

# 日本のコーポレート・ガバナンスに関する一考察

三輪 晋也

## 目 次

- 1 はじめに
- 2 Maug モデル
  - 2.1 モデルの記述
  - 2.2 代替的な組織形態の分析
  - 2.3 純粋な経営者支配
  - 2.4 独立取締役
  - 2.5 独立取締役による完全支配
  - 2.6 経営者の交渉力
  - 2.7 支配と資本構成：負債と債権者の支配
- 3 Maug モデルの含意
- 4 結びに代えて－日本のコーポレート・ガバナンスに関する考察

## 1 はじめに

本稿では、Maug (1997) による理論的モデルを紹介した後に、このモデルを利用して、日本のコーポレート・ガバナンスの仕組みが最適であったか否かを考察する。日本のコーポレート・ガバナンスはバブル期の前後で変貌を遂げた。多くの日本企業では、高度成長期からバブル期まで、メインバンクによるコーポレート・ガバナンスが成立していたと考えられる。しかし、バブル崩壊以降は銀行離れが進み、一部の企業は社外取締役を重視する米国型経営機構を

採用している。本稿では、メインバンクと社外取締役によるコーポレート・ガバナンスが、それぞれ時代に適合したメカニズムであったのかを検討する。

高度成長期からバブル期までの日本のコーポレート・ガバナンスを特徴付ける制度として、株式の持合いやメインバンクなどがある。株式の持合いは、敵対的な企業買収を防止するために、高度成長期に企業集団内で形成された。株式の持合いを実施する企業が他企業の経営に干渉することは稀であった。

メインバンクは企業集団内の事業会社に多額の貸付をするのみならず、融資先企業の株式を保有したり、役員を派遣するなど、融資先企業と資本的および人的な関係を築き上げた。債権者であり、株主であるメインバンクは、融資先企業に対してモニタリング活動を行っており、当該企業が債務不履行に陥った場合、必要に応じて救済措置を講ずるなど、融資先企業の経営に大きな影響を及ぼしてきたと考えられる。このようにメインバンクは融資先企業の経営者に規律を与え、日本のコーポレート・ガバナンスで重要な役割を果たしていたのである。

バブル崩壊以降、大量の不良債権を抱える銀行は融資先企業の株式を株式市場で売却し、株式の持合いは崩壊しつつある。また、事業会社の銀行離れが進行したため、メインバンクは融資先企業に対して影響力を及ぼすことが困難となった。メインバンクによるコーポレート・ガバナンスが機能不全に陥ったため、日本企業の業績は長期間にわたり低迷していた。

企業業績を向上させるため、多数の日本企業は事業再編を断行した。また、米国企業を模範として、コーポレート・ガバナンスと関連する法制度が整備された。例えば、2003年4月から委員会等設置会社が導入され、日本企業は社外取締役を重視する米国型の経営機構を採用することが可能となった。このため、一部の企業は、従来の日本のコーポレート・ガバナンスと決別し、株主を重視した米国型のコーポレート・ガバナンスの仕組みを導入しつつある。

このようにバブル期を境に、日本のコーポレート・ガバナンスは大きく変化した。本稿で、日本のコーポレート・ガバナンスが最適であったのか否かを考察することは、今後、日本企業が最適なコーポレート・ガバナンスを構築する上

で意義深いと思われる。

本章の構成は次のとおりである。2節では Maug モデルを紹介し、3節では同モデルの含意を考察する。4節では、Maug モデルを日本のコーポレート・ガバナンスに適用する。そして、高度成長期からバブル期までの期間には、負債（メインバンクによる融資）のガバナンス・メカニズムが最適であったのか否か、また、バブル崩壊後は社外取締役のガバナンス・メカニズムが最適であるのか否か検討する。

## 2 Maug モデル<sup>1)</sup>

### 2.1 モデルの記述

過去に投資が実施され、状態依存の利得、 $y_s$ （ここで、 $s$ は「自然の状態」(the state of nature)を表す)を生み出すプロジェクトについて考察する。 $s$ は、 $H$ （「高い」）、 $M$ （「普通」）、 $B$ （「低い」）という3つの値を取り、 $y_s$ は状態 $s$ に依存する。プロジェクトの資産は代替的に利用することができるが、その利用については、自然の状態が明らかとなるまで未知である。資産を代替的に利用することから利益が生じる。しかし、これを実現するためには大規模な事業再編が必要である。事業再編とは、資産を別の目的で利用したり、異なる経営者の下で資産を利用することである。事業再編の決定とは、プロジェクトの廃止か存続の意思決定である。事業再編から得られる利益を $L_s$ とする（このとき、 $y_s=L_s$ である）。また、プロジェクトを存続する場合、 $x_s$ が生じるとする（このとき、 $y_s=x_s$ である）。

人的資本への投資を行う経営者が企業を操業すると仮定する。人的資本投資は、2種類の投資から構成される。1つは、他企業でも利用可能な知識や技能を獲得するための一般的な投資である。もう1つは、他企業では利用不可能な知識や技能を獲得するための企業特特殊な投資である<sup>2)</sup>。人的資本投資は、一般的な投資と企業特特殊な投資の総額である。人的資本投資の総額を所与とするため、ここではこの投資を明示的にモデルに組み込まない。人的資本の特

性を変数  $h$  で表す。 $h$  は期待利潤を増加させ、プロジェクトの廃止の決定は各状態の利潤に影響を及ぼす<sup>3)</sup>。

### 仮定 1（プロジェクトの結果）

(i)  $y_s$  はプロジェクトの継続と廃止の決定に依存する。

$$y_s = \begin{cases} x_s & \text{プロジェクトを継続する場合} \\ L_s & \text{プロジェクトを廃止する場合} \end{cases}$$

