

企業成長論 再考

Re-Thinking of the Firm-Growth Theory

(1993年4月7日受理)

沖田 健吉
Kenkichi Okita

Key words: 経営者能力, エージェンシー理論, リストラクチャリング

1. ケンブリッジの企業成長論

企業には、いろいろの資産が現存している。その企業の業態によって資産の性格は多様であるが、過去からの蓄積（投資）の結果として現在の資産がある。この資産の蓄積過程は、企業の成長過程を、一つの側面から事後的に示している。いうまでもなく、資産の蓄積は、その企業の事業活動に向けて行なわれたのであるから、資産の内容を見ることによって、企業の過去から現在までのヒストリーを知ることができるのである。というのも、ここでの資産は有形・無形のそれを含んでいるからである。生産用あるいは、ユーティリティー供給用の有形固定資産を有機的にまとめるための管理能力、コンピューターのソフト・ウエア、その他蓄積された知的財産権、ブランド名、マーケティング上のノウ・ハウ、企業イメージ等の経営資源の合計であり、単に物的な資産に限定されるのではない。

企業は、その企業に体化されている上述の知識・情報体系ともいべき経営資源を使って現在の事業活動を行っており、収入（売上高）と費用、その差額としての利潤が決められる。そしてその利潤をもとに経営資源の増加、つまり投資が行なわれる。したがって、投資は狭義の設備投資のほか、人的資源の開発のための教育投資、研究開発投資等多面的な形をとることになる。

このように企業を経営資源のかたまりとして捉える見方は、すくなくともマーシャルまでさかのぼることができる。Marshall [1920] の第4編は、「生産要因、土地・労働・資本および組織」と題されていて、彼は生産要素の一つとして組織を挙げている。企業組織が生産力の担い手であり、これを構成要素に分解してしまうと、生産力の発揮が不可能になるという観点から「組織を別個の生産要素として取り扱うほうがよいとも考えられるのだ」^{※1}と云っている。この点は、準地代という概念でマーシャルが述べていることを参照すればさらに明確になってくるだろう。すなわち「成功した事業体の稼得額は実業家自身の視角からみると、第一にかれ自身の才能、第二にその工場その他の物的資本、第三にそのれん、つまり事業組織と事業関係、それぞれの稼得額の集計にほかならない」^{※2}と理解される。しかし企業家が能率を発揮できるのは、彼が特定の事業組織にいるからであり、他の組織に移れば、恐らく大幅に能率の低下が起り、所得も減少するだろう。したがって企業の利益の一部は元来組織全体に帰属するということにならざるを得ない。その組織が使用している経営資源は、別の組織が使用することによっ

て収入を挙げられるような機会費用であり、犠牲にされる社会的な平均収入で測ることができるものである。そうすると、ある一つの企業が存在理由を明らかにするためには、この機会費用を超えた収入の獲得に企業活動目的を置くのでなければならない。マーシャルは、この機会費用を超過する収入の部分を「複合的な準地代」と呼び、「その事業体にたずさわっている人々のあいだに慣習ならびに公正の概念に考慮をはらいながら、交渉によって分配していくことのできる」^{#3}ものだとしたのである。

マーシャルが、企業組織を経営資源のかたまりとして理解していたことは明らかであるが、人的・物的・知的な投資の累積によって高められた経営資源の産出効果が発現してくると、この複合的な準地代は永続的な性格を帯びてくる。そして事業主の所得と労働者の賃銀に分配され、生活水準を高めると同時に生産性の向上を導びくのである。したがって、ある企業は他の企業の社会的平均収入より高い収入をあげるように革新を行ない、自己の蓄積された経営資源を有効に活用して成長を志向する。このように、マーシャルは企業組織を経済成長の中に位置づけたのであった。

とはいうものの、すべての企業が複合的な準地代を得て社会的平均収入を上回らなければならない、というのは明らかに矛盾である。すべての企業が他の企業より高い収入を上げることは成り立ち得ない。しかし、動態的な文脈の中では、各企業が今年、昨年の実績以上に収入を上げるよう期待することは可能である。各企業は成長を志向して、組織を通じて努力するが、期待は実現するとは限らない。したがって、長期をとってみると、企業間で成長の度合に格差が出てくる。中には停滞したり、衰退してゆく企業も出てくるだろう。このことを、マーシャルは「森と木の比喩」^{#4}で表現しようとした。産業という森は、企業という多くの樹木によって構成されている。若い企業はまわりの古い企業との競争に打ち克とうと努力して成長していくであろうし、他の競争相手よりはるかに優越しているように見える木もやがて活力を失ない衰退していこう。森の中で新・旧企業の交代は常に行なわれているのである。

このような個々の企業の盛衰は、何によってもたらされるのであろうか。マーシャルによれば、企業組織を活用する企業者能力と運・不運ということになる。そして、資本主義もそれほど成熟していない個人企業中心の時代を反映して、彼の企業者は個人として扱われていて、ここに疑問の発生する余地がある。1人の企業者^{#5}の経営能力は、たしかに企業成長にたいし制約を加えるかも知れないが、経営資源のかたまりとしての組織は、企業成長の過程で成長していくのだから、企業者1人の能力だけが、成長を制約するものではないはずである。この点につき、企業組織そのものに注目して企業成長の理論を展開しようとしたものが、ペンローズ [1959] である。

