

経営組織，戦略，インセンティブ

——エージェンシー理論との関連において——

Organization of Management, Strategy, Incentive

(1991年4月3日受理)

沖 田 健 吉
Kenkichi Okita

Key words: リスク負担，モニタリング，戦略的支配機能

は じ め に

いわゆる「経営のリストラクチャリング」を研究していくうちに，アメリカと日本では，その手法，目的で著しく内容を異にすることが明らかになってきた。前者の場合，M & A等，経営組織の重大な変革を伴って，リストラクチャリングが実施されのに対し，日本においては，そうではない。この違いはなぜ生じたか。それを追求するならば，経営もしくは経営者の捉え方にまでさかのぼることになる。

本稿は，経営学や企業論の基礎理論として，欧米の学界で根強い支持を受けている「エージェンシー理論」について考察を加える。その場合，最終的な目的は「日本の経営」の現状と今後，日本の企業の行動をエージェンシー理論との対比において分析することにあるが，これは別の機会に譲り，いわゆる日本の経営に関説する必要を生じたときは，脚註に示す程度とした。

1. エージェンシー関係

ひとりの人間が他の人間の行動に依存する場合，そこにはエージェンシー関係が成り立っている。行動をとる人間がエージェントであり，その人間に依存する人間がプリンシパルである。この両者の関係は，民法でいう委任関係よりも広い領域をカバーしている。委任は，当事者の一方が法律行為をなすことを相手方に委託し，相手方がこれを承諾すること，を意味しているが，プリンシパル——エージェンシー関係は，委任を含んだ社会的に成立している委託——受託の関係を総称している。したがって，組織があり，組織によって仕事が進められるような所では，古くから，この関係は存在していたのである。

しかし，一見わかり切った「プリンシパル——エージェンシー関係」を基礎にして，経済学，経営学，組織論，企業論等の領域の理論を再構成する試みは，1970年代中期以降に始まり，いまま続けられているが，とりわけ企業論では「契約論的アプローチ」のひとつとして大きな流れを形成している¹⁾。それは，Jensen & Meckling [1976]，Fama [1980] に発端しているが，企業を「契約関係のネクサス（かたまり）として立てる法的な擬制である²⁾」と定義する。

一口に契約のネクサスといっても，契約はさまざまである。原材料，半製品の供給業者，製品の輸送業者等。外部の企業と業務提携を行ったり，反復的な購入関係に入ったりすれば，そこには契約がな

けれどもならないが、「契約のネクサス論」が注目するのは、広くとらえられた企業内部における経済主体間の契約である。すなわち、株主、債権者、従業員、経営者の間に締結されている有形、無形の契約の束に他ならない。

そういう契約の束は、エージェンシー関係の束であり、それは企業内部のいたるところに張りめぐらされている³⁾。したがって、契約のネクサスである企業を理解するためには、エージェンシー関係を理解しなければならない。その関係に入ることに伴って、何が問題になるのか。また、いかなる事柄がキー・ポイントなのか。アローは、エージェンシー関係の根本問題を次のように整理している⁴⁾。

- (1) エージェンシー関係に入っている当事者の環境が不確実であり、エージェントの行動の結果は必ずしも、その行動によってのみ決定されるものではないこと
- (2) エージェントの行動を、プリンシパルは直接的に観察できない。すなわち、エージェンシー関係では、情報の偏りを伴うのが通常であること

そして、とくに(2)の事柄から、「隠された行動」および「隠された情報」と呼ばれるエージェントのビヘービアを、当然のこととして予想することが可能になってくる。まず、この点を見ていくことにしたい。

「隠された行動はモラル・ハザードと呼ばれることが多い。それは火災保険にかんする古典的な例でも知られるように、エージェントの機会主義的な行動を意味している⁵⁾。元来、エージェントにとって努力は不効用であるから、インセンティブのあり方に乗じて機会主義的な行動をとることは当然予想されなければならない。たとえば株主（プリンシパル）と経営者（エージェンシー）の関係において、株主は経営者の行動を一々観察することは不可能であるから、経営者が適切なデシジョン・メイキングを行い、企業の市場価値（株価）を最大にするよう、いつでも行動しているか否かを確めることは不可能である。妥当な水準の利益を計上し、妥当な市場価値を確保したうえで、株主から見れば不用不急である投資を経営者は行うかも知れない。

「隠された情報」は、同じく保険用語にもとづいて「逆の選択」と呼ばれている⁶⁾。これはエージェンシー関係において、一方が相手方の行動について情報不足の場合、それに乗じてみずからの立場を有利に導こうとする行動のもたらす結果が、逆にもっとも低い効率が支配する状態を選択することにつながる現象を意味している。たとえば、多数の事業部門をもつ企業において、コーポレート・レベルの企画部門はプリンシパルであり、各事業部門はエージェントである。いま、販売計画の策定が企画部門の課題になっているとしよう。ある事業部門は高い販売能力をもっているが、最初から高い計画を樹て、未達で不評を買うよりはと考え、充分達成可能な低い計画を申出てきた。その場合、企画部門に情報が不足しているならば、この申し出をそのまま受理する他はない。それだけでも最適ではないが、企画部門がこの事業部門の数字にひきずられて、他の事業部門の数字を下方修正するならば、「逆の選択」ということになる。また、長期的な事業計画を樹てるさい、企画部門が「先になるほど楽観的である」ホッケー・スティックな計画を取りまとめたとすれば、同じ「逆の選択」が働いたと言える。

つぎに、(1)の不確実性と、それにともなうリスク負担の問題をとりあげる。エージェントの行動の結果は、環境の変化等の影響で不確実であるから、リスクにさらされている。そのリスクをエージェントとプリンシパルのどちらが負担するのか、負担のあり方によってエージェンシー関係の内容はどうなるか、という問題である⁷⁾。