(ii) 利潤の高い状態  $H$  の確率は、経営者の人的資本の特殊性  $h$  に依存する<sup>4)</sup>。

$$y_s = \begin{cases} y_H & \text{確率は } p_H(h) \\ y_M & \text{確率は } 1 - p_H(h) - p_B \\ y_B & \text{確率は } p_B \end{cases}$$

(iii)  $x_H > x_M > x_B$

経営者はリスク中立的であり、期待効用を最大化すると仮定する。また、経営者は創業者と契約の交渉をする。この契約により利潤に依存する経営者の報酬、 $\mu(y_s)$  が決定される。プロジェクトが存続する限り、経営者は人的資本投資の特殊性  $h$  について無関心である。しかし、経営者が企業特殊な人的資本に高い水準で投資することは、労働市場での経営者の価値が減少することを意味する。プロジェクトを廃止するとき、経営者は効用の損失、 $D(h)$  を被る。 $D(h)$  は  $h$  の連続増加関数であり、凸関数であると仮定する。 $D(h)$  には次の解釈を与えることができる。例えば、経営者が獲得した人的資本が、企業に特殊な知識や技能である場合、経営者が将来キャリア・アップする見込みが低くなる。 $D(h)$  はこの可能性を表している。また、 $D(h)$  は、経営者が新しい就職先を見つける場合の探索費用であるとも考えることもできる。経営者の目的関数を次のように表す。

$$U^M = E(\mu(y_s)) - P(l)D(h) \quad (1)$$

ここで、 $E(\cdot)$ は期待値の演算子であり、 $P(l)$ は経営政策  $l$  の下でプロジェクトを廃止する確率である。 $L$ は、プロジェクトを廃止する状態の集合とする<sup>5)</sup>。

次の仮定は状態を定義しており、資産の利用に関する非効率な意思決定の可能性をモデルに組み込むために設ける。以下の状態は株主と経営者の利害の不一致を記述しているので、重要である。

## 仮定 2 (状態)

- (i)  $L_H - x_H < 0$  (状態  $H$ )
- (ii)  $D(0) > L_M - x_M > 0$  (状態  $M$ )
- (iii)  $0 < D(1) < L_B - x_B$  (状態  $B$ )
- (iv)  $(p_H(1) - p_H(0))(x_H - x_M) < p_B(L_B - x_B)$

状態  $H$  では、プロジェクトの廃止を誰も考えないであろう。状態  $M$  では、プロジェクトの廃止は経営者にとっては最適であるが、社会的には最適ではない。なぜならその利得が経営者の効用損失の金銭的等価を上回らないからである。状態  $B$  では、プロジェクトの廃止は経営者にとっても社会的にも最適である。 $L - x > 0$  である場合は常に、金銭的収益に依存した意思決定を行う外部株主はプロジェクトの廃止を選好するであろう。

$h$  は観察可能であるが、契約不可能であると仮定する。したがって、経営者は、 $h$  の状態に依存した報酬契約を締結することによって、プロジェクトの廃止から生じる損失を回避できない。経営者の保身の方法は、他企業でも利用可能な一般的な人的資本に投資することである。しかし、このような投資によりプロジェクトの成功確率は低下する。仮定 2 の (iv) により、状態  $B$  では、プロジェクトの廃止が望ましい。

表1. ゲームのタイム・ライン

時点（段階）	1	2	3	4	5
事象	株主がガバナンス構造（資本構成、経営者の報酬契約、意思決定権）を決定する。	経営者が人的資本の特殊性 $h$ を選択する。	自然の状態 $s$ が明らかになる。	企業を支配する当事者がプロジェクト廃止の決定をする。	利得 $y_s$ が実現する。契約に従い、企業支配の当事者が経営者に報酬の支払を行う。

（出典）Maug（1997）の p. 119より作成。

次式からファースト・ベスト（first-best）の決定（ $l^*$ ,  $h^*$ ）を導出し、以下に示す結果のベンチマークとする。

$$\max_{(l, h)} \Pi = \sum_{s \in \{H, M, B\}} p_s(h) y_s - P(l) D(h) \quad (2)$$

第1項は利潤を  $h$  の関数としており、第2項は経営者が被る期待効用損失である。当面は、 $h$  と  $l$  が契約可能であるという仮定の下で、これを所有者の利潤最大化問題として解釈する。次の命題はファースト・ベストを表しており、 $h^*$  はプロジェクトに特殊な人的資本へのファースト・ベストの投資を表す。

**命題1（ファースト・ベスト）<sup>6)</sup>**

(2) 式の解は、状態  $B$  でプロジェクトを廃止することである。ファースト・ベストの値、 $h^* \in (0:1)$  は一意の内点解であり、次式を満たしている。

$$p'_H(h^*) (x_H - x_M) - p_B D'(h^*) = 0$$

**2.2 代替的な組織形態の分析**

経営者は企業を操業することにより、株主の価値を高めるために事業再編を行うべきか否かについての十分な情報を保有している。一方、外部株主が事業再編を実現するためには、追加的費用を支払って情報を入手する必要がある。

### 仮定3（事業再編の情報）

外部株主は追加的な情報の獲得に費用を支払う場合のみ、事業再編を実現できる。この情報は確率  $\tau$  で入手できる。情報の獲得には、情報獲得費用  $C(\tau)$  を伴う。費用関数は、 $C'(\tau) > 0$ 、 $C''(\tau) > 0$ 、 $C(0) = 0$  を満たしている。経営者は追加的費用なしで、この情報を入手できる。

状態  $s$  は共有知識であると仮定されている。しかし、 $L_s - x_s$  を実現するためには、企業の経営状態に関するより詳細な情報が必要となる。

次に、経営者の報酬とプロジェクト廃止の経営政策に関わる3つの組織構造、つまり「経営者支配」、「取締役」、「負債」について説明する<sup>7)</sup>。はじめに、「経営者支配」が成立している場合、経営者の報酬契約は創業者が決定する。そして、経営者のみがプロジェクト廃止の決定権を保持している。「取締役」は経営者の報酬をコントロールでき、これを利用して経営者によるプロジェクト廃止の意思決定に影響を及ぼすことができる。最後に、「負債」は次の特徴を有する。債務の返済が可能な場合は、経営者のみが資産の支配権を保持している。破産の際は、債権者が支配権を保持する。債権者は経営者の報酬決定に関与しない。

