

株主, 経営者と債権者間のエージェンシー関係

翟, 林瑜

<https://doi.org/10.15017/2920770>

出版情報 : 経済論究. 77, pp.105-120, 1990-07-27. 九州大学大学院経済学会
バージョン :
権利関係 :

株主、経営者と債権者間の エージェンシー関係

翟 林 瑜

I はじめに

株式会社制度は、資本主義の発展に大きく寄与してきた。そのうえ、近年の株式会社の変貌と共に企業に関する理論も大きな発展を見せている。その一つとして、株式会社の所有と経営の分離およびその影響を理論的に分析するエージェンシー・アプローチが挙げられる。

企業は、自己の私的利益を追求する多数の経済主体が明示的ないし暗黙的な契約で取り結ばれる複雑な契約体として捉えられる。この捉えかたは、現代社会における複雑化しつつある企業組織の性格を認識するうえで大いに役に立つと思われる。従来の企業理論は、企業を一人の人間として扱い、その目的を単なる利潤の最大化ないし企業価値の最大化に求めてきた。しかし、組織としての企業は、一人の人間として行動するのではなく、それぞれ異なる目的を持つ数多くの関係者から構成される一つの契約体として行動するのである。つまり、企業の行動は、その経済主体らの行動の均衡的な行動 (Equilibrium behavior) である。この意味において、企業の行動は、市場の均衡的な行動に類似する。

組織としての企業を分析するために、この複雑な契約体としての均衡的な行動を分析しなければならない。このように企業を均衡体として捉え、それを系統的に分析する場合の外生変数には、各経済主体の選好、投資機会と契約締結技術等がある。これに対し、企業の投資、資本調達、配当、保険、会計、生産などに関する政策、企業の市場戦略と各経済主体間の契約内容 そのものなど

は、みな企業内部で決定される内生変数となる (Jensen と Smith, 1985)。

企業を一つの契約体として捉え、その経済主体間のエージェンシー関係を分析するのはエージェンシー理論である。エージェンシー関係は、プリンシパルたる経済主体が、エージェントたるもう一方の経済主体に意思決定権限の一部ないし全部を委譲し、自分のために行動させるような契約関係を指す。Spence と Zeckhauser (1971) と Ross (1973) は、早い時期にこのエージェンシー問題の分析に取り組み、いかにエージェントに対する報酬の束 (packet) を決めることによって、エージェントの動機とプリンシパルの利益をリンクさせるかを検討した。その後、Jensen と Meckling (1976) は、利益の不一致から生じるエージェンシー問題は、ピラミット型組織に限らず、全ての協働活動に見られることである、と指摘した。そのうえ、企業を対象にエージェンシー・アプローチによる分析を展開した。

これまでは、エージェンシー理論の解明に取り組む努力は二つの方法に向けられてきた。つまり記述的研究と規範的研究である。この二つの研究のいずれも、自己の私的利益追求型の個人間の契約関係を検討し、この契約関係下にあるエージェンシー・コストの最小化条件を探るものである。しかし、前者は、応用指向で、実際にある契約体のエージェンシー問題、とくに企業内部のエージェンシー関係を分析する現実説明的なものである。これに対し、後者は、理論指向で、数学的な手法を駆使して情報の非対称性下における最適のリスクシェアリングのモデルを解析するもので、契約締結技術と監督方法についてはあまり取り扱っていない。この論文では企業を対象に記述的なエージェンシー理論に光りを当てることにする。

この論文の構成は以下の通りである。次節では、株主と経営者間のエージェンシー関係、普通株式の残余請求権の特徴、意思決定とリスクシェアリングとの分離と、その分離によるエージェンシー・コストの軽減に役立つ企業内部メカニズムと市場メカニズムを考察する。第Ⅲ節では、債権者と株主とのエージェンシー関係、負債契約の内容とそのエージェンシー・コスト引き下げ効果を検討する。

II 株主と経営者間のエージェンシー問題

企業契約は、他の経済契約と同様、成果の配分を名文化することによって各関係者のリスク負担をある範囲以内に制限することができる。株主の残余請求権は、企業のインフローと他の固定ないし優先請求権への支払との差額についての請求権利であるが、そのリスクは有限責任制で限定されている。