ペンローズの企業は、「本質的には一つの管理機構の中で組織的に利用されている資源の蓄積」^{#6}であるとされる。資源の蓄積の原文は、a pool of resourcesであるから、これは本稿の経営資源のかたまりと同じである。そして「ある時期にある会社で生産される最終製品は、その会社が資源を利用するいくつかの方法のうちの一つを示している」^{#7}に過ぎないのであり、これを他のいろいろな方法に活用することは、いつでも可能な状態になっている。こういった経営資源のあり方は、ペンローズによれば、主として多角化による企業成長のモチベーションを与えるが、一方、企業の成長率を制約するという。この二つの部分から成り立っている命題のうち、前半部分にまず注目して見たい。Penrose [1959] の第5章は「継承された資源と拡張の方向」と題されていて、いわゆる未利用資源 (unused resources) が成長の動機となっていることを論じている。未利用資源は、「資源の不可分性から生ずる周知となっている困難によるもの、同じ資源が別の環境下では別の用途に、とくに特殊化した形で使用されうることから生ずるもの、さらに普通の生産工程や新しい生産的用途が継続的に生み出されていくということ

からくるものである。」¹⁸したがって企業は仲々到達できない資源の完全な有効利用という目標に向かって、いま以上に有効な資源の利用が可能であれば、企業成長の動機を持つことになるのである。

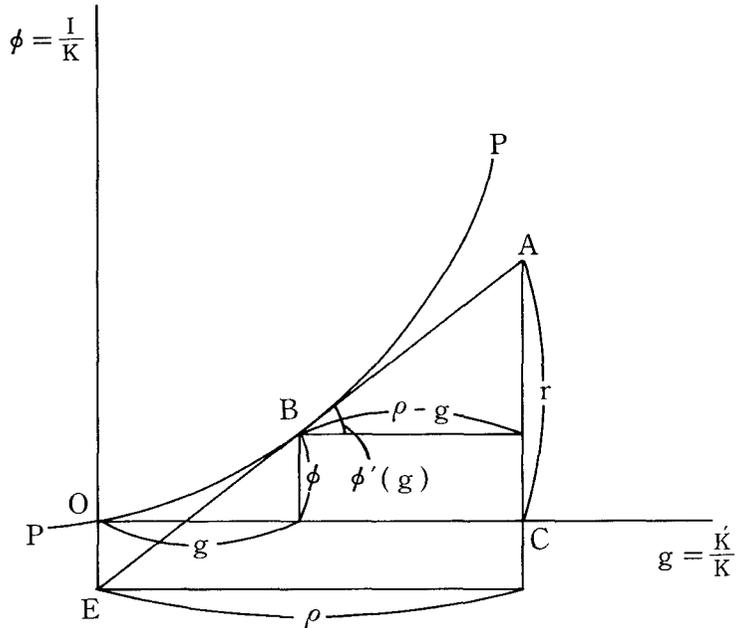
未利用資源とか遊休資源と云われるのは、その企業の主要製品 (firm's primary lines) に対してであるから、ペンローズの企業成長は製品の多角化によるものだが、そのさい「需要」は、企業に対して所与とは見られていない。「真の企業意欲に燃えている企業者は、需要を与えられるもの、と考えることはまれで、むしろそれに対して働きかけなければならないものと考えている」¹⁹のである。「消費者が関心をもちそうな製品の型は要するに、会社の資源に負うところが大きいのである。……“需要”は会社の現在の資源よりも重要であるとはいえず、むしろ重要性の低いものであることがわかるのである」。¹⁰

つぎに、ペンローズの命題の後半、「経営資源が企業の成長率を決定する」を検討したい。企業とは、「たんなる管理単位以上のもので、生産資源の集合体でもある。その生産資源は、管理上の意思決定によって各種の用途と時期に配分されるのである。」¹¹資源そのものではなく、資源のもたらす用役が生産に投入される。各種の資源に応じて、各種の用役があるけれども、経営者用役は、経営者チームという資源によってもたらされる。この資源は、その企業に特殊なもので、汎用の生産設備のように短期間に取得できるというのではない。「ある人の過去の生産活動がある特定の会社の中で行なわれてきた場合、かれはその会社の資源、構造、歴史、活動、人事についての知識が深いがために自分の会社に有用な用役を提供することができるのであって、同様の用役を他の会社に役立たせるためには、さらに経験を積みまなければならない」¹²というペンローズの言葉は、マーシャルが複合的準地代に関して述べたことと同じである。経営者チームの理解については、ペンローズは具体的に示していないが、文脈より見れば、トップ・マネージメントから現場の係長にいたる経営担当者の広い層を意味し、チーム内部で協業と分業が行われているというように考えてもいいたらう。

結論から云えば、そういう経営者用役の供給に制約が加わることによって企業の成長率もまた制約される。すなわち、「会社の成長のために能力をいっばいに使用していると仮定するならば、長期にわたり一定の成長率を維持するためには、少なくとも拡張ドル当りに必要な経営者用役が増加するのと等しい率で拡張に利用しうる経営者用役の供給が増加することが必要である。成長率をさらに増すことは、後者のほうが前者より大きな割合で増加している場合にのみ達成が可能である。成長率の低下は、拡張ドル当りの諸用役の必要が増加しているよりもゆるやかな率で関連した用役が拡張に利用可能となるときに起こるものである。」¹⁴経営者用役は、①管理業務、②企業環境の変化への対応業務、③成長（主要製品の拡張と製品多角化）の三つの方向で必要とされる。①は、ルーティン業務であり、権限の委譲などで切り抜けられる。②は、たとえばある企業が激しい競争相手に直面しているため、現在の運営に経営者用役のかかなりの部分を割かなければならない場合、ウエイトが増大する。だが、もっとも経営者用役が求められるのは③の領域の計画樹立と実行についてである。「複雑」な拡張計画において熟練した経営者の用役がより多く求められる理由は、なすべき業務の多様化と、それに伴ってますます多彩な経営経験が必要となるためだけでなく、調整 (co-ordination) のためでもある。……したがって拡張それ自体を計画するという管理業務に加えて、会社の残りの部門との必要な統合を維持し、同時に拡張計画の執行が官僚的隘路によって阻害されないよう、弾力的に管理を整理するといった仕事がある。すでにわれわれが見たとおり、ときとしては、必要に応じた管理上の適応が困難であるため、会社成立の過程で、存立の維持がやっとならざるという一つの重大な危機が訪れるかもしれないのである。」¹⁶

