

2002年度経済学会春季講演会 企業の投資と資本構成及び金融政策に関わる一考察*

北越製紙株式会社 専務取締役 林原 行雄

・序

企業の最適資本構成について理論的にはトレード・オフ理論とペッキング・オーダー理論が対峙しているように思える。トレード・オフ理論は、負債に伴う節税の限界価値と負債増加に伴う資金繰り困窮に際して生ずるコストの現在価値が等しくなる負債/株主資本比率が最適資本構成であるという。一方ペッキング・オーダー理論によると、株主と経営者の情報の非対称性及びエージェンシー問題により、経営者は内部留保、負債、株主資本の優先順位で資金調達を考え、その結果が事後的に最適資本構成を決定するという。¹

わが国では目下の経済金融情勢下においてキャッシュフローを有利子負債の削減に充当する企業が多いが、銀行、引受証券会社、社債券投資家、その代理人的立場にある債券格付機関等は総じて負債/株主資本比率が低いことを評価しペッキング・オーダー理論的立場に立つことが多い。一方株主、あるいはその代理人の立場にある投資顧問業者やアナリストは、資本コストの低い負債を有効活用すべきという意見から、一定の最適負債/株主資本比率があるというトレード・オフ理論的立場に立っているように思える。

一方景気対策としての金融政策の有効性について活発な論争が行なわれているが、主として日銀を中心とする金融市場と銀行との関係に焦点があたっており、景気回復に最も重要な企業の設備投資に対し金融政策がどのように影響を与えるかについての議論は必ずしも十分に行なわれていないように思える。

本稿は企業の設備投資と最適資本構成についての実務での考え方が企業金融理論からみてどのように理解されるのか、さらに企業の設備投資と金融政策の関係が実務的にどのような関係にあるのかについて、企業の立場から考察したものである。

* 本稿は筆者が平成14年6月18日に学習院大学経済学会2002年春季講演会で行った講演「日本の会社とその資金調達方法～学問と実際の比較～」において十分述べる事ができなかった部分を補足するものとして記したものである。講演の要旨は林原行雄(2001b)も参照願いたい。講演の機会を与えて頂いた同経済学会と辰巳憲一学習院大学教授に謝意を述べたい。有益なコメントを頂いた辰巳教授、岡部光明慶応大学教授、小谷野俊夫静岡国立大学教授にもお礼を申しあげたい。当然のことながら本稿の全責任は筆者にあり、意見にわたる部分は筆者の勤務する北越製紙のものではない。

1 概説はMyers, S. C. (2001), 林原行雄(2001b), 最近の研究結果まで含めた日本語による専門的な文献としては辻幸民(2002)を参照。

・実務における最適資本構成の考え方

1．有効な投資を行う手段としての資金調達

今日の経営者の多くは、企業が長期的に持続的な成長性をとげるために最も重要なことは、将来十分安定したキャッシュフローを生み出すような有効な投資をタイミング良く行うことであり、資金調達及び企業財務はあくまでも有効な投資実行のための手段と考える。即ち経営者の多くは最適投資を実現するものが最適な資金調達方法、最適資本構成と考える。この場合の投資は将来の収益機会の増大を目指す実物資産への設備投資を指す。設備投資以外の在庫投資についても基本的な考え方はあてはまるが、対象とする期間は極めて短期となる。バブル経済期には金融資産への投資を企業収益向上のための重要な手段とみなした企業も少なからずあった。しかし今日では保有金融資産に対する時価会計の導入もあり、明示的に企業の主業務と位置づけている金融関係企業等を除き、金融資産への投資はあくまでも目的を達成するための補完的手段とみなす事業会社が多い。

