

韓国「財閥」の内部資本市場としての効率性

慶應義塾大学大学院 飯島高雄

経営多角化(diversification)や内部資本市場(internal capital markets)に関する理論・実証研究は、1960年代のコングロマリットの登場、1980年代のM&Aブームなど、米国における企業活動の変化を背景にして、米国を中心にすでに多くの蓄積が進んでいる。しかし、次の3点に関しては、研究の余地を残しているように思われる。

アジア企業の所有・支配構造を念頭に置いた研究。

La Porta et al. [1997]が明らかにしたように、米国のような企業の所有・支配構造が分散している事例は世界的には少数派であるにも関わらず、既存研究の理論モデルは主として、米国企業の所有・支配構造から生じる、株主と経営者(と部門長)との間のエージェンシー問題を念頭において構築されている。

(外部)資本市場の明示的な研究。

既存研究では、内部資本市場の代替的存在である資本市場(capital markets)に関しては、「情報の非対称性等により不完全」と仮定されることが多く、なぜ(または、どういう条件で)内部資本市場が資本市場より選好されるかについては、分析していない。

効率性を失ったコングロマリットが分割されない要因の研究。

既存研究は、内部資本市場の(非)効率性といった静学的分析が中心である。

本稿では、所有・支配構造がオーナー経営者に集中している、複数企業で多角化がなされる、というアジア企業に共通する特徴を有する韓国「財閥」を取り上げ、金銭的価値と非金銭的私的便益で構成される企業価値の和を最大化するように各企業の投資水準を決定するモデルにおいて、内部資本市場と資本市場の資源配分パターンを比較分析する。

とくに、ともにオーナー経営者が支配権を確保している公開会社と非公開会社との間の資源配分に焦点を当てて、分析する。そして 資本市場も「非金銭的私的便益の他の経済主体への移転不可能性」を加味してモデル化することで、資本市場と比較した内部資本市場の相対的効率性も分析する。また 社会的に最適な投資水準と、意思決定者であるオーナーにとって(個別合理的に)最適な投資水準とを区別することで、コングロマリット(内部資本市場)が社会的に非効率であっても「持続」し得るメカニズムを分析する。