

< 論 文 >

コーポレート・ガバナンスと経済効率性（1）

年金研究所 佐々木 隆文

要 約

コーポレート・ガバナンスと企業活動の経済効率性との関係は市場、或いは契約がどの程度完全かという前提により理論的帰結は変わってくる。まず、経済学的な完全市場、完備契約を前提とした場合には、誰が企業経営への影響力を持っていても常に最適な企業行動が選択される。なぜなら、そのような場合には、当事者間の利害調整が可能なため、分配問題と経済効率性は分離されるからである（コースの定理）。この前提に非対称情報、不確実性を導入した場合にも、これに準じた議論が成立する。即ち、リスク回避度の低い経営者がリスクを負うというリスクシェアリング上の非効率性は生じるが、これは非対称情報の下で望ましい結果を得るための必要な費用であり、次善的に望ましい均衡（セカンドベスト）は達成される。このため、契約理論の観点からは、コーポレート・ガバナンスの契約的側面がセカンドベストからどの程度乖離しているかが問題となってこよう。他方、契約が不完備である場合（契約に将来起こりうる事象全てに対応していない場合、契約が将来の再交渉により無効となる可能性がある場合）には、誰が企業の意思決定に裁量を持つかという問題（残余コントロール権の配分）が重要になってくる。なぜなら契約に信憑性がない中で頼りになるのは事後的な交渉力であり、これが各主体の企業への事前的な関わりを決めるからである。この観点からは、企業への貢献度、契約による利害保全の度合い、（主権がない場合の）事後的な交渉力の有無といった点から、誰が企業の主権者となるべきかを考える必要がある。

上記の観点から日本企業のガバナンスを考えると、まず多くの企業では経営者のインセンティブがセカンドベスト的な状態となっていない可能性があり、インセンティブがどの程度セカンドベスト的な状況から乖離しているかにより、企業のパフォーマンスは変わってくる可能性がある。他方、事後的な交渉力の役割という観点からは、従業員と株主の相対的な交渉力も重要な観点となってくる。なぜなら、従業員は企業特殊な貢献から準レント生成に寄与していると思われるし、雇用契約は決して完備性の高い契約ではなく、契約により利害が保護されている度合いも高いとは思われないからである。以上のように考えると、日本企業のコーポレート・ガバナンスは、経営者のエージェンシー問題への影響、株主、従業員間の相対的な交渉力の双方から企業の経済効率性に影響を及ぼす可能性がある。

目 次

1. はじめに
2. 契約理論とコーポレート・ガバナンス
3. 契約の不完備性とコーポレート・ガバナンス
4. 日本企業のコーポレート・ガバナンス

1. はじめに

相次ぐ企業不祥事、企業の社会的責任への関心の高まり、敵対的買収の増加などを背景に、経営の根幹であるコーポレート・ガバナンスへの関心が強まっている。そうした中、これまでのコーポレート・ガバナンスに関する研究では、法的な企業の所有者である株主が実際に経営を行う経営者をいかにコントロールするかという問題に主眼が置かれてきた。換言すれば、株主を唯一の企業の所有者として扱い、その代理人として経営を行う経営者をいかに動機づけ、規律づけるかが論じられてきた。

このように、いかに株主が経営者行動をコントロールするかという問題が重要であることは論を待たない。しかし、日本企業を前提とした場合、株主のみを唯一の企業の主権者としてガバナンスを論じることには疑問を感じる向きもあろう。特に最近では、短期売買の株主も増えており、そのような株主も含めて、株主を唯一の主権者と捉えた企業観に納得性が低下しているという側面もある。実際、長期雇用の慣行が根強いわが国においては、企業は株主のものではなく、従業員のものだという実感も強いと思われ、敵対的買収について賛否両論がある背景には、短期的に売買している株主よりも汗水流して企業に貢献している従業員の方が企業の主権者として相応しいという考え方があると思われる。このように考えると、株主を唯一の主権者とする見方のみで日本企業のコーポレート・ガバナンスを論じることにより看過されてしまう問題点もあるのではないだろうか。換言すれば、従業員も企業の所有者として位置づけることで見えてくるコーポレート・ガバナンスの側面もあるのではないだろうか。