企業のリスクシェアリングと経営が分離されている時、経営者と残余請求権者との間にエージェンシー問題が生じてくる。Fama と Jensen (1983a) は、このエージェンシー関係の背後にあるエージェンシー・コストを取り上げる際、企業意思決定者に残余請求権を持たせることによって、このエージェンシー・コストを抑止することができる指摘した。なぜなら、この請求権の付与は、意思決定者に彼らの決定の結果を享受させることを通じて、請求権の外部所有によるエージェンシー・コストを減らすことができるからである。彼らによれば、この残余請求権についての制約は各企業形態においてそれぞれ異なる性質を持つ。個人と合名企業は経営者が100%の残余請求権を所有している。合資企業と非公開株式会社企業はその残余請求権がほとんど主な内部意思決定者によって所有されている。相互会社は残余請求権を顧客に与えている。公開株式会社は残余請求権に何の制約をも課していない。

究極的にいうと、公開株式会社企業の経営者と株主との間のエージェンシー問題はこの二つの関係者の役割を結合することによって消去されうる。これは公開株式会社企業の存在を否定することを意味するものである。しかし、現実には公開株式会社は消失するばかりか、ますます現代社会に定着していく傾向がある。その原因は何だろうか。

一. 公開株式会社企業の残余請求権の利点：リスクシェアリング

Fama と Jensen (1983a) によれば、公開企業の普通株式の残余請求権は次の三つの意味で“無制約的なもの”である。1) 株主には企業経営に参加する必要が課せられてない。2) 株主の残余請求権証券は市場で自由に譲渡可能で

ある。3) 残余請求権は企業の存続と共に存在していく。このような残余請求権の無制約性は企業の意思決定者とリスク負担者の分離を可能にした。この無制約的な残余請求権には次の三つの利点がある。

1. 無制約的残余請求権のリスク分散機能：普通株式の経営からの分離とその譲渡可能性は、企業の残余リスクを多くの投資家に分散することを可能にする。また、ポートフォリオ理論によれば、普通株式の所有者は、市場ポートフォリオに近いポートフォリオを組むことによって、特定企業のリスクを軽減することができる。これに対して、合名、合資と非公開株式会社企業の場合、意思決定者と残余リスク負担者が一体になっているので、このようなリスク分散効果がない。

2. 無制約的な残余請求権は有能な専門経営者の登用を可能にする。企業の収益性と将来性は経営者の能力に大きく依存している。しかし、有能な専門経営者は資産家であるとは限らない。そのうえ、経営者の専門知識の習得と移転には相当な費用を伴う。したがって、専門経営者は、潜在的な残余請求権の投資家より高いリスク回避度を持つことが考えられる。無制約的な残余請求権が残余リスクを負担することで、有能な経営者による経営に道を開くことになる。

専門知識の習得には時間と費用がかかる。意思決定に関する専門知識が契約経済主体たちの間に広く分布される時、管理の権限を、このような専門知識を持つ人に移譲することによって組織の効率性が達成される。翟 (1989) によれば、経営者の専門知識が企業収益性の向上とリスクの削減の両方から企業の効率性をアップさせている。有能な経営者利用によるメリットがその利用によるエージェンシー・コストの割に大きい場合のみ残余請求権と意思決定が分離される。経営活動が複雑で、規模も大きい企業ほどより多くの専門知識が必要となるうえ、専門経営者利用によるメリットの割にエージェンシー・コストが小さくなるので、大企業は公開株式会社企業の形態を取るものが多いと考えられる。

3. 無制約残余請求権の契約費用軽減効果：Arrow (1964) によれば、状態依存型請求権は普通株式よりもっと細かく残余リスクの負担を特定化してい

る。しかし、公開企業は、多くの場合、大規模で複雑な経済組織であり、外部環境も不確実なものなので、将来の状態ごとに利益請求権を設定したり、再評価したりするには費用がかかりすぎる。残余リスクを特定のグループに限定することが状態依存型請求権の状態識別費用と契約費用を軽減ないし回避することができる。

要するに、無制約的な残余請求権は、後ほど詳しく検討する残余リスク負担と意思決定の分離によるエージェンシー・コストを対価に、請求権の無制約性のメリットを持っている。換言すると、あらゆる契約もコストなしに締結・履行されることがないのと同じように、エージェンシー・コストが残余請求権者と意思決定者との契約関係に伴って自然発生的なもので、最小化されうるが、除去されることがない。