2．投資の条件 投資収益率が資金調達コストを上回ること²

前稿〔林原（2001b）〕で投資と資金調達の関係について簡単な部分均衡分析を試みたが、本稿では個別企業の財務の立場からみた、投資決定と資金調達の関係を企業金融理論に準じて素描してみたい。なお投資目的が収益機会の増大でない場合、例えば環境対策等の場合にはここでの分析の対象外とする。投資の有効性を判断する方法としては、内部収益率法、正味現在価値法、会計上の利益、投下資金の回収期間、等複数の方法がありその結果は必ずしも同じ結論をもたらすとは限らない。現実にはこれら複数の方法からえられる結果を総合的に検討し投資の意思決定を行うが、ここでは資金調達コストとの比較で判りやすい内部収益率法に準じ、近年企業のパフォーマンス評価で注目されている経済付加価値（EVA）の概念を用いて考察してみたい。³

投資決定に関わる内部収益率法では投資からえられるキャッシュフローの内部収益率が資金調達コストを上回るか、即ち当該投資が企業にどの程度の経済付加価値（EVA）を生むかの検討を行う。この差がプラスになる確率が高ければ、投資からえられる限界企業価値はプラスとなり投資に関わるトーピンの q が 1 以上となり、株価に対しては明確にプラスの効果をもた

2 通常企業金融理論では資本コストとは資本の提供者が要求する機会費用としての収益率の期待値を言う。即ち負債に関しては約定利率が資本コストに近似し、株主資本に関しては資本コストとは株主の要求する最低の期待収益率を指す。但し本稿では資本コストを税金の負担や取引費用等も含めた実質的な期待収益率として考える。通常ストックである資産を対象として見るが投資の資金調達コストというようなフローの概念にも同様に適用できる。なお本稿では特に断りのない限り、ストックとしては企業全体の加重平均資本コストを資本コスト、個々に分解して述べる場合は株主資本コスト、内部留保コスト、負債コスト等と述べ、フローとして投資資金全体の調達コストは資金調達コスト、個々に分解して述べる場合は増資コスト、内部留保調達コスト、負債調達コストと呼ぶこととする。

3 EVA(r)はスターン・スチュアート社の登録商標であるがここでは一般用語として用いる。尚、EVAの実務面への適用にはまだ課題が多いが詳細は林原行雄（2001a）を参照のこと。

らす。どの程度の EVA が必要かということは、投資からえられる予想キャッシュフローがどの程度リスク（確率）で達成されるかということと資金調達コストに依存する。予想キャッシュフローは投資から生まれる将来の税引き後予想営業利益と減価償却の和であり、予想営業利益は将来の予想価格と予想販売数量の積から将来の予想比例費と予想固定費を控除した額である。設備投資の意思決定はこれらの諸変数の予想値と資金調達コストに依存することになる。投資の有効性を判断する際に複数の評価方法が必ずしも同一の結果を出すとは限らないが、十分な EVA が確保されると予想される場合は、実務で重視する会計上の利益や投資資金の回収期間等、他の検討方法でもおおよそ満足されることが多い。

3．資本調達コストの低い資金調達と結果としての最適資本構成

投資を行う際に資金調達に関わり最もコストの低い方法を選択し EVA を最大化させることが、投資実行時の最適資本構成である。わが国の企業（経営者及び財務担当者）の多くは資金調達に関わる取引費用と将来生じうる資金繰り困窮時のコストを考え内部留保の調達コストが最も低いと考える。株式は変動（リスク）が大きく増資手続きが煩雑で取引費用が高いため、増資コストは負債調達コストもより高く増資は最も割高な調達手段と考えられている。このため投資の資金調達としてまず内部留保調達を検討し、それで不十分な時は調達コストの低い順に負債調達、増資の順に調達を検討する。負債調達や増資等の外部金融はその時々金融情勢にアベイラビリティや条件が左右されがちであり、この意味でも経営者にとっては内部留保調達が最も利用しやすい方法といえる。