このような問題意識に立ち、本稿では、経営者のエージェンシー問題、株主・従業員の相対的交渉力の双方の観点から、日本企業のコーポレート・ガバナンスについて分析する。より具体的には先行研究で論じられてきたエージェンシー問題への影響という観点に加え、株主・従業員の相対的な力関係がもたらす帰結にも着目し、現代の日本企業のコーポレート・ガバナンスが経済効率性に及ぼす影響を検討する。今回は日本企業のコーポレート・ガバナンスに関連する理論を整理し、次回で日本企業の長期のパネルデータを用いた実証分析を行う。今回は、2節、3節でそれぞれ契約理論、不完備契約理論からコーポレート・ガバナンスの論点を整理する。次いで、これらをベースに、4節で日本企業のコーポレート・ガバナンスの役割がエージェンシー問題の解決のみでなく、株主・従業員双方のパワーバランスという観点からも論じる。

2. 契約理論とコーポレート・ガバナンス

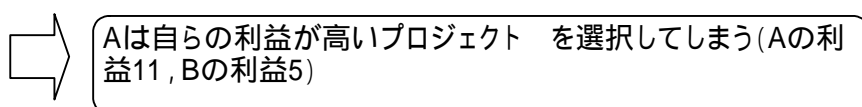
企業理論の古典の一つである「コースの定理」によれば、伝統的な経済学が想定するような完備契約、完全市場の下では、企業行動は誰が企業行動に影響力を持っているかという問題とは独立に、常に最適な行動が選択されることになる。つまり、市場においては価格機能が社会的に望ましい状態をもたらすように、企業においても当事者間の取引が望ましい企業行動をもたらすことになる。なぜなら、望ましい企業行動が採られない場合には望ましい企業行動により交換可能な利益が増えるため、双方の利得を改善できる余地があるからである。いわゆる「コースの定理」である。このことは次のように

説明できる。今、図1に示すように、企業行動の選択肢として2つのプロジェクトがあると仮定する。

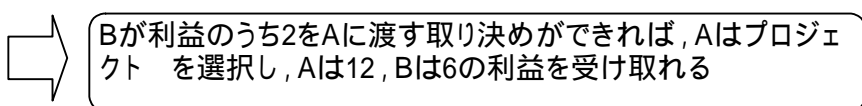
図1 コースの定理

プロジェクト Ⅰ：良い企業行動			プロジェクト Ⅱ：悪い企業行動		
Aの利益	Bの利益	合計	Aの利益	Bの利益	合計
10	8	18	11	5	16

契約による利益調整ができない場合



契約による利益調整ができる場合



(注) Aが企業行動の意思決定権を持っている場合

ここで、プロジェクトⅠは18の利益を生み出し、プロジェクトⅡは16の利益を生むため、プロジェクトⅠが望ましい企業行動である。仮に、Bが企業行動の意思決定権を持つ場合には当初の自らの利益が高いプロジェクトⅡを選択する。この場合、事後的な利益調整が可能であっても、交渉力はBにあるため、Aは10、Bは8の利益を手にするようになる。他方、Aが企業行動に関する意思決定を持っているとする。すると、Aはトータルの利益が高いプロジェクトⅠよりも自らの利益が高くなるプロジェクトⅡを選択する可能性がある。つまり、契約による利益調整が不可能であれば、採算性の悪いプロジェクトⅡが選択されるという非効率が残ることになる。しかし、契約による利益調整が可能な場合には、Bが事後的に2の利益をAに渡す申し出をすることにより、AにプロジェクトⅠを選択させることができる。この場合、Aの利益は12、Bの利益は6となり、ともにプロジェクトⅠを選択した場合よりも大きな利益を手にすることができるからである。つまり、当初の利益配分はプロジェクトの選択に影響を及ぼさないし、どちらが意思決定権を持っていても、経済効率性の点から最適な企業行動が選択される。この場合、事前的に、上記のような利益調整が確実に行われることが強制力のある契約(enforceable contract)により、保証されることが重要である。

この「コースの定理」を踏まえると、コーポレート・ガバナンスにおいても、ステイクホルダー間の契約による利益調整が可能であれば、どのステイクホルダーが意思決定権を持っていても、最適な企業行動が採られる。つまり、そのような世界では誰が企業行動に関する意思決定を行うかという問題は経済効率性に影響を及ぼさず、所有と経

営が分離し、所有者ではない経営者が意思決定権を持っていたとしても、利害調整にかんする契約により、株主にとって望ましい行動を採らせることが可能になってくる。同様に株主、従業員の利害対立に関しても、利害調整契約が事前に可能であれば、どちらが企業行動に関する影響力を持っていたとしても、望ましい企業行動が選択されることになる。