二. 公開株式企業の残余請求権の不利益性：エージェンシー・コスト

公開企業の無制約的な普通株の残余請求権は、残余請求権者と意思決定者、つまり株主と専門経営者との間にエージェンシー問題をもちたす。エージェンシー問題に関する研究の中心的な課題は、エージェンシー・コストの源泉とその削減方法などについての分析にあるほかならない。

Jensen と Meckling (1976) によれば、エージェンシー・コストは、契約の締結、管理と履行に係わる費用と残余費用 (residual cost) の合計である。契約の締結と管理に関する費用は、契約関係の樹立と維持に必要となる費用である。履行費用は、契約の履行を保証するためにプリンシパルとエージェントがそれぞれ投下するモニタリング費用 (monitoring cost) とボンディング費用 (bonding cost) の両方からなっている。履行費用は、相手の契約違反によるコストの限界減少が履行コストの限界増加に等しいところまでだけ投下される。残余費用は情報非対称性下における機会費用ないしモラルハザード・コストである。このように、エージェンシー・コストは、契約締結費用履行費用とモラルハザード・コストから構成されると考えられる。

三. 経営者と株主との利益の不一致の調節

企業のエージェンシー・コストを軽減するメカニズムには、企業内部のメカニズムと外部メカニズムという二つのメカニズムがある。

1. 企業内部メカニズム

エージェンシー・コストを負担するのは契約体内の経済主体たちである。自己の私的利益追求を目的とする経済主体たちが最小のコストで、最大の効用を得ようとするので、経済主体たちは、この契約関係の背後にあるエージェンシー・コストを最小化する動機を持っている。ことに、経済主体たちは、他の経済主体の行動を監視し、責任とリスクシェアリングを契約に織り込むことによって自分の効用を高める動機を持っている。

(1) 企業内経済主体間の相互監督

Fama と Jensen (1983b) は、このエージェンシー問題は、管理（計画と執行）とコントロール（決定と監督）を分離させる企業の意思決定システムを通じて緩和される、と指摘している。彼らによれば、管理とコントロールとの分離は以下の三つの内容からなっている。1) ピラミット型意思決定機構：許可を求めるために意思決定の議案が下部の管理者から上部の管理者へ提出される。他方、意思決定の執行をチェックするために上部経営者が下部管理者の行動を監督する。2) 取締役会：この機関は企業の主な意思決定を議決し、その執行を監督する。そして、上部管理者の任命、解雇と報酬を決定する。3) 各意思決定者に相互監督のインセンティブを与える動機付けの構造。また、Jensen と Smith (1985) によれば、このような管理とコントロールを分離させる意思決定メカニズムのコストは、普通株の無制約的な残余請求権のメリットを得るために支払われるものである。

ピラミット型組織としての企業は、まず上からの監督が機能する。これ以外に相互監督と下からの監督もある。たとえば、株主の利益を代表する取締役員を取締役に送り込むことによってその取締役員を社長に対する監督に当たらせることができる。これに対し、取締役員間の評価と昇進に関する競争は相互監督の役割を果たしている。

企業の役員報酬の決定は、株主の利益を代表する外部取締役員より構成さ

れる委員会によって行われる。この報酬を審議する委員会は、内部役員の行動を評価・監督し、その報酬を決定する。この報酬決定委員会は、また同一階層の相互監督と下からの監督をも促進する。なぜなら、各管理者の効率と業績が相互に依存しており、能率の低い同僚ないし上司を追い落とすことによって部門全体の評価が高められるからである。

(2) 報酬契約

経営者と株主との利害不一致は主に次の三つのことに起因すると考えられる。第一、異なる最適努力水準：経営者のより大きい努力水準は一般的に企業価値の増大につながるが、経営者自身にとって必ずしも最適とは限らない。第二、異なるリスク回避度：一般的に、経営者は株主よりリスク回避的である。そのうえ、株主は、株式市場で、企業の残余請求権を売却することによってその企業のリスクから免れることができるし、市場ポートフォリオに近いポートフォリオを組むことによってその企業のアンシステムティック・リスクを軽減することもできる。しかし、経営者は、そう簡単にその企業のリスクから免れたり、それを軽減したりすることができない。第三、異なる時間視野：経営者の関心事が彼の任期中の企業業績だけであるが、株主の請求権は企業存続の限り永遠に続いていくものである。したがって、所有と経営の分離が企業行動の短期化をもたらす可能性がある²⁾。