### 2.3 純粋な経営者支配

純粋な経営者支配は最も単純な組織形態である。経営者は資産の利用について完全な支配権を行使でき、明示的な契約により完全に保護されている。プロジェクトの廃止から生じる利得を得る唯一の方法は、状態  $B$  でプロジェクトを廃止する誘因報酬を経営者に与えることである。経営者の報酬は利潤に依存する契約  $\mu(y_s)$  である。経営者の初期の富はゼロであり、契約によりいかなる状態が発生しても報酬額が負とならない。経営者は富を所有していないので、株式を購入して株主となることはない。株主と経営者が明示的な契約を締結する場合の人的資本の特殊性の程度を  $h_E$  で表し、経営者の期待効用と留保効用の差をレントとして  $r$  で表す。

## 命題2（純粋な経営者支配）

(i) 純粋は経営者支配のもとでの最適な契約は次の条件を満たす。

$$\mu(y_s) = \begin{cases} D(h_E) & y_s = L_B \text{ の場合} \\ \mu(x_H) > 0 & y_s = x_H \text{ の場合} \\ 0 & y_s \neq L_B, x_H \text{ の場合} \end{cases} \quad (4)$$

ここで、 $0 < \mu(x_H) < x_H - x_M$  である。また、 $\mu(x_H)$  と  $h_E$  は、経営者の目的関数の一階の条件から次式を満たす。

$$\mu(x_H) p'(h_E) = p_B D'(h_E) \quad (5)$$

これにより、 $s=B$  の場合にプロジェクトが廃止され、企業に特殊な人的資本への過少投資 ( $h_E < h^*$ ) が生じる。

(ii) 経営者は正のレントを得る。

$$r = \mu(x_H) p_H(h_E) \quad (6)$$

仮定2から  $s=B$  の場合は常にプロジェクトの廃止、すなわち清算が最適である。この状態で清算することにより、経営者は報酬を得る。仮定1から、 $h$  の追加的増加により、 $p'_H(h)(x_H - x_M)$  だけ利潤が増加する。その結果、 $s=H$  における利潤の共有は創業者に利益を与える。仮定2から、純粋な経営者支配のケースにおける利潤  $\Pi^E$  は次のとおりである。

$$\Pi^E = \sum_s p_s(h_E) x_s + p_B(L_B - x_B) - r$$

$\mu(x_H)$  を設定する際に、株主は企業利潤を向上させることから得られる便益と、 $h$  のある値を実現するために経営者に支払わなければならないレントとを比較する。このレントは  $h$  の増加関数であり、次善の値、 $h_E < h^*$  が選択される。明示的な契約により経営者を保護することの弱点は、経営者が  $h$  に依存した雇用契約に署名せず、状態  $H$  で  $\mu(x_H)$  のボーナス支払を受け取ることに より動機付けられることである。



## 2.4 独立取締役

以下では、独立取締役という別のエージェントをモデルに組み込む。経営者と異なり、取締役は企業特殊な人的資本に投資せず、仮定3から、代替的な経営政策についての情報を獲得するように動機付けられている。また、取締役は期待効用を最大化する。彼らの報酬は、経営者報酬を控除した企業の正味利潤に依存する線形型の支払いとなる。つまり、以下の式で表すことができる。

$$\gamma(y_s - \mu(y_s)) \quad (8)$$

経営者と同様、最初、取締役は富を保有していないので、株式を購入できない。取締役は次の3つの方法で動機付けられている。第1に、彼らは $\gamma\%$ の株式を保有しているので、配当金 $(y_s - \mu(y_s))$ の $\gamma\%$ が与えられる。第2に、彼らは株主のために行動する忠実義務を負っている。第3に、彼らは社外取締役としてのよい評判を形成することを望んでいる。

このような設定の下で、経営者は資産の利用方法を決定する権限を有し、取締役は経営者の報酬を監視する権限を有する。明瞭化のため、タイム・ラインの第1段階で締結される経営者の最初の報酬契約を $\mu_0(y_s)$ で表し、取締役が提供する報酬を $\hat{\mu}$ で表す。取締役は、経営者に追加的な報酬を与えることにより、プロジェクト廃止の決定に影響を及ぼすことができる。また、経営者は、プロジェクト廃止の決定や報酬について取締役と交渉する。

## 2.5 独立取締役による完全支配

2.5節では、取締役が経営者の報酬について交渉する際に全ての交渉力を掌握していると仮定する。取締役がプロジェクトの廃止を望む場合は、この決定に経営者を同意させるために、 $\hat{\mu}$ の報酬を経営者に提供する。タイム・ラインの第4段階の拡張型は次の定型化された交渉ゲームである。

(a)取締役はプロジェクト廃止の決定に経営者を同意させるために、 $\hat{\mu}$ の報酬

を経営者に提案する。

(b)経営者はこの提案を受け入れるか、拒否する。

(c)経営者がこの提案を拒否する場合、最初の報酬契約が履行される。つまり、経営者は  $\mu_0(y_s)$  を受け取り、資産の売却は行われぬ。経営者が提案を受け入れる場合、経営者は  $\bar{\mu}$  を受け取り、取締役はプロジェクトを廃止すべきかどうか決定する。

企業の資本構成は100%自己資本で構成されている。株主は最初に取締役を任命することを除いて意思決定の権限がない。命題3は資産の分配について記述している。

### 命題3（取締役）

支配権が経営者と取締役に委譲されていると仮定する。取締役は、仮定3で定義された費用を負担して、事業再編の可能性を判断でき、経営者と交渉する場合は交渉の権限を全て掌握している。しかし、経営者は資産の利用方法についての拒否権を保持している。このとき、次の命題が成立する。

