

企業におけるエージェンシー問題再考(I)*

——企業の内外における様々なエージェンシー関係とエージェンシー・コスト——

小山 明 宏

目 次

1. 企業内におけるエージェンシー関係の実態と、そのフォーマルな考察
 - 1.1 基本問題
 - 1.2 権限委譲・契約の問題とエージェンシー理論
 - 1.3 エージェンシー・アプローチの問題点と新視点
 - 1.4 非対称的な情報分布の問題
2. 経営者を規律づける「装置」としての企業内制度
 - 2.1 基本的考察
(以上、本号)
 - 2.2 企業内におけるプリンシパルによるエージェントのコントロールの可能性
3. 「エージェンシー・コスト」をめぐって
 - 3.1 エージェンシー・コストの概念
 - 3.2 「エージェンシー・コスト論争」について

1. 企業内におけるエージェンシー関係の実態と、そのフォーマルな考察

1.1 基本問題

究極的に凝縮して述べるならば、「企業というものは、完全な要素市場からインプットを購入し、非同質的な生産物を不完全な生産物市場へ供給する投入-産出システムである」ということになるであろう。Alchian & Demsetzの言葉を借りれば、古典的な企業は次のような特質を持った契約構造とみなされる。¹⁾

①投入物の結合的な生産、②生産物の所有者が複数存在すること、③結合的投入物の契

約すべてに関与している集団の存在、そして、この集団は、④他の投入物所有者との契約とは独立して、いかなる投入物の契約も再交渉(やり直し)する権利を持つ、⑤残余請求権を持つ、⑥中心的残余請求権者としての自らの立場を売却する権利を持つ。

このような「投入-産出システム」における中心的契約集団が「プリンシパル」にあたる。企業における他のすべてのメンバーが「エージェント」と呼ばれる。このようなプリンシパルは、Kieser & Kubicekのいう「組織の設立メンバー」にあたる。²⁾ こうして組織のメンバーは、契約の締結後、企業の富のために利用されるべくあてがわれた「インプット」を処理する。ここでの契約は、必ずしも労働契約ではなく、組織の協働者は勞

働の成果に関わる契約についても義務を負っている。

企業はまた、プリンシパルに所属するひとつの市場と理解される。前述の Alchian & Demsetz に則していえば、「企業は私的に所有された市場とみなされうる」ということになる。そしてこれを、Jensen & Meckling はより一般的に述べている。「ほとんどの組織は、個々人の間の一連の契約関係の連鎖であり、法的な『擬制 (fiction)』である」。彼らにとっては、「市場の行動に類似した企業の行動」なのであり、それは、「複雑な均衡プロセスの結果」ということになる。⁽³⁾ すなわち、経営内部での最適な契約というものは、市場均衡として解釈される。

こうして、企業というものは個々の組織メンバー間の契約のネットワークとして把握されうる。そして、このネットワークの中心人物が、プリンシパルである。過去多くの場合、このプリンシパルは企業の所有者、すなわち株主である、と解釈されてきた。そして、このようなコンテクストにおいては、すべての企業内協働者がプリンシパルの見地から最適な意思決定を行うべく行動するように仕組む(仕向ける)ことが、当然重要となる。であるから、このような状況で一番の問題は、「所有(das Eigentum)」と、「財産処理権(die Verfügungsmacht)」の分離、すなわち企業内におけるコントロールの問題である(経営者資本主義の基本的視点)。企業の所有権というものは、企業の資産およびキャッシュ・フローへの請求権を意味している。これらの請求権は、一般に、同様の財産処理権を持つ他の人々の許しを得ることなく売却されうるものである。一方ここでの「コントロール」は資源配分に関するある程度の自主的な意思決定権限の存在を意味している。そして、企業経営に直接の役割を果たさない人々が企業に対する請求権を持つとき、所有とコントロールの分離が発生するのである。この意味で、と

りあえずはここでも、プリンシパルは所有者(株主)、エージェントは経営者ということにしておく。そして、すべてのエージェントが所有者の立場からみて最適な意思決定を行うようにさせるために、インセンティブが彼らに与えられる。すなわち、プリンシパルの立場からみて最適なインセンティブ・システムをどのようにエージェントに対して形成するかが問題となる。

プリンシパルの立場からは、エージェント問題は、こうしてより広い意味における組織の問題ということになる。プリンシパルの目標は、意図をもって形成された(組織)メカニズムを経由して、機会主義的に動機づけられたエージェントの側の行動を抑えることにある。もしプリンシパルがそのようなメカニズムを構築することに成功しないならば、エージェントは、自らに提供された自由行動の余地を利己的に、シャッキング(Shirking)という形で使い尽くすことになるであろう。前述のインセンティブ・システムの構築は、このような「組織メカニズム」の代表的なものであるが、エージェント問題を一般的に記すならば、次のようになる：

- (1) どのようなメカニズムがエージェントを規律づけるか？
- (2) エージェントの業績をどのようにして評価するのか？
- (3) コストはいくらであるか？

これらの要素すべてを顧慮することによって初めてこの問題はプリンシパルにとって最適な方法で解決される。

ここで、今までである意味で曖昧に使用してきた「エージェント関係」という用語の意味を、より厳密に考えてみよう。すなわち、エージェント理論の基本問題を概観するにあたり、まずエージェント関係という呼称に属するものをより具体的に理解することから始めるのが便利である。過去の文献によると、次のようなファクターがしばしば挙げら

れている。

- 経営者への報酬支払い契約
- 株主—経営者—監査役の「三角関係」
- クレジット契約
- 倒産企業の評価の意思決定
- リース契約
- 保険契約
- 収穫契約
- 国家の租税, あるいは分配政策
- 環境保護
- 企業組織
- 集団意思決定

Jensen & Mecklingによると, 1人(あるいは複数)の人間が, 自らへ成果をもたらさしめるべく他の人間(エージェント)を雇い, その際に結ばれる, 意思決定能力が委譲されるような契約が, エージェンシー関係である。さらに, エージェントはその際, 必ずしも常にプリンシパルの利益に基づいて意思決定はしない。⁴⁾

Ross はもう少し一般的に定義している。すなわち, 2つ, あるいはそれ以上のグループがあり, 片方(エージェント)がもう一方(プリンシパル)の名で, あるいは代理人として, 特定の意思決定問題に取り組んだとき, それらグループ間にエージェンシー関係が発生する, と述べている。⁵⁾

このどちらの定義によるときでも, 前述の例に挙げられた関係の中で包含されないものがある。たとえば集団意思決定では, 誰がプリンシパルで誰がエージェントか明瞭ではない。すべての参加者が両方の役割を持っているからである。また, 契約にまつわる関係は, 国家の分配政策には, 基礎になっているとは言い難い。ある研究者たちは, 非常に一般的な定義を使うことにより, この問題を迂回している。しかしこのような処置方法の欠点は明らかである。そういう定義では, 主張力に欠ける。Pratt & Zeckhauser は, エージェンシー関係が発生するのは, ある個人

(プリンシパル)の厚生が他の個人(エージェント)の行動に依存するときである, と述べている。⁶⁾ これならば, 事実上, 前述の例はすべて包含されうる。しかしながら, エージェンシー関係において何が重要なのかは, これらの(前述のような)例がなければ, この定義からはけっして明らかにはならない。