適切な報酬契約は以上の三つの原因によるエージェンシー問題を緩和するのに役立つ。Smith と Watts (1982, 1983) は、米国企業の典型的な報酬契約の条項を詳しく検討している。彼らによれば、報酬契約は以下の三つに分けられる。第一、企業の当期業績に依存しない報酬契約（俸給、年金と保険）。第二、企業の市場評価尺度に依存する報酬契約（株式オプション、stock appreciation rights、条件付き株式、phantom 株式²⁾）。第三、会計的な業績尺度に依存する報酬契約（ボーナス、performance units、performance share）。多くの実証研究は、これらの報酬契約が株価の上昇に貢献している、と主張している³⁾。

企業の当期業績に依存しない固定報酬は、毎期の期首に再交渉を通じて決定されると考えられる。この報酬額は経営者の能力と過去の業績に基づいてい

る。したがって、この種の報酬契約の設定は、長期的なエージェンシー・コストの軽減に役立つと期待される。とくに現在の業績が将来の俸給再交渉時に評価されるという意味において、若年層経営者のエージェンシー・コストの軽減に有効である。

しかし、固定報酬は一種の固定請求権に相当するために、固定報酬契約は新たに三つのエージェンシー・コストの源泉を作り出す可能性がある。1) 過剰流動性のエージェンシー・コスト：経営者の期待俸給収入がキャッシュフローのリスクと債務不履行の可能性の減少につれて増加していくので、経営者は必要以上にキャッシュフローの分散を抑えようとする。2) 利益の過大留保によるエージェンシー・コスト：経営者は、固定報酬の得られる確率を高めるために利益を過大に留保する動機を持つ。3) 負債の過小利用によるエージェンシー・コスト：負債とその他の固定請求権の請求シェアを低く抑えることによって、固定報酬という請求権の期待価値を高めることができるので、経営者はレバレッジ比率を過小に選択する動機を持つ。

企業の市場評価尺度に依存する報酬契約は、努力不足と時間視野の相違によるエージェンシー・コストの軽減に最も適している。なぜなら、株式の市場価値が経営者の努力水準に依存し、将来にわたる期待キャッシュフローの流列を反映するからである。

株式オプションはこの種の報酬契約のうちもっともよく使われるものである。株式オプションは、経営者に付与する株式のコールオプションなので、株価の変動が大きいほどその価値も大きくなる性質を持つ。したがって、このコールオプションの権利を株主に付与することがキャッシュフローのリスクの大きい投資案を選択する動機を与えることになる。かかるに、株式オプションは経営者の過度のリスク回避志向を制限する作用を持つ。また、株式オプションは負債の過小借入れを制限することも可能である。高いレバレッジが株式価値の変動、したがって、オプションの価値を高めるからである。

会計的な業績尺度に依存する報酬契約の場合、それに関する会計データが各部門別に調査可能なので、企業全体の業績を反映する市場依存の報酬ルールよりもこの報酬ルールが中間管理者の報酬決定に適している。ボーナスの決定付

けは明らかに中間管理者の報酬と会計的な業績の尺度とを結び付けている。この結び付きは努力不足と時間視野によるエージェンシー・コストの軽減に役立つ。たとえば、退職直前の経営者の報酬を彼の最後の任期中の業績と結び付けることによって努力不足と時間視野によるエージェンシー・コストを軽減することができる。

しかし、会計尺度をもって、管理者の報酬を決めることは、管理者に会計技術または会計政策を選択する動機を与える。なぜなら、この会計技術の選択が管理者の報酬に影響を与えるからである。Healy (1985) は、企業の発生主義選好はこの種の報酬ルールに起因している、と指摘した。また他の研究⁴⁾は、ボーナス制度が将来の利益を現在の期間中にシフトするような会計技術選択の可能性を高めると指摘している。