4．ストックとしての最適資本構成

以上によれば投資実行時に最もコストが低い資金調達を行うことが結果的に最適資本構成を事後的に決定するという、いわばフローの最適化がストックの最適化を決定することになる。実務ではこのようなフローの最適化に加え、投資実行後資産サイドに変化がなくても企業は資本構成が望ましい形にあるか検証する。負債調達を行った場合は契約の更改もあり、負債/株主資本比率は現状が良いか、負債として銀行借入と債券調達のどちらの形態が望ましいか、金利設定は短期が良いか長期で固定した方が良いか、金融情勢の動向を勘案しつつ可能な方法の中から常に資本コストが低いより望ましい資本構成を模索する。現在多くの企業がキャッシュフローを有利子負債の削減に充当しているのは、将来の資金繰り困窮に伴うコストの低減を図ることと、最もコストが低いとみなしている内部留保の割合を高めるといった意図によると思われる。

．最適資本構成に関わる論点

1．取引費用と資金繰り困窮時のコスト

わが国の企業（経営者及び財務担当者）の多くは、投資資金の調達コストは内部留保、負債、増資の順に高くなると考え、資金調達もこの優先順位で検討を考えていると述べたが、そのような考えは資本金と内部留保を区別せず一律に株主資本とみなして同じ株主資本コストを適用するという企業財務の基礎理論の考え方とは異なる。一方資金調達の優先順位は表面的にはペッキング・オーダー理論のいうところと同じであるが、調達コストの差が情報の非対称性から

生ずるエージェンシー問題から派生するという考えに同意する経営者は少ないであろう。⁴ 見解が分かれる最大の点は何故内部留保調達コストが最も低いのかというところであると思われるので、この点に関するわが国の経営者の一般的な考え方を記述してみたい。内部留保に関する株主の期待収益率は資本金と同様負債の資本コストより高いにせよ、内部留保調達の取引費用は負債調達や増資等の外部金融に比べ格段に小さい。経営者が考える外部金融の取引費用としては、銀行等外部の投資家への説得及びその承認に要する時間と手間、及びその時々金融情勢の影響から生ずる諸々のコストを含むが、このような手間が軽いだけ内部留保調達のコストは小さくなるのである。さらに負債が増えるとそれだけ銀行等外部の債権者に対する債務不履行の可能性が高まり、資金繰り困窮時のコストが高くなる。負債比率の上昇は債務不履行まで至らなくとも、銀行等外部の債権者の企業財務や企業経営に対する関与がきつくなり経営者の裁量が狭められ、後述するように経営者が迅速に最適投資を実行する上で融通性が阻害されるというマイナスの要因になると考える。

2. 投資と資金調達の好循環

投資からえられるキャッシュフローの予想内部収益率が高く調達コストの低い方法を選択することが、EVAを最大化させ企業価値の最大化をもたらすが、投資と資金調達は決して独立ではなく相互に密接な関係がある。内部留保調達の場合経営者は迅速かつ機動的に最適な投資の実行に踏み切れるのである。逆に外部資金調達を行う場合は金融環境や銀行等の判断により、投資資金が十分調達できず結果として経営者の考える最適投資が実行されない懸念がある。わが国ではキャッシュフローが豊かな企業ほど内部留保を駆使して最適投資を機動的に行い、益々内部留保を生み投資と内部留保の好循環を達成している優良企業が多い。

3. ゴーイング・コンサーンとしての企業

企業はゴーイング・コンサーンとして長期間継続する組織であり、資金調達や資本構成についても長期的に最適化を図る必要がある。特に設備の償却期間が長く有形固定資産回転期間が長い製造業では、投資決定及びそのための資金調達、資本構成についての判断は長期の期間を単位として考える必要がある。経済学的にいえば企業の財務行動についての判断にも、比較静的あるいは動学的視点が求められるのである。例えば現状の歴史的な低金利下においてキャッシュフローは内部留保せず増配等により株主に還元し、コストの低い負債の調達比率をあげるべきと要請する株主も少なくない。⁵ もし当該企業が将来大型投資を行う可能性が高く大規模な負債調達を行う可能性が高い場合、将来の負債調度を有利に行うためにそれまでは負債/株主資本比率を極力小さくする必要がある。このようなケースでは株主は短期的利益を考えて

4 ペッキング・オーダー理論のいう資金調達の優先順位が情報の非対称性から生ずるエージェンシー問題に帰せられる資本コストの差によりもたらされるということを明示的に論じたものとしては大庭竜子・堀内昭義(1990)を参照。