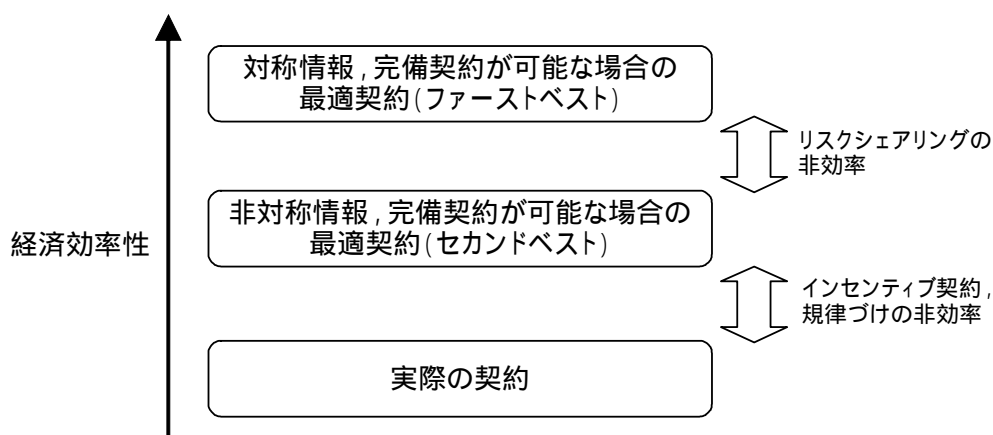
このように、利害調整が契約により保証されている場合には、仮に非対称情報があったとしても、各主体がリスク中立的であれば、望ましい企業行動が選択される。例えば、株主・経営者間で利害の対立があったとしても株主が経営者に対し、企業行動の立証可能（verifiable）な成果に依存したインセンティブ契約を与えることにより問題は解決される。具体的には、経営者の利得が望ましい行動が採られた場合にそうでない場合よりも期待値が高くなるような契約を設定することにより、最適な企業行動が選択されることになる。株主と従業員の相対的な力関係についても、同様の議論が成立する¹。

但し、非対称情報が存在し、各主体がリスク回避的である場合には、上記の結論は微妙に変わってくる（図 2）。例えば、経営者により最適な行動を選択させるためには、企業行動の結果と経営者の利害をリンクさせること（インセンティブ契約など）が重要となってくるが、一般には企業行動の結果には不確実性が伴う。リスクの分散機会が多い株主に比べ、経営者の当該企業の結果に対するリスク負担力は小さいと思われ、経営者の利害を企業行動の結果に依存させるためには、そのようなリスク負担を補うだけの高い期待値が必要になってくる。つまり、非対称情報と不確実性が存在する世界では、誰がリスクを負担するかとう問題（リスクシェアリング）について非効率が存在する可能性がある。しかし、そのような非効率は非対称情報が存在する場合に最適な行動を選択させるために必要なコストと捉えられ、その意味では次善的に最適な均衡をもたらすことは可能である。つまり、この場合でも、コーポレート・ガバナンスが経済効率性に及ぼす影響は限定的である。

しかし、現実の世界では、上記のように最適なメカニズムデザインがなされているとは限らない。現実の世界では、予算制約の問題から、上記のようなセカンドベストのインセンティブ契約が達成できない可能性があるし、限定合理性の問題もある。例えば、経営者持ち株比率と企業価値との間には一定水準まで強いプラスの相関があることが知られているが、このことは多くの企業において経営者の株式保有水準がセカンドベストの水準よりも低いことを示唆している。そのような観点からは、コーポレート・ガバナンスが次善的に望ましい状態にどの程度近いかにより経済効率性への影響が変化することを分析することが重要になってこよう。

¹ コース自身が論じているように、取引コストがなく完備契約が可能な世界では、企業活動と市場の役割との間に本質的な差はなく、そもそも企業を採り上げて分析する必要性が薄れてくる。コースの定理が成立する取引コストのない世界は、取引費用の影響を分析するための比較対象となるベンチマークであり、コース自身は取引費用を明示的に分析することの重要性を指摘している。

図2 ガバナンスの契約的側面と経済効率性



3. 契約の不完備性とコーポレート・ガバナンス

以上のように、完備契約が可能な世界では、コーポレート・ガバナンスの問題は取引費用がなく合理的な企業行動を前提とすれば、コーポレート・ガバナンスを論じる事自体意味が無く、予算制約や限定合理性が存在する現実の世界では、実際のガバナンスがセカンドベストの状態にどのくらい近いかが本質的な問題となってくる。