2. 企業外部のメカニズム

経営者市場と株式市場は、企業の経営者と株主との利益不一致及びそれによるエージェンシー・コストを軽減させる外部メカニズムである (Jensen と Meckling, 1976, Fama, 1980)。競争的経営者市場では経営者が市場平均的な報酬水準しか得られない。名声と社会的地位は経営者の人的資本と企業内部での業績を関連付けさせる。そして、企業の残余請求権を評価するに当たって、合理的な投資家は、経営者の行動と株主利益との不一致を株価に織り込むはずである。以上の諸要素は、企業内部の経営者にエージェンシー・コストを減らすインセンティブを与えている。

公開企業の株式の完全な譲渡可能性は、株式の低コストでの譲渡と公正な株価形成を可能にする。これは、また競争的な立場にある外部の経営者が株式公開買付け、委任状勧誘と合併等のいずれかを通じて現職の経営者に取って代わることを可能にする。

企業内部の相互監督システムの有効性は、企業運営の実態と経営者の質に依存している。経営者市場からの競争は企業内部の相互監督システムをチェックする機能を持つ。したがって、企業支配を競う“市場”における競争は、よく言われているような強者の経営者と弱者の株主との競争というよりも、むしろ内部経営者と、その企業を乗っ取ろうとしている他の企業経営者との競争であ

る。

経営者が無能、怠慢、独断的で、企業内部の相互監督システムが故障し、株主に不利益をもたらす時、企業の支配を目的とする株式公開買付けは、既存の非効率的な経営システムを除去する一つの道具を提供していると考えられる。買収側の経営者は被買収側の企業の非効率性を除去することによって両側の株主に利益をもたらす。また合併の場合、合併の相乗効果は非効率的経営者を入れ替える動機をさらに助長する。

Ⅲ 債権者と株主とのエージェンシー関係

企業の負債利用は、負債の税節約効果、投資家の異なるリスク回避度、企業と投資家の資金運用スタイルによるものであるが、優先請求権者たる債権者と残余請求権者の株主との間にもエージェンシー問題が存在している。

一. 債権者と株主との利益上の不一致

企業の利益請求権は、経営者の固定給与と役員賞与（株式オプション等）を無視すると、社債という優先請求権と株式という残余請求権に分けられる。企業の意思決定は債権者と株主との利益配分に影響を与えることがある。意思決定者と株主との間のエージェンシー関係を無視すると、この影響は多くの場合債権者から株主への富の移転を意味する。

Smith と Warner (1979) は債権者と株主との利益の不一致を四つに分けている。第一、配当政策上の違い：企業の配当政策が不変であるとの予想に基づいて社債価格が形成される時、投資のカットないし新規負債の発行によって賄われる予期しない増配は社債価値を低下させる。第二、社債請求権の希薄化：負債価格が同一ないし上位の優先権を持つ負債が新たに発行されないとの予想のもとで形成される時、このような負債の新規発行は既存負債価値の低下をもたらす。第三、リスクの移転：企業は低リスク投資から、同一の期待収益を持つ高リスク投資へ切り替える場合、株式価値は高められ、負債価値は低められることになる。第四、過小投資：企業は、正の現在価値を持つが、債権者

だけに利するような投資案を拒絶する可能性がある。企業価値とそれぞれの利益請求権の価値が将来の投資機会にかなり依存しているので、この投資機会の放棄は負債価値と企業価値の低下をもたらす。

合理的債権者は以上の四つの社債投資の潜在コストを意識しているだろう。企業が社債を発行する時、社債投資家は将来の企業意思決定による負の影響を考慮に入れるだろう。社債投資家はこの負の影響を発行価格の引き下げ要請で相殺しようとするだろう。したがって、債権者がこの負の影響を過小に見積らない限り、債権者から富の収奪で動機付けられている次善の意思決定による機会損失、つまり負債利用のエージェンシー・コストは結局、企業自身に回されることになる。無論、情報の非対称性がある時、債権者が以上のエージェンシー・コストの一部を負担することもありうる。

したがって、株主と債権者の両方に負債契約で上述のエージェンシー・コストを引き下げる動機を持っている。このエージェンシー・コストの引き下げで、株式価値と社債価値のいずれも引き上げられうるからである。

