

グローバルゼーションとコーポレート・ガバナンス
- 米国、日本、東南アジアのケースをもとにして -
日本のケース

(前) アジア開発銀行研究所所長 吉 富 勝

1997-98年の資本収支危機の後、東アジアのコーポレート・ガバナンスは、どのように変わりつつあるのか、どんな課題を抱えているのだろうか。

東アジアのコーポレート・ガバナンスが先進国と決定的に違うのは、それが家族会社 (family business) のガバナンスの問題だという点だ。ガバナンスのメカニズムに決定的な影響をもつ二大要因、つまり株の所有構造と企業金融の支配的チャンネルに、その違いが現れている。家族会社の場合、創設者とその家族による所有が、その必要こそ必ずしも大きくないものの、ピラミッド型の所有構造のいわば頂点に位置し、多くの企業を支配している。その結果、control rights が cash-flow rights を上回る。小株主が搾取 (exploitation) されているという問題はここから生じる。しかし東アジアの小株主は、アングロアメリカンにみられるような分散された多数の小株主 (dispersed ownership) とは違う。その搾取が株式市場での資本調達を不利にするから米国などでは問題になるが、東アジアでの問題は異なっている筈だ。

企業金融は銀行融資が支配的だ。しかし銀行が三段階 (ex-ante, interim, ex-Post) のモニタリングを借り手企業に対して実施していただくだけのポジションには位置していなかった。ドイツや日本のように銀行に基礎をおくコーポレート・ガバナンスとは違っていたわけだ。理由は二つある。一つは銀行が家族会社の株式保有構造の下部にあった。ここから connected lending の問題も生じた。もう一つは産業政策上、政府による銀行経営の介入が強く、directed lending の割合も高かった。こうした家族会社のガバナンスの下で、20-30年にわたる「奇蹟」的な持続的行動成長が実現し、また深刻な「危機」も発生した。この一見、相矛盾してみえる二つの現象をどう統一的に説明できるのかが今後の東アジアのガバナンスを考えていく上でも重要である。

「危機」の後、大家族会社の一部は消滅し、残る企業もコングロマリット型からコアビジネス型へ変容している。だが依然として、大家族会社が経済全体に占める地位に余り変わりはないようだ。問題をいくつか指摘できる。下部のピラミッド型保有構造はどう変わったのだろうか。ガバナンスの「内部」メカニズムとして重要な取締役会の構成や役割は、「危機」の前とどこが基本的に違ってきているのか。外部重役についても、米国のように機関投資家 (小株主の集合体) が十分に発達していない東アジアで、一体誰の利益を代弁しているのだろうか。外部重役の経営陣からの「独立性」と経営についての「情報量」との間のトレードオフ関係は、取締役会の構成にどう影響しつつあるのだろうか。

「危機」の後、多くの銀行へ公的資金が投入され、国有化された。再び民営化されたとき、銀行に基礎をおくコーポレート・ガバナンスが改めて定着する条件は何なのだろうか。銀行の新しい株保有構造は市場が決めるのか、政府が介入するのか。家族会社が銀行株の保有をどこまで許されるのか。銀行自体のコーポレート・ガバナンス（Who monitors the monitor）を左右する銀行株の保有構造とプルデンシャル規制のあり方はどうか。成熟していない株式市場の下では、dispersed ownership はエイジェンシー問題をうまく解決できないとすれば、ブロック・ホルダー所有構造はどうか。そこへ家族会社もブロック・ホルダーとして参加するとき、connected lending 問題はプルデンシャル規制で対応できるのであるか。