もし、不確実性が存在しないとすれば、最終的な成果（収獲） Π は、エージェントの努力水準 e の関数

である。

$$\Pi = \Pi(e) \quad (1)$$

だが、エージェントの行動がそのまま結果になって現れるのではない。そこには偶然的要因が作用する。そういう環境条件を θ で表すと、成果は、

$$\Pi = \Pi^*(e, \theta) \quad (2)$$

で表されるだろう。 θ の作用により、リスク・シェアリング（分担）とインセンティブの問題が浮び上がってくる。偶然性の作用があるにもかかわらず、たとえば一定の Π （成果）を保証させられることは、エージェントとしてリスクが大きすぎると考えるに違いない。リスクを回避できるような契約を選択するであろう。

第1に、 θ が両者によって確実に予想できると仮定する。この場合にはエージェントのインセンティブを考える必要はなく、リスク分担は理想的な形で決まる。エージェントの努力水準を \bar{e} とし、偶然的要因のさまざまな発現レベルに応じた成果を、両者とも知り得ると考えるならば、エージェントの報酬は $A = A(\Pi, \theta)$ で表すことができる。プリンシパルの収入を $P(\theta)$ で示せば、

$$A = \Pi - P(\theta) \quad (3)$$

である。このとき、 $P(\theta)$ をたとえば \bar{P} とするならば、エージェントがすべてのリスクを負う。プリンシパルは θ のいかんによらず、定額を支払われる。一方、 $P(\theta)$ を、エージェントの収入が \bar{e} という努力水準のもとで一定のように調整することが可能である。この場合はプリンシパルが全てのリスクを負担する。この二つのケースを通じて、エージェントは努力水準を \bar{e} から高めていけば、それによって増加する成果物は自分のものになるわけであるから、インセンティブの問題は生じない。

第2に、 θ も e も、プリンシパルによって観察不可能であると想定したケースを取りあげる。この場合の契約は、成果 Π にのみ依存して決まる。もし、エージェントに対し定額の報酬を与える取決めとするならば、エージェントに対するインセンティブは存在しない。極端に言えば、彼はまったく努力しないであろう。そして、リスクも回避している。一方、インセンティブを前面に出した契約を結ぼうとすれば、エージェントは Π の大小に応じた報酬を受けとることになるが、 $\Pi = \Pi^*(e, \theta)$ であるから、偶然的な要因によって報酬は変化する。すなわち、プリンシパルがリスク中立的であっても、エージェントは、ある部分のリスクを負担しなければならない。

このように、 e, θ の観察不可能という前提においては、インセンティブを立てようすればリスク負担の利益が失なわれるし、リスク負担の利益を保とうとすればインセンティブを犠牲にしなければならないという関係が存在している。だが、努力水準に関する情報をプリンシパルが持つという仮定を、ここで付け加えると、両当事者にとって、事態は改善される。前に見た通り、努力水準が完全に把握できる状況においては、インセンティブをそこなうことなく、リスク分担の利益も確保されていた。たとえ完全に把握できなくても、すべてが真実ではない情報の取得であっても（ノイズがまじっていても）、それらは、努力に対するインセンティブを減少させることなく、リスク分担の利益を改善に導びく。

以上は、エージェントがリスク回避的な経済主体だという前提に立っている。もし、彼がリスク中立的であれば、インセンティブの問題は最初から起こらない。エージェントは一定額をプリンシパルに保証するのであるから、前者の努力水準、あるいは怠業にかんする情報を後者が取得したり、しようとすることは無意味である。

2. リスク負担とインセンティブ

前節の議論は、エッジワース流のボックス・ダイアグラムを使って図解することができる。そのために、つぎのような前提を置く。

- (1) 成果は2種類のみであり、 $\Pi_1 > \Pi_2$
- (2) 努力水準と関係なく、 Π_1 の起る確率は p_1 、 Π_2 の起る確率は $p_2 = (1 - p_1)$
- (3) エージェントとプリンシパルの収入を、それぞれAおよびPで表して、
 成果が Π_1 の場合、 $\Pi_1 = \Pi_{1A} + \Pi_{1P}$
 成果が Π_2 の場合、 $\Pi_2 = \Pi_{2A} + \Pi_{2P}$
- (4) Π_{1A} (Π_{1P}) と Π_{2A} (Π_{2P}) の組み合わせの中から無差別曲線を描くことができる。
- (5) フォン・ノイマン——モルゲンステルンの公理⁹⁾にもとづいて、効用関数たとえば $U_A(\Pi_A)$ は、リスクーな見込みにたいするエージェントの選好が見込みに付帯する期待効用に一致すると考える。そうすると、一つの無差別曲線は一定値をとる期待曲線になる。

リスク分担の問題を明らかにするために第1図を描く。プリンシパルについては右上隅から測り、エージェントについては左下隅から測る。したがって

$$\Pi_{1P} + \Pi_{1A} = \Pi_1$$

$$\Pi_{2P} + \Pi_{2A} = \Pi_2$$

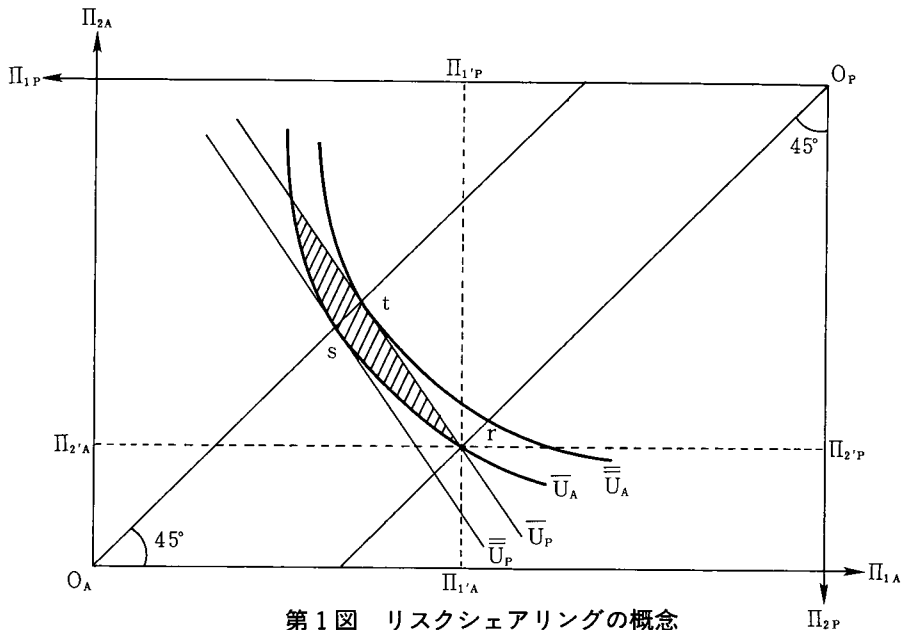
である。図では、プリンシパルはリスク中立的であると前提されているから、その無差別曲線 \bar{U}_P あるいは \bar{U}_P は O_P に対して直線になる。この直線は、Eを数学的期待値、成果 Π_1 の起る確率を p_1 、 Π_2 の起る確率を $p_2 = (1 - p_1)$ とするならば、