Penrose [1959] の骨子をモデルで表現したものが, Uzawa [1968] である。完全な市場と, 銀行借入金を利用せず, 株式発行によってのみ資金調達が行なわれることを前提とし, 第1図にペンローズ曲線といわれるものを描く。横軸に経営資源のかたまりの増加率をとり, $\dot{K}/K = g$ として表わす。この企業の成長率でもある。Kは, たんに物的な資本の合計ではなく, 「企業内に蓄積されている固定的な希少資源を生産能力の面を通じて評価したもの」¹⁶と云われている。一方, 縦軸には投資率を I/K で示す。Iは物的な生産要素を取得するための支出

第1図



出所：宇沢 [1990] 455ページ, ただし記号は若干変更

だけでなく, 研究開発などを通じて得られる情報や知識の蓄積, 人的資源の取得, 訓練による能力開発のための支出を含む。また, 投資を実行するさいに欠くことができないが, 生産能力の拡大には直接貢献しない費用, すなわち調整費用も I の中に含まれている。調整費用としては, 経営組織を改編するために要する費用や, 新投資プロジェクトを計画したり, 推進したりするための費用, 労働者の新設備オペレーションのための教育費用, 外部的には投資財の価格上昇分の追加支出や納期 (工期) 短縮のための報酬金支払などを思い浮べればよいであろう。

g と $\phi(g)$ との関係は, 第1図のPP'曲線のようになる。そこでは

$$\phi'(g) > 0 \tag{1}$$

であり, 企業成長の限界費用は, 企業成長率が高いほど高くなるようにPP'曲線は描かれているのである。これは経営者用役の不足が企業の成長率を制約するというペンローズの主張を図式化したものであり, それゆえペンローズ曲線と名付けられている。この曲線はシフトする。たとえば右の方へシフトすれば, 同じ投資を行なっても, より高い成長率を実現することができる。しかし, 以下ではPP'曲線は一定に保たれるものと仮定する。

いま, 横軸の利子率 (割引率) が ρ , 縦軸の座標が期待収益率 r となるような点Aをとり, PP'に対して接線を引くと, この接線の勾配を v で表せば,

$$v = \frac{r - \phi(g^*)}{\rho - g^*} = \phi'(g^*) \tag{2}$$

である。企業の最適成長率 g^* とそれに対応する最適投資率 $\phi(g^*)$ とは, 企業生産能力1単位当たりの現在価値を最大にするよう定められることが証明される。¹⁷したがって, 企業の現在価値総額 V は,

$$V = vK = \phi'(g) \cdot K \tag{3}$$

均衡株価 P は、発行株式総数 N で割って、

$$P = \frac{V}{N} = v \cdot \frac{K}{N} \quad (4)$$

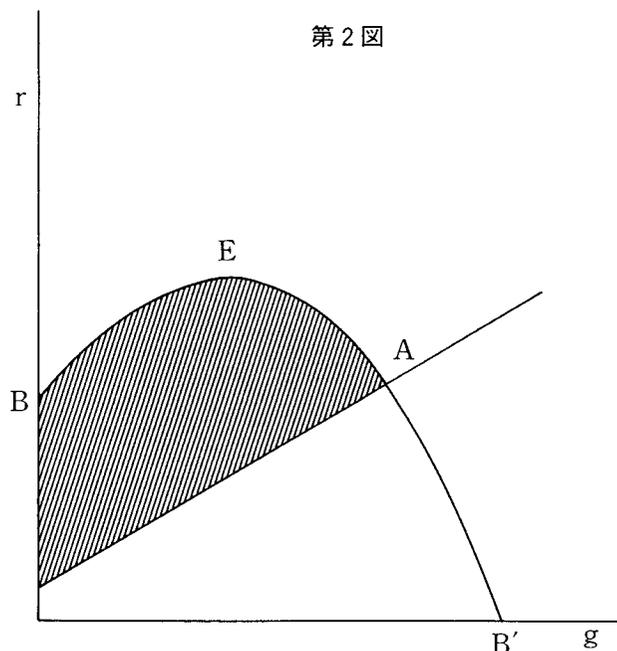
である。資本1単位あたりの現在価値あるいは株価の総額を最大化するような企業成長率が一義的に見出される。(第1図のB点) そこでいかなることが起こっているかを見るために(2)式を微分して0とおくと、

$$\frac{r - \phi(g^*)}{\phi'(g^*)} = \rho - g^* \quad (5)$$

が得られる。 $r - \phi(g^*)$ は資本1単位あたりの株式への配当率である。したがって左辺は配当の1単位を断念して投資を行ったときの成長率の増加率を示す。株主にとっては限界成長費用に当るものであり、これが $\rho - g^*$ すなわち実効利子率に等しくなるところまで、投資支出を実行するのが株主の立場からは最適になるのである。

