前

から注目しており、特に、主たる分析ツールとして用いるのが「エージェンシー理論」であるという共通点があることから、学会等でも交流があった。評者が2年間のドイツでの、エージェンシー理論及び共同決定システムに関する在外研究から帰国した1991年4月、書店の棚に翟教授の最初の大著、『企業のエージェンシー理論』をみつけた時、初めて見るお名前と、そのきっちりとした内容に驚かされたのをはっきりと覚えている。以来、さらに研究を重ねられ、取りまとめられたのが、本書である。翟教授は、そんなわけで典型的な経営学研究者である。元来中国時代には北京科学技術大学で金属工学を学んだことから、数学的なモデル分析とその思想については精通していて、更に、同時に企業経営の現実を細かく見る眼をも常に意識しつつ議論を進められるのが優れた経営学研究者の特質であり、また相対的な有利さあるいは長所であると信じている私にとっては、翟教授はこの種のテーマにはまさしくうってつけの人材と考えられる。

ここでは、本書での内容構成を中心にその優れた点や、私が考えたこと、さらには今後希望したいことなどを、いわば思いつままに自由な立場から述べてゆくこととする。

なお、本書において翟教授が特に重視した3つのポイントがあると思われる。

- ①投資家のリスクに対する態度
- ②投資家と企業の意思決定者の間のエージェンシー問題
- ③投資家を保護するための法環境

このような観点から、次のような分類を行ってみた。

	第1部	第2部	第3部
①	2 4		
②	3 5	6 7 8	
③	3	6 (10)	11 12

表1 本書の内容構成と理論的フレームワークの対応

すなわち、各章で特に強調されていると思われる点を、本書の構成とクロスさせて分類すると、御覧のようにエージェンシー理論との関連を持つ章が多いことがわかる。もちろん、この表の①②③自体が、相互に関連したものであるから、この表の「境界線」も自ずから曖昧になるが、周知の通り、プロパティライツ理論、取引費用理論と並んで、エージェンシー理論は新制度派経済学の重要な柱であり、新制度派経済学による思考方式が地道に浸透しつつある現在、やはり著者が以前から進めてきたやり方が正しかったことも証明され、ここにも現れているということができよう。

2. 制度設計のための経済分析手法の活用

2.1 資本市場の経済分析

2.1.1 基本的な出発点

著者・翟教授（以下、「著者」と称する）は、本書第1章で「資本市場とその規定要因」と題し、本書全体にわたって流れている、資本市場制度の設計に際しての「基本」であると自身が考えている発想法（あるいは「思想」）について、熱っぽく語っている。それは、一般に「資本市場理論」と呼ばれているものとは、かなり異なるものとなっている。すなわち、財の取引、pricingが他の一般的な財と比較すると最も目に見える形で行われ、そし

てそれに関連した情報もほとんどリアルタイムで得られる株式市場を中心としたマーケットにおける、均衡モデルを中心としたモデル分析には、著者はほとんど言及していない。それは、著者がそのようなモデル分析を半ば自明のことと考えているため、と解釈することもできようが、私（以下、評者と称する）には、その意味が、より重要なものと思われるのである。

それは、以下の理由による。まず、広く知られている通り、著者はその種のモデル分析を非常に得意としているからである。証券会社や投資顧問等のインベスターが特に利用しているこれらの理論を、今仮に「営業用資本市場理論」と呼ぶことにすれば、言うまでもなく著者はそれらに大変通暁しているのである。このことは、評者の想像によれば、著者がそれらの「理論」の安易な「普及」には一歩距離をおいているところに起因している、と思われる。周知の通りアメリカでは、この種の「モデル分析」の利用を唄い文句にして、ノーベル経済学賞受賞の人物が常任アドバイザーを務めると称する投資顧問会社が、行き過ぎた投機を行った結果、莫大な損失を発生させて、「さすが先端の理論に基づいている」などというブラックユーモアの種にされたのは、未だに記憶に新しいところである。²

