

コーポレート・ガバナンス

1 基本モデル：なぜ非効率性が発生するのか

モラルハザード問題

株主：プリンシパル

経営者：エージェント

経営者が自己利益を最大にするように行動する結果、株主であるプリンシパルの利益が必ずしも最大化されない モラルハザード問題が生じる。

経営者の努力水準： E_h E_l

E_l エージェントに私的費用はかからない。 プロジェクトの成功確率は P_l

E_h エージェントに C の私的費用(高い努力をする際にかかる精神的苦痛や肉体的疲労等の非金銭的費用)がかかる。 プロジェクトの成功確率は $P_h (>P_l)$

プロジェクトが成功した場合、プリンシパルは R の利益を得るが、失敗した場合ゼロしか得られない。

プリンシパルは、期待利益 $P_h R$ を得られる状況を作りたい。

プロジェクトが成功した場合に支払われる賃金は W で、失敗した場合賃金は支払われない。

以上の条件でエージェントが高い努力水準を選択するのは

$(P_h W - C)$ (高い努力水準を選択した場合の利得) $> P_l W$ (低い努力水準を選択した場合の利得) $(P_h - P_l) W > C$

最適賃金 $W = C / (P_h - P_l)$

高い努力水準を選択した場合に得られる全体の期待利得 $P_h R - C$ のうち、

$P_h (R - W) = P_h (R - C / (P_h - P_l))$ がプリンシパルに $P_h W - C = (P_l / P_h - P_l) C > C$ がエージェントにわたる。

エージェントから高い努力を引き出すためには、ある程度のレント(コスト C より高い利得)をエージェントに渡す必要がある。

資金提供の非効率性

プロジェクトの実行のために投資家が I の資金提供をする必要。

外部の安全資産の利子率は i

投資家は少なくとも $(1 + i) I$ だけの期待利益が得られない限り、投資を手控える。

$P (R - C / (P_h - P_l)) > = (1 + i) I$ が必要。

経済全体の効率性からすれば

$P_h R - C > = (1 + i) I$ であれば、投資の機会費用に見合うだけの収益を出している。

$P_h R - C > = (1 - i) I > = P_h (R - C / (P_h - P_l))$ の場合は、本来投資の実行は効率的だが、その投資が実行されない。

投資費用を差引いた期待利得はプラスであっても、その中の一部をエージェントに渡さざるを得ない 投資をする側は投資を手控えざるを得ない。

再交渉が与えるインパクト

エージェントにプロジェクトの途中でやめるという選択肢。
途中でエージェントにやめられるとプロジェクトの遂行が困難になり、プリンシパルはゼロしか得られない。
その場合、エージェントも賃金獲得機会を失う。
b u t 交渉の道具として価値がある。

結果として決まる賃金は、モラルハザードの可能性を考慮したインセンティブ条件より、再交渉の際の取り分の決まり方に、より大きく左右される。 どれだけの交渉力を持ちえるかという点が、賃金決定に重要な要素となる。

損害賠償での賠償は限定的。
事実上の職務放棄の場合、具体提起に損害賠償を請求することは困難。

損害賠償ルールは抑止にならない。

不完備契約

プロジェクトがスタートする段階で、将来のRが明確になっている場合は稀。

株主が受け取る配当などは、設立当初から決まっているわけではなく、事業を継続していく過程での交渉によって確定。

交渉力がどの程度あるか、その結果どのような分配が決まるかという側面は、企業活動にとって重要なポイント。経済活動のインセンティブを左右する大きなポイント。

2 事後的交渉力の重要性

人的資産：経営者の交渉力

エージェントがプロジェクト終了時まで存在しないとリターンが得られない 交渉力

代替となり得るエージェントに比べて人的資産の面で優位性を持っていることが、交渉力を得て、再交渉の際に高い賃金となるための条件となる。

雇用する段階ではエージェント側に交渉力がなくても、業務がある程度進んだ段階では交渉力が発生し得る。

会社の経営とエージェントの技能との間にある程度の関係特殊性が発生する。

関係特殊投資

辞めることが難しくなる(ロックインされる)側面(エージェントにとってマイナス。)

辞めると取引相手が困るという交渉力の源泉(エージェントにとってプラス)