5 米国の投資顧問業者やアナリストに対する会社説明会(IR-Investor Relations)において“当社は有利子負債の削減に努め財務基盤の強化を図り...”等と述べるとこのような反論がなされることがある。もっとも税制が中立であれば配当政策の変更は株主の総収益に影響しないとするモジリアーニ=ミラーの配当理論を考えると、このような主張をする株主はキャピタル・ゲインより現金配当を好するのである。

いるのに対し、経営者は最適投資を実行するという長期的な視点から負債/株主資本比率を考えていることになる。

4. 一律ではない最適資本構成

以上から明らかなのは、最適資本構成はその時々金融情勢や企業の属する業界特性により異なるということである。

株主資本の関わる期待収益率、負債調達に伴う金利の見通し、取引費用や将来の金融情勢の予想次第によっては、内部留保コストが負債コストより高くなることもない訳ではない。事実日本でもバブル経済期及びそれ以前の高度成長期には負債調達が有利とみなし、コストの低い負債調達を積極的に行い戒長した企業も少なくなかった。

多額の有形固定資産を必要としかつキャッシュフローによる投資資金の回収期間が長い装置産業等では、投資資金を内部留保だけで調達することには限界があり負債調達比率が高まるが、資金繰り困窮時のコストがどの程度織り込むべきかにより、資本構成における内部留保の割合を決定する。そのような資本構成が有形固定資産の残高、即ち設備投資にも影響を与えることになるのである。一方有形固定資産回転期間が短くフリー・キャッシュフロー比率が高い産業には、「無借金企業」や株主資本比率が高い企業が多くなる。⁶

・ 企業からみた設備投資決定と金融政策

1. 金融政策の有効性について

2. において投資と資金調達は独立ではなく相互に密接な関係があると述べたが、現下の超低金利の下でどのような関係にあるのだろうか。日銀の行なう金融政策に有効性について論議が活発であるが、その多くはインターバンク市場を中心に日銀と銀行の関係に焦点があたっているように思える。⁷ 景気対策で問題なのは金融市場に潤沢な資金が供給されているにもかかわらず、何故銀行は貸出を増さないで国債を購入しているのか（又はそうせざるを得ないのか）、企業は何故借り入れを行なわないのか（又は行なえないのか）という点にあるのではないだろうか。日銀の金融政策の有効性が発揮されないのは、銀行の行動様式が従前と大きく変化していることと、金融市場に資金が潤沢に供給されているにも関わらず企業が設備投資意欲を持たないためではないのだろうか。本稿では後者の点に絞って景気に最も影響を与える企業の設備投資に金融政策はどのように影響を与えるのか、2. で述べた内部収益率法と経済付加価値（EVA）の概念を用いた簡単な投資決定モデルを用いて分析してみたい。⁸

6 個別企業のこのような行動を経済全体で見ると企業の資本構成は競争市場の中で内生的に決定され個別企業により異なるという指摘の方が正鵠をえているのかもしれない（Miwa, Y. and J. M. Ramsyer (2001) 参照）

7 金融政策の有効性についての最も密度の高い論争は小宮隆太郎 + 日本経済研究センター編（2002）に集約されている。

8 企業は設備投資の判断をする際には内部収益率法だけに頼っている訳ではなく、又 EVA の概念を明示的に用いていないかもしれないが、明示的かどうか別に企業はキャッシュフローベースの投資収益率が資本コストを上回るかどうかの検証を何らかの形で織り込んで設備投資の意思決定を行っている。