おいおい、以下で明らかにされて行くが、経済分析において常に頭にとめておかねばならないこと、そして最も忘れられがちなもののひとつに‘fairness’あるいは「責任」の概念がある。この点については最近「自己責任」なるコトバがしきりに取り沙汰され、投資家の啓蒙に一役買っているかとも思われるが、それとて実際問題として一般にどの程度伝わっているかは甚だ疑問と言わざるを得ない。そして、「営業用資本市場理論」に最も欠けていると思われるものは、実はこれであり、それらを駆使する人々に常に見られる、「自分に都合の悪い情報は開示しない」とい

う根強い基本姿勢が、わが国の証券関係者の社会的イメージを、欧米の同業者たちのそれよりも低いものにしてしまっているのではないかと、と思われる。その結果未だにわが国では「株屋」というコトバはひとつの蔑称のままになってしまっていると考えることができる。

著者にとっては言うまでもなく 'fairness' の概念は、制度設計のうえではなくてはならないものであり、その議論の敷衍のためには本書第1章以下のような展開になるとと思われる。

次に、制度設計のための経済分析で、いわば前提となる条件の問題があげられる。すなわち、これは次節、エージェンシー理論との関わりでも重要となることでもあるが、伝統的な経済分析で、そこでの理論が前提としている市場の完全性の考え方が、この場合大いに議論進行の妨げとなることが挙げられる。すなわち、そもそも制度設計の重要な目的のひとつが、「放っておけば望ましくない方向へ進んで行ってしまいかねない」という状態に対し、適切な道しるべを与える、ということだからである。そこでは、そんなわけで現実が抱える矛盾を過不足なく評価し、それに対する手段を講じることが目標とされる。言い換えれば市場の不完全性をカバーするべく、制度が設定される、という言説も成り立つわけで、この意味でも前述の「営業用資本市場理論」によらない著者の立場に評者は納得している。

2.1.2 経済分析の効果——資本市場の分析

第2章から第5章までで、著者は具体的なテーマを取り上げ、経済学的な分析を試みている。ただし、そこで用いられている主たる手法としては、第2章を除いてエージェンシー理論の発想に基づくものである。

第2章で著者が行っているのは、一国の投資経路を単純化し、投資決定のモデルを構築

して、最適な請求権構造という概念の下に各要因間の、そこでの影響関係を調べることである。そして最後にわが国の企業について1951年から1996年までのデータを用いて計測を行っている。

そこでのひとつ、たとえば著者が述べる「命題2」では、投資機会を所与とすれば、最適債権投資比率は危険回避度の高いグループ（Hグループ）と危険回避度の低いグループ（Lグループ）の間の基本的リスク回避度の差と、社会全体の富賦存量の減少関数であり、両グループ共通のリスク回避度増加率とHグループの富保有率の増加関数である、とされる。

投資家を2つのグループに分け、それらの間のリスク回避度の差を考えること、そして危険回避度の高いグループを個人投資家、低いグループを法人投資家と考え、更に家計貯蓄や全産業内部留保などを代理変数として使用しているところに、この分析の特徴がある。

結果としてここでの計測には、日本銀行『国際比較統計』などから採られた集計化された数値が使われ、現実の投資家個人々人をイメージしたものとは異なるものの、資本市場の請求権構造や企業の資本構成がリスク配分要因にも規定されているという、より本質的な要因を強調することに成功していると考えられることができる。

それに続く第3章から第5章まででは、主としてエージェンシー理論での考え方にしたがって資本市場の問題に取り組んでいる。具体的には、「資本市場と法律のかかわり方」、「私権配分」、「株式持ち合い」の3つである。この中では1つめ、すなわち「資本市場と法律のかかわり方」をとりあげた第3章が、昨今法学者から危急のテーマとして提議されている、経営者の法律違反行為や忠実義務違反行為を、モデル分析により検討したのとして興味深い。以下では、この第3章について検討してみよう。