ところで, エージェンシー関係について固有の定義を全くせず, 自らの問題意識のモデル設定の見地から, そのような関係がどのように理解されるべきかを記している, いわば第3のグループの研究者たちもいる。ただし, ここではそれらには触れない。

エージェンシー関係の法学的定義は, このところ至るところにみられる。ただ, いくつかのグループ間のある特定の関係が, エージェンシー関係とみなされうるかどうか, という議論は, それだけではまことにつまらないものといえるであろう。重要なのは, 現在のところ備わっている(そして今まさしく発展している)分析用具が, 今問題になっている関係の分析を目指したものだ, ということそのものだ, ということである。であるから, 次に挙げる特徴(Merkmal)は, エージェンシー関係が無条件に満たさねばならないというきつい条件を示しているのではなく, 単にエージェンシー関係の例の多くにみられる最も重要な諸特徴なのだ, ということである。

- 2つの「当事者」が存在し, それぞれは複数の個人から形成されていることもありうる。
- 片方の当事者(エージェント)は, 一群の行動可能性の中から, 1つを選び出さなくてはならない。
- その行動, あるいはその結果は, 双方の当事者の厚生に影響を与える。
- もう一方の当事者(プリンシパル)は, その行動の結果に対する評価原則を定める義務がある。

* 本稿の執筆にあたっては、西ドイツ・トリアー大学第IV専門学群経営経済学部門で1989年11月および12月に筆者が行った発表、およびその際に得られたコメントに負うところが大きい。特にハルトムート・ヴェヒター教授、ラルフ・エヴァルト講師、助手のマルセル・ティレル、ヴォルフラム・ハインツェルの諸氏には心から感謝の意を表したい。

- 1) Alchian & Demsetz (1972), S. 794ff.
- 2) Kieser & Kubicek (1983), S. 13.
- 3) Jensen & Meckling (1976), S. 310ff.
- 4) Jensen & Meckling (1976), S. 308.
- 5) Ross (1973), S. 134.
- 6) Pratt & Zeckhauser (1985a), S. 2.

1.2 権限委譲・契約の問題と エージェント理論

エージェント問題は、いわゆる「代理」の基本的問題に端を発している。ある意思決定主体（プリンシパル）が他の意思決定主体（エージェント）を、プリンシパルのための諸契約を遂行さしむるべく雇い入れ、その際に、当該契約のパートナーの双方がエージェントの意思決定に依存している、ということが重要なのである。影響関係の矢印は双方向に向いている。この基本的な考え方に基づき、エージェント理論は、分権的活動の最適な誘導のための理論として解釈される。

そこで締結される契約では、エージェント関係における内部で、経済主体の役割を規定する。とりわけ生産要素の供給に関して、そこに記される。さらにその際、プリンシパルによるエージェントへの支払いに注目しなくてはならない。それはプリンシパルが選択したインセンティブ・システムを反映したものであり、それによって、プリンシパルは、「命令」によって自らにとって望ましい行動を引き出すのではなく、エージェントをしてプリンシパルの立場へと動機づけるものだからである。

企業の内部では、このようなエージェントは複雑な組織の最小構成単位を成している。

それは階層組織の重要な構成要素であり、上役がその部下とともに組織の単位を形成している。インセンティブ・システムもこの単位から分析される。

エージェント関係における両当事者は、次のような意思決定問題に直面する。すなわち、プリンシパルは自ら入手可能な情報に従って支払いルールを決める。すなわち彼はエージェントの報酬を決定する。ここで同意が得られなければエージェント関係は成立しない。エージェントが同意すれば、彼は可能な行動の中から選択をする、ということである。そして、この意思決定が、エージェントの収入のみならず、プリンシパルの富にも影響を与えることになる。契約の当事者双方が、自らの効用を極大化しようとして、そこで生じる意思決定の相互依存が、そこでの継続的な問題構造に還元され、エージェントは、自らの意思決定をもって、プリンシパルから提供された契約に対応（反応）する。

また、エージェント理論では、基本モデルにおいては1人のプリンシパルが1人のエージェントに課題を与えるということになっているのだが、2人以上の人間についてモデル化するならば、普通は複数の人間を1人のプリンシパルに、また複数の人間を1人のエージェントに表現することになる。このような表現方法は、グループの意見というものを反映したものであり、グループの効用を極大化する。その好例として数多くの文献で挙げられているのが株主（プリンシパル）と経営者（エージェント）であることは既に述べた。

エージェントの存在は、経済の現実における、最も重要な諸現象のうちのひとつである。Arrowの言葉を借りれば、エージェント関係というものは、人間の経済生活では広く行きわたっている事実である。⁷⁾ いわゆる研究論文などで従来理解されてきた、ごく限られた意味においてさえも、エージェント関係は経済的な重要性を持っており、ほと

んどすべての取引における重要な構成要素として、経済界においてはエージェント関係にあたる関係が普遍的にみられることも確かである。Jensen & Meckling も、すべての組織、そしてすべての協働的努力、企業、大学、相互会社、協同組合、政府の部局、労働組合その他エージェント関係とみなされるすべての関係は、「エージェント」というものが存在しているからだ、と述べている。⁸⁾ エージェントはいろいろな、数多くの理由から生じるものである。エージェントというものは、よく考えてみると、ひとつの「可能性」である。たとえば、すみやかかつ有意に変わりつつある環境制約への適応、また、分業のメリットも利用しうる。そしてエージェントは通常、自らがエージェントであることのチャンスおよびリスクを前もって認識している。たとえば、分権的組織構造によって彼には意思決定の大いなる裁量性が与えられていることはそのひとつである。

すなわちそこでは、権限委譲の問題が常に発生している。実際、「契約」の概念の背後には、常に本質的に「権限委譲」と「裁量性」の概念が存在しているといえる。そして、この両者とも当然、エージェントの概念の重要な側面である。エージェント関係というものの契約としての面についていえば、まず、個人的な選択と選好の形成がエージェントの中心的な概念である。エージェント関係の核心は、個人的な選択という行動を、誰か他人へ委譲する、ということである。そして、エージェントの選好と将来の選択というものが、エージェント理論のひとつのテーマである。相手が持つ選好に対する「無関心」ではなく、相手の利益、個人的な関わり合い、忠誠心そして実際の選択が、そこでの関係では重要となる。すなわち、エージェント関係とは、選択あるいは裁量権の引き渡しに他ならず、そこではプリンシパルとエージェントの効用関数に相互依存性があ

る。契約というものがパフォーマンス志向なのに対し、エージェント関係は、努力というものを志向しているといえる。

エージェント関係の典型的な非契約的ヴァリエーションとしての、完全な権限委譲の例として、後見人と被後見人の関係が挙げられる。被後見人はこの場合、個人的な選好は持たない。また、プリンシパルの関心事に対して、高度に専門化された、そして貴重な人的資源としての投資という形での提供をエージェントが行うとき、同じような権限委譲および裁量性の付与、関わり合いというものが見出せる。エージェントの能力への信頼と信用が、そこでの契約締結への礎のひとつとなっている。たとえば医師とか弁護士のような高度に専門的な職業では、その引き受けた仕事に関する細かな交渉や取り決めをすることなく、行動の委任までを受けることも多い。