2. 企業に設備投資インセンティブを与えるには

企業は投資(I)からえられる予想キャッシュフロー(CF)の内部収益率(IRR)が、当該投資(I)に関わる加重平均資本コスト(WCC)を一定以上上回る確率が十分あると見込まれる時に投資(I)を実行する。⁹ 予想キャッシュフロー(CF)は当該投資(I)から生産される製品の税引き後営業利益(NOPAT)と減価償却(DP)の和であり、税引き後営業利益(NOPAT)は予想製品価格(P)×予想製品売上数量(Q)から予想比例費(VC)、予想固定費(FC)及び予想支払税金(T)を控除した額である。¹⁰ 現在の設備投資の低迷は、IRRがWCCを下回っているか、上回っていても十分なスプレッドが確保される見通しが無いことによるものである。したがって問題はどのようにしたら金融政策によりIRRを高めあるいはWCCを低め、企業に設備投資を行なわせるインセンティブを与えることができるかということにある。

3. 金融政策の設備投資に与える影響

(1) 金融政策で名目市場金利を引き下げることが可能であり、名目市場金利の引下げによりWCCを引き下げることが可能である。投資資金の負債調達比率が高いほどWCCに占める市場金利の割合が高く金融政策の効果は高まるが、現状では市場金利がゼロ近辺まで低下しマイナス金利を許容しない限りWCCをこれ以上引き下げる余地はほとんどない。マイナス金利は実務的、社会的、政治的にみてその導入は容易ではなからう。設備投資に対しては長期金利の影響が大きい。もし国債の大量発行により長期金利が上昇する気配があり(今はその気配はないが)、伝統的な金融政策により短期金利の調整により長期金利の上昇を抑制することが効果的でない時は、日銀は国債の買い切りオペで金利引下げの介入をする意味はあるが、効果は一時的なものにとどまるであろう。

(2) 株主資本の期待収益率を金融政策によって低めWCCを低下させることができれば、投資に対しプラスの効果を持つ。近年わが国でも株主重視の経営姿勢が強くなっており、株主に対し十分なリターンを確保できる見通しが無いために投資を控える企業が少なくない。しかし現状の金利下で株主資本のコスト、即ち投資家の期待収益率は十分に低下しており、金融政策が株主資本のコストを引き下げる余地は少なくとも短期的かつ直接的には乏しいのではない。

(3) 製品売上数量(Q)は実体経済の見通しに依存し金融政策が直接関与できる問題ではない。今後需要増加が期待できる製品を見つれるとか、企業が市場シェアを拡大できる戦略を持つ等、

金融政策との関係を考察する際には内部収益法とEVA概念を用いるのが最もわかりやすいためこのような分析を行った。

9 予想キャッシュフロー(CF)、投資(I)、内部収益率(IRR)の関係を数式で表すと以下の通り。

$$I = \frac{CF_1}{(1+IRR)} + \frac{CF_2}{(1+IRR)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+IRR)^n} \quad 1 \sim n : \text{各期}$$

各期の予想キャッシュフロー(CF)を加重平均資本コスト(WCC)で割り引いてえられる投資収益の現在価値(PV)は以下の数式で表される。

$$PV = \frac{CF_1}{(1+WCC)} + \frac{CF_2}{(1+WCC)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+WCC)^n}$$

PV-Iがプラスかどうかで判断をする投資評価の方法を正味現在価値法という。各期のCF次第で必ずしもIRR > WCCの時常にPV-I > 0となるとは限らない。

10 キャッシュフローを減価償却をたし戻す前の税引き後NOPATで考える方が厳密なEVA概念の適用になるという見解もあるが、ここでの考察とは直接関係ないのでその議論には立ち入らない。

個別企業の努力に依存する面もある。

(4) 当該製品製造に関わる比例費（VC）と固定費（FC）を削減して IRR を高めることは個々の企業の努力に依存し金融政策は無力である。支払税金（T）の減少は設備投資（I）の増加にプラスの効果があるが、もとより金融政策の所管事項ではない。

(5) 金融政策が IRR に最も影響を与え得るのは予想製品価格（P）の引き上げである。インフレ・ターゲットの設定が叫ばれる所以であろう。金融政策の有効性についての論争も結局はインフレ・ターゲットの設定の可否に帰着した感がある。日銀がインフレ・ターゲットを設定すれば企業は十分な IRR を見込めるようになるのであれば導入すべきである。しかしながら政策当局を含む国民の多くがデフレを収束させマイルドなインフレになることを望み、日銀が金融市場に多額の資金を供給しているにもかかわらず物価が下落しているのは、企業の設備投資意欲を刺激し銀行が貸出増加で対応してマネーサプライを増加させ物価上昇をもたらす具体的なトランスマッション・メカニズムが、ここで述べているように欠けているためでないだろうか。単に日銀がインフレ・ターゲットを設定するだけでデフレが収束するとは思えない。