(i) 取締役は自己資本の  $\gamma_D\%$  を所有しており、確率  $\tau_D$  で事業再編の可能性を判断する。取締役が情報を入手する場合、経営者は、 $s=B$  で  $\bar{\mu}=D(h^*)$  を受け取り、他の2つの状態では何も受け取らない。つまり、利潤に依存した支払が行われず、任意の  $y_s$  に対して、 $\mu_0(y_s)=0$  である。最適な  $\tau_D$  と  $\gamma_D$  の値は一意であり、以下の関係式が成立する。

$$\gamma_D = \frac{C'(\tau_D)}{p_B(L_B - x_B - D(h_D))} \quad (9)$$

人的資本の特殊性  $h_D$  と経営者に対する支払い  $D(h_D)$  は、 $\tau_D$  の減少関数であり、 $\tau_D$  は  $\gamma_D$  の増加関数である。

(ii)  $C'(1)$  と  $C''(1)$  が小さく、 $p_B$  が十分に大きい場合、このメカニズムにより  $h_D = h^*$  となり、ファースト・ベストが達成される。 $C'(\tau_D)$  が十分に大きく、 $p_B$  が十分に小さい場合、このメカニズムにより、初期の株主にとっての

事前の利得が純粋な経営者支配より低くなる。

標準的な交渉理論によれば、取締役はプロジェクトの廃止を提案するとき、経営者に常に  $D(h)$  を提供する。よって、プロジェクトの廃止から生じる経済的利得、 $L_B - x_B - D(h)$  は全て株主に与えられる。一方、経営者の利得は、交渉を通して変化がなく、プロジェクトの廃止により影響を受けない。それゆえ、取締役は正味利得を最大化するプロジェクトの廃止を選択する。また、経営者への支払い額は、プロジェクトが廃止された場合の効用の損失を常に相殺する。その結果、プロジェクト廃止の可能性は経営者の人的資本投資の決定に影響を与えず、ボーナスの支払いがなくても、 $h_D$  の投資を行う。取締役は、事前の株主の富を最大化するように株主のエージェントとして行動する。事後の株主は契約を反故にし、 $s=M$  でもプロジェクトの廃止を選好するであろう。

しかし、株主が事業再編の便益を得るには、費用を負担しなければならない。なぜなら、株主は取締役に對して情報を獲得するように動機付けなければならないからである。(9) 式から、重要な変数は情報の限界費用である。この変数により取締役が所与の持株比率に対して情報を獲得する程度が決定される。情報を獲得する限界費用があまり大きくなければ、 $\gamma_D$  や株主にとっての費用、 $\gamma_D \sum_s p_s v_s$  が十分に低く、取締役に完全な情報を獲得する誘因が与えられる。逆に、取締役に誘因を与える費用が十分に大きい場合、最善の解決法は純粋な経営者支配である。全ての状態で株主が取締役を通してコントロールする費用を負担するが、株主は  $s=M$  においてのみ便益を得る。それゆえ、 $p_B$  が大きくなれば、取締役はより有利となる。また、取締役がより強い誘因を持つ場合、 $\tau$  が大きくなるので、プロジェクト廃止の可能性が高くなる。そして、経営者は企業に特殊な人的資本への投資を控える。

ファースト・ベストの結果はいくらか特殊である。なぜなら、その結果は、取締役メカニズムの本質的要素を明らかにしているからである。取締役メカニズムの特徴と交渉の重要性をより深く理解するために、取締役と任意に選択さ

れた大株主とを比較する。この大株主は  $\sigma\%$  の株式を所有し、プロジェクトを廃止する権限をもっているが、経営者の報酬を変更することはできない。経営者は、解雇の際にゴールデン・パラシュート、 $G$  を受け取る報酬パッケージによって守られている。このような設定から、次の命題が成立する。

#### 命題 4 （任意の株主）

任意に選択された株主が株式の  $\sigma\%$  を所有し、プロジェクトを廃止する権限をもっていると仮定する。また、経営者は、解雇の際にゴールデン・パラシュート、 $G$  を獲得できる報酬パッケージを持っていると仮定する。このとき、当該株主に経営者の報酬について再交渉する権限を与えることによって、全ての可能なパラメーターに対して分配を改善できる。

この結果は、ゴールデン・パラシュート、 $G$  と株主の持分  $\sigma$  が最適に選択されると仮定していない。この結果は、経営者の報酬に対する取締役の裁量、あるいは交渉局面における取締役メカニズムがなぜ重要であるかを例示している。つまり、取締役メカニズムにより経営者の報酬が  $h$  に依存したものとなり、その結果、分配が契約不可能な変数  $h$  に依存することになる。解雇の際に事前に約束された一定の報酬を受け取る経営者の契約がこれに代わることはできない。

取締役は株主の金銭的利得だけを増加させようとしている点で、株主と同じ立場にある。しかし、取締役は経営者とは異なっている。なぜなら、取締役は事業を継続するという決定に既得の利害を有していないからである。特に、取締役はプロジェクトを廃止する際には企業特殊な人的資本を有していない<sup>8)</sup>。

## 2.6 経営者の交渉力

取締役メカニズムでファースト・ベストを達成するという結果は、全ての交渉権を取締役に付与することに依存しているため、明らかに極端である。現実には、取締役が事業再編を行うためには、経営者の同意を必要とする。2.6節

では、取締役が経営者に対する全ての交渉権を掌握しているという仮定を緩めて、前節と同じ所有構造を分析する。タイム・ラインの第4段階の拡張型は以下のとおりである。

- (a) 取締役と経営者は、プロジェクト廃止の決定や経営者の報酬に関して交渉する。
- (b) 彼らが合意に達するとき、経営者は  $\hat{\mu}$  を受け取り、事業再編を行う。合意に達しない場合、最初の契約に従い、経営者は  $\mu_0$  を受け取る。