他方、現実の世界では契約がつねに事前の約束通りに履行されるとは限らないという一面もある。契約に強制力を持たせるためには様々なコストがかかるし、契約の内容と実際とを照合するための情報も必要になってくる。また、将来起こりうる事象を全て予想し、各々について契約を定めることには相当なコストがかかると考えられる。更には、契約にかんする再交渉 (negotiation) を抑制することが困難であるという本質的な問題もある。実際、企業に関する契約でも事後的に取引先との取引条件が変わったり、従業員の報酬内容が変更されることもあるだろう。そのような場合には、事前の契約内容よりも、事後の時点で各主体がどの程度交渉力を持っているかが決定的に重要になってくる。なぜなら、事後に交渉力がもてると考えている主体は、自らの企業への貢献の対価が交渉力によって担保されるため企業に十分に貢献するが、交渉力を持たない主体は自らの貢献の対価が受け取れないことをおそれ、企業に対して十分な貢献を行わないからである (ホールドアップ問題²)。

このような不完備契約の観点からは、コーポレート・ガバナンスは誰が事後的な交渉力を持つかという問題として重要である。換言すれば、誰が企業行動の決定に影響力を持つかという問題が重要となってくる。なぜなら、そのような意思決定権が将来の交渉力の源泉となりうるからである³。このような観点からは企業においてどの主体がその

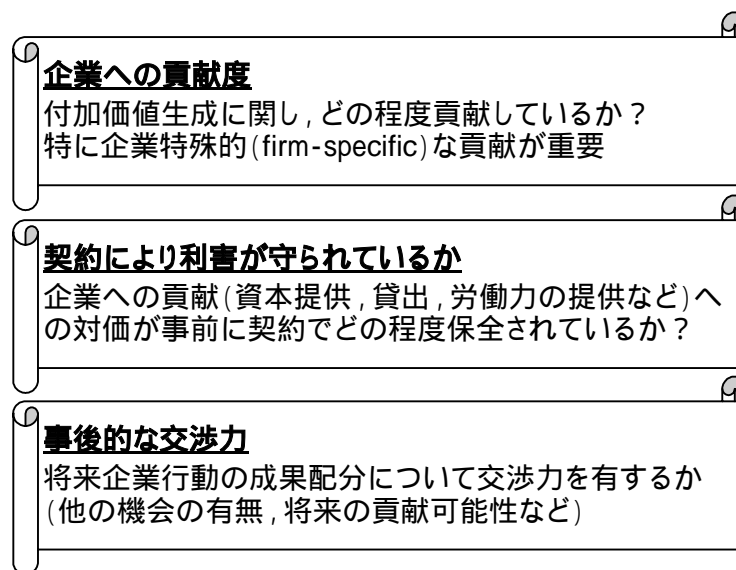
² 「ホールドアップ問題」については『今月の用語』参照。

³ このような観点から Grossman and Hart (1986)らは物的資産への所有権が果たす役割を論じ、Rajan and Zingales (1998)では企業特殊的資産の結合体として企業を捉え、そのような企業特殊的資産への使用権が果たす役割を論じている。

ような権限を持つか、つまり誰が主権者となるかという問題が重要になってくる。実際の企業では契約の完備性が高い部分とそうでない部分があると考えられるが、このような権限は後者について重要である。つまり、使途が決まっていない資産をどのように使うか、誰が契約による支払い後に残った利益を受け取るかという問題が重要になってくる。

Zingales(1998)はこのような観点から、誰が主権者となるべきかとう問題については、1)企業への貢献度、2)契約により利害が守られている度合い、3)(主権がない場合の)事後の交渉力の3つが重要であると論じている(図3)。

図3 企業の主権者を決める要素



このうち、1)は企業への貢献が大きいものに対し企業の主権を与え、意思決定権や残余配分への権限を与えるためにコーポレート・ガバナンスが重要であることを示唆している。とりわけ、企業の存在意義が、市場取引では実現できない高い利益の実現にあることを踏まえると、市場で取引可能な貢献(金銭的資本の提供、汎用的スキルの提供)よりも企業特長的な貢献(企業特長的スキルによる貢献)が重要である。企業特長的な金銭資本が存在しないことを踏まえると、この視点は経営者や従業員など人的資本提供者に相当する。2)は契約で利害が守られている主体はコーポレート・ガバナンスがもたらず交渉力により利害を更にプロテクトする必要は低く、契約により利害が守られていない主体についてコーポレート・ガバナンスにより利害のプロテクトが必要であることを示している。他方、3)は意思決定権以外の要因、例えば他の利益獲得機会の有無などに交渉力の源泉などにより交渉力をもてる主体はコーポレート・ガバナンスにより更に交渉力を強める必要性が低い一方、そうでない主体についてはコーポレート・ガバナンスにより交渉力を強めることが重要であることを示唆している。このような交渉力の源泉としては、その企業以外の収益機会の他に、将来における企業への貢献可能性などが