$$E = p_1 \Pi_{1A} + p_2 \Pi_{2A}$$

で示される。リスク中立的という意味は、この場合のプリンシパルが、数学的期待値が一定でさえあれば、 Π_{1P} と Π_{2P} の組み合わせについては無差別だということである。一方、エージェントはリスク回避的であると前提されているから、その無差別曲線は原点 O_A に対し凸である。リスク回避者にとっては、均衡はt点のようにOAからの45度上の無差別曲線とE直線との接点にもとめられる。45度線(確実性曲線)上の点においては、 $\Pi_{1A} = \Pi_{2A}$ であり、リスク回避者であるエージェントは、成果が高ければ Π_1 を選び、成果が低ければ Π_2 を選ぶ。t点からr点への移動において数学的期待値は変わらないのだが、そういう「正当な賭け」もしないという意味でリスク回避的であるため、彼はより低い効用しか得られないのである。

第1図のr点においては、エージェントの無差別曲線は \bar{U}_A であり、プリンシパルのそれは \bar{U}_P である。r点はリスク回避者であるエージェントにとっての最適点ではない。そこから斜線の領域への移動は、いずれか一方の当事者の利益を阻害することなく、片方の当事者の利益を増加させるからである。rからtへの移動は、プリンシパルにとってみればリスクの増大を意味するが、リスク中立的だから無差別である。エージェントについては、 \bar{U}_A より大きい \bar{U}_A の効用を実現できる。rからsへの移動はプリンシパルの効用を \bar{U}_P から \bar{U}_P に高める。一方、エージェントの効用は低下するが、リスクーな状況を改善できる。

結局、努力水準は一定であり、偶然的な要因 θ により成果が変動し、それが観測可能である場合、リス



第1図 リスクシェアリングの概念
出所：Ricketts [1987] p. 124

ク分担の問題は，リスク中立的な当事者がリスク回避者に完全な保証を与える形で解決されるのである。第1図では，エージェントがリスク回避者であるが，逆にリスク中立的な当事者になる場合も簡単に図解できる。また，両当事者がリスク回避的であるときには，有効な妥協点は二つの45度線の間位置することになる。

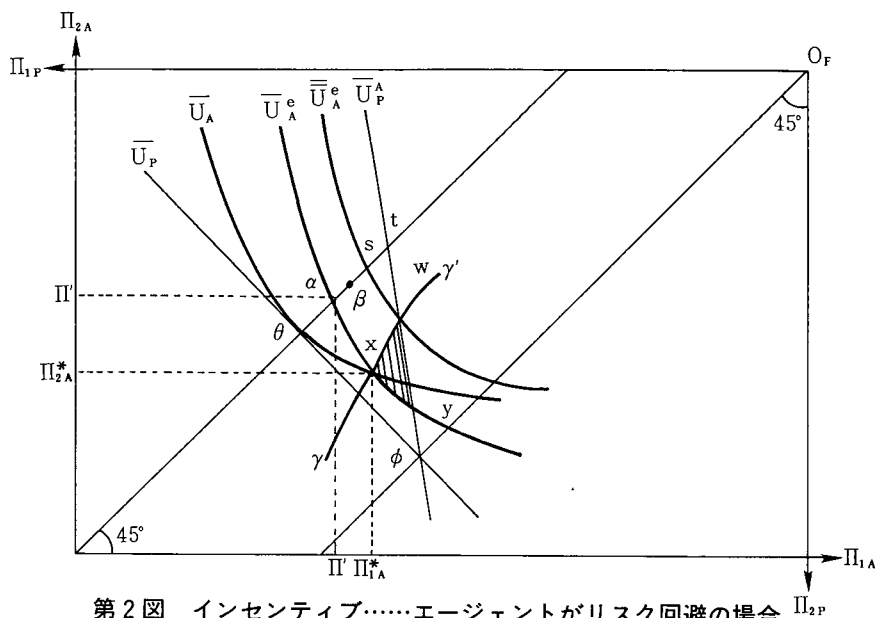
つぎに，エージェントが努力する場合を考える。いくつかの前提を追加しなければならない。

- (4) 良好な成果 Π_1 の起る確率は所与というのではなく，エージェントの努力水準によって影響を受ける。
- (5) エージェントの行動は，つぎの二つの場合しかないとする。 $e = 0$ ……全然努力をしない。 $e = e$ ……努力の水準を e で示す。
- (6) 最終的な成果は，両当事者にとって観察することができるが，ほかのことはわからないものとする。