### 仮定3（交渉）

経営者と株主が第4段階で交渉ゲームに入る場合、その結果は一般的なナッシュの交渉解に従って決定される。つまり、取締役には交渉力  $(1-\alpha)$  が、経営者には交渉力  $\alpha$  が与えられる。

親密な関係にある内部者間の交渉のポジションを、明示的な契約で規定することはほとんど不可能である。以下では、「交渉力」を外生的なものとして扱う。

取締役は、プロジェクトを廃止する場合に  $\gamma(L_s - \hat{\mu})$  を受け取り、プロジェクトを継続する場合に  $\gamma(x_s - \mu_0(x_s))$  を受け取る。同様に、経営者は、プロジェクトを継続する場合に  $\mu_0(x_s)$  を受け取り、廃止する場合に  $\hat{\mu} - D(h)$  を受け取る。それゆえ、一般化されたナッシュの交渉ゲームは次のようになる。

$$\varphi(h, \hat{\mu}, \alpha) = \{\gamma(L_s - x_s - \hat{\mu} + \mu_0(x_s))\}^{(1-\alpha)} * \{\hat{\mu} - \mu_0(x_s) - D(h)\}^{\alpha} \quad (10)$$

このとき、

$$\hat{\mu}(\alpha, h) \equiv \underset{\hat{\mu}}{\operatorname{argmax}} \varphi(h, \hat{\mu}, \alpha) \quad (11)$$

結果は次の命題のように表される。

### 命題5（交渉力）

(i) 仮定3が成立し、経営者が交渉力  $\alpha$  を持っているとする。このとき、取締役が情報を獲得し、企業が  $s=B$  の状態にある場合にプロジェクトを廃止する。取締役は、経営者に対して  $\alpha$  と  $h$  に依存する  $\hat{\mu}$  を与える。

$$\hat{\mu}(\alpha, h) = \mu_0(x_B) + D(h)\alpha(L_B - x_B - D(h)) \quad (12)$$

その他の全ての状態では、 $\hat{\mu} = \mu_0$  である。

(ii)  $\alpha > 0$  の場合、取締役メカニズムは、任意の  $C(z)$  に対してファースト・ベストの分配を達成しない。創業者の利得は  $\alpha$  の単調減少関数であり、 $\alpha$  の臨界値、 $\alpha_{MC}$  が存在する。 $\alpha_{MC}$  は  $0 < \alpha_{MC} < 1$  であり、 $0 \leq \alpha \leq \alpha_{MC}$  の場合、取締役メカニズムは純粋な経営者支配より優位であり、 $\alpha_{MC} \leq \alpha \leq 1$  の場合、純粋な経営者支配は取締役メカニズムより優位である。

(12) 式から、経営者に交渉力がない場合 ( $\alpha=0$ ) に、経営者が受け取る最小の報酬額は、命題3と同様に  $D(h)$  である。しかし、経営者に交渉力がある場合、経営者は不効用に対する報酬だけでなく余剰の  $\alpha\%$  も受け取る。 $\alpha=1$  の場合、経営者は全ての余剰を受け取る。これはナッシュの交渉ゲームの標準的結果である。経営者に経営権を委譲する場合より、取締役の交渉力が  $1 - \alpha_{MC}$  以下の場合、株主にとって悪い状態になることを、命題5は示唆している。

命題5の(ii)から、経営者に対して十分な交渉力を持たない取締役は、経営者が企業に特殊な人的資本に対して投資する誘因を弱めるので、有害である。これは少し驚くべき結果である。なぜなら、事業再編を実施する状態の経営者の報酬は、経営者の交渉力とともに増加するからである。(11) 式から、これは劣位な分配をもたらす。取締役メカニズムで  $h$  を選択する一階の条件は、次のとおりである。

$$\mu(x_H) p'_H(h) = \alpha \tau p_B D'(h) \quad (13)$$

経営者により強い交渉力がある場合、経営者の報酬は彼らのパフォーマンス（すなわち、企業特殊な人的資本への投資）ではなく彼らの交渉技術に依存する。これにより、経営者の報酬を人的資本投資に依存させる取締役メカニズムの利点は消滅する。このとき、誘因の観点から、取締役メカニズムは純粋な経営者支配と類似している。しかし、経営者はより大きなレントを得るので、取締役が経営者に与える金額は大きくなる。取締役の交渉力が弱くなると、次の2つの意味で危険な状態が生じる。第1に、取締役が経営者に過大な報酬を支払うので、株主にとって直接的な損失が生じる。第2に、報酬とパフォーマンスの結びつきが弱まるので、企業の生産性や経営の効率性が悪化する。これら2つのことが同時に発生すると、命題5の(ii)に表現された結果につながる。

## 2.7 支配と資本構成：負債と債権者の支配

前節では、独立取締役の交渉力が非常に強い場合、独立取締役がファースト・ベストを達成する潜在的可能性を有していることを示した。独立取締役に代わり、債権者も経営者の裁量をコントロールできる。債権者が企業の支配権を掌握する状況は資本構成により決定される。2.7節では、これまでに分析された内部コントロール構造の代替的手段について考察するために、負債がどのように経営者の裁量をコントロールできるのか検討する。

負債は、利潤がある値を下回ったときに企業の支配権が債権者に移転することを規定した財務契約である。この契約を利用することにより、企業の所有権を他の経済主体に移転することができると仮定する。債権者が清算する権限を有している場合、 $L_s - x_s > 0$ のときに必ず清算する。負債の額面価値、 $F$ が  $x_B < F < x_M$  を満たしているとする。このとき、状態  $B$  で企業は破産し、債権者が資産に対する支配権を得る。一方、状態  $M$  では企業は債務不履行に陥らない。債権者支配のケースで発生することは、債権者が破産時に有する情報に