法律：資金提供者の交渉力

プロジェクトが進んだ段階でプリンシパル側に交渉力をもたらす権利(e x . エージェントの解雇・工場設備等の売却)は、法律によって与えられたもの。

事前的交渉力：資金提供者は高い交渉力をもつ可能性

e x . プロジェクトの実行にとって資金が不可欠で、資金の確保が困難な場合。

< 事前的交渉力を決める要因 >

- ・ 資金が経済全体にとって希少か
- ・ 他に資金提供してくれる人がいるか

事後的交渉力：追加投資の必要性がない限り、ライバル資金提供者の存在の有無は交渉力に関係ない。

< 事後的交渉力を決める要因 >

- ・ (交渉が決裂した場合に) どの程度実質的に資産を差押えられるのか
- ・ 経営者の解雇などが可能か

「資本」と「労働」の違い

< 経営者が交渉を有利に運ぶ手段 >

- ・ 辞めると宣言
- ・ 資金の返済をあえてしない
- ・ 一部の資金を無駄に使う
- ・ 無駄なプロジェクトを追加的に行う

< 資金提供者の側 >

資金を投入した後は、交渉力を発揮する余地がほとんど存在しない

< 交渉力の非対称性の原因 >

投入のタイミングの違い

資金の場合は投入してしまえばそれで終わり。労働の場合は、プロジェクトの期間中継続して投入し続ける必要。

労働のほうが継続して投入される生産要素に関係特殊性が強い

同じ主体から資金提供を受けなければならないわけではない。労働投入の場合、途中まである人が仕上げた仕事をただちに他の人が代わって作業を続けることは困難。

マニュアル化された単純業務 途中で人がいれかわっても問題ない。

情報の非対称性

資金提供者は、従業員や経営者の作業内容についての知識や情報に乏しく、実際にどのような作業が行われているかわからない。

交渉が有利になるような行動をとられてもわからない。資金提供は1度だけ 資金提供者側の情報が問題になることはない。

情報の非対称性や契約の強制に限界 経営者の行動を完全にコントロールすることは不可能。 相対的に情報の乏しい資金提供者はさまざまな行動によって事後的な交渉力を失う可能性にさらされる。

弱い交渉力 資金提供に見合うリターンを回収できない 効率的な投資が実行されない。

3 株主に所有権・決定権が与えられる理由

弱い株主

株主は(事後的に)弱い立場 株主に会社の重要事項を決定する権利が与えられる。

残余請求権者か？

×株主は残余請求権者であり、そのために決定権を持つ。
vs . 実際には、その他の請求権者の取り分も確定しているわけではなく、さまざまな要因によって事後的に変動する。

交渉のバランス・抑止力としての法的権利

法的権利を資金提供者に与えないと、資金提供者は事後的な交渉に弱く、十分な投資収益を予想することができない。

資金提供者に対して十分な事後的交渉力を与えるために、法律によって、ある程度の権利を資金提供者に与える必要がある。

重要な点は、株主・債権者、経営者、従業員などそれぞれの参加者に適切なインセンティブが生じるように、事後的交渉力を調整すること。

4 権限委譲の問題

強すぎる法的権利

法的な権利を株主に与えることの意義と、現実の側面において株主がその権利を行使するかどうかは、また別の問題。

モデル分析

エージェントからいかに努力を引き出すかというインセンティブが重要な局面においては、プリンシパルが持っている決定権限が強すぎる可能性があり、その場合には決定権限をエージェントに委譲することによってインセンティブをうまくコントロールできる可能性がある。

実質的権限

形式的権限と実質的権限：

決定する権利が形式的に与えられていても、実質的に適切な決定をするだけの知識と情報がなければ情報のある人に実質的に任さざるを得ず、その人が実質的権限を持つ。

株主は業務について適切な決定を行うだけの十分な知識や情報を得ることは不可能。 経営者が実質的権限を有している。
b u t 状況によって、株主が形式的権限を行使する可能性あり。

トレードオフの問題：

エージェントのインセンティブ面を重視するのであれば、エージェント側に形式的権限を委譲すべき。

決定の柔軟性の方が重要であればプリンシパルが形式的権限を保有すべき。(エージェントが保身のためにすべき決定をしないことがあり得る。)

M K A : 業績と収入との連動 (= 権限委譲) 高いインセンティブ

5 少数株主保護

少数株主保護の必要性

法学的観点：株主平等原則に反した行為は不公正なものであり、少数株主保護が必要。

経済的視点：多数株主になるにはコストがかかり、実質的なコントロール権を行使するためには情報収集などのコストがかかる。

それに見合ったリターンを多数株主が受け取る方が望ましい。

多数株主の取り分が多くなる可能性 それを予想した少数株主は投資を手控える 資金が集められない 多数株主にとっても機会主義的行動をとらないというコミットメント(法的強制)が必要。

モデル分析

少数株主からの必要資金：I

E h の努力水準 C の私的コストがかかるが、確率 P h で R が得られ、(1 - P h) でゼロが実現する。

E l の努力水準だと、私的コストはゼロだが、R が得られる確率は P l (< P h)

R のうち多数株主の取分割合が

少数株主に決定権を与える = 0 に設定

それでは、多数株主の努力のインセンティブを引き出せない。

多数株主に決定権を与える = 1 に設定。

それでは I だけの資金を投資家は提供せず、資金調達に失敗。

法律により に関する上限を設けることにより、少数株主による期待利得を確保し、投資の実行を可能にする。

b u t 各企業により最適な のレベルが違う。

多数株主によるコミットメントとなり得るもう1つの方法は借入れ。 を高くすると返済ができず、債務不履行が生じ、多数株主はペナルティを被る。

6 誰がプリンシパルか

モラルハザードモデル再考

プリンシパルが株主であることは、モデルの設定にすぎず、モデル構築者が設定する仮定にすぎない。

経営者がプリンシパルで株主がエージェントであるモデルも存在する。

プリンシパルがレント取得者か

プリンシパルであっても、状況によっては交渉力が低い場合があり、その場合には仕事の依頼者であってもレントの大部分をエー

エージェントに渡さざるを得なくなる。

e x . プリンシパルに多くの潜在的競争者がおり、エージェントは特殊な能力をもった稀有な人材。

レントの配分は、どちらがプリンシパルかではなく、どちらが契約段階で交渉力を持っているかが重要になる。

株主がプリンシパルだからといって、株主がレントのほとんどを吸収できるとは限らない。

株主はプリンシパルか

経営者の側が資金提供してくれる人を探す場合（e x . 新株を引き受けてくれる株主を探す） 経営者をプリンシパル、株主をエージェントとしたモデル設定にしたほうが整合的。

どちらをプリンシパルと考えるかはモデル設定上の問題にすぎず、結果に影響を与えるのは、どちらのほうに交渉力があるかという事前段階の交渉力。