挙げられる。後者については、企業特殊的な貢献ができる主体は企業から退出することにより他の主体の効用を下げるができるため、そのような将来の貢献可能性が交渉力の源泉となりうる⁴。以上をまとめると、企業特殊的な貢献を行い、契約により利害が守られている度合いが低く、(主権を持たなければ)事後的な交渉力が弱い主体が企業の主権者となるべきと考えられる。

4. 日本企業のコーポレート・ガバナンス

以上の2つの観点から、日本企業のコーポレート・ガバナンスの意義を考えてみよう。まず、契約理論からの示唆としては、実際に経営を行う経営者へのインセンティブが次善的に最適なものとなっているかどうかにより、得られるインプリケーションは変わってくる。仮に、各企業の経営者持ち株比率が次善的に最適なものとなっているのであれば、生じる非効率性はリスクシェアリングの非効率のみであり、コーポレート・ガバナンスと企業活動の経済効率性との間に明確な関係は見られないと考えられる。しかし、実際には予算制約から多くの日本企業で経営者持ち株比率が極めて低いことやインセンティブ報酬の割合が米国ほど高くないことを踏まえると、経営者の動機づけに関し、最適な契約が行われているとは考えにくい。このため、実際には、経営者持ち株比率が最適な水準にどの程度近いかにより、経済効率性への影響が変わってこようし、経営者の株式所有を補完する他のガバナンスシステムの役割も重要になってこよう。これらのガバナンスシステムにより経営者への動機づけ、規律づけがどの程度セカンドベストに近い程度で行われているかにより、企業活動の経済効率性の水準は変わってこよう。換言すれば、エージェンシー問題の大きさにより企業活動の経済効率性は変わってくると考えられる。

他方、交渉力の重要性という観点からは、株主、従業員の相対的な交渉力という観点も重要と思われる。換言すれば、経営者が従業員、株主の利害をどのように考慮して経営を行うかという問題である。実際、我が国では株主よりも従業員を企業の主権者とする見方も根強く、株主を唯一の主権者とする理論のみでは日本企業のガバナンスを説明するのでは説得力に限界があるのも事実である。日本企業の特徴にかかわる定型化された事実としては、1)経営者の殆どが内部の従業員から選抜されること、2)利潤の一部がボーナス、退職給付等の増額に配分され、従業員も残余請求者と位置付けられていること、3)終身雇用により従業員は企業と長期的なコミットメントを持っていること、4)そのような長期雇用の下で従業員は企業特殊的スキルを身に着けることが重要とされること、などが挙げられる。このような事実を考慮すれば、経営者を株主の純粋なエージェンツと捉える理論のみでは説明できないコーポレート・ガバナンスの影響があると思われる。

このように考えると、日本企業のコーポレート・ガバナンスを論じる上では、株主、

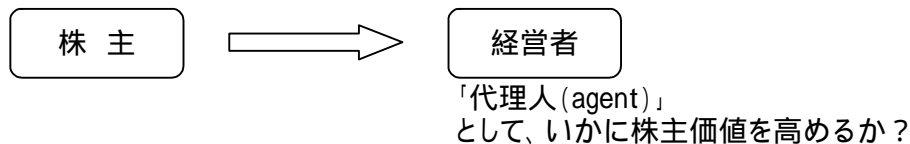
⁴ 身近な例では、従業員の中でも、その人にしかできない仕事がある人とそうでない人では、前者の発言権が強くなるケースは職場でしばしば見られる現象と思われる。

従業員の双方を主権者と捉える見方も重要と思われるが、このような問題に対しても、経営者が適切に株主と従業員の利害を調整するならば、株主と従業員の相対的な影響力の強さは経済効率性に影響を及ぼさない。換言すれば、前述の「コースの定理」が成立する状況、つまり、事後的にも事前的にも効率的な交渉が可能であるならば、経営者は株主の影響力が強くても、従業員の影響力が強くても、株主＋従業員の効用を最大化するように企業行動を選択し、各々の企業への参加条件や、最適なコミットメントを引き出すための条件を満たすように利害を調整すると考えられるからである⁵。しかし、そのような調整が十分に行われていない場合には過度の従業員重視、短期的な株主重視経営などにより企業行動に歪みが生じ、結果として経済効率性を損なう可能性がある。