決定的に依存する。負債は全て銀行借入れであり、銀行は状態  $B$  で資産の支配権を得ることを期待しているとする。このとき、 $\tau$  の均衡水準は、以下の式を満たしている。

$$C'(\tau) = p_B(L_B - x_B - D(h)) \quad (14)$$

これは (9) 式に類似している。銀行が損得なしに終わるためには、情報費用を取り戻す必要がある。このモデルでは、銀行借入れには費用がかかる。次の命題は、債権者支配に関する主要な結果である。 $h_D$  は、株主が最適な負債水準を選択した場合に経営者が選択する  $h$  の水準である。

#### 命題 6（負債）

(i) 2つの政策が、株主にとって事前に最適となり得る。

1.  $l = \{B\}$  : 企業は状態  $B$  でプロジェクトを廃止する。
2.  $l = \{M, B\}$  : 企業は、状態  $B$  と  $M$  でプロジェクトを廃止する。

(ii) 情報獲得費用  $C(\tau)$  が十分に低い場合、「負債（債権者支配）」は「純粋な経営者支配」より創業者に高い利潤を与える。しかし、命題 3 で示された「取締役メカニズム」は「債権者支配」より望ましい。また、「債権者支配」は、企業特殊な人的資本への過少投資 ( $h_D < h^*$ ) の結果を生み出す。

(iii) 情報獲得費用が十分に高い場合、「純粋な経営者支配」は「負債」より望ましい。

(iv) 状態  $B$  におけるプロジェクト廃止の可能性  $p_B$  が十分に低い場合、「負債」は「取締役メカニズム」より望ましい。

たとえ、純粋な経営者支配と比べて、経営者が得ることができるとも、株主が減らすことができたとしても、特殊な人的資本への投資は非効率のままである。命題 2 の (6) 式から、経営者支配の下では経営者は厳密に正のレントを得る。それゆえ、株主が最適な負債政策を決定するときはいつでも、株主は



2つの制約に直面する。第1の制約は経営者の誘因両立性制約 (incentive compatibility constraint) であり、これは次式を満たす。

$$\mu(x_H) p'_H(h_D) = P(l) D'(h_D) \quad (15)$$

第2の制約は経営者の参加制約 (participation constraint) である。これは経営者のレント、 $r$  が非負であるということである。仮定2の(ii)から、 $s=M$ で清算すると、経営者に対して $D(h_D)$ の追加の支払をしなければならない。したがって、 $s=M$ でのプロジェクト廃止が利潤となることは決してない。しかし、 $l=\{B\}$ の場合、経営者が正のレントを得ると仮定する。このとき、 $s=M$ で清算すると、所有者は $p_M(L_M - x_M)$ から効率性の損失額を控除した金額を得る。この効率性の損失額は、一階の近似式である $p'_H(h)(L_H - x_M)\Delta h$ である。ここで、 $\Delta h$ は、経営者はプロジェクト廃止の可能性がより高いと期するので、 $h$ が減少したことを表している。モデルのパラメーターに関する仮定は正味利得が正となることを妨げない。正味利得が正である場合、 $l=\{M, B\}$ が最適な政策である。そして、経営者の参加制約はまだ満たされている。 $h$ がファースト・ベストの値を下回る場合、頻繁な事業再編により分配の効率性が悪化するかもしれない。創業者は負債により事業再編に関する事前に非効率な政策に関与する。なぜなら、創業者は自分の利得を経営者のレントで相殺するからである。

「純粋な経営者支配」は「負債」より望ましいという議論 (命題6の(iii))は、経営者が得るレントに依存している (命題2を参照)。経営者支配の下で、経営者が事業再編を行う場合、ボーナスを得る必要がある。「債権者支配」では、経営者の裁量が負債により制約されるため、このボーナス支払は必要ない。

次のような経営者の報酬契約について考察する。経営者に同じ報酬額を与えるが、事業再編に対するボーナスというより、むしろ $s=H$ においてより高いボーナスを経営者に与える契約である。経営者が人的資本に対する同じ水準

の投資を選択し続ける場合、分配や株主の利潤は不変である。しかし、経営者の誘因が改善するので、経営者は特殊な人的資本に対してより高い水準の投資を行い、これにより分配はより望ましいものとなる。負債の唯一の欠点は情報獲得の追加的費用を伴うことである。

「負債」と「取締役メカニズム」の比較（命題6の(iv))は、情報費用に依存している。情報費用が十分に低い場合、「取締役メカニズム」はファースト・ベストを達成できる。負債により経営者報酬に対する交渉の余地がなくなるので、「債権者支配」は人的資本に対する過少投資をもたらす。それゆえ、情報費用が低い場合、「取締役メカニズム」は「負債」より望ましいことは明白である。

しかし、事業再編の可能性が小さい場合、情報獲得の費用がそれほど大きくないときですら、「取締役メカニズム」の費用は大きい。なぜなら、取締役は事業再編が行われない場合にも持分の配当金を受け取るが、銀行は事業再編が成功した場合にのみ利得を受け取るからである。それゆえ、事業再編が行われる可能性が低い場合、債権者支配による管理が望ましい。

### 3 Maug モデルの含意

Maug は、代替的に企業資産を利用できるモデルを展開した。経営者は企業特殊な人的資本に投資をする。この資本は、企業が事業再編を行い、プロジェクトを廃止すると価値を失う。経営者による人的資本の投資に関して、契約は不可能である。経営者以外の外部のエージェントは、費用をかけて企業についての情報を獲得する。

Maug モデルの分析により、契約が不完備な世界では、どのように社外取締役を捉えることができるのか示された。取締役は企業の生産活動に直接携わらず、企業特殊な人的資本に投資しないので、経営者とは異なる。しかし、たとえ取締役が株主のために行動するとしても、企業の支配権を掌握する大株主とは異なる。取締役が独立した判断を行い、相対的に低い費用で最適な事業決定