一方、裁量権のない純粋な権限委譲は、エージェント関係とはいえないであろう。エージェントと単なるメッセンジャーとは全く別のものである。であるから、使用者の完全な指令の下に行動する人間、あるいはメッセンジャーは、いかなるエージェント問題をも引き起こしはしない。もしエージェントが自らの選好を明示することなく、また自らの選択意思に従って行動したりしないのであれば、彼はエージェントではなく、単なる「請負人」に過ぎない。そしてこの場合は、「指令を行う権利」と引き換えの「支払い」が契約なのだ、ということが出来る。しかし、雇用契約がこのようなものであることは稀である。成果(パフォーマンス)というものの定義がいかに厳密であっても、支払いの様式がそのパフォーマンスと厳密には対応してはいないことから、エージェント関係が生じてしまう。たとえば時間給制にすればどうしても浪費される時間はあるし、歩合給制にすれば一定の品質水準に達しないモノが出てくる。

このようなエージェント関係的な性質を

持った契約においては、いわば、エージェントの背信に対する制裁、および約束してあったはずの諸インセンティブをプリンシパルが履行しないことに対する制裁に関する法的取り決めに依存するところが大きいのである。すなわち、契約にまつわる支出というものは、その実行のためのセッティングのみならず、相手の信頼性を確かなものにするために行われる、ということになる。このようないわゆる「逸脱行為」に対する制裁としては、解雇、約定報酬の喪失、名声の失墜など数多くが挙げられる。このような性質の契約に対して相当度の制度的な配慮がどうしても必要になるのは、そのような信頼性に関する情報の問題、および選好の形成という取り扱いのむずかしい仕事ともからみ、プリンシパルとエージェントの権利と義務の規定に関わる問題があるからである。信頼および信用、忠誠心、機会主義の除去などの行動科学的な側面が、従来の古典的な契約理論とは異なり、このような制度的な配慮の中に組み入れられなければならない。

7) Arrow (1985), S. 34.

8) Jensen & Meckling (1976), S. 309.

1.3 エージェンシー・アプローチの問題点と新視点

前節までにも度々言及したように、株主と経営者の関係は典型的なエージェンシー理論のフレームワークで分析されうるのだということになっており、著名な海外の研究者たちも、そろってこの方向で議論を進めてきている。たとえば、Barnea, Haugen & Senbet (1985) においても、⁹⁾ 企業における資本提供者は、経営者としての手腕を持った専門家に権限を委譲し、経営者は残余リスクを負担している株主の権限委譲のもとに活動すること、そして、意思決定権限の委譲の結果、エージェント（経営者、既存株主）とプリンシパ

ル（新規資本の提供者）の間の利益のコンフリクトを引き起こすかもしれないと述べている。しかし、彼らに限らず一般にこの種の議論には重大な見落としがある。それは、Jensen & Meckling が比喩的に用いた用語たる「プリンシパル」および「エージェント」を、何の疑いもなくそのまま株主と経営者の関係を始めとする企業内外の関係に当てはめていることである。企業の経済分析の対象としてこれらの諸関係を取り上げ、記述することは結構であるが、それをまとめあげるだけでは単なる Übung と大して変わりはなく、なってしまう。元来それらは常に現実との対比において生かされてこそ真の価値があるものだからである。エージェンシーという用語にしても、やみくもに種々の関係に当てはめるだけではほとんど意味はないであろう。

エージェンシーという用語の持つ意味は、現実における法的概念としては、プリンシパルがエージェントの活動を統制し、指令する権力を保持しているような関係を意味している。しかもそこでは、エージェントは自らがエージェンシー関係にある間、絶えず、全期間にわたって、エージェンシー関係の目的対象に関わる事に関して、常にプリンシパルのコントロール下にあることになっている。エージェントはいつも、そのプリンシパルの指令に従う義務があり、しかもこの両者がエージェンシー関係に入るあたり、そのような義務の存在があらためて明示されなくても、それが存在することになっている。

アメリカ法における経営者と株主の関係の規定では、エージェントの活動を指令するというプリンシパルの権力は、株主が自らの会社の執行役員あるいは取締役に対して持つ権力には当てはまらないとされる。¹⁰⁾ 日常の事業活動の企画・運営および長期的方針の策定にいたるまで、典型的な判例、ならびに会社法のもとでは、株主にはそのような職務は許されていない。アメリカでは各州に会社法の立

法権があり、取締役および取締役会に関する法規制の内容も州によって必ずしも同一ではないが、各州の会社制定法とも取締役会が会社の業務執行に関する一般的権限を持つということを宣言するのが通例である。

実際、取締役会的意思決定権は企業の主要な活動すべてにわたる。取締役は、これらの意思決定のうち細かい厄介なものは執行委員とか下級管理者に委嘱できるし、判例法・慣例上もそのような権限委譲が実際行われている。しかし、そのような場合でも最終的な権力は取締役にある。すなわち、代表執行役員の活動・意思決定は、取締役が撤回させたり取り消させたりしうるし、裁判所もそのような判決を確定させている。一方、株主は執行役員や取締役に対してこのような権利はけっして保有していない。しかも取締役会は、過去にさかのぼってまで、執行役員、従業員あるいはその他の契約集団へ委譲した権限を取り消すことさえできる。この点株主は取締役会の権限を取り消すなどということはできない。なぜなら法的には彼らは取締役へはいかなる権限をも委譲してはいないからである。制度的には、であるから、株主が取締役を動かすには、たかだか、本稿でも後に取り上げる「投票機構」の利用による方法しか残されていないことになる。しかも、そのような手段が現実にも有効に機能しうるかどうかは、さらにまた別の問題である。

同様の見地からわが国の会社法の考察を試みるならば次の通りになろう。すなわち、わが国においては、昭和25年の商法改正を境にして、取締役と株主の関係についての発想が劇的に変わるのである。改正前の株式会社の機関の構造は、文字通り株主総会中心主義という発想の下に形作られており、そこでの株主総会は、強行規定または定款に反しない限り会社に関するすべての事項について決定する権限を持っていた。そしてその決議は当然、取締役や監査役などの他の機関をも拘束

しうるものとされていた。しかもこのような権限の他に、取締役および監査役という他の機関の選任および解任権をも持っていたため、株主総会は、会社の最高かつ万能の機関ということになっていたのである。ところが、昭和25年の改正により、株主の権限の万能性は修正され、株主総会は商法または定款に定める事項のみに限って決議できるものとされ、改正前のように会社の業務執行に関する事項などまで随時決議して執行機関を拘束することはできなくなった。このような株主総会の権限の大幅な縮小と同時に、取締役が集中的に、業務執行に関する権限を持つこととなったのである。ただし、改正前の取締役は、各自執行・各自代表の原則という、各自が原則として会社の業務執行権および代表権を単独で行使しうる機関ということになっていたため、取締役にあまりに集中的に権限を与えることによる弊害を避けるために、取締役制度が2分化されたのである。こうして、取締役の全員によって構成される、業務意思決定を行う取締役会と、取締役の中から互選されて、日常業務の執行を行い、かつ取締役会の決定をうけて会社を代表する代表取締役という2つの会社機関が考案されたのである。しかも、このときに、取締役会は会社の業務の執行の意思決定と同時に、代表取締役の具体的な業務執行を監督する機能も与えられたため、従来の監査役が持っていた一般的な業務監査権は否定され、監査役は会計監査だけを担当する機関となったのである。

このような新しい運営機構の特色は、その根底にある「株主総会中心主義」から「取締役会中心主義」への転換であろう。この改正は、実をいうと当時のアメリカの占領政策を機縁として始められたため、株式会社の機構そのものに根ざす内在的・経済的要因よりも、むしろ社会的背景の激変という外在的・政治的要因によって強力に押し進められたものといわざるをえない。すなわち、財閥の解