2. 経営者主義企業論における企業成長

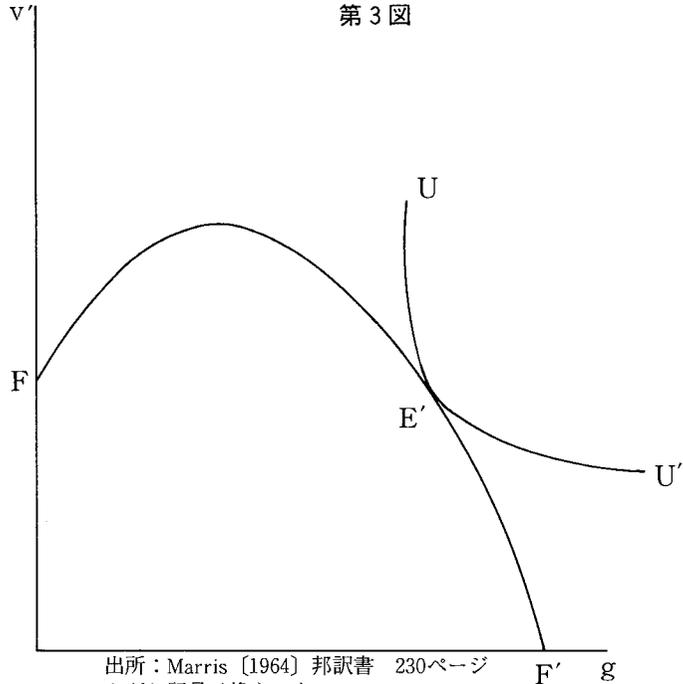
しかし、所有と経営が分離している企業が、株式価格の最大化を目的として追求するという保証はない。経営者は株主の立場に立って企業を運営するのだろうか。この点を簡単なモデルによって分析したものが、Marris [1964] であり、そこでは経営者主義企業 (managerial enterprise) とか経営者主義 (managerialism) といった考えが示されている。経営者主義企業は、株主に損失を与えても限界収益がゼロよりも大であれば成長をつづける、とされる。たとえば $r = \rho$ の状態にある企業が、なんらか投資機会を見出したとして、プロジェクト採算が $r - \rho < 0$ であっても、株主への配当を犠牲にする結果得られる留保利益がそのプロジェクトに投下される。^{註18}これは株主にとっては不利益であるから、経営者のそのような行動は無制限に続けられるものではない。そして、制限するメカニズムは、およそ次ぎのようなものである。 $r - \rho < 0$ の企業成長は当然のことながら企業評価率 v' の低下をもたらす。 v' は V を時価で割ったものとして定義しておく。(マリスは帳簿価格で割っている) v' の低下がある限度を越えて進めば、株主は反撃に出るだろう。マリスは、この株主の反撃を「乗っ取り」(take-over) の脅威として定式化したのであった。だから、経営者主義企業とは、企業評価率で制約されながら、企業の成長率を最大にすることを目的とするよ



出所：marris [1964] 邦訳書 227ページ
ただし記号は換えてある

うなものである。

上述の経営者主義企業の行動を第2図と第3図に示す。両図の横軸には成長率、 $g = \dot{K}/K$ をとる。ただしマリスのKは、われわれよりも狭い範囲、すなわちバランス・シートの総資産と考えられている。) 第2図はgとrとの関係をBB'曲線で描いている。期待収益率rは多様化による成長率の増大につれて、ある限度までは増大していくが、それを過ぎると低下しはじめる。需要面、供給面で成長のための費用が増大するからであり、ペンローズ曲線と類同のことを示している。製品を多角



化する場合、最初はその企業の主流製品に近接している領域から出発するため成功の確率が高いし、ペンローズのいう経営者用役の供給にも問題はないだろう。しかし、多角化率が增大するにつれて成功の確率は低くなり、経営者用役供給の困難さが増大するため、限界成長費用は増加していく。そのため収益率は低下していく。それが第2図でBB'のような形の曲線を描く理由である。一方、縦軸から東北に伸びる直線は、評価率 v' を制約条件とした極大成長率を示している。したがって、この直線と収益率・成長率のトレード・オフ曲線に囲まれる斜線部分が株主側からの反撃に対して安全な領域であり、A点が極大成長率を与える。 v' が増加すれば直線は上方にシフトし、安全領域は小さくなる。このような状況のもとにおける企業の行動は、古典派企業の場合、収益率の極大を与えるE点で示される。これに反し、経営者主義企業の場合はAE間で経営者の効用との関係である点 \dot{A} が選択されるのであり、第3図はそれを説明する。すなわち、経営者の効用関数 $U(g, v')$ を UU' 曲線、成長率と評価率のトレード・オフの関係を FF' で表せば、経営者主義企業の行動は両曲線の接点で示されるのである。そして古典派的企業においては一義的に FF' 曲線の頂点に対応する成長率が選択され、明らかに経営者主義企業の選択するそれよりも小さい。

したがって、経営者主義企業については、その効用関数のあり方により、相対的に高い成長率が選ばれる(両曲線の接点が古典派的企業の最適点から離れる)場合と、相対的に低い成長率が選ばれる(両曲線の接点が古典派的企業の最適点に近接する)場合とが考えられる。そして前者の現実例が日本の企業だとされているのである。^{註19}

経営者効用曲線を構成する二つの要素についてのマリス [1964] の見解はつぎの通りである。まず市場評価率 v' に関しては、乗っ取りからの安全性、資金調達容易性、株主への報酬のミックスが考慮されよう。成長率 g に関しては、成功への衝動、企業と自己の一体化、ボーナス、サラリー、権力、あるいは社会的な地位といったものが動機を構成し、いずれも成長もしくは企業規模の拡大を推進する。

そして、ここで大切なことは、成長への動機をもつ主体が個人的ではなく、経営者集団のものとして考えられていることである。たとえばポストの増大や昇進機会の増大は経営者集団にとって好ましいことであり、それらが成長率の増大を動機づけるのである。