企業価値の最大化ないし株主と債権者全体の効用最大化に反するような活動を制限する負債契約はエージェンシー・コストの削減につながる。このエージェンシー・コストの軽減のメリットは、社債の高い発行価格で株主に帰する一方、モニタリング費用の削減と富収奪からの回避の形で債権者も潤うことになる。

二. 負債利用のエージェンシー問題の解決方法：負債契約

Smith と Warner (1979) は債権者と株主間の利益の不一致の解消に役立つ負債契約の役割を論じた。彼らは、負債契約の内容を生産—投資条項、配当条項、資本調達条項と担保条項という四つの内容に分類している。負債契約には生産と投資に関する制約条項が直接に入っていないが、投資が、正味キャッシュフローに新規調達額を加え、配当金を差し引いたものなので、企業の投資、金融と配当政策は相互に関連している。これは、負債契約が金融と配当政策だけでなく投資政策をも規定していることを意味する。以下は負債契約の具体的内容とそのエージェンシー・コスト軽減効果を検討する。

1. 転換条項

転換社債の転換条項は一般社債と比べると、富の移転を制限するのに役立つ。転換条項が付いている場合、リスクの増大につながる活動が転換社債のオプション価値を増加させるので、高リスクの投資案の選択による株式価値の上昇は転換社債価値の上昇で歯止めをかけられる。これは、結局企業の高リスク、低収益の投資案を選好する動機のエージェンシー・コストを軽減することになる⁵⁾。ワラント付社債の発行にもエージェンシー・コストの軽減効果がある。

2. 担保条項

担保条項は債権者に規定資産を満期まで担保とする権利を与える。Smith と Warner (1979) は、担保条項が、債権者の資産請求権を名文化し、企業資産の売却を制限することによって、富の移転、モラルハザード・コストとモニタリング費用を引き下げる効果を持つと主張している。Stulz と Johnson (1983) によれば、担保付き社債は特定の新規投資の収益に対する請求権を明確な形にすることを可能にする。しかし無担保社債の場合は、この新規投資の収益は既存債権者の意外な授かりものになることがありうる。

3. 満期条項

Myers (1977) は、企業の将来の投資機会をコールオプションと見なしている。このオプションの価値は企業がオプションの権利を行使するかどうか依存的である。しかし、既存の負債がある場合、たとえ高い期待収益の投資機会であっても、もしこの収益の大部分が債権者に帰属するならば、このオプションの権利行使で株主は何の恩恵も受けないことになる。この場合、オプションの権利行使が断念されるので、投資機会の価値は0となり、企業価値も低下する。長期負債の存在は、このような投資機会のオプション権利行使における債権者と株主間の利益不一致を拡大し、企業価値の低下をもたらす恐れがある。Myers は、企業が投資資産の存続期間と負債の満期とを一致させることによってこのエージェンシー問題を緩和できると指摘している。資産の存続期間と負債の満期とを一致させるやり方は生命保険会社と銀行によく見られる。つまり顧客からの預り金をその預かり期間に合わせて資本市場で運用する。

4. 配当条項

配当の支払に上限を設ける配当条項は企業の配当金が会計収益と新規資本調達額に依存することに根拠している。配当政策と投資政策が相互に依存するので、配当に上限を設けることは利益留保に下限を設けることを意味する。これは、負債契約期間中、収益性のある投資機会を持たない企業にとっては過大投資によるエージェンシー・コストを生じさせるかも知れないが、収益性のある投資機会を持つ企業、つまり成長企業にとっては、外部金融の需要を抑え、発行費用を節約する効果を持つ。

しかし、公益企業には高い配当性向と高い外部金融需要の傾向がある。Smith (1983) は、規制企業の株主にとっては外部金融の発行費用の節約のための減配が好ましくない、と指摘している。高い配当を要求することによって株主は、規制企業と監督官庁を資本市場の評価にさらさせることができる。それで、監督官庁が資本市場の評価に配慮を払いながら、規制政策を策定せざるを得なくなり、株主は低すぎるレートによる損失から免れることになる。これは、外部金融の発行価格の低下や発行の失敗で規制レートの引き上げに圧力をかけることを通じて実現される。