体が、そのすべての原因であるといえる。しかも、それまでのわが国の会社法が大陸法を基盤として形成されていたのに対し、この改正では当然アメリカ法の各種制度を大幅に導入したことから、渾然と様々な面が含まれることとなった。

財閥形成を助長することとなった株金分割払込制度の廃止、そしてそれに伴う株式投資の大衆化の必要性に対し、当時の法制上、会社の増資は株主総会の特別決議を必要とするということになっていたため、まず授權資本制度が採用された。そして、過去の会社運営において株主の発言権・権利が弱体だったことにより財閥の形成がますます助長されたという認識から、株主の地位を強化するべく、株主総会における議決権制限の廃止、無議決権株の制限などの他、帳簿閲覧権や取締役の違法行為差止請求権、代表訴訟提起権などの、株主総会を通じない株主の直接的な監督是正権の新設・強化がなされた。しかし、どう考えても株主の地位強化の要請と株主総会の大幅な権限縮小とは、本来相容れないものである。それがこうして渾然と導入されたのは、ひとえに、そのひな型とされたアメリカ法で、株主総会ではなく取締役会が業務執行に関する最高の機関とされていたことによるものといえる。ただし、周知の通りアメリカでは役員制度があり、役員は取締役会により任命されてその権限委譲のもとに成立する、名実ともに取締役会の下部機関である。しかも役員は必ずしも取締役会の構成員ではなくてもよいため、取締役とも従業員とも異なる独自の純然たる執行機関として位置づけられている。アメリカの取締役会制度は、この役員制度の確立があってこそその機能が果たされるわけであり、その片面的採用の結果、わが国ではますます取締役の権限は株主の意思を必ずしも反映する必要のない強大なものになってしまっている。

こうして見ると、法的には最高執行役員

(わが国における代表取締役。以下、経営者もしくは経営者陣という呼称で言及することがある)は、株主ではなく、取締役会のエージェントであり、取締役が株主総会によって任免される(商法254条1項、257条)限り、形式的には取締役会は株主のエージェントにあたるようにみえる。ただし、前述のごとく、エージェントの権限はいついかなるときにおいてもそのプリンシパル(本人)によって停止されうるというのが、元来のエージェンシー理論における前提であるが、取締役会は、通常は何らかの理由がない限り、株主によって解任されることはできない。株主総会にはそのような権限はない。同様に、エージェントは、やはり本来のエージェンシー理論の前提では、通常プリンシパルの指揮に従わなければならないものとされるが、これまた、株主は取締役会の権限内にあることがらに関して拘束的な指令を発する法律的な権限を有してはいない。

このように、純粹に商法上の文面規定のみを根拠とすれば、株主と取締役会の関係はエージェンシー関係のようにみえるのであるが、事実上(faktisch)、すなわちその運用上の実際問題としては、両者の関係は厳密なエージェンシー関係とはいえないのである。

(であるから、商法上は取締役会によって選挙される代表取締役と株主の関係は、さらに不明確なものとなる。)すなわち、総論的には、定義上はエージェンシー関係のようであり、しかも共通の定義そのものはこれのみであって、すなわち「建て前」のみが存在していて、細目に関する定義はない。それらは、たとえば会社ごとの定款により、必要に応じて詳しく取り決められることになる。すなわち、「定義」あるいは「建て前」より先の問題に関しては、現実の状態をもってそれを考察するしか方策はない、ということになる。したがって、「建て前」としてはエージェンシー関係のようではあっても、その事実上の細

目としては厳密なエージェンシー関係とはいえないということであるから、我々がこれを検討する際には、せいぜい、「疑似エージェンシー関係 (Quasi-Principal-Agent-Beziehung)」あるいは、「ゆるやかな エージェンシー 関係 (Sanfte Principal-Agent-Beziehung)」という把握をせざるをえない。しかも、そこでの発想は、よく考えてみると、「株主が会社を所有する」という基本的思想に根ざした、今や全く現実には即さない伝統的な概念によるものになっていることに注意しなくてはならない。言い換えれば、「実状として」、会社はもはや株主だけのものではない。それは「株主+従業員」のものであるといわざるをえない。¹¹⁾ しかも、プリンシパルの範疇に従業員まで含めると、当然のことながらますます、彼らと取締役会との関係は、「契約」という意味では、すでに厳密な意味でのエージェンシー関係ではない。しかし、経営者の行動が、常に「株主+従業員」の利害を左右する、という点では、彼らとの関係は、やはり事実上は、「ゆるやかな エージェンシー関係 (Sanfte Principal-Agent-Beziehung)」であるといわざるをえないであろう。この意味では経営者 (陣) は、「疑似エージェント (Quasi-Agent)」と呼ばれてさしつかえないと思われる。

青木 (1984) によれば、エージェンシー理論における以上のような「欠陥」は、しかしその価値を完全に否定してしまうに値するものではない。¹²⁾ むしろ視点を変えて、より別の方向から検討が試みられるべきであると思われる。すなわち、現実の問題に対する接近の足がかりとして考えた場合、ここで問題なのは、Quasi-Principal としての「株主+従業員」は、Quasi-Agent たる経営者 (陣) の選好に関して完全な情報を保有してはいない、ということである。実際、エージェンシー理論の昨今の発展は、「株主+従業員」の側に、経営者の選好に関する完全な情報が存

在しない場合に、経営者を監視し、規律づけるメカニズムにはどのようなものがあるか、という研究に少しずつ向けられてきているという。すなわち、いわゆる「非対称的な情報分布」の問題に、その論点が集中している、ということである。

9) Barnea, A., R. Haugen & L. Senbet (1985), S. 25ff.

10) Clark, R. C. (1985), S. 56ff.

11) このような発想は、特に日本の経営論との関連から考えると大変理解しやすいと思われる。筆者は別にこの点についても別稿で論じる予定であり、現在準備中であるので、そちらを参照されたい。(Koyama, A., *Eigenarten des japanischen Managements—Eine Interpretation als Principal-Agent-Problem*, Arbeitspapier 1990, Universität Trier およびその和訳, 小山明宏, 日本の経営とエージェンシー・コストの削減——日本企業の経営活動の考察, 近刊予定)

12) 青木昌彦 (1984), 現代の企業, 岩波書店, S. 95ff.