Penrose [1959] において、もっとも稀少性の高い経営資源は経営者用役、いいかえれば専門家的な経営能力であった。企業には経営者のほか、株主、従業員、顧客、供給者、与信者、地域社会、公共といった多様なステーク・ホルダー（利害関係者）＝企業に正当な要求をもった人人がいる。マリス等の経営者主義企業論者は、その供給の稀少性によって、経営者の動機がもっとも強く企業成長に反映されると考えたのであるが、もし経営者が他のステーク・ホルダーの利害にもとづく要求をまったく無視するのであれば、彼らからの協力は得られず、企業の成長はおろか存続も困難になってくるであろう。とすれば現実に企業が存続し、成長を続けているという事実は、経営者以外のステーク・ホルダーの要求が満たされていることを示しているといえるのであろうか。

3. エージェンシー理論と企業成長論

Berle & Means [1932] においては、経営者はその支配の正当性を企業の社会的責任の自覚において根拠づけられるような存在であり、私有財産の増大のみに関心を集中している古典的な株主とは明らかに対立するものとして把握されている。すなわち、「企業の指導者が、たとえば、公正な賃銀、従業員への保証、公共への正当なサービス、事業の安定化を計画したとしよう。これらの企てのすべては、消極的（passive）財産保有者から利潤の一部を転用することになるが、社会がこのような計画を産業上の困難の論理的かつ人間的解決法であると容認するのであれば、消極的財産所有者の利益は譲られるべきである」^{註20}と云われている。もちろん、経営者による支配が社会のための企業運営を実現し、純粋に中立的なテクノクラシー（purely neutral technocracy）に発展した経営者が、「社会のさまざまな集団の多様な要求をバランスさせ、私的などん欲よりも、公共政策の基盤に立って、所得の流れの一部を各集団に割り当てる」^{註21}という保証はない。独占もしくは寡占的な大企業の弊害をよく知っていたバリーとミーンズも、上述の経営者支配による社会的責任にもとづくビヘービアの発現につき、「社会的な義務の確実な制度（A Convincing System of Community Obligation）が形成され、一般的に承認されること」^{註22}を条件としたのである。

たしかに、Berle & Means [1932] の経営者（少数者）は、株主（多数者）を利用する（搾取する）という側面を持っており、これに関連してWolfson [1984] は、両者はそういう搾取——披搾取の関係にあったのではなく、協力し合いながら近代企業を発展させて来たのだという、調和的であり、ややロマンチックといわれかねない見方を提出している。そして、その協力の形態がプリンシパル——エージェンシー関係であり、エージェンシー理論として定式化されたという訳である。ここで、エージェンシー関係について一応の定義を与えておくと、それは、1人あるいはそれ以上の人人（プリンシパル）が、自分のために、他の人人（エージェント）にある役務——そのなかには、エージェントにある意思決定の権限を委譲することを含む——の実行について契約することである。（Jensen & Meckling [1976]）これをバリー、ミーンズの経営者支配論に対する修正として捉えるならば、経営と所有の分離の進展するなかで、株主は専門家である経営者によって効率的な企業経営を実現する途を選び、そのために経営者に適切な誘因（インセンティブ）を与えるとともに、モニタリングを行なっていくことになったと換

言できよう。

いまから、60年以上も前にバーリ、ミーンズが主張した「社会的な義務の確実な制度」の形成と一般の受容は、今日に至るまで実現を見ていないと考えられる。経営者支配の正当性を保証する社会的責任はいまだ十分に果たされていない。一方、彼らは、ステーク・ホルダーの利害を均衡させる中立的なテクノクラートとして、経営者の役割を規定していた。この二点に関し、前者のいわば社会哲学的な側面を棚上げにし、後者のステーク・ホルダーを株主—経営者に限定したものがエージェンシー理論だと考えることができる。そうすると、経営者主義企業が存続し、成長している事実は、「経営者以外のステーク・ホルダーの要求が満たされていることを示すのか」という疑問に、「株主の要求は満たされるのか」という疑問を置き換えなければならないことになる。

Fama [1980] は、近代的企業においては経営とリスク負担の両方を一身に兼ねる企業者とういうような魅力的な概念は捨て去られるべきであるとしたが、リスク負担者である株主は、当然、企業の効率を最大化することを要求するものと考えられ、一方、経営者主義企業理論において経営者は、経営者の効用を持つと仮定されている。そして、経営者効用関数については、ジェンセンのようなエージェンシー理論家も、ほぼ同一内容のものの存在を想定している。結果、ある領域では、株主と経営者の間に利害の対立（コンフリクト）を生じさせることになるのである。

つぎに、経営者と株主の間に起こる情報の不均斉性を考えてみる。経営者は企業内部の人であるから、その質と量で株主よりもはるかに豊富な情報を手にすることができる。また、情報にフィルターをかけたり、真実をゆがめたりすることも可能である。それらは虚偽すれすれの線まで行なわれるかも知れない。一方、株主側が経営者と同じレベルで情報を得ることは、多額の費用をかけるのでなければ恐らく不可能である。したがって、経営者は情報における不均斉性に乗じて、裁量的に振舞うことができることになる。

しかしながら、エージェンシー理論にかんして上述して来たことは、すべての現代企業に共通している内部構造の特徴であり、インプリシットにはあるが、マリスらの経営者主義企業論においても前提されていた事柄である。それゆえ、エージェンシー理論が経営者主義企業論に対して持つ異質性を浮き彫りにするためには、そういう内部構造に新しい意味づけを行なっている仮定、プリンシパルとエージェンシーの行動にかんする仮定を考察しなければならない。