第2図において，エージェントの努力の結果は Π_1 の成果が起る確率を高める。すなわち $p_1^e > p_1$ である。 θ 点における \bar{U}_A 曲線の接線の勾配は $-p_1 / 1 - p_1$ であるが，努力が強化されている点 α における \bar{U}_A^e 曲線の接線の勾配は $-p_1^e / 1 - p_1^e$ ，

$$\left| \frac{p_1}{1 - p_1} \right| < \left| \frac{p_1^e}{1 - p_1^e} \right|$$

である。 $\theta\alpha$ はエージェントが努力を強めるさいに払ったコストを表している。 α 点において，努力は不効用だから，効用の指標は低くなるだろう。 O_A の45度線で $\bar{U}_A > \bar{U}_A^e$ である。 θ 点におけるプリンシパルの無差別曲線は \bar{U}_P であり， θ と ϕ は，リスク中立的であるプリンシパルにとって等価である。いまや，エージェントの無差別曲線は \bar{U}_A から \bar{U}_A^e に変化しているが， \bar{U}_A^e に対応するプリンシパルの無差別曲線は α 点における \bar{U}_A^e の接線と同じ勾配をもち， O_P からの45度線上の ϕ を通る \bar{U}_P^e でなければならない。



第2図 インセンティブ……エージェントがリスク回避の場合

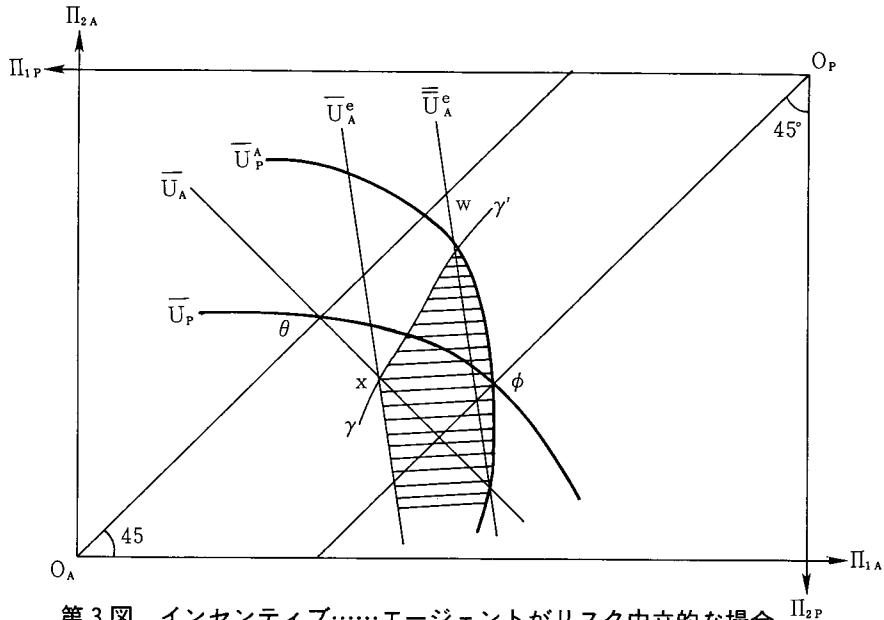
出所: Ricketts [1987] p. 18

$\gamma\gamma'$ の点、たとえば x は、エージェントとして努力しようがしまいが同じ結果をもたらす。したがって、努力を選好する領域は $\gamma\gamma'$ より右の方にひろがっている。それらの点においては、エージェントは監視されなくても、インセンティブが与えられなくても、自分の利益増大に導びかれて、努力水準を高めるのである。

第2図の斜線をほどこした面積は θ 点の契約に対してパレートの意味における改善を示している。しかし、パレート最適は線分 wx 上に得られる。というのも、たとえば w から斜線部分への移動はエージェントの利益を損なうし、 x からの同様の移動はプリンシパルの利益を損なうからである。逆に斜線部分内部から wx への移動は両者によって選好される。

ここで注意すべきことは、 γw 線上ではリスクが両当事者間で効率的に分担されていないことである。たとえばw点は両者の無差別曲線の交点だから、第1図の例にならえば、理想的なリスク・シェアリングの点は、エージェントの45度線上、sとtとの間に得られるはずだが、観察不可能であるケースの場合、そこへ到達できないのである。しかし、もしモニタリングを考慮することができるならば、事態は多少改善される。すなわち $\gamma\gamma'$ と O_A の45度線との間に新しくモニタリングを考慮した契約曲線 mm' が引かれることになり、その上では、リスク分担は $\gamma\gamma'$ におけるときよりも改善されるのである。

モニタリングとは、エージェントの努力水準の上昇にかんする情報をプリンシパルが持とうとすることであり、実際にはモニタリング・コストを必要とする。得られる情報の質・量にも限界があるだろう。したがって、エージェンシー関係が長期的であることは、エージェントの努力水準の向上に好影響を及ぼすとともに、モニタリング・コストの節減を導びく。この観点から、日本の企業における終身雇傭制を見ていくのは興味深いことである。



第3図 インセンティブ……エージェントがリスク中立的な場合

出所：Ricketts [1987] p. 130

第3図は、いままでとは逆にエージェントがリスク中立的であり、プリンシパルがリスク回避的な場合を示している。 θ 点にすくなくとも等しい効用を当者に与える領域は、 $\gamma\gamma'$ の右にひろがる斜線の部分である。しかし、 w はパレート最適ではない。たとえば w 点から ϕ 点へ移動することにより、エージェントはプリンシパルを阻害することなく、みずからの効用を増大させることができる。 ϕ 点はパレート最適であるとともに、リスク回避的なプリンシパルの45度線（確実性曲線）上にあるから、リスク分担の問題も理想的に解決されている。すなわち、このケースでは ϕ 点においてエージェントはプリンシパルに一定額を支払い、残余の部分は自分のものとする。

3. 企業者機能の分担

前節では簡単なモデルにより説明されたが、ここで、エージェンシー関係論の中心的な問題を、つぎのように整理しておく⁹⁾。

- (1) 意思決定もしくは行動の委託（プリンシパル→エージェント）
- (2) (1)にともなうインセンティブ・システムの設計
- (3) エージェンシーの行動成果に影響をもつ環境の不確実性
- (4) (3)に関連して、リスク分担のあり方
- (5) エージェンシーとプリンシパルが有する情報の不均斉性
- (6) 主として(2)と(5)に関連して必要とされるモニタリング・システムの設計