1.4 非対称的な情報分布の問題

ここで、非対称的な情報分布 (あるいは情報偏在, Asymmetrische Informationsverteilung) の問題を、ある程度目に見える形で示しておくことにしよう。

まずエージェントは、次のような意思決定 x を行う。

$$x \in X$$

この意思決定により、エージェントは自らの富のみならず、彼以外の人物、すなわちプリンシパルの富にも影響を与える。その際エージェントの活動に関しては、プリンシパルとエージェントでは異なった価値基準を持つものである。すなわち、エージェントの意思決定が持つ外部効果は負である。そこでは、プリンシパルが好むようにエージェントの活動を修正することは、エージェントの非効用を引き起こす。

こうしてプリンシパルはエージェントがプリンシパルの好まない行動をとらないように、支払いをする、という方向で交渉を進めるであろう。結局両者は、プリンシパルが P という支払いをするかわりに、エージェントがある決定、

$$x \in X$$

を行うという契約 (x, p) を結ぶに至るであろう。ここで、エージェントの効用関数を $U(x, p)$ 、プリンシパルの効用関数を $V(x, p)$ とすると、活動 x と支払い p の最適な組合せ(協定)が作られることになるであろう。エージェントとしてはより低い努力水準でより多くの支払いを得ようとするであろうし、プリンシパルは、逆により少ない支払いでエージェントのより高い努力水準を得たいと願うであろうから、 (x, p) の様々な組合せに関する交渉がもたれることになる。

ところで、ここでいう外部性のみが、最適な協定の実現を妨げるものではないが、それが情報の偏在に関連した外部性の場合には、注意を要する。今、何らかの理由で、エージェントがどのような意思決定を行ったか、あるいは行っているかをプリンシパルが正確には観察・確認できないものとする。エージェント自身は当然、自分がどういう決定を行うかは知っているから、ここに非対称な情報分布(情報の偏在)が起こることになる。ただし、エージェントの決定 x に関する情報の偏在があるとはいっても、 x と相関があり、しかもプリンシパル、エージェント双方にとってコストをかけずに観察しうるような変数が存在するかもしれない。そのような変数はエージェントの決定 x に関する何らかの情報を提供してくれるかもしれない。そのような、活動 x に関する部分的な情報を与えてくれる変数を y, z, \dots で表すことにしよう。たとえばそれは、 y が労働のアウトプットで、 z が何らかのコントロール機構から得られるモニ

タリング・シグナルかもしれない。エージェントやプリンシパルは y や z の値を等しく観察するのであるから、報酬規準 $p(\cdot, \cdot)$ はこれらの変数 y, z の関数 $p(y, z)$ として定義されうる。

さて、プリンシパルはエージェントの決定 x を正確かつ直接には観察できないのであるから、変数 y, z の実行可能関数の集合 P から採られたものを提供することになる。

$$p(\cdot, \cdot) \in P$$

この報酬規準をプリンシパルは、エージェントに対しその決定 x に関するエージェントのいかなる要求あるいは約束をも期待せずに提供する。プリンシパルは、エージェントをして規準 p を受け入れさせ、かつ、自らの利益にしたがって決定をさせることとなる。エージェントは、支払い $p(y, z)$ が変数 y, z (それは彼の活動 x と相関している)に依存していることを知っており、そこでの規準 p に対応して決定を行うであろう。すなわち、形としてはエージェントは、

$$x = \phi(p)$$

という、 p に依存する活動 x を選択していることになる。すなわちエージェントの反応は、

$$\phi: P \rightarrow X$$

という関数によって表される。言い換えれば、報酬規準がインセンティブを規定する、あるいはエージェントの決定は報酬規準 p から誘発される、ということである。

今、エージェントの富 U 、およびプリンシパルの富 V に関して効率的な組合せ (x, p) の集合を E とすると、 E は最適な協働デザインの集合ということになる。さらに、エージェントの活動がプリンシパルによる支払いにより誘発される場合の、活動および支払いの組合せ $(\phi(p), p)$ の集合を I とすると、集

合 I は情報偏在のもとでの実行可能なデザインのすべてを含んでいる。ここで E と I が完全に一致するならば情報の偏在は何らの問題も引き起こさない。この場合、あるいは両者がいくつかの共通要素を持つときには、少なくとも1つ以上の最適協働デザインが、意思決定の誘発を通じて得られることになるであろう。

ここで、エージェントの決定 x に関する情報の偏在があるとはいっても、 x と相関があり、しかもプリンシパル、エージェント双方にとってコストをかけずに観察しうるような変数が存在すれば、そのような変数はエージェントの決定 x に関する何らかの情報を提供してくれるし、そのような、活動 x に関する部分的な情報を与えてくれる変数を利用することによって、プリンシパルがエージェントに対するある程度の規律づけ効果を楽しむことに注意しなくてはならない。さきに述べた変数 y, z, \dots についていえば、たとえばそれは、 y が労働のアウトプットで、 z が何らかのコントロール機構から得られるモニタリング・シグナルかもしれない、ということであった。具体的には、それではこれらのシグナルを用いてプリンシパルはどのような行動をとることになるのか、ということが、ここでの興味の対象となる。

2. 経営者を規律づける 「装置」としての企業内制度

2.1 基本的考察

前章の最後にみた非対称な情報の分布の問題に対する解決方法の探求は、よく考えてみると、企業内における組織・制度の問題にあたることになる。それは、株主—経営者、従業員—経営者という2つの接触面に共通したテーマでもある。

すなわち、経営者は常に、株主や従業員が

知らない情報を所有している可能性があり、それだけ経営者が優位に立っているといえる。たとえば、使用者としての経営者が適正な賃金を時間通り正しく支払っているかどうかを従業員側がチェックすることは、それほどひどく困難なことではないかもしれないが、ある種のパフォーマンスの評価に関しては、常にそうであるとは限らない。非金銭的なFRINGE・ベネフィット、たとえば有給休暇、健康保険、恩給その他の現物的な支払いは、個々の従業員にとっては、貨幣賃金と同程度の容易さでその支払いの性格・正確さを判断したり、それをチェックしたりする情報を自ら十分に備えていることはむしろ難しい。従業員はこの問題について経営者を信頼しきることのできるであろうが、監視コストをかけてもその支払いを監視する方を選択することも考えられる。

このような事態をエージェント・コストの発生およびその負担者という見地から見直すならば、それはやはり契約のパートナー同士が持つ情報に依存している。情報が偏在している場合には、期待の形成が同質的でないという事態が生じ、たとえばその克服のために「シグナル」を使用する必要が出てくることはよく知られているところである。しかし、経営者対株主、経営者対従業員というエージェント関係の図式のもとでは、「シグナル」を越えてもう少し広く、いわゆる「社会通念」や「信頼」、「慣行」、あるいはさらに「自己規律」や「制度」に頼ることが必要となってくる。「制度」は言い換えれば他律的「規制」を意味している。すなわち、「制度デザイン」によって、本来自然に動くべきパス (path) の機能を補完し、自律的規制ではなく他律的にコントロールを行うことになる。それは、「制度」とともに「装置」という用語を用いても表現できるものであろう。プリンシパル(株主、従業員)とエージェント(経営者)の間の行為に対して、役割期待と

動機づけの組織化を規定し、企業内の共通ルールのパターンに統合する「制度」作りが行われる、ということである。「制度」は、この場合には当然、目にみえるものから、明文化されない慣行、慣習までが含まれる。

企業内のエージェンシー関係の場合、経営者（陣）を監視し、規律づけるための「制度」としてのメカニズム、あるいは手段としては、では、どのようなものが考えられるであろうか。

この点については、青木（1984）、および Spremann（1990）に興味深い分類がみられる。私見では前者の方が数段合理的かつ科学的な気がするが、後者も一応まずレビューしてみることにする。

まず念頭におくべきことは、Spremann による分類は多分に場当り的なもので、いろいろな概念が渾然となっていて、分類というよりもむしろ、アドホックなケースを、いわば単に思いつくままにずらずらと列挙し、一同にぶちこんだものになっているということだが、ドイツにおける発想としてみれば、それなりの面白さはある。¹³⁾

Spremann によると、経営者をコントロールするメカニズムが有効に機能すればするほど、エージェンツとしての経営者とプリンシパルとの間の関係は、より簡素にかつ余分な責任関係をそぎ落として形成される。個人的かつ主観的な行動様式が客観的な規則やメカニズムによって排除され、置き換えられれば、契約というものの市場性が高まる。すなわち市場を経由した解決方法が有効になる。