著者の説明にしたがえば、現代の資本市場と株式会社制度のもとでは、株式所有が分散化するにつれて、所有に基づく支配が不可能になり、投資家なканずく株式投資家と経営者の間に、前者は後者に経営を委託する形で一種のエージェンシー関係が形成されるに至った。エージェント（代理人）たる経営者は、プリンシパル（委任者）たる株主に忠実義務（会社の利益と取締役の利益が相反する場合には常に会社の利益を優先し、会社のために忠実に職務を遂行する義務（商法254条の3））と監視義務（代表取締役やほかの取締役が行う業務執行が法令や定款などに違反しているかどうかを監視する義務（商法260条））を負っている。他方、株主は、これらの忠実義務や監視義務が順守されているかどうかを事前に監視する権利（例えば、帳簿閲覧権（商法293条の6）、取締役の違法行為差止請求権（商法272条）と専任の監査役によって代行される監視（商法274条など））、ならびに事後に調査する責任追及の権利（例えば株主代表訴訟（商法267条））が付与されている。³

すなわち、投資家（株主、プリンシパル）と経営者（エージェント）の間の利害の不一致、あるいは利害の相反の問題にあたって、経営者の忠実義務違反あるいは法律違反的な行動を抑止するための手段としては、「事前監視」と「事後調査」の2つが、議決権とし

ての支配権利の希薄化を補うものとして活用されなくてはならない。この2つの手段が、株主と経営者間のエージェンシー問題を解決するために、どの程度プリンシパル側に与えられるべきか、がモデル分析によって検討されている。

著者の基本的な考え方は次の通りである。すなわち、プリンシパルたる株主は事前監視に費やされる努力水準M（彼が事前監視という活動へ投入する資源）、事後調査に費やされる努力水準I（調査コスト、彼が事後調査に費やした資源）、そして調査によりエージェントたる経営者の責任が確定した場合、彼に科せられる罰金Fという3つの変数からなる「抑止政策」を決定すれば良い。その際の目的関数は、その抑止政策が彼にもたらす期待利益である。一方、エージェントたる経営者の行動もモデル化している。図1はそこの考え方のアウトラインを表した、一種のデシジョン・トゥリーである。⁴

かりに経営者がリスク回避者であるとした時、著者の展開したモデルのうちの3つめがそれにあてはまる。この時、株主と経営者の利益の和を目的関数とし、経営者が違法行為によって獲得する利益の期待値がゼロとなるよう法設定を行おうとするならば、著者による結論は次のようになる。

「株式代表訴訟に備えて経営者が自己負担

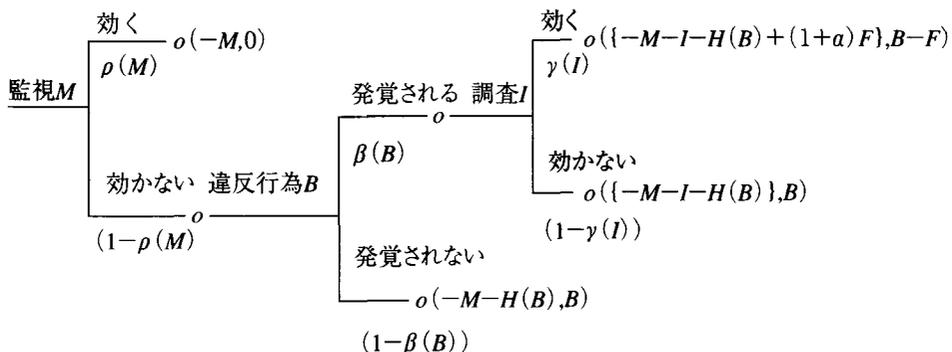


図1 「資本市場と法指向」の分析モデルの枠組み（同書p.76,図3-1による）

で役員保険に加入するのが許されるとき、その保険料率が、ある水準以下で十分小さければ、保険の加入に伴って、事前監視と事後調査への資源投入は、ともに増加することが要求される」