「契約のネクサス」としての企業においては、上述したプリンシパル——エージェンシー関係が重層的に、あたかも樹木を逆にしたような形で存在している。企業組織の最上部には、株主と経営者（最高幹部）の関係があり、企業の剰余の現在価値である株式市場価格の最大化をめぐる、インセンティブ

やモニタリングのシステムが設計されなければならない。つぎに、上位の経営者は株主のエージェントとして、下位の経営者に具体的な経営計画の樹立と執行を委任する。そして、企業組織のピラミッドの底辺では、ホワイト・カラーおよびブルー・カラーの労働者がオペレーション・レベルの仕事に就いている。この重層関係はさらに細分化できるが、株主と経営者の関係および管理者と一般社員の関係に、大きく括ることは許されるであろう。本稿の主な検討対象は、株主と経営者もしくは経営者チームとの関係である。

エージェンシー関係論において、株主はプリンシパルであり、経営者はエージェンシーである。経営者は企業の経営について株主から委任を受け、経常的な経営活動に関する意志決定を行なう。株主は、そういう実際の経営活動に携わることはほとんどせず、契約にもとづく報酬を支払ったのちに残される企業収入を受けとる権利を保有する「残余権利者」(residual claimant)¹⁰⁾である。第3節のモデルでは、株主はリスク中立的な当事者として現れ、経営者はリスク回避的であると考えられている。

Fama〔1980〕は、Alchian & Demsetz〔1972〕を引きながら、マネージメントとリスク負担が経営者と株主という別々の経済主体によって分担されている、と言っている。企業は「契約のネクサス」であり、株主は残余権利者であるとともに、その契約上の残余を獲得する地位を売却する権利を持っている。一方、経営者はモデル分析のエージェントと同じく、みずからの効用を最大化しようとする主体的な目的を持っているが、結局は株主の代理人として行動する。経営者になることは、企業に対して、実体的な富のかたまり——人間資本——をレンタルすることであり、いわば「経営能力」のレンタル・レートは経営者に関する労働市場によって決定される。労働市場における相場の決定因は、経営者の企業経営についての実績である。

このようにエージェンシー関係論が描き出した世界では、企業内部におけるマネージメントもしくはコントロール機能とリスクの負担とが分離している。その理論とバーリ・ミーンスの古典的著作¹¹⁾に端を発し、Marris〔1964〕で一応の理論的な完成を見た「経営者資本主義企業理論」との関連はいかなるものであろうか。経営者(資本主義)企業理論で強調されていた「経営者の支配」「出資(所有)と経営(管理)の分離」¹²⁾は、どのように変えられているのであろうか。

欧米とくにアメリカにおいては、バーリ・ミーンスの見方に若干の修正を要求する傾向が見受けられる。Wolfson〔1984〕はバーリ・ミーンスの、コントロールを握る少数者(経営者)が多数者(株主)を搾取するシステムが近代企業であるという見方は本質的な誤解に基づく指摘したのち、むしろ、近代企業は株主と経営者が協力しあいながら発展させて来た結果、発生したものであると述べている。なぜ事業会社が自発的に出現したか、それはなぜ現在のような形態をとるのか、という極めて基本的な問題を問い直す中から、経営者(エージェント)はモニタリングを専門的とする主体であり、株主(プリンシパル)はモニターをさらにモニタリングする、という結論を出している。

企業は、目的とする事業を重層的なエージェンシー関係でつながれた組織によって遂行している。だが、そういう組織の人は、どうしてもイージー・ゴーイングな途を選びたがる(shirkingする傾向がある)と想定されている¹⁴⁾。そこで、経営者の役割は怠業を発生させず、チームとしての企業を成功に導くために、中間管理者、現場の管理者、労働者等、各層にわたってインセンティブ(誘因……その主要なものは給与、賃金)の体系を設計し、それを維持していくとともに、適切な情報を集めつつ、モニタリングを行なうことである、とされる。

一方、株主はリスク中立的であり、最終的なリスクを負担すると想定されている¹⁵⁾。ここにいう株主

は、実は企業者 (entrepreneur) から分離されたものである¹⁶⁾。たとえば、Fama [1980] は次のように言う。「魅力たっぷりの企業者という概念は、近代的な大会社に関する限り、埋葬されなければならない。マネージメントとリスク負担という二つの機能は、ともに企業者に帰せられていたが、企業と呼ばれる契約の集合体の中では、いまやはっきりと分離されているのである」と。

革新 (Innovation) が日常化している現代企業においては、企業者機能は企業内の各層の人によって担われている。経営者はもちろんであるが、研究所や現場の従業員に至るまで、経営の各層は経営者機能をいろいろな形で果す。だが、エージェンシー理論における企業者像は、リスクを負担する株主の登場により完結される。株主は、かつて1人の手の中にあつた企業者機能のうち、リスク負担と密接な関連にある最高度の経営戦略についてのみ意思決定を行なう。事業の規模の最終的な決定、必要な資本の調達や財務構造に関する最高の決定等を株主が留保している場合も確かにある。けれども、経営者もしくは経営者チームの任免以上に重要な機能はない。株主は、モニターをモニターするのであり、経営者チームの編成、置き換えに影響力を及ぼそうとする。というのも、株主は、当然のこととして、自からが経営した場合に得られるのと同じくらい、自からの厚生が増大することを望むが、一方、エージェントである経営者は、それ自体の効用関数を持ち、必ずしも株主 (プリンシパル) の最善の利益のために行動するとは限らないからである。また、株主が得る企業経営にかんする情報は、経営者が所有するそれに比べて、質・量ともにはるかに少ないであろう。したがって、経営者をモニターし、株主の利益を増大させるように経営者が行動することが、株主の留保する企業者機能になってくる。経営者の株主による置き換えはいかなる仕組みによって可能なのか。何をモニターすることによって、それを決意するのか。これらを検討していくことは、われわれを、経営の自立性という問題へと導びく。