そのようなメカニズムとして次の7つが挙げられている：

- (1)報酬, (2)発展, (3)法的規制, (4)労働市場,
 - (5)集団による意思決定, (6)名声, (7)族意識
- 以下順次検討してゆくこととする。

(1) 報酬 (Belohnung)

プリンシパルの目標に沿った行動をエージェンツにさせるべく報酬体系を形成する、と

いう常套的かつ古典的な議論である。利益分配、ステイタス・シンボルの供与など、ごく常識的なものである。

(2) 発展 (Evolution)

製品市場での競争が経営者を規律づけるために貢献するという、超古典的かつ西ドイツではなぜか広く信じ込まれている議論である。自社の生産技術の向上、新技術の開発、製品の改善、原価の低減などが、資本提供者へ向けた経営者の「努力の証し」となり、また、これに成功しないことが「創造的破壊」のプロセスへ当該企業が巻き込まれることを意味する、と主張している。このような競争プロセスへの経営者の「巻き込み」は、全く無力なものではないであろうが、これ自体は特に新たに始まった事態ではなく、とりわけ拘束力のあるファクターとは言い難いと思われる。

(3) 法的規制 (Gesetz)

客観的な自社の情報を定期的に準備する義務の存在は、経営者のコントロールに「疑いなく」貢献する、という主張である。ドイツ株式法では、第162条から第169条までで、外部の複数の監査人、および第170、171条で監査役会 (der Aufsichtsrat) により決算を監視する包括規定が組み込まれており、また第177、178条では株主総会后に、承認された決算書類が遅滞なく所定の書式で公表されねばならないことが規定されており、それを、その根拠として挙げている。この制度の本来の目的からいえば、なるほどその通りであるが、周知の通り実はこれらの規定が「空洞化」しているところに、経営者をコントロールする「装置」の議論が端を発しているのであり、話が振り出しに戻ることになる。

(4) 労働市場 (Arbeitsmarkt)

経営者自身が、自らの経営成果の良し悪しで「経営者労働市場」で価格づけされ、それにより自らの収入まで決定づけられることから、経営者は努力せざるをえなくなる、とい

うこれまた大変古典的な議論である。これについてはのちに再度言及することになるが、古くは Fama らに始まるこの「経営者労働市場」の概念は、他の経営者たちをも含めた相互の統制・監視という考え方がそのユニークさであったが、実はそれは「虚構の市場」であることも少なくない。また、各国ごとの実状に大きく左右される議論でもある。

(5) 集団による意思決定(Führungsgruppe)

意思決定を行うのは経営者一人ではなく、取締役会(ドイツ株式会社における der Vorstand)という「グループ」であり、経営者はその中でコントロールされるし、意思決定自体も切磋琢磨される、という極めて楽観的な主張である。

ドイツ株式法第 77 条によると、取締役会が複数の人員から成る場合、取締役会構成員はすべて、共同でのみ会社の経営に携わりうることになっている。ただし、取締役会の職務規定や定款で、例外を決めることはできる。とはいっても、取締役会内部で意見の相違があった場合に、少数派が多数派を押し切って決めてもよい、という規定を作ることは、認められていない。たとえば、ドイツの銀行では、9000 万 マルクを越える融資は取締役会構成員の全員の承認を得たときのみ行われることになっているという。ただし、次のようなことがあったのも事実である。すなわち、かつて、銀行ではないが、ある国際的に活動している株式会社の、取締役会議長が、事前に誰にも告げることなく 10 億 マルクを投資してしまったことを、ジャーナリズムに告白したのである。

よく取り沙汰される、取締役会議長が持つこのような強大な実質的権力は、監査役会がドイツ株式法第 84 条に基づいて行う措置によって制約を受けることになっている。監査役会が、まず取締役会議長を選び、その(公開あるいは非公開による)推薦により、関連した取締役会構成員を任命すると、取締役会

議長に対する取締役会構成員の従属性は避けられえないであろう。しかし、監査役会がそれに対応して、個々の取締役会構成員に直接的・非公式的な接触を行えば、それによって、取締役会内に、つりあいのとれた権力配分が成されうる。ただし、これによって取締役会議長が、そのような、ある意味で逆向きの動機づけ効果を持つ「合法的規制」のもとでのコントロールの強化により、自らが見捨てられているかのような認識を持ってしまったり、監査役会の信頼を享受しえないと感じるようになってしまっはならない、と Spremann は説いている。

ここでなされている主張は、一見して明らかかな通りに、ごく建前的事実である。それは、極端にいえば、会社法を「無菌的」に述べたものである。すなわちこのような議論は常に「建前論」と「実態論」に分かれてしまうものであり、Spremann の議論は、いうまでもなく前者を感觸的に述べているに過ぎないので、それ以上の洞察を与えるものではない。¹⁴⁾ ただし、このような制度が実効をあげるようにするためにはどのような制度設計を行えばよいのか、という議論に進むことは当然可能である。

(6) 名声 (Reputation)

企業に対する大衆の尊敬の念は、名声のしるしである。名声は抽象的なものであり、会計数値化することはできないものの、すべての計画の促進に役立つであろう。数多くの、意見形成の元になる前例のもとでの安定的な立派な振舞いによって、さらに名声が形成される。そしてそのような、名声の持つ促進的な効果に基づき、資本提供者は、経営者がそのような企業の名声作りにもどれだけ貢献したかによって、経営者を判断することができるであろう。企業の名声を、必ずしも常に正確ではないにしても、たやすく確認することにより、経営者の評価を行いうる。そのような意見形成という意識のもとで、経営者は規律

づけられるであろう、というのがこの議論である。

ここでの議論は、さきに述べた「明文化されない規律制度」のひとつとして注目してよい。Spremann は、この Reputation に関連して、信頼 (Garantie) という概念も提唱しており、これも内容としてはほとんど変わらないもので、やはり同様の発想によるものであり、従来からのエージェンシー理論における、ある意味で「固い」発想からは多少脱却したものであるとして、面白い。さらにそのような「財」の流通する「市場」に関する議論も興味深い。

(7) 族意識 (Clan)

階層構造を成す社会というものは、組織論的には族意識のもとに理解され、そこでは新人の採用ならびに昇進というものは、ある基準のもとに決定される。そのような採用、ならびに昇進にあたり、社会の価値概念を個人がどれくらい同化しているであろうか。そしてこの場合の基準というものが、ここでいう

コントロール・メカニズムとして機能する、という考え方である。たとえば、ある上役が部下を持ったときに、物質的な点に関しては申し分のない能力があったとしても、組織全体とは異なった価値概念を持っていたならば、そのコントロールには別途に膨大な官僚主義的規律が必要となるであろう。一方、もし上役が部下を選ぶときに、組織と価値概念を同一にするような人物を選んでおけば、彼が要する監視費用はおおいに削減されるであろう。価値概念の共有という意味で、組織構成員は皆、個人的調和の義務を感じるようになる。資本提供者は、経営者の選択の際に、その専門家としての質のみならず、彼が持つ価値概念にも注意するようにしておけば、監視費用、すなわちエージェンシー費用を低くすることができるであろう。同じことは、監査役会構成員の指名の際にも当てはまるであろう。