そして、

「役員保険の保険料が企業によって負担される場合、事前監視と事後調査への資源投入の増加が要求される」。

特に、著者による次の要約は、現在の日本の実状をまことに正確に叙述したものとして、非常に説得力のあるものと言えよう。

「経営者のリスク回避的性格は、事前監視と事後調査双方への資源投入の減少につながる。しかし、経営者の役員保険が認められ、とくにその保険料が企業によって負担される場合、この役員保険の加入は、事前監視と事後調査への資源投入の増加をもたらすことになる。したがって、役員保険の導入に当たっては、慎重を期すべきである。役員保険は、本来株主代表訴訟の乱用や上述の無過失責任に対処するためのものであり、株主代表訴訟制度によるディシプリンがまだ十分に機能していない現在において、役員保険の導入を急ぐことは本末転倒である。とくに、無条件な保険料の企業負担は、事後的ディシプリン・メカニズムの効果を相殺するばかりか、経営者の違反行為を助長する恐れさえがある。」

ただし、我が国の経済社会には、このような指摘がスムーズには受け入れられない風潮が根強く存在することは、残念ながら厳然たる事実である。すなわち、辛口の批評はどうしても企業社会には敬遠されがちで、著者による指摘は現状を憂慮する経営学研究者に共通したアドヴァイスであるが、やはりすぐには受け入れられはしないであろう。

このような傾向の発生については、しかしながら、その原因の一端は我が国の経営学研究者にも責任がある。すなわち、過去、現状が望ましくない状態であったとしても、それ

を指摘するのではなく、逆にそれを追認する、すなわち現状を「理論的に」認め、既存の枠組みの中に納められるような「解釈」を与えるという役割を果たしてしまう人々がいたことが挙げられると思われるからである。たとえば我が国固有の「企業資本主義」は、世界中から疑問の眼で見られていたが、それを「人本主義企業」などという造語で、結果として合理化してしまったことは、我が国の企業社会の健全な改革や発展を、却って妨げてしまったように思われる。バブル経済の崩壊の後、伝統的な「終身雇用制度」や「年功制度」が、「リストラクチャリング」の名の下に劇的に崩れ去った現在、そのような「人本主義 (peoplism)」が、実は「(経営者のための) 人本主義 (peoplism for managers)」であったことが否応なしに明らかになり、そうなるとう度は誰もこのことを指摘はしなくなるのである。評者はこの点でも、常に是々非々の立場を常に貫き続けているつもりであるが、著者の研究態度も前述の箇所からはっきりわかるようにクリティカルで、しかし同時に建設的な発言を続けていることは、大変うれしいことである。

このような観点から見ると、同じ辛口の指摘でも、第5章で著者が行っている、株式の相互持ち合いに関する分析は、辛口ではあるが逆に現在の日本の経済状況にマッチしているため、そのまま受け入れられるものと考えられる。すなわち、我が国の上場企業同士の株式の相互持ち合いは、著者によれば日本経済の高度成長時代には「企業経営の安定化」、「取引コストの節約」、「産業資本の蓄積」等のために貢献したが、昨今のような経済状況においては、そのようなプラスの機能は弱まり、かわって所有権制約の不在と資金制約の弛緩による過剰投資、放漫経営の種となつて、経営者による経営のエージェンシー・コストを増加させたとされる。我が国の企業集団を含む「ケイレツ」の存在は、一つのグル