4. 経営の自立性

エージェンシー理論が新古典派的であると言われているのは、それが市場のメカニズムに完全な信頼性を置いているからであろう。Brigham [1985] の整理によれば、

経営者にかんする労働市場の存在

解雇の脅威

テーク・オーバー

経営者のインセンティブの適切な構築

等により、株主は経営者をコントロールしていくのであるが、そこには、経営者のパフォーマンスは株式価格によって測定されるという共通の前提が存在している。不確実性に満ち満ちている環境のなかで企業の業績も変化するが、それは正確に株式価格に反映され、とりもなおさず最高経営者層への評価を示すものである。したがって、エージェンシー理論における経営者は、株式価格の維持向上を最大の目的とする経営計画を樹て、経営組織によってそれを実行していくほか選択の余地はなく、経営の視野は短期に限定されざるを得ない。株式価格が低落しつつある企業の株主は、経営チームを置き換えて業績を改善しようとする別の投資家が提示する高い価格 (オファー) に対し、自分の持分を売却するであろう。また、経営者にかんする労働市場が存在しているということは、いかなる経営者も業績次第で置きかえられる脅威にさらされていることを意味している¹⁸⁾。

エージェンシー理論がもっとも適合するとされるアメリカでは、年金の高利回り運用を志向する機関

投資家の供給する資金がさらに事態をエスカレートさせ、敵対的なテーク・オーバーや、その手段としてのLBO (Leverage Buy Out) がさかんに行なわれ、アメリカ企業とくに製造業企業の長期的な競争力を弱めたと言われている¹⁹⁾。たしかに、エージェンシー理論が描き出す世界は青木〔1984〕が「株主反革命？」と疑問を持ち出し、Drucker〔1986〕が「企業を究極的に所有する者がいない状況」と言わざるを得ない特徴をもっている。そこでは、「所有」と「経営」の分離はほぼ完全に実現されているものの、「所有」と「支配」は未分離の状態であり、「資本供給機能」、経営（体）の最高政策を指揮したり、もっとも重要な人事を決定したりする「戦略的支配機能」は株主（投資家）の手中に留保されていて、経営の自立化は、完全には達成されていないのである²⁰⁾。

既に述べたように、エージェンシー理論においては、経営者は株主の利益を最大化するために行動すべきだと想定されているが、なぜ、そうでなければならないのか。その理由は株主主権をつらぬくことが資源配分とリスクの配分に関して、もっとも効率的な結果をもたらすと考えられているからである。株主主権という以上、なんらかの形で戦略的支配機能を、株主は留保するであろう。ところが、財務構造の決定にしても、事業規模の決定にしても、また、本業以外の事業への進出決定にせよ、エージェントである経営者が重大な関心を持たざるを得ない問題であり、経営者としての意見が存在する。つまり、戦略的支配機能という領域において、株主と経営者はクロス・オーバーする。しかも、株主と経営者の利害は一致しないのが通常であるから、両者の意見が不一致である確率が高い。

この株主、債権者と経営者との間の意見不一致によって生ずる費用をエージェンシー費用と呼んだのは、Jensen-Meckling〔1976〕である。株主の利益を阻害する経営者の行動を修正させるためには適切なインセンティブを工夫したり、経営者の行動をモニターしていく等の必要があるが、それらは、すくなくともコストを形成する。すなわちエージェント費用であり、もし株主みずからが経営していれば発生しなかった費用である。しかし、株主はこれらの費用を、資本市場を通じることによって経営者に負担させる。エージェント費用が発生すると予想されるのであれば、資本市場は、その分だけ当該企業の価値を低く評価する。そういう低い評価はテーク・オーバー²¹⁾などのリスクを増大させるから、エージェントとしてはエージェンシー費用をできるだけ引き下げようと努力する。

もちろん、こういった評価機能が発揮されるためには、株主（投資家）の合理的な期待形成と、組織だった資本市場の存在が不可欠であり、エージェンシー理論の世界では当然前提されている。だから、経営者は自立性の喪失を余儀なくされ、株主は戦略的支配機能を発揮できるのである。ドラッカー〔1986〕が「公開された近代的な大企業は、株主のためにのみ存在するのか」と疑問を提出したのも、理由のないことではない。

株主と経営者が利害対立するケースはさまざまである。それらを思いつくままに列挙してみると、つぎのような問題をめぐって、是非が争われるだろう。

- ①必要以上に立派な社屋の建設
- ②従業員のための福利厚生施設の充実
- ③経営組織の拡大（役職者の増大）
- ④本業以外の新規事業への進出
- ⑤急速な事業規模の拡大
- ⑥長期的な視野における研究開発や事業開発の推進
- ⑦短期的にみると不採算である事業の続行

いずれの問題も経営者の効用を増大させるが、株主にとっては無駄と見られる可能性が強い。株主は経営の現場にいないため、経営者の意思決定を的確に把握することは困難である。このような情報の不均質な状況においては、エージェンシー理論は経営者の機会主義的な行動を前提する。株主の利益に反す決定なり行動なりが行なわれる確率は相当高いと考えられているのであり、いわばコンフリクトが支配的な雰囲気になっている²²⁾。アミカブルな解決は行なわれにくい。

一般にいわれるごとく、エージェンシー関係は、それが長期的になればなるほど、両当事者間の行動に関するノイズ（雑音）が少なくなり、コンフリクトの程度は減少しよう。しかし、依然として、株式市場のサンクションがエージェントである経営者を拘束しつづけるのであり、結局、彼らは代理者の地位を脱却できない。

自立的な経営は、株主の支配から解放されて、経営戦略を樹立し遂行する。そこにおいては、長期的視野と短期的視野の対立は戦略的な支配機能を手中にした経営チーム内部の問題として解決されるであろう。エージェンシー理論で株主からの反発をまねき易いとされる経営組織の拡充とかオフィスの整備とかは、経営チームのインセンティブを、株主から与えられるのではなく、自律的に作り出していこうとする態度の現れである。