4．銀行行動と設備投資

銀行の貸し渋りにより設備投資が抑えられているという見方は納得的ではない。銀行は膨大な不良債権処理の原資として業務純益を増加させることが最大の課題でありそのためには貸出を増加させることが必須であるべき筈である。もし自己資本比率を向上させるため正常先に対する貸出を抑制しているとすれば誤った審査姿勢といわざるをえない。一方銀行が“信用リスクに見合った金利設定”を行い金利スプレッドを引き上げる動きがあると伝えられる。¹¹ 単純に金利を引き上げることの設備投資に与える抑制効果が危惧されるが、これは銀行の金利政策の問題で金融政策の及ぶところではない。

5．設備投資を誘因するものは 実質金利の議論に関連して

以上から明らかな通り企業は設備投資の可否を意思決定するには主として名目値に注目する。即ち Q の伸びがわずかでも P が上昇し十分なキャッシュフローが確保できれば設備投資実行の誘因になる。しかし新製品製造設備等容容拡大を目指す設備投資の判断は、P が下落することも想定した上で IRR がどれだけ WCC を上回るかを予想することの方が多いのではないだろうか。設備投資は良く売れると見込まれる製品を増産するために、即ち Q が伸びると見込まれる時に実行されることが多い。設備投資を刺激するためには企業が Q を伸ばせる機会を見いだすこと、そのような経済政策が遂行されることが必要である。なお物価水準を引き上げて実質金利を引き下げることが主張されるが、個別の設備投資についてみれば実質金利は WCC を P（乃至比例費や固定費の価格も含めた平均価格）でデフレートした値ということになる。P が下落することを織り込んで投資判断を行うということは、当該投資に関わる実質金利はかなり高くなると想定していることになる。

以上から考えて現状のような超低金利下では金融政策が設備投資を誘因する効果は、個別企

11 従来と状況も方式も変わらないのに金利を引き上げることは説得性に欠ける。プロジェクト・ファイナンス方式等従来と変わる新しいリスクのとり方を導入することが必要であろう。

業の立場からはかなり悲観的であるといわざるをえない。反面投資を抑制させることは市場金利を引き上げて WCC を高くする等引き締め政策をとることで容易である。金融政策という「紐で押すことはできない」が「紐で引っ張ることはできる」所以であろう。¹²

．おわりに コーポレート・ガバナンスに関連して

かつては理論と実務の黍離が大きく懸隔していたわが国の企業財務でも、近年理論がわが国の土壌にそって展開される一方、理論的に裏付けられた実務が行われるようになり、その黍離は急速に狭まってきたように思える。例えば現状企業の設備投資がもりあがらないのは単に会計上に利益や投資資金の回収期間という尺度だけでなく、設備投資が企業の経済価値を付加し株価を持続的に引き上げるかどうかを企業財務理論にしたがい検討してきている結果でもあるのである。

しかしながら最適資金調達あるいは最適資本構成においては、実務の考え方が理論的に十分説明できるまでには至っていないように思える。その理由の一つはコーポレート・ガバナンスに関する基本的な共通理解ができていないためでなかろうか。最近わが国でコーポレート・ガバナンスについての議論が盛んであるが、大型倒産や相次いで発生した大企業の不祥事の影響もあり、研究者、政策遂行者、マスコミ関係者の間では所謂金融契約説的視点が重視され、経営者が株主の利益のために十分に機能していないというエージェンシー理論的な立場に立ち、株価重視、株主価値経営の重要性を強調するコーポレート・ガバナンス論が多いように思える。¹³ 連結決算、キャッシュフロー会計、時価会計等国际会計基準の導入や、一連の商法改正による社外取締役制度の導入はこのような動きを制度面からサポートするものである。