ープとしてまとまりを持ち、中心企業たる銀行（メインバンク）をヘッドとした、グループ内企業同士の相互牽制による規律付けという機能を持っていたこと、そしてそれは、実質的な「監視役（監査役ではない）」を持たない、我が国の商法、すなわち株式会社におけるトップマネジメント組織の制度的な欠陥を補うものである、と長年主張し続けてきた評者の主張（たとえば小山[1990]、Koyama[1996]参照）とも相通じるものがある。そこでは銀行による資金関係以外のintermediate機能によって、エージェンシー・コストが相当度削減されていたと思われるのである。それは、著者の表現を借りれば「内部組織からのディシプリン（規律付け）」であるが、それだけでなく我が国ではほとんど機能していなかった資本市場からのディシプリンを補ってきていたこれら内部組織からのディシプリンが、立役者のはずの銀行がコケてしまったために、ほとんど機能しなくなってきているとみられる現在、事態は非常に急を要するものといえよう。水野[1997]でもはっきりと指摘されているが⁵、著者の述べるとおり株式の持ち合いは見直され、解消の傾向がある。水野教授の結論は、企業としては、業績と株主構造を慎重に見極め、それぞれの企業にとっての必要最低限の安定化率を意識しながら、持ち合いの解消を進めていくことになろうということである。このような経営政策の変貌は、著者の考えでは価値観の変化をも要するものであるという。だとすると、事の成りゆきに任せていたのではその実現はいつになるか全くわからないものと言える。評者は、資本市場による規律付け機能は、我が国に関しては国民的な特性のため、永久に発生しないものと考えているが、願わくは何らかのきっかけでこれが進展してほしいものである。

なお、第5章で行われているような、エージェンシー・コストの存在のゆえに経営者が

行う意思決定の方向性の予測、たとえば121頁に見られるような

$$G = 8181.6 + 0.1930 * U + (-10602.3 + 0.0855 * U) * H$$

G：企業の現金・預金及び有価証券の年末保有高（短期保有）

U：売上高

H：持ち合いダミー変数（0：持ち合い企業、1：非持ち合い企業）

$$R^2 = 0.8790 \text{ (自由度調整済)}$$

という形での計測は、エージェンシー理論に基づく実証分析の典型的なものである。ここでは、非持ち合い企業のほうが、現金・預金等の、売上高増加には直接は貢献しないと思われる非営業資産をより少なく所有していること、すなわち、直感的にも非持ち合い企業のほうが、経営陣にとっては事業遂行にあたっての、他のステークホルダーとの間のエージェンシー・コストが高く（すなわち経営者の自由裁量権は小さく）、持ち合い企業に比べて資産占有の傾向は小さくなることが確認できる。知っての通り、エージェンシー・コストは通常は実測できないものであり、いわば無名数であることは周知の事実であるから、その存在を前提とした場合に、意思決定者がそれを減少させるべく、あるいは減少する方向へと意思決定を行うことを仮説として設定して、代理変数を用い、モデルの各変数の係数符号を理論的に予測することになる。評者は15年前に日本企業の配当政策に関して、エージェンシー理論に基づいた実証分析（重回帰分析）を行い、発表した⁶、当時はこのような、現在では常識になっている分析方法も全く知られておらず、また残念ながら当時の著名な研究者たちにも、それを理解しようという姿勢もなかったことから、学会発表などにあたっては、少なからぬ反発を受けたものである。その後幸運にもそれらの偏見は淘汰され、今や他の社会科学（たとえば歴史学）の分野でも幅広く、エージェンシー理

論に基づいたと銘打った計測を取り上げた論文まで出現するに至っている。やはり真実が真実たりうるには年月を要するということがあり、そのための努力は地道になされねばならないだろう。著者のこの分析も、時を超えてアピールしうるものと信じている。

2. 2 企業金融とエージェンシー理論による分析

第6章から本書の第2部に入り、エージェンシー理論に基づく様々な考察が示されている。エージェンシー理論による考察は、すでにこれ以前の章でも見られていたが、第6章以降ではタイトルにエージェンシー理論という用語が現れており、本格的に分析道具として用いられていることがわかる。