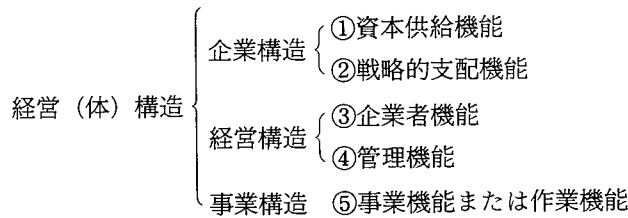
ここでふたたび第2節のモデル分析にもどって考えると、エージェンシー理論の中に、エージェント（経営者）がリスクを負担し、プリンシパル（株主）はリスク回避的であるケースを持ち込むのは奇異な感じがするかも知れない。というのも、エージェンシー理論のモデル分析は、通常、地主（プリンシパル）と農民（エージェンシー）の関係を想定して進められるからである。資本力も資金力もない農民がリスク負担に耐えられないとする想定は、まさに妥当と言えよう。だが、資産の蓄積があり、多彩な人材をようする大企業の経営者がリスク回避的だと考えるのは無理がある。経営者はリスク中立的であり、株主には一定範囲の配当を支払っていると見る方が自立的な企業の行動をよりよく説明するのではないだろうか。

日本の経営者は、小宮〔1988〕等が指摘しているように、従業員からキャリアを踏んで経営者チームに入るのであり、従業員の代表といった色彩が強い存在である。そのため、建前は別として、経営者チームや従業員の利益を第一に企業経営にあたる。企業の業績が悪化したり、事業転換に失敗して成長力を失う場合、株主よりも、経営者、経営者チーム、従業員の方により大きな災難が振りかかるのであるから、本来、企業は自立的であり、リスク中立的であるのが当然だが、日本の企業はそういう特色をもっていると考えられるのである。ただ、自立的な経営を可能とするためには、エージェンシー理論が前提とする制約条件とは異なったそれが成り立っていなければならないだろう。そういう自立的な経営を成立させる制約条件について論じることは、きわめて大切であるが、本稿の所期の目的とは異なるので、別の機会に譲りたい。

註

- 1) 青木昌彦〔1989〕
- 2) Jensen & Meckling〔1976〕
- 3) エージェンシー関係の具体例については、伊丹〔1986〕第3章、今井、伊丹、小池〔1982〕第4章を見よ。

- 4) Arrow [1985]
- 5) Arrow [1985] の説明は次の通りである。「医師と患者の関係は悪名高いケースである。ここで、医師はプリンシパル（患者）の厚生に影響を与えるエージェントである。エージェンシー関係の基盤そのものは医師の卓越した知識である。それゆえ、患者は医師の行動が本来ありうるほど勤勉であるか否かをチェックすることができない」「火災保険は、出火に対し注意するインセンティブを鈍くするし、放火へのインセンティブにもなりうる。これがモラル・ハザードという言葉の起源である。健康保険についても同じことが言えるであろう。それは過剰な医療へのインセンティブを作り出すからである」
- 6) 保険の場合、加入者（エージェント）の持つリスクは多種多様だが、保険会社（プリンシパル）は、その情報を正確に所有することができない。高いリスクを保有する加入者がそのことを隠していれば、保険会社は平均的な事故確率を保険料へ反映させた保険を売り出さざるを得ない。加入者で低いリスクの者にとっては、リスクに比較して保険料が高くつきすぎ、解約するだろう。結局、高いリスクの加入者だけが残ることになり、あたかも「良貨が悪貨を駆逐する」が如き逆の選択という事象が出現するのである。このことは、Akerlof [1970] によって指摘された。
- 7) 通常、エッジワース流の契約曲線を使って問題の分析が行なわれる。Rees [1987] が総括的なサーベイだが、以下の展開はRicketts [1987] に全面的に依存している。
- 8) たとえば、Mckenna [1986] の第3章に解説がある。
- 9) 要領のよい説明が伊丹 [1986] やPratt & Zeckhauser [1985] に与えられている。
- 10) たとえばFama [1980] におけるキーン・ワードである。
- 11) Berle & Means [1932]
- 12) 藻利重隆 [1984]
- 13) Wolfson [1984] p.p 31-41
- 14) この前提は、疑うことができないほど妥当なもののように見えるが、日本の企業を考えた場合、ストレートには前提できないように思われる。たとえばDore [1973] を見よ。
- 15) 第2節の第2図のケースである。しかし、日本企業については、企業にとって重要で希少な資源を提供しているのは誰か、また、企業の事業の盛衰で一番大きな影響を受けるのは誰か、という観点から、従業員がリスクを負担しているという主張がなされている。（伊丹 [1987]）
- 16) 池本 [1984] 255ページにつぎのような指摘がある。「企業（enterprise）は物的資本を危険にさらす資本家と、人的資本として自らの経営的資質の存在価値を賭ける経営者との二つのタイプの主体によって担われることになる。……この精神的紐帯で結ばれた二つの主体が全体として企業者機能を果すのである。」
- 17) Brigham [1985] pp 12-14
- 18) このような状況は、日本においてはほとんど現れていない。小宮 [1988]、西山 [1983] 等を見よ。
- 19) Drucker [1986]
- 20) 加藤 [1982] の「経営（体）構造とその発展」に負う。この論文においては、経営（体）構造は三つの構造概念と五つの経営（体）機能との関係で次のように把握できると述べられている。