経営者に対する規律制度としてのこのような「族意識」という概念は、よく考えてみる

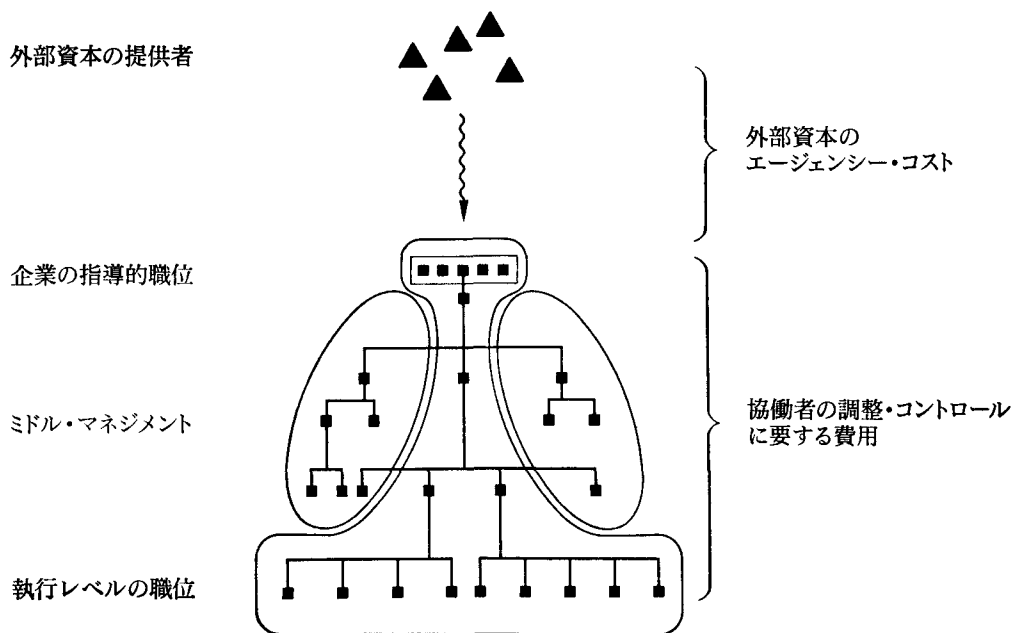


図1 (Spremann (1990), S. 615より引用)

とけっして目新しいものではない。しかし、実はこれは、いわゆる「日本的経営論」の重要なコンポーネントとなっているものである。この2つを結びつけた観点は、我々も注目すべきであり、筆者も別稿で論じる予定である。

以上見てきた、Spremann による興味深い分類により、我々は次のことに気づくであろう。

まず、経営者をコントロールするメカニズムとしては、大きく分けて

- ① 企業内に構築される「装置」としての制度という形でのコントロール・メカニズム
- ② 企業を取り巻く市場を経由したコントロール・メカニズム

の2つがあるということである。ただし、①は②のバックアップを前提として機能していることもありうる(たとえば、①の範囲内に留まることにより、②の中へ弾き出されることなく活動が進められる、など)という意味で、①は②と重なっている、あるいは①は②の一部分である、ということもできるであろう。そしてまた、それは、企業をひとつの活動体としてとらえるならば、企業の、①内部的、②外部的、なコントロール・メカニズムということもできるであろう。

この点が、Spremann の分類では見事に渾然となっていて、区別がなされていない。我々の分類では、Spremann が挙げたファクターは次のように再分類されうるであろう。

- ① (1)報酬, (3)法的規制, (5)集団による意思決定, (7)族意識
- ② (2)発展, (4)労働市場, (6)名声

もとより、これら諸要因にはまわりとの境界線がはっきりしないものもあり、たとえば、(6)などは、いったいいかなる市場が経営者をして直接規律づけるのか、現時点では若干の疑義なしともしないのであるが、経営者の経営成果、人となりが経済社会という「鏡」

に投影され、それが当該企業の評価の一側面となっていて、ひいては資金調達の容易さなどへ反映されてゆく、という意味では、企業外部からの規律づけ、ひとつの面として資本市場とつながったメカニズムである、ということができるであろう。

さて、青木(1984)によると、エージェンシー理論の検討の対象は、すでに述べた通り、疑似プリンシパルとしての株主の側に、疑似エージェントとしての経営者の選好に関する完全な情報が存在しないときに、経営者を監視し、規律づけるメカニズムの研究へと向けられるようになってきている。そして、そのようなメカニズムとして次の3つが例として挙げられている。¹⁵⁾

- 1) 経営者の労働市場
- 2) 会社のコントロールに対する市場(外部的なテーク・オーバー)
- 3) 生産物に対する市場

このうちの1)は Spremann のいう(4)、3)は強いていえば(2)に対応するものであろう。ここで、重複をおそれずに1)について見直してみよう。

株主と経営者間のエージェンシー関係のコントロールに関しては、前述の通り、Fama(1980)の議論と経営者労働市場からの影響についての議論は、今や古典的であり、その現実的有効性についてはまた別としても、一見の価値があることは確かである。¹⁶⁾

従来、Jensen & Meckling(1976)の議論においては、経営者でありかつ危険負担者でもあるところの、いわゆる「企業家」がエージェントと考えられていたのであった。しかし、この概念そのものが実はすでに奇妙なものであり、しかも Fama によれば、両者を包括して議論することは、企業組織内で両者が各々質的に明らかに異なった生産手段を提供し、またその生産手段の提供のために異なった市場を介在させ、その結果、特定企業(あるいは当該企業)に対する関心が両者で

異なっているという現象を捨象するという全く実状にそぐわない欠点を有する。すなわち、経営者も危険負担者（株主）も、共に企業にある種の生産要素、すなわち彼の人的資本（経営者）や資金（株主）を提供しているという点では変わりがないといえるが、株主は資本市場を通して自らの負担するリスクを分散することが可能であり、したがって特定企業に対する関心よりは、資本市場の効率性や完全性の方に関心があるのに対し、経営者は、経営者労働市場において、自らの人的資本のレンタルレートもしくは価値というものが、彼の能力を反映したものである当該企業の成功や失敗をシグナルとして決められるということから、自企業の成果に強い関心を持っているのである。

ところで、このように経営者の価値が当該企業の成果と密接にリンクしているということは経営者に対する一種のインセンティブ・システムが存在することを示しているから、危険負担者（株主）側にとっては非常に好ましいことであるといえる。しかし、このシステムの完全性については、さらに検討が必要であろう。というのは、時間要素を考慮に入れるならば、企業の現在の成果は、現在の経営者の評価ではなく将来の経営者の評価に対してシグナルの役割を果たすのであり、その将来的波及の完全性が保証されなければ、依然としてエージェンシー問題は解決したことにはならないからである。Fama はここで、経営者市場が競争的であることを始めとして、経営者の行動とその評価システムに対するモニタリングが働いているということから議論を進めている。

経営者の行動をモニターしたり、コントロールしたりする役割を担う中心的主体として、従来 Jensen & Meckling や Alchian & Demsetz が扱ってきたものは、企業の危険負担者としての株主であった。しかし、前述したように個々の株主は所有株式を分散さ

せているために、特定の企業の動向に対する関心が薄く、したがって、実際はモニタリングないしコントロールを行う主体としては単独では明らかにインセンティブに欠けているという問題があった。