第7章は、タイトルもそのまま「資本構成決定のエージェンシー理論アプローチ」である。第6章と第8章は特にガバナンスとの関連で、特に後者はサブタイトルが「情報非対称下の資本構成理論」であり、まさしくエージェンシー理論に基づいた分析、一方第9章は少し異なって（とは言っても、内容的には第8章の発展的な拡張）、資本構成のゲーム理論的アプローチ、そして第10章は、我が国の企業の顕著な特徴である、低配当政策の功罪に関する分析である。これらの章のいずれも、エージェンシー理論のフレームワークに基づき、それをかなり機動的かつフレキシブルに援用（あるいは「出動」という用語を用いた方が適切なほど、見事な分析である）したものである。第10章の配当政策に関する分析は、前述の通り、評者も15年ほど前に興味を持ち、追ったテーマであり、あらためてエージェンシー理論によるその解釈を大変興味深く読ませていただいた。この章に限らず、エージェンシー理論による経営政策の解釈にはパターンが存在すると思われる。一言で言えば、月並みな表現ではあるが、プリンシパルとエージェントの存在、そこで発生するエ

ージェンシー・コストの検討、発生原因の検討、それによる経営政策の影響の分析、そしてそれを取り巻く制度の検討へと進んでいく。第2部を通して一貫していると思われる、このフレームワークによる著者による検討の結論の一つとして、バブル期（著者の言う「成長期」）とその後の停滞期（同「需要不足期」）では、同じ経営政策あるいは制度でも、全く逆の効果があり得るということである。ガバナンスに対する効果についても然りで、同じ制度をそのまま運用し続けるという現在の企業社会の基本的な傾向は、徐々に払拭されねばならない（実際、その手は打たれつつあるようだが）ということになる。

3. 教科書的な「競争」は起こるか。

3. 1 「補論」での分析について

本書最後の部分は、一応「補論（第11章および第12章）」と銘打たれているが、実質的には「第3部」にあたるもので、著者にとってもおそらく最も強い興味をもって、意欲的に取り組んだ部分ではなかったかと思われる。まず第11章では、中国の企業改革の意義と限界——所有セクター別の企業改革を中心に——と題して、国有企業改革にあたっての様々な問題点、たとえば典型的な問題としてパフォーマンスの客観的・公平な評価の困難さ、生産効率の低さなどを検討している。更に、地方政府との関係や、逆に郷鎮企業などが高成長を遂げていることについての検討も行っている。第6節で著者がまとめとして述べている提案は、次の通りである。

① 国有企業所有関係の明確化

国有企業の民有化と同時に、管理の一元化を行うこと、すなわちcontrolled competitionの提案である。

② 郷鎮企業の所有関係の改善

国有企業と共通する問題が考えられるが、

郷鎮企業は株式会社化して、少なくともその一部を村民や町民に無償交付すること、そして所有意識を持たせること。

③私有セクター発展のための法整備

これは（旧）社会主義国に共通の課題かと思うが、私有財産保護制度を確立することが、競争促進、そのための基盤整備の最優先条件だという意見である。

④地方政府関与経済からの脱却

管理された競争の状態を作るために、政府が行ってきた恣意的な政策が、著者の意見ではすでに変革の時期に来ている。すなわちそのような政策（著者はそれを「囲い込み政策」と呼んでいる）から、それを公平で透明なルールに変え、経済改革の理念と方針を、分権化・インセンティブ賦与型から所有権明確化・リスク負担と利益享受均衡化型に転換する段階に来ていると著者は主張している。

この議論は、いわば「総論」である。政府が行う経済政策一般についてこれらは当てはまることであり、その意味では全く誰も、何も異論ははさまないであろう。ただし、問題は、そのような発想の下で、具体的な、あるいは個別的な政策を行う場合、いったいどのようなことが必要で、何が問題になるのか、ということであろう。これが実際はまことにクリティカルな問題である。

評者は1989年3月から1991年3月までドイツに住んでいたが、この間にベルリンの壁が崩壊し、東西ドイツの再統一が実現した。1990年10月3日、再統一の日を偶然旧東ドイツで迎え、ハレ、メルゼブルグ、マイセンなどの旧東ドイツの工場地域、ライプツィヒやドレスデンなどの商業地域を車で走り回った時に、評者が感じたこととかなり似通った問題が、本書の補論でも当てはまるのではないかと思われるのである。それは、その時まで、いわゆる資本主義国の住民である我々がけっして見ることはできなかった、社会主義国の日常の姿である。評者は中国を訪れたことは