また、日本の大企業は、機関株主による支配の問題がやや不透明であるものの、形式的には経営の高度な自立化段階に達している、とされる。

- 21) Jensen [1984] は、テーク・オーバーによって統合された組織が、工場を閉鎖したり、レイ・オフを実施したり、従業員を解雇するための多大な社会的コストを醸成しているという見方を俗説としてしりぞけ、テーク・オーバーがもつ経済的な厚生、実質的な生活水準の増大をもたらす効果は、短期的に一部の人々の厚生を減少させるマイナス効果を上廻るとしている。現実起っている工場閉鎖や、レイ・オフ、解雇はテーク・オーバーのために加速されることはなく、それがなくとも起っている（起こるべきである）産業調整のプロセスに他ならない、と主張している。停滞しているか、衰退しつつある産業から人的資源を、もっと有効に活用できる産業へ移動するべきだし、テーク・オーバーはそれを促進すると言いたいわけである。
- 22) Jensen [1986] は、フリー・キャッシュ・フローをめぐる経営者と株主の間のコンフリクトを強調している。フリー・キャッシュ・フローとは、企業にとって純価値がプラスであるような投資を実施するのに必要な資金額を超過するキャッシュ・フローである。一般に、経営者は、従業員の報酬や地位の上昇、そのための組織の拡大、つまりは成長を志向する。成長は成熟産業の場合、新分野進出等の多様化を伴うが、それは研究開発や生産技術の確率等に向けて、短期的にはリターンの低い投資を実施することを意味する。株主は、それよりも配当を望む。フリー・キャッシュ・フローの企業内部における使用には「甘さ」がつきまとうからである。こういうコンフリクトによるエージェンシー・コストの増大を防ぐためには、企業自体が株式と交換に負債を作り出し、非公開化の方向へ進むことが有効である。負債のもつ強制的な性格は、資金の使途に厳しい制約を課し、経営者の意思決定の「甘さ」を払拭するだろう。同様の効果は、企業外部の乗っ取り屋が、レバレッジ・バイ・アウトの方法によって会社を買収する場合にも期待できる。

おおむね、以上のような理屈のうえに立って、Jensenは、膨大なキャッシュ・フローを蓄積しつつあったアメリカ石油産業の各企業を捲きこんだ、吸収合併の嵐（リストラクチャリング）と、そこに介在したピケンズのごとき乗っ取り屋の動き、結果として、フリー・キャッシュ・フローが新鉱の開発だとか、成功する見込みの少ない（新規）事業にむかわず、株主の手にもどったことに對し、肯定的評価を与えたのである。

しかし、Drucker[1986]は、以上のような考え方に対して真っ向から反対している。両者の言い分を比較検討することは興味深いが、ここではこれ以上立入らない。

文 献

1. Alchain, Armen A. & Demsetz, Harold, 1972, "Production, Information Costs and Economic Organization", *American Economic Review*, 62(December 1972)
2. Akerlof, George, 1970, "The Market for Lemons; Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, 84, 1970
3. 青木昌彦, 1989「契約論的アプローチと日本企業」今井賢一，小宮隆太郎編『日本の企業』東大出版会 1989年10月
4. 青木昌彦, 1984『現代の企業，ゲームの理論からみた法と経済』岩波書店
5. Arrow, Kenneth, 1985 "The Economics of Agency" in Pratt, John and Zeckhauser, Richard (eds) 1985 *Principals and Agents; The Structure of Business*, Harvard Business School Press, Boston.
6. Berle, Adolf A and Means Gardiner C, 1932 *The Modern Corporation and Private Property*, 1932, Revised ed. 1968
7. Brigham, Eugene, F 1985, *Financial Management-Theory and Practice*—4th ed. Holt Saunders 1985.
8. Dore, Ronald, P. 1973 *British Factory-Japanese Factory, The Origins of National Diversity in Industrial Relations* 1973 University of California Press [山之内靖，永易浩一訳『イギリスの工場，日本の工場，労使関係の比較社会学』1987年 筑摩書房]
9. Drucker, P.F., 1986 "Corporate take overs—What is to be done?" *The Public Interest* 82 (Winter)
10. Fama, Eugene, 1980 "Agency Problems and the Theory of the Firm" *Journal of Political Economy*, 1980, Vol 88, No. 21.
11. 池本正純，1984『企業者とはなにか 経済学における企業者像』有斐閣
12. 今井賢一，伊丹敬之，小池和男，1982『内部組織の経済学』東洋経済新報社
13. 伊丹敬之，1986『マネージメント・コントロールの理論』岩波書店
14. 伊丹敬之，1987『人本主義企業——変わる経営，変わらぬ原理』筑摩書房
15. Jensen, Michael and William Meckling, 1976 "Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency costs and ownership structure" *Journal of Financial Economics*. Oct, 1976.
16. Jensen, M, C 1984 "The Take overs ; folklore and science" *Harvard Business Review*, Nov-Dec, 1984.
17. Jensen, M, C 1986 "Agency cost of Free cash Flow, Corporate Finance and Take overs" *American Economic Review* Vol 76 No. 2 May 1986.
18. 加藤勝康，1982 「経営（体）構造とその発展」山本安次郎，加藤勝康編『経営学原論』文真堂
19. 小宮隆太郎，1988 「日本企業の構造的・行動的特徴」『経済学論集』（東京大学）52巻 2～3号
20. Marris, Robin, 1964 *The Economic Theory of "Managerial Capitalism"*, London, Mcmillar [大川，森，沖田訳『経営者資本主義の経済理論』東洋経済新報社 1971年]
21. Mckenna, C. J., 1986 *The Economics of Uncertainty*, London, Wheatsheaf 1986, [秋葉弘哉訳『不確実性の経済学』多賀出版，1988]
22. 藻利重隆，1984 『現代株式会社と経営者』千倉書房

23. 西山忠範, 1983 『脱資本主義分析－新しい社会の開幕－』 文真堂
24. Pratt, J.W & Zeckhauser R.J, 1985 “Principals and Agent” in Pratt, J.W & Zeckhauser, R.J, (eds) 1985.
25. Rees, Ray, 1987“ The Theory of Principals and Agent” in Hey, John and Lambert, Peter (eds) Surveys in the Economics of Uncertainty, New York, Basil Blackwell.
26. Ricketts, Martin, 1987 The Economics of Business Enterprise,——New Approaches to the Firm Brighton, Wheatsheaf.
27. Wolfson, Nicholas, 1984 The Modern Corporation, Free Markets vs Regulation, 1984 Free Press.