についての情報を獲得できる場合、このメカニズムは適切に機能する。重要な洞察は、株式が分散した株式会社では支配権が経営者と取締役委譲されなければならないということである。

Maug モデルの分析により、一定の条件下でのガバナンス構造の順位付けが提示された。情報費用が十分に低く、事業再編の可能性が十分に高い場合、順位付けは図1のように要約される。図中の「強い」や「弱い」という言葉は、取締役の経営者に対する交渉上の地位に言及している。取締役は事業再編から利得を獲得でき、同時に暗黙の契約に対して企業をコミットさせることができる。しかし、取締役の交渉力が弱い場合、経営者の報酬は経営者の交渉力によって決定し、事業再編の際に経営者は超過の報酬を受け取ることができる。他方、株主は次の2点を失う。第1に、株主は経営者に対して支払われた報酬の超過分を失う。第2に、経営者の報酬とパフォーマンス（ここでは、特殊な人的資本への投資）との結びつきが弱められる。実証分析の際には、取締役の交渉力は、取締役の構成に関連付けることによって近似できる。社外取締役比率の高い企業では、経営者の報酬とパフォーマンスの関係がより強くなると、Maug モデルの分析は予想している。

表2は、情報費用と事業再編の可能性に対して、最適なガバナンス構造を示している。Maug モデルの分析によれば、2つの条件が満たされる場合のみ、社外取締役は最適な解となる。第1に、十分に低い費用で情報を入手でき、経営者の意思決定を評価できる。第2に、事業再編の可能性が大きい。逆に、事

図1. 事業再編の可能性が高く、  
情報費用が低い場合

強い取締役	>
負債	>
経営者支配	>
弱い取締役	

(出典) Maug (1997) の p. 135

表2. 情報費用と事業再編の可能性

		情報獲得費用	
		低い	高い
事業再編 の可能性	低い	負債	経営者支配
	高い	取締役+負債	経営者支配

(出典) Maug (1997) の p. 136より作成。

業再編の可能性が小さい場合、債権者による企業経営に対する干渉が最適なメカニズムになる可能性は高い。

#### 4 結びに代えて—日本のコーポレート・ガバナンスに関する考察

本節では、Maug モデルを日本のコーポレート・ガバナンスに適用する。そして、高度成長期からバブル期までの期間には、負債（主にメインバンクによる融資）のガバナンス・メカニズムが、また、バブル崩壊後は社外取締役のガバナンス・メカニズムが最適であるのか否か検討する。

はじめに、高度成長期以降の日本のコーポレート・ガバナンスを概観する。第二次大戦後の日本の経済復興・高度成長の過程において、企業集団と呼ばれる企業間関係が形成された。企業集団に属する企業が商取引を行う場合、同じ企業集団のメンバー企業と取引を行った。そして、商取引の際には、同じ企業集団の商社が介在した。株式の持合いは、このような企業集団内の営業上の取引を円滑にするのに役立った。また、資金調達の際には、同じ企業集団の銀行から借入れを行った。

銀行は事業会社に貸付を行うだけでなく、融資先企業の株式も保有している<sup>9)</sup>。さらに、融資先企業の経営状態が悪化した場合は、役員のパ遣を行った。このように事業会社と資本的にも人的にも結びつきがある場合、当該銀行はメインバンクと呼ばれる。

銀行は融資の際に、企業の投資案を評価しなければならない。一般に、銀行は融資先企業の経営者ほど内部の情報に精通しておらず、両者の間には情報の非対称性がある。したがって、銀行が当該企業の投資案を正確に評価することは困難である。

しかし、メインバンクは、役員のパ遣や決済口座の管理をとおして、融資先企業の経営状態を正確に把握できる。また、融資先企業の内部情報に精通しているメインバンクは、融資先企業が経営破綻を起こしても、必要に応じて融資を行うなど、救済措置を講ずることができた。

日本は、高度成長期まで資本市場があまり発達していなかったため、企業の資金調達には、増資や起債といった直接金融ではなく、主として銀行借入れであった。このため、当時の日本企業の負債比率は極めて高く、融資先企業に対する銀行の支配力は大きかった。メインバンクは、債権者と株主の立場を利用して、融資先企業に規律を与えることができたので、融資先企業の監視役を担っていると考えられた。

表2によれば、事業再編の可能性が低く、かつ情報獲得の費用が低い場合に、最適なガバナンス・メカニズムは負債である。高度成長期には成長の可能性が高い企業が多いため、事業の再編を行う必要性は低い。また、メインバンクが融資先企業の情報収集を行っていたため、個々の株主や社債保有者が情報収集を行う場合より、情報獲得の費用も低く抑えられていた可能性が高い。したがって、メインバンクが企業をコントロールするという仕組みは、高度経済成長期においては最適であったと考えられる。

しかし、金融の自由化が進み、事業会社が資本市場から資金を調達することが容易になると、資金調達の方法は間接金融から直接金融にシフトした。特に、バブル期には、株価が高い水準にあったので、エクイティ・ファイナンス（新株発行を伴う資金調達）が積極的に行われた。この時期に、日本企業の負債比率が低下し、メインバンクの役割は低下した。さらに、バブルが崩壊すると、銀行は大量の不良債権を抱え、融資先企業の救済を行う体力がなくなり、日本企業の銀行離れは一層進んだ。

バブル期に日本企業は過剰な設備投資と過剰な雇用を行い、バブル崩壊後に事業再編の必要性は高まった。1997年に、ソニーは、激化する国際競争に勝ち残るために、米国型経営機構の執行役員制度を導入した。同制度の採用により、迅速な意思決定の実現が期待されるため、多数の企業もソニーに倣った。さらに、商法改正により2003年に委員会等設置会社が導入され、社外取締役を中心とする取締役会の設置が可能となった<sup>10)</sup>。