なく、現代の中国については全くと言っていいほど知識はない。しかし、単純にわき起こる疑問として、はたして制度のデザインとその実行は紙に書かれたように進むものか、ということである。その一端を示してくれるのが、本書最終章、第12章「中国の資本市場整備と企業金融」での議論である。

3. 2 「競争」概念の脆さ——価値観との関係のambivalence

3. 2. 1 「自由な」競争の有効性に関する最近の疑問視の傾向

著者は第12章で、資本市場の整備の問題を特にガバナンスとの関連で論じている。投融资制度や企業金融の制度なども、将来起こるであろうガバナンスの問題を先取りしつつ制度設計を行うべきである、というのが著者の基本思想であろう。ただし、そこで前提となっている「競争」の概念、あるいは資本主義国における実態を、今一度考えてみる必要があると思われる。ここで参考になりそうな文献が3つある。それは次の3つである。

①榊原英資：市場原理主義の終焉 PHP 研究所 1999

②Die Gruppe von Lissabon: Grenzen des Wettbewerbs WBG 1998 (1995)

③Coulmas, F.: Japan ausser Kontrolle WBG 1998

それぞれについて詳しく紹介することは時間的にも紙幅的にも難しいが、①は「国際金融の15年」の副題の下に、金融自由化への動き、進歩主義の終焉、グローバル資本主義の危機などの章・節からなる、「ミスター円」の提言をまとめたものである。次の②は、①とはかなり毛色が違うが、世界経済が相互依存的になる（いわゆるグローバル化）するにつれて、エコシステムを始めとして、民主主義や科学技術、正義などの存在が脅かされて行く可能性を指摘している。特に、競争や過剰競争の影響を懸念し、そのためのグローバ

ルな交流を提案している。

最後の③は、ドイツ人の教授が1987～1998という、我が国にとって最も浮き沈みの激しかった時期に日本に滞在し、客員教授として日本人学生に教えながら経験した、日本的経営の繁栄と破綻への印象をつづったものである。そこではもちろん、結果として日本的経営が陥った、あるいは明らかとなってしまった欠点について言及されているが、むしろ評者がこの本に感じるのは、「自由放任主義万能思想の終焉」である。市場原理に任せ、その赴くままに勝手に進んだ結果が、バブルの破裂とそれに続く恐慌の状態であることは、論を待たない。

この中では、①が、テーマ的にも、また議論の方向もここでのそれに最も近いと思われる。前述の通り、この本ではまさしく「市場原理主義の終焉」、すなわち古典派・新古典派パラダイムの矛盾を指摘して、人間の知識の限定性、個人・企業などの経済主体の行動における限定合理性、そしてこれらの経済主体の市場における相互依存性（外部性）のおかげで、市場が常に経済を均衡に導く方向へ進むという結論に達することに無理があることを指摘している。それは、具体的には、昨今のアジア経済危機が、アジアと諸外国の市場メカニズムに対する過剰な期待が生み出した、バブル経済とその崩壊によるものと結論づけている。同書194頁には、ジョージ・ソロスが挙げたという、市場がはらむ5つの欠陥が記されている：

- ①利益の不公平な分配
- ②金融システムの不安定性
- ③市場の独占と売り手寡占の発生
- ④国家の不安定な状況
- ⑤市場と社会的価値の矛盾

これらの要因は更に相互に関連し合っており、従来全能視されてきた「競争」あるいは「マーケットメカニズム」などの概念に対する既存の理解は、今や大幅に修正されねばな

らないことがわかる。

こうして明らかなのは、まず市場メカニズムに任せ資源配分という現象が、実は現実を持つ欠陥の存在であり、そして更に、それを運用するのが人間であることから、市場を機能させるMarket Participantsの意識、いいかえれば「主体性」ともいべきものの重要性である。それは、「価値観」という難物に大きく支配されると思われる。