エージェンシー理論におけるもっとも重要な仮定は、企業が新しい状況に直ちに調整される効率的な市場の中に存在しているということである。たとえば、Fama [1980] によると企業は「契約の束」と見られるのであるが、効率的な市場という仮定を考え合せるならば、プリンシパルとエージェントは自由かつ即時的に契約関係に参入（entry）できるし、退出（exit）することも可能である。ここでは、プリンシパル（株主）についてだけ効率的な市場における行動を見ておこう。もし、株主が経営者の能力に不満であれば、これに代えて別の経営者を起用する。この場合、経営者の市場が存在することを前提として解雇することもあるだろうし、テーク・オーバーの企てに参加することによって経営者チームを入れ替えることも可能である。その際、株主側の武器は所有株式を売却することである。Hirshman [1970] 流の退出で経営者に対抗するのであり、反応速度も即時的と考えられている。Jensen & Meckling [1976] などは、契約のネクサスである企業の内部で行なわれる取引と部外の他企業との間で行なわれる取引との間にあまり差異はないとさえ述べている。そうであると、エージェンシー論の企業は新古典派的な企業概念に近づき、「何故、企業があるのか」というCoase [1937] の出発点に戻ってしまうのである。

結局、エージェンシー理論は効率的な市場を前提として経営者主義企業論と一線を剛すわけであるが、もし、その前提をはずすならば、均衡には直ちに到達しないし、エージェントとプリンシパルのその時の力関係のあり方によって均衡から離れていくかも知れない。ここで前提をはずすというのは、一言で云えば、プリンシパルなりエージェントが不満を感じても、それぞれ代替を見出せないということであり、代替を見出したとしても、なんらかの制度的要因によって効率的な市場を阻害されるため、実質的な損失なしに退出が不可能になっているということである。たとえば、株主について考えてみると、経営者の供給が需要に追いつかない場合とか、株式持合で株主の安定化が強固に進められていれば、少数株主の退出は無力である場合が挙げられる。こうして、この例では、経営者は株主よりも大きな力を持つようになる。

上に述べられているようなエージェンシー理論から経営者主義企業の成長率最大化行動仮説はどのように考えられているか、それを見ていきたい。ステーク・ホルダーというのは企業に正当な要求をもつ人人（グループ）であるが、彼らのビヘービアは一律に規定できないものである。たとえば第三のステーク・ホルダーとしての従業員につき考えてみると、成長率の増加は、場合によっては歓迎されるかも知れない。日本の大企業の従業員は、これまでのところ経営者の企業成長動機を共有していると思われるでもない。そうすると、従業員は経営者と利害を同じくすることになり、経営者というエージェンシーの中で一括してもよいことになる。一方、従業員は、常により高い賃金を要求し、経営者が成長に回そうとする資源を減少させるように行動をとると考える方が一般的であるかも知れない。だが、従業員は株主と利害の方向を同じくするからといって、株主（プリンシパル）と一括して取り扱うことはできない。従業員は成長の必要から解放された資源の分け前をめぐって株主と対立するし、従業員の企業からの退出は、株式の売却のように簡単ではないからである。

株主については、比較的明快に仮定を置くことができる。彼らは効率が低下しているにもかかわらず経営者が企てる企業成長に対して反対する。第2図で云えば、E点もしくはその近傍で企業が運営されることを望むのである。経営者は、成長に動機づけられていて、第2図の横軸に示されている g が大きいことを望む。そのために、株主だったら実行しない投資に取って替り踏み切るのだが、そのような投資および経費支出を例示的に列挙してみると、つぎの如くである。

- (1) 限界利潤率が低いにもかかわらず行なわれる事業多角化に対応する投資
- (2) 短期的採算に直結しない研究開発投資
- (3) 企業の内部組織の拡大（調整費用的）
- (4) 必要以上に立派な社屋の建設
- (5) 経営者や従業員のための福利厚生施設の充実
- (6) 経営者や従業員に対する必要以上に高い報酬の支払

これらは第1図において資産の成長率 g を高めるが、同時に投資率 ϕ を過増させる。企業成長の限界費用は増加するから、株式価値を最大にするためには利潤率 r を極めて高くしなければならないが、それを保証するような投資（成長）機会は限られている。もちろん、企業を一律に考えることはできない。その企業が成熟産業に属しているか否かによって、事態は異なって来よう。だが、エージェンシー理論は、経営者は最適点を越えて企業の成長を推進する傾向をもつと一般的に仮定するのである。

Jensen [1986] は、このような株主からすると無駄な投資や経費の支出の象徴が、主として成熟もしくは停滞産業に属する企業の持つフリー・キャッシュ・フローにあると見て、企業がみずから株式を買

い取り、非公開企業化することを勧めている。フリー・キャッシュ・フローとは、適切な資本コストで割引いて現在価値がプラスであるすべてのプロジェクトをファイナンスした後に残っているキャッシュ・フローのことである。これは、マーシャルのいう準地代をもたらずプロジェクトを企業が手懸けた結果、集積されていると見ることができるのだが、株主と経営者のコンフリクトを醸し出す契機となるものである。株主は、経営者が資本コスト以下で投資したり、組織上の非効率性に浪費するよりも、株主にそれが分配されるよう経営者を動機づけたいからである。^{註23}