5. ボンディング条項

企業は、様々なボンディング (bonding) 行動を通じて株主と経営者間の利害不一致を抑止する動機を持つ。これらのボンディング行動は、特定の会計基準の利用、監査人承認付きの財務諸表開示と公的機関による信用審査および格付等を含んでいる。これらのボンディング行動には、一種のシグナリング効果が期待され、企業の逆選抜問題を防止する働きがある。

IV むすび

複雑化しつつある公開株式企業は契約で結ばれる均衡体である。無制約的な残余請求権—普通株式は、企業の残余リスク負担と意思決定との分離を可能にした。この分離によるエージェンシー・コストの発生は、普通株式の無制約性のメリットを得るための代償として考えられる。企業内部の相互監督メカニズ

ムと、競争的な経営者市場および資本市場は、このエージェンシー・コストを軽減する機能を持つ。固定請求権の負債は、債権者と株主間のエージェンシー問題を生じさせるが、負債契約は、このエージェンシー・コストの軽減に役立つ。

しかし、以上は、企業のエージェンシー関係を株主と経営者、株主と債権者の間に限定して議論してきたが、現実の企業にはそれ以上に複雑なエージェンシー関係がある。たとえば、残余請求権者間の利益の不一致、債権者間の利益の不一致等がある。また、労働者およびその組合の重要性を考えると、労使間の利益の不一致と労働契約も企業のエージェンシー関係を分析するうえでは、重要な意味を持つ。

注：

- 1) 日本の場合、必ずしもそうとは限らない。日本的経営のありかたと株式市場における株主の不特定化をあわせて考えると、その逆になることもありうる。しかし、いずれにせよ、残余請求権者と意思決定者が異なる時、時間視野による利益の不一致があることは確かである。
- 2) stock appreciation rights は、株式オプションと似ているが、その権利が実行されると、株式ではなくそれに相当する現金を手に入れる。条件付き株式は規定期間中譲渡禁止という制約付きの普通株式である。phantom 株式は、条件付き株式と似ているが、譲渡禁止の制限が解除されると、普通株式ではなく株式等価の現金を手に入れるものである。より詳しいことは、菅野康雄を参照。
- 3) たとえば Larcker (1983) と、Brickley, et al. (1985a, b) は、経営者に対する業績評価方法と報酬方案を公表する時の株価の反応を検討した。Brickley, et al. (1985a) は、株式オプション、stock appreciation rights、条件付き株式、phantom 株式に関する報酬方案の公表と市場の反応に焦点を当てた。彼らは、経営者報酬に関する議案が議決される日から、次期株主総会の日までのおよそ60日の取引日の期間中に統計的に有意な3.5%くらいの超過収益を発見した。Larcker は、業績評価方法に関する公表で統計的に有意な0.8%くらいの two-day 超過収益率を発見した。Brickley, et al. (1985b) は、株式の買い戻しの公表時の収益の変化を検討する際、報酬ルール公表後に3.4%の two-day 超過収益率を発見した。これらの株価の上昇は、報酬契約の締結による生産性の向上によるものだと考えられる。
- 4) Hagerman と Zmijewski (1979)、Zmijewski と Hagerman (1981) と Dhaliwal, et al. (1982) を参照。
- 5) Jensen と Meckling (1976)、Smith と Warner (1979)、Mikkelsen (1981)、と Green (1984) を参照。