コーポレート・ガバナンスの重要性は言を俟たないが、米国でいわれるように経営者と株主を利害対立関係にあるものとみるエージェンシー理論の立場に立脚し、短期的な利益を追求して企業経営を考えている実務界の人はわが国では少ないであろう。経営者は資金調達を内部留保に依存する方が迅速かつ機動的に最適な投資を実行できていることや、将来の設備資金調達の可能性を含めて負債/株主資本比率を考えていることは、外部からはエージェンシー問題とみられがちであるが、実は経営者は長期的視点で企業経営を考えている結果なのである。日本企業の経営管理層の多くは、株価重視、株主価値経営を強調し比較的短期の利回りを重視する投資家より、総じて企業に対するコミットメントが長かつ強く、より長期的視点で経営を行うことが多い。現状の市場金利がいかに低くともなかなか設備投資が盛り上らない一因もここにある。さらに重要なことは大多数の日本の経営者は、長期的に安定的な収益を確保し株主収益率を極力高めるだけでなく、役員を含む従業員及び関係会社及び親密取引先等の企業を取り巻くステークホルダーのベネフィットを極力向上させることを目指している。企業が繁栄することは各ステークホルダー共通の利益になることの方が、所有と経営の対立の構図よりはるかに重要であると考えているのである。

12 小宮隆太郎 + 日本経済研究センター編 (2002) 455 頁。

13 わが国におけるコーポレート・ガバナンス論を整理したものとして岡部光明 (2002)、資金調達とガバナンスの関係について岡部光明 (2003)、金融契約説の立場からコーポレート・ガバナンスに関する理論展開を展望したものとしては小野田広 (2001) を参照した。

コーポレート・ファイナンスの問題はコーポレート・ガバナンスの問題に帰着する。¹⁴ その意味で最近海外の研究者の間でも日本やドイツ及びフランス等欧州大陸諸国におけるコーポレート・ガバナンスの形態に注目し、英米流の金融契約説の立場をより広い立場から見直す動きがあることは注目される。¹⁵

（2003年1月）

（参考文献）

- 大庭竜子・堀内昭義（1990）「本邦企業のメインバンク関係と設備投資行動の関係について 理論的整理」『金融研究（日本銀行金融研究所）』1990年12月。
- 小野田広（2001）『コーポレート・ガバナンスの経済学』日本経済新聞社。
- 岡部光明（2002）「コーポレート・ガバナンスの研究動向：展望」慶応義塾大学湘南藤沢学会『Keio SFC Journal』第1巻第1号。
- 岡部光明（2003）「日本企業の資金調達とガバナンス」日本評論社『経済セミナー』2003年2月。
- 小宮隆太郎＋日本研究センター編（2002）『金融政策論議の争点』日本経済新聞社。
- 辻幸民（2002）『企業金融の経済理論』創成社。
- 林原行雄（2001a）「モジリアーニ＝ミラーの理論（MM理論）と日本の企業財務 なぜMM理論は日本の企業財務の実務感覚になじまないのか」日本金融学会2001年度秋季大会研究報告。
- 林原行雄（2001b）「日本企業の財務行動と企業金融理論」『金融（全国銀行協会）』2001年12月。
- Allen, F. and Douglas Gale (2001), *Comparing Financial Systems*, MIT Press.
- Miwa, Y. and J. M. Ramsyer (2001) "Does Ownership Matter? Evidence from the Zaibatsu Dissolution Program", CIRJE-F-105, February 2001, Faculty of Tokyo University Center for International Research on the Japanese Economy.
- Tirole, J (2001) "Corporate Governance" *Econometrica*, Vol.69, No.1.

14 岡部光明（2003）は「コーポレート・ガバナンスの問題はコーポレート・ファイナンスの問題に帰着する」と述べているが、むしろ企業金融が企業経営のあり方に従属すると考える経営者が多いのではないだろうか。

15 例えば Allen, F. and Douglas Gale (2001), Tirole, J (2001)。