それらの企業は株価を最大にするように経営されていないため、効率的な市場という仮定のもとでは、株主の退出が起り、株価は下がってくるだろう。結果、テーク・オーバーの発生する可能性が高まらないわけにはいかない。経営者が株主の利益に副わない行動をとる場合、株主はそういう行動を修正させるために適切なインセンティブを与えたり、経営者の行動をモニターする必要があるが、それらはすくなくならずコストを形成する。すなわちエージェンシー費用であるが、株主が経営者でもあったならば発生しなかった費用である。したがって、株主はこの費用を株式市場を通じることにより経営者に負担させる。つまり、エージェンシー費用の発生が予想される場合、資本市場はその分だけ当該企業の価値を低く評価するのである。こういうエージェンシー費用の発生を防ぐにはどうすればよいか。

フリー・キャッシュ・フローの企業内部の使用には、資本コスト以下での投資で代表されるような「甘さ」がつきまとっているが、これを排除すればコンフリクトの原因も消滅する。排除する一つの方法は、企業自体が株式と交換して負債を作り出し、非公開化の方向へ進むことである。(MBO: Management Buy Out) 負債のもつ「甘さ」を許さない性格は、資金の使途に厳しい制約を課して、(いまや株主でもある) 経営者の意思決定を利潤最大に方向づけるであろう。(このMBOという手段は、テーク・オーバーの発生を未然に防止するときによく使われるものである) また、同様の効果は、企業外部の乗っ取り屋が被買収会社の資産を担保に資金を借入れ、それで株式を買収するLBO (Leverage Buy Out) によっても実現することができる。このような株式の買い取りは、エージェンシー費用=成長動機にもとづく非効率的企業経営が引き起す費用の発生を防止し、株主に収益を還元する結果となるのであるが、企業内部を見ると、効率化を実現するために、経営のリストラクチャリングが行なわれることになる。これはMBOの場合でもあり得るが、LBOにおいてはほとんど不可欠の過程である。

経営もしくは企業のリストラクチャリングというのは、よく使われる割に実体が明らかでない概念である。ごく一般的な定義では、社会環境や産業構造の変化の中で、企業がその事業構造を変革していくことであるとされる。具体的には、事業内容の変更、製品の改廃、それにとまなう企業組織の改編(事業部門の改廃、統合、分離、企業外組織との間の事業の売却、買収、合併)、財務構造の変革、雇傭調整などの動きを指している。MBOにおいて、株式を負債に交換することは財務構造の変革であるが、それだけには止まらない。経営の効率化を実現するために、低収益部門からの撤退、それまでの成長過程で蓄積された資産の売却、レイ・オフ等さまざまな行動がとられる。もちろん、大きくなりすぎた企業規模の縮小といったマイナス面だけではなく、多角化による成長も追求される。要するに、それは経営の効率化を目的とする事業の再構築である。

しかし、本稿の展開過程からすると、リストラクチャリングとは、労働力、物的、知的な資産、とりわけ経営者用役(経営者能力)等の経営資源の賦存状態に対して企業の事業運営がそれらを最も効率的に利用していない場合、効率性を回復する努力である、と定義できよう。そしてリストラクチャリングが何故必要とされるかは、その企業の製品事業が対象とする市場が成熟段階に達していて、成長への努

力が報いられなくなっているからであると考え。逆に云えば、収益性の高いプロジェクトが数多く存在する成長産業の企業では、リストラクチャリングは課題にならないのである。

リストラクチャリングをこのように捉え、エージェンシー理論風に言い換えると、それはエージェンシー費用の発生および発生予想が解消されるプロセスであるということになる。第3図で云えば、Eから右の方の低い成長率の点に急激に移行するのであるが、その過程でマイナスの投資が行なわれる。もちろん、リストラクチャリングは企業の自発的な意志によって進められることもあるが、なんらか危機の存在による強制力が働かないとリストラクチャリングに踏み切れないというのが、エージェンシー理論家の見方であり、M&A、テーク・オーバー、MBO、LBOなどの手段との間に不可分の関係を想定している。そして、アメリカにおけるリストラクチャリングの理解は、財務構造の変革を伴った、これら企業組織構造の再編ということになっているのである。

4. む す び

日本においても、主要産業のほとんどが成熟段階に達しているが、各企業はなんとか成長を維持しようとして、本業以外の多角化を志向したり、本業内における些細な差別化を追求したり、プロセス、イノベーションによりコスト競争力を増大させようとした。だが、市場の成熟とは、簡単に云えば、その製品の需要の成長率がゼロに向かって減速していくことであり、直近のバブル好況の時のように、一時的に需要が増加しても、減少の時期がそれに続くという状況を意味している。すなわち、ここでは循環が主要テーマである。もちろん、ベンローズのいうように、需要の限界はないのだが、それは革新的な製品を提起できる企業は限定されよう。そういう提案力の弱い企業が、とるに足らない改良などで成長を追求することは、収益性の低いプロジェクトに投資することになりやすい。その累積の結果、経営資源の賦存状態に対して最適な利用を企業が実現していない状況を作り出したのであり、リストラクチャリングの必要性を顕存化させたのであった。

エージェンシー理論の枠内で考えれば、企業内部の部課の統合といったレベルを超えて、企業組織の再編の動きが起こることになるのだが、日本の企業システムの特徴が、その実現を阻んだ。株主と経営者のコンフリクト、あるいはエージェンシー費用の発生とテーク・オーバーによる解消の過程は、日本企業の場合、持式の持合いという制度もしくは慣行によって起らないようになっているからである。経営者自身が株主になるというのは、Jensen [1986] が株式と負債の交換に関連して、MBOあるいはLBOの弁護を試みた際に考えられていたことであるが、日本の株式持合いはMBOと機能的には同じ性格のものである。

それゆえ、日本流のリストラクチャリングは、これまでの事例をみる限り、つぎのように分類できることになる。

- ① 余力のある企業が自発的に行なう企業内部のリニューアル
- ② 企業がメインバンクと協議しつつ行なう企業内部のリニューアル
- ③ メインバンクが主導する企業内部のリニューアル
- ④ メインバンクが主導する企業組織の根本的な再編