これに対し、Fama は経営者の周囲に形成される経営者の労働市場を中心としたモニタリング・メカニズムに注目している。経営者の労働市場の現実の存在の形態については、たとえば日本などのように企業内部の労働市場がその中心となる場合や、西欧諸国のようにわが国よりは企業外部の労働市場が発達している場合のように、各国間によってかなりの差があるのが事実である。しかし、それが企業のどこに形成されようとも、少なくともその労働市場にはいわゆる潜在的な経営者が存在するというには変わりはない。そして、これら潜在的な経営者は、自らが経営者となりうる当該企業の現経営者の業績、およびその業績を当該企業が評価し、補償するメカニズムに対し、非常に関心を持っているであろうから、そのメカニズムが正しく作動しているか否かについて常にモニタリングを行っていると考えられる。これは、わが国の内部経営者労働市場について、特に留意すべき点であろう。すなわち、このような外部労働市場からのモニタリングの他にも企業内部には経営者の行動に関心を持つ多くの利害関係者が存在しているということである。たとえば潜在的な経営者でなくとも経営者以下のいわゆる管理者レベルにある者は、自らの労働生産性が企業の業績ないしはそれを生み出す経営者の業績と密接に関係しており、したがって彼らの人的資本のレンタルレートもしくは価値の評価を、その労働市場が、彼らの在籍する企業自体の業績を中心的なシグナルとして行うことが多いということを認識しており、そのためにこれらの人々も経営者の行動についてかなり注意を払っていると考えられることができると思われる。特にわが国の場

合、文化的・風土的原因により、いわゆる「敗者復活戦」がむずかしいことから、内部にしる外部にしる、「経営者労働市場」での pricing はかなり苛烈なものであることは知っての通りである。

Fama (1980) は、このような組織内外の競争的経営者労働市場の存在の下では、経営者の報酬は彼の労働生産性に見合った水準に調整されるために、上述した評価の時間的差異という問題が解決されると考えている。

確かに上述したような株主と経営者間におけるエージェンシー問題は、事後的に判明するエージェントのパフォーマンスを事前的に保証することができない（もしくは行い場合に負担できないほどのコストがかかる）ということに、その原因があるわけだが、それはあくまでも経営者が一期間のみ活動するという仮定の下での考えである。しかし、おそらくほとんどの経営者は多期間にわたって活動を続けるのであり、そのような状況では、経営者の能力、努力水準等に関する情報は、時が経過するにつれて知られるようになり、彼は（良い意味であるにしる、悪い意味であるにしる）ある特定の評判を得ることになる。したがって、その結果、彼が将来においても組織の利益ないしはリスク負担者たる株主の利益を過度に消費することが予想されるのであれば、彼のその後の金銭的報酬はそれに見合って減じられるであろう。

このようにして、多期間活動する経営者においては、一活動期間の事前の報酬と事後に判明した真のパフォーマンスもしくは労働生産性との差は、その時点では解決されないものの、いずれは彼の将来の金銭的報酬の現在価値の減少となって終局的には経営者が負担することになるのである。そして経営者が負担しなければならぬこのようなコストが非常に大きいことが、彼に生じるインセンティブ上の問題を解決することになるのである。

以上の Fama の議論にはフリー・ライダ

ーの問題、チーム生産の問題など、すぐに現実に当てはめるにはかなりのむずかしい問題があるのは事実だが、経営者に対する規律づけ手段として何がしかの価値があるのは確かであろうし、Fama の議論もこの点において高く評価されるべきであろう。¹⁷⁾

さて、経営者を規律づけるメカニズムとして挙げられた3つの市場のうち、2) 会社のコントロールに対する市場（外部的なテーク・オーバー）は、青木 (1984) によればひとつの重要な役割を持つものである。この点については次節で検討することとする。¹⁸⁾

13) Spremann (1990), S. 612ff.

14) Spremann の研究は、一般にエージェンシー理論のモデル解析的な面にその興味が集中しており、率直にいうと企業財務自体に対する制度的知識の乏しさをさらけだしていることが多い。1990年に新版が出された彼の教科書では、旧版におけるこの欠点を補うべくかなりの努力の跡が見られるが、元来がミュンヘン工科大学数学科出身の彼には、いかにも荷が重かったようで、本の厚さは旧版の2倍になりながら、残念なことに教科書としてはかえって珍妙なものになっている。むしろ旧版のようなモデル分析に徹した姿勢の方がしっくりしているし、読みごたえがあると、少なくとも筆者は感じている。

15) 青木 (1984), S. 97ff.

16) Fama (1980). なお、以下の叙述は小山・上田 (1986a) の一部を要約したものである。

17) 小山 (1989), S. 69f.

18) これら3つの市場については、青木 (1984), S. 97ff. および小山 (1989), S. 69f.

参考文献

- Alchian, A. & H. Demsetz (1972), Production, Information Costs and Economic Organization, *American Economic Review*, 62, pp. 777-795.
- 青木昌彦 (1984), 現代の企業, 岩波書店。
- Arrow, K. J. (1985), *The Economics of Agen-*

- cy, in J. W. Pratt & R. J. Zeckhauser(1985), pp. 37-51.
- Bamberg G. u. a.(1987), *Agency Theory, Information and Incentives*, Springer Verlag, Berlin/Heidelberg.
- Barnea, A., R. Haugen and L. Senbet (1985), *Agency Problems and Financial Contracting*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- Clark, R. C. (1985), *Agency Costs versus Fiduciary Duties*, in J. W. Pratt & R. J. Zeckhauser (1985), pp. 55-79.
- Fama, E. F. (1980), *Agency Problems and the Theory of the Firm*, *Journal of Political Economy* 88, pp. 288-307.
- Jensen, M. C. & W. H. Meckling (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics* 3 pp. 305-360.
- Kieser, A. & H. Kubicek (1983), *Organisation*, de Gruyter Berlin.
- 小山明宏・上田 泰 (1986a), エージェンシー問題と経営政策(I), 学習院大学経済論集, 第22巻第3号, pp. 155-176。
- 小山明宏・上田 泰 (1986b), エージェンシー問題と経営政策(II), 学習院大学経済論集, 第23巻第3号, pp. 21-35。
- 小山明宏 (1989), 企業のエージェンシー問題と経営政策の関連性に関する基礎的研究——経営意思決定の日独比較研究のために——, 学習院大学経済経営研究所年報第3巻, S. 55-79。
- Koyama, A. (1990), *Eigenarten des japanischen Managements——Eine Interpretation als Principal-Agent-Problem*, Arbeitspapier Universität Trier.
- Neus, W. (1989), *Ökonomische Agency-Theorie und Kapitalmarktgleichgewicht*, GABLER Wiesbaden.
- Peterson, T. (1989), *Optimale Anreizsysteme*, GABLER Wiesbaden.
- Pratt, J. W. & R. J. Zeckhauser (1985), *Principals and Agents: The Structure of Business*, Harvard Business School Press Boston, Massachusetts.
- Pratt, J. W. & R. J. Zeckhauser (1985a), *Principals and Agents: An Overview*, in J. W. Pratt & R. J. Zeckhauser (1985), pp. 1-35.
- Ross, S. A. (1973), *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, *American Economic Review, Papers & Proceedings* 63, pp. 134-139.
- Schanze, E. (1987), *Contract, Agency and the Delegation of Decision Making*, in Bamberg G. u. a. (1987), pp. 461-471.
- Schmitz, R. (1988), *Kapitaleigentum, Unternehmensführung und interne Organisation*, GABLER Wiesbaden.
- Spremann, K. (1990), *Investition und Finanzierung*, Oldenbourg München.