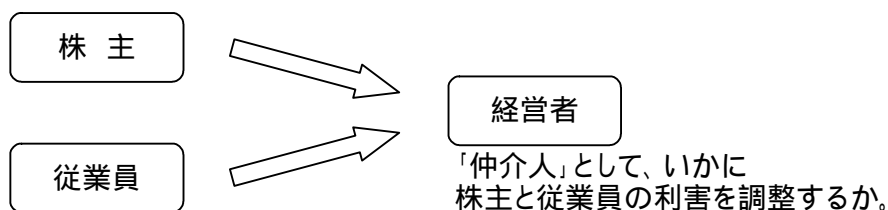
このような株主、従業員の双方を主権者とする理論における経営者の役割は株主のエージェントではなく、株主と従業員の利害を調整する裁定者と位置づけられる。Aoki(1988)は株主、従業員双方を主権者とし、経営者を両者の裁定者と位置づけ、企業行動が株主、従業員の相対的な交渉力により決定される企業像をモデル化し、日本企業に適用した(図4)。より具体的には日本企業の企業行動を株主、従業員の双方の協力的な貢献の帰結と捉え、成長志向などの日本企業の行動様式を説明した。

図4 双対型コントロールによる企業観

i) 伝統的な企業理論



ii) 双対コントロール型の企業理論

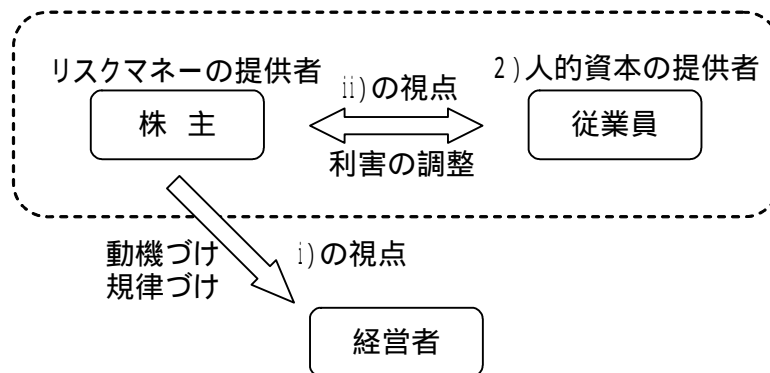


次回は今回の理論的考察をベースに、日本の上場企業のコーポレート・ガバナンスと企業活動の経済効率性について実証的な分析結果を報告する。より具体的には、エージェンシー問題への影響、株主・従業員の相対的な力関係への影響という2つの観点

⁵ 契約内容は契約時における当事者間の交渉力に依存するため、交渉力が事前でも事後でも変わらない場合は、取り決めを決めるタイミング(事前的)の交渉力は契約と同様の役割を果たすと考えられる。但し、企業行動の結果が出た後(事後的)において交渉力が事前的な交渉力と異なると予想される場合には、事前的な交渉力は強制力のある契約と同等の役割は果たし得ない。その場合に、各主体の事前的な行動を決定するのは事後的な交渉力であり、これがない場合には、強制力のある契約でなければホールドアップ問題(事後の交渉力が弱い主体の貢献が低下する)が生じるため、望ましい状態は達成されない。

から日本企業におけるコーポレート・ガバナンスと企業活動の経済効率性との関係について実証的な分析を行う(図5)。

図5 本稿の分析視点



参考文献

- Aoki, M. (1988), *Information, incentives, and bargaining in the Japanese economy*, Cambridge University Press (永易浩一訳「日本経済の制度分析 - 情報・インセンティブ・交渉ゲーム - 」,筑摩書房)
- Coase, R. (1988), *The Firm, The Market, and The Law*, The University of Chicago Press, Chicago and London (宮澤健一・後藤晃・藤垣芳文訳『企業・市場・法』東洋経済新報社, 1992.
- Grossman, S., and O.Hart(1986), "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration," *Journal of Political Economy*, 84, 691-719.
- Rajan R. and L. Zingales (1998), "Power in the Theory of the Firm," *Quarterly Journal of Economics*, 108, 387-432.
- Zingales, L. (1998), "Corporate Governance," in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, P. Newman ed, Macmillan, New York, N.Y.S