3. 2. 2 旧社会主義諸国がかかえる難問

「競争」概念の脆さ——価値観との関係の ambivalence、という本節のサブタイトルは、そのままここでの評者の発想を表現したものである。前述の通り、1990年10月3日のドイツ統一後、旧東ドイツは大いなる期待を持って復興への道を歩みだした。しかし、その後の復興の道のりは、広く知られているように、まことに厳しいもので、それは今なお続いている。たとえば、最近はずがにおさまりつつあるものの、ごく最近まで旧西独出身者と旧東独出身者との間ではWessiとOssiという「異名(?)」による呼び合いに見られる精神的なコンフリクトが存在していたし、その大きな原因の一つが、価値観の違いによるものだったのである。評者が1990年10月にドレスデンやライプツィヒで見た、モラーレに欠けた労働者たちのようすは、1997年6月に再び訪れたハレ、ライプツィヒではもう見られなかった（と言うよりも、人がいなくなっていた）が、統一直後、旧東独のアイゼナハに自動車工場の建設が計画され、従業員が募集されたとき、失業率が相当高いにもかかわらず、一回では募集人員が充足しなかったのを知ったときの驚きと疑問は、今なお評者の心から消えない。このような事態には他にも様々な理由があったのであろうが、単純に「働く」ということに対する考え方そのもの（それはすなわち「価値観」である）に、旧東独の人々には、西側の人間にはないものがある、

という認識を強くしたのである。

著者による、本書でのまことに卓越した分析は、制度設計のツールとしての経済分析手法の有効性をはっきりと示したものであり、異論をさし挟む余地は全くない。しかし、そのような、著者による優れた諸提案を受け入れ、更にそれを運用して成果を挙げるための素地が、まず存在しなくてはならないだろう。そして、こうして設計されたシステムに参加するMarket Participantsが十分に存在しないと、想定された成果を得ることは非常に難しいと思われる。この点で、中国における素地は、どのようなものであろうか。本書で著者が明らかにしている分析手法や、それから導出される結論については、そのすべてに関して評者は心から賞賛するものである。そして本書が、経営学、特に企業財務における研究書としては、理論的にも実証的にも満点を得られるものとして推薦したいが、最後の補論の部分で取り上げられた分析とそれに基づく諸提案については、社会主義国という事実の下で、それが首尾良く組み込まれていくことを心から期待しつつ見守りたい、ということで、いわば一つの課題と考え、著者にはさらにこの続きを期待したい。

参考文献

- Coulmas, F.: Japan ausser Kontrolle, Wissenschaftliche Buchgesellschaft 1998
- Die Gruppe von Lissabon: Grenzen des Wettbewerbs, Wissenschaftliche Buchgesellschaft 1998 (1995)
- 仮屋広郷: アメリカ会社法学に見る経済学的思考, 一橋大学法学研究 第30巻 (1997) pp. 121-168.
- 小山明宏: エージェンシー問題と企業の財務政策, 証券経済学会年報 第21号 1986, pp. 84-94.
- 小山明宏: 企業におけるエージェンシー問題再考 (I), 学習院大学経済論集 1990

第27巻第3号 通巻74号 pp. 1-18.

Koyama, A.: Der Einfluss der Bankregulierung auf die Profitabilität von Unternehmen: Ein deutsch-japanischer Vergleich, in: Sadowski, D., Czap, H. und Wächter, H. (Hrsg.): Regulierung und Unternehmenspolitik, GABLER 1996 pp. 219-232.

水野博志: 株式持合解消の分析——財務データ分析とインタビュー調査——, 月刊資本市場 1997. 4 (No.140)

榊原英資: 市場原理主義の終焉 P H P 研究所 1999

[注]

- 1) 仮屋[1997], p. 121.
- 2) この件については至る所で言及されている。たとえば榊原[1999], pp. 205-208に、コメントが見られる。
- 3) 本書pp. 71-72.
- 4) もちろんここで行われているのはdecisionではない。
- 5) 水野[1997], p. 73.
- 6) 小山[1986]