そして、エージェンシー理論（アメリカの企業システム）におけるリストラクチャリングに相等するものは、最後の項目だけである。

突然、メインバンクがでて来たが、これについて説明する余裕がない。また第三のステーク・ホルダーである従業員は、このリニューアルなり、リストラクチャリングを通じて多大の影響を受ける立場にある。詳論は別の機会としたいが、日本の企業経営者、とくにトップ・マネージメントは裁量の幅を大きく持っていて、成長の局面ではそれを十分に享受し、従業員にも成長目的への同一化を要請しているのだから、リストラクチャリングの局面で雇傭確保に努力しないとすれば、日本の企業システムを自から破壊していることに等しいとだけ付け加えておこう。

註

1. Marshall [1920] 邦訳書Ⅱ, 82ページ
2. Marshall [1920] 邦訳書Ⅳ, 163ページ
3. Marshall [1920] 邦訳書Ⅳ, 164ページ
4. Marshall [1920] 邦訳書Ⅱ, 312ページ
5. マーシャルがシュムペーターに先行して企業者論を展開していたことについては、池本 [1984] が明快に述べている。
6. Penrose [1959] 邦訳書, 191ページ
7. Penrose [1959] 邦訳書, 191ページ
8. Penrose [1959] 邦訳書, 88ページ
9. Penrose [1959] 邦訳書, 103ページ
10. Penrose [1959] 邦訳書, 103ページ
11. Penrose [1959] 邦訳書, 320ページ
12. Penrose [1959] 邦訳書, 71ページ
13. ペンローズには、企業者用役と経営者用役について次のような説明がある。「企業者用役とは会社の利益のために新しい理念を導入し、受け入れること、とくに製品、会社の位置、技術上の重要な変化などに関連して会社の運営に貢献することであり、新しい経営者を獲得すること、会社の管理組織を基本的に改革すること、資金を集めること、拡張計画を作り、それに拡張方法の選択まで含ませること、などにたいする貢献である。企業者用役は経営者用役と対比される。経営者用役はとりもなおさず企業者的着想と提案の執行および現在の運営の監督である。」(Penrose [1959] 邦訳書 43ページ) しかし、企業成長率を論じた第9章では、両方の用役を経営者用役に一括している。
14. Penrose [1959] 邦訳書, 253ページ
15. Penrose [1959] 邦訳書, 262ページ
16. 宇沢 [1990] 453ページ
17. この証明については、宇沢 [1990] の第29章を参照。
18. 単純化のために、成長が利益留保によってのみ行なわれる場合をとりあげている。負債や増資のある場合についてのマリスの見解は、Marris [1964] 第5章, 邦訳書185~201ページに述べられ、第6章のモデルの完結の中に組み込まれている。
19. たとえば、小田切 [1992] 第4章。
20. Berle & Means [1932] 312ページ

21. Berle & Means [1932] 312ページ-313ページ
22. Berle & Means [1932] 312ページ
23. フリー・キャッシュ・フローが多角化とか異業種への進出を目的としてM&Aに使われることも同様にコンフリクトの原因になる。だが、この場合、被買収企業の株主に買収費用が支払われるという点で、企業内部の収益性に乏しいプロジェクトへ投資するのに比べて評価できるとされる。ジェンセンが例にあげる米国の石油産業の各企業は、オイル・ショック直後、巨額のフリー・キャッシュ・フローを蓄積しており、これを事業多角化のために投資したり、探鉱プロジェクトに投資したが、おおむね成功を収めたとはいいい難い結果に終わっている。

文 献

1. Berle, A. A & Means, G. C., 1932. *The Modern Corporation and Private Property*, revised ed, 1967. Harcourt Brace & world.
2. Coarse, R. 1937. 'The Nature of the firm' *Economica* 4. 386-405 ; reprinted in G. Stigler & K. Boulding eds, 1953. *Readings in Price Theory*, Allen & Unwin.
3. Fama, E. F., 1980. 'Agency problems and the theory of the firms', *Journal of Political Economy*, 88, 375-90.
4. Hirshman, A., 1970, *Exit, Voice and Loyalty*. Cambridge Mass ; Harvard Univ, Press.
5. Jensen, M. C., 1986. 'Agency costs of free cash flow, corporate finance and take overs' *American Economic Review*, 76, 323-9.
6. Jensen, M. C., & Meckling, W. H., 1976. 'Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure' *Journal of Financial Economics*, 3, 305-60.
7. 池本正純, 1984, 『企業者とはなにか』有斐閣
8. Marshall, A., 1920, *Principles of Economics*, London: Macmillan, 1890, 8th ed. 馬場啓之助訳『経済学原理』東洋経済新報社, 1965年.
9. Marris, R., 1964, *The Economic Theory of "Managerial" Capitalism*, London: Macmillan, 大川勉, 森重泰, 沖田健吉訳 『経営者資本主義の経済理論』東洋経済新報社, 1971年.
10. 小田切宏之, 1992, 『日本の企業戦略と組織』東洋経済新報社.
11. Penrose, E. T., 1959, *The Theory of the Growth of the Firm*, Basil Blackwell, 1980, 2nd ed., 末松玄六訳 『会社成長の理論 (第二版)』ダイヤモンド社
12. Uzawa, H., 1968 'The Penrose Effect and Optimum Growth' 『季刊 理論経済学』 Vol.xix, No. 1 .
13. 宇沢弘文, 1990, 『経済解析 基礎篇』岩波書店.