参考文献

- Arrow, Kenneth J., "Control in Large Organizations." *Management Science* 10 (1964) pp. 397-408.
- Brickley, James A., Sanjai Bhagat, and Ronald C. Lease, "The Impact of Long-Range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth." *Journal of Accounting and Economics* 7 (1985a).
- Brickley, James A., Sanjai Bhagat, and Ronald C. Lease, "Incentive Effects of Stock Purchase Plans." *Journal of Financial Economics* 14 (1985b).
- Dann, Larry Y. and Wayne H. Mikkelson, "Convertible Debt Issuance, Capital Structure Change and Financing-Related Information: Some New Evidence." *Journal of Financial Economics* 13 (1984) pp. 157-86.
- Dhaliwal, Dan S., Gerald Salamon, and E. Dan Smith, "The Effect of Owner versus Management Control on the Choice of Accounting Methods." *Journal of Accounting and Economics* 4 (1982) pp. 41-53.
- Easterbrook, Frank H., "Two Agency-Cost Explanations of Dividends." *American Economic Review* 74 (1984) pp. 650-59.
- Fama, Eugene F., "Agency Problems and the Theory of the Firm." *Journal of Political Economy* 88 (1980) pp. 288-307.
- Fama, Eugene F. and Michael C. Jensen, "Agency Problems and Residual Claims." *Journal of Law and Economics* 26 (1983a) pp. 327-49.
- Fama, Eugene F. and Michael C. Jensen, "Separation of Ownership and Control." *Journal of Law and Economics* 26 (1983b) pp. 301-25.
- Green, Richard C., "Investment Incentives, Debt and Warrant." *Journal of Financial Economics* 13 (1984) pp. 115-36.
- Hagerman, Robert L. and Mark E. Zmijewski, "Some Economic Determinants of Accounting Policy Choice." *Journal of Accounting and Economics* 1 (1979) pp. 141-61.
- Handjinicolaou, Gand and Avner Kalay, "Wealth Redistributions or Changes in Firm Value: An Analysis of Returns to the Bondholders and to the Stockholders Around Dividend Announcements." *Journal of Financial Economics* 13 (1984) pp. 35-63.
- Healy, Paul, "The Impact of Bonus Schemes on Accounting Choices." *Journal of Accounting and Economics* 7 (1985).
- Ho, Thomas S. Y. and Ronald F. Singer, "Bond Indenture Provisions and the Risk of Corporate Debt." *Journal of Financial Economics* 10 (1982) pp. 375-406.
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Econo-*

- tics 3 (1976) pp. 305-60.
- Jensen, Michael C. and Richard Ruback, "The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence." *Journal of Financial Economics* 11 (1983) pp. 5-50.
- Jensen, Michael C. and Clifford W. Smith, "Stockholder, Manager, and Creditor Interest: Applications of Agency Theory," *Recent Advance in Corporate Finance*, RICHARD D. IRWIN (1985) pp. 93-131.
- Kalay, Avner, "Stockholder-Bondholder Conflict and Divident Constraints." *Journal of Financial Economics* 10 (1982) pp. 211-33.
- 菅野康雄『経営者報酬制度の発達と構造』昭和58年, 千倉書房。
- Larcker, David F., "The Association Between Performance Plan Adoption and Corporate Capital Investment." *Journal of Accounting and Economics* 5 (1983) pp. 3-30.
- Manne, Henry, "Mergers and the Market for Corporate Control." *Journal of Political Economy* 74 (1965) pp. 110-20.
- Mikkelson, Wayne, "Convertible Calls and Security Returns." *Journal of Financial Economics* 9 (1981) pp. 237-64.
- Myers, Stewart, "The Determinants of Corporate Borrowing." *Journal of Financial Economics* 5 (1977) pp. 147-75.
- Ross, Stephen, "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem." *American Economic Review* 63 (1973) pp. 134-39.
- Smith, Clifford, "Corporate Dividend Policy: An Analysis of Dividend Reinvestment Plans." Unpublished manuscript, University of Rochester, 1983.
- Smith, Clifford and Jerold Warner, "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants." *Journal of Financial Economics* 7 (1979) pp. 117-61.
- Smith, Clifford and Ross Watts, "Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans." *Australian Journal of Management* 7 (1982) pp. 139-57.
- Smith, Clifford and Ross Watts, "The Structure of Executive Compensation Contracts and the Control of Management." Unpublished manuscript, University of Rochester, 1983.
- Spence, Michael and Richard Zeckhauser, "Insurance, Information, and Individual Action." *American Economic Review* 61 (1971) pp. 119-132.
- Stulz, Rene M. and Herb Johnson, "An Analysis of Secured Debt." Unpublished manuscript, University of Rochester, 1983.
- Zmijewski, Mark E. and Robert L. Hagerman, "An Income Strategy Approach to the Positive Theory of Accounting Standard Setting/Choice." *Journal of Accounting and Economics* 3 (1981) pp. 129-49.
- 翟林瑜「企業の意思決定とエージェンシー問題」『經濟論究』(九州大学大学院經濟研究科)第75号, 1989年11月, pp. 95-118.