表2によれば、事業再編の可能性が高いとき、情報獲得費用が低い場合は社外取締役と負債が最適なガバナンス・メカニズムであり、その費用が高い場合

は経営者支配が最適となる。それでは、バブル崩壊後の日本企業の情報獲得費用は高いのであろうか、あるいは低いのであろうか。

近年、「会計ビッグバン」と呼ばれる会計制度改革が活発に行われてきた。例えば、1999年度から、企業の財務諸表の開示は単体ベースから連結ベースに移行した。連結の範囲についても、従来の「持ち株比率基準」から「支配力基準」が導入され、連結キャッシュフロー計算書も導入された。2000年度からは、企業が保有する金融商品に時価会計が導入され、2001年度から、持合い株式についても時価評価が行われた<sup>11)</sup>。これらの会計制度改革により、日本の会計基準は国際会計基準や米国の会計基準に近づき、財務諸表が会社の実態をより反映するようになった。

また、米国のEDGARシステム（Electronic Data Gathering Analysis and Retrieval System）に倣って、EDINET（Electronic Disclosure for Investor's Network）と呼ばれる有価証券報告書等の電子開示システムが、2001年から稼働している。2004年以降は、全ての上場企業が、有価証券報告書等の電子開示を行っている<sup>12)</sup>。

以上の会計制度改革やインターネットを通じた情報開示制度の整備により、投資家は、以前と比べて企業の内部情報を入手し易くなり、情報獲得費用が低下したと考えられる。表2によれば、事業再編の可能性が高く、情報獲得費用が低い場合、社外取締役と負債が最適なガバナンス・メカニズムとなる。バブル崩壊後に、一部の日本企業は過剰債務を解消するために財務再編を行い、負債比率を抑えてきた。したがって、事業再編の可能性が高い企業では、今後、負債に加えて社外取締役を積極的に活用することが最適と考えられる。

## 注

- 1) 以下の記述は、Maug（1997）を参照した。
- 2) 日本企業では、株式の持合いにより敵対的な企業買収の可能性が低いので、終身雇用制の採用が可能となり、従業員の解雇のリスクは低下した。このため、従業員は労働市場での自己の価値に注意を払う必要がなく、企業特殊な人的資本投資を積極的に行うことができた。一方、株式持合いを行わない米国企業では、敵対的な企業

買収の可能性が高い。したがって、米国企業の従業員は労働市場での自身の価値を高めるため、一般的な人的資本への投資を積極的に行うと考えられる。一般に、企業に特殊な知識や技能は、一般的な知識や技能より企業の生産性を高めると予想される。バブル崩壊以降、多数の日本企業は企業業績向上のため、終身雇用制を廃止して、過剰な従業員を解雇した。このため、バブル期まで、日本企業が享受した米国企業に対する競争上の優位性が失われつつあると考えられる。

- 3) Maug モデルでは、経営者による人的資本投資がモデル化されている。上述のとおり、日本企業では、従業員が当該企業で役立つノウハウや技術の蓄積を積極的に行ってきた。Maug モデルの経営者を従業員の代表として捉え、全ての従業員が経営者と同様の  $h$  を選択すると仮定すれば、モデルの分析結果を日本企業に対して適用できる。
- 4)  $p_H(h)$  は  $h$  の増加関数であり、凹関数であると仮定する。なお、 $h \in [0:1]$ 、 $p'_H(0) = \infty$ 、 $p'_H(1) = 0$  であるとする。
- 5) 例えば、 $l = \{B\}$  は、 $s = B$  の場合にプロジェクトを廃止することを表す。このとき、 $P(l) = p_B$  である。同様に、 $l = \{B, M\}$  ならば、 $P(l) = 1 - p_H$  である。
- 6) Maug のホームページ (<http://www.duke.edu/~maug/research/boarddir/>) から、本稿で紹介する命題の証明をダウンロードできる。
- 7) Maug は、「乗っ取り」についても考察しているが、本稿では紙幅の関係で説明を割愛する。
- 8) これを独立取締役の定義とみなしても良いかもしれない。
- 9) メインバンク制は、株主と債権者の利害の不一致を解消する仕組みを具備していると考えられる。一般に、銀行は、収益性が低くても、リスクが低く、元利の返済が確実に行われる投資案を選好する。一方、株主価値の増加を望む企業経営者は、リスクが高くても、高い収益が見込める投資案を選好する。経営者が借入れを行った後に、当初の計画よりもリスクの高い投資案を実行すると、債権価値は低下する。そこで、銀行は高い金利を要求するなどの防衛策をとることが予想される。このような経営者と債権者の利害の不一致により、エージェンシー・コストが発生する。メインバンクは融資先企業の株式を保有しているので、万が一、経営者がリスクの高い投資案を実施して、債権価値が低下しても、株式価値の増加分で、損失を補うことができる。
- 10) 委員会等設置会社では、指名・報酬・監査の3委員会の設置と各委員会のメンバーの過半数が社外取締役であることが義務付けられた。なお、2006年に施行された会社法では、「委員会等設置会社」は「委員会設置会社」に改称した。
- 11) この他に、税効果会計（1999年度から実施）や退職給付会計（2000年度から実施）、減損会計（2005年度から実施）も導入された。
- 12) この他に、四半期決算の開示が、2004年から、全国の証券取引所で原則義務付けら

れた。

**【参考文献】**

Bolton, P. and M. Dewatripont (2005), *Contract Theory*, Cambridge, MA : MIT Press.

Maug, E. (1997), “Boards of directors and capital structure : Alternative forms of corporate restructuring” *Journal of Corporate Finance*, 3, pp.113-139.

清水克俊・堀内昭義（2003）『インセンティブの経済学』有斐閣。

柳川範之（2000）『契約と組織の経済学』，東洋経済新報社。