

所有者のモニタリングと経営努力

朱 東 平

要 約

所有者は優れたサーチ能力をもつ専門経営者を雇用し、コスト削減の職責を与える。コストの削減が成功するかどうか、したがって所有者の得られる利潤が増加するかどうかは経営者のサーチ努力に依存する。しかし、経営者のサーチ努力を観察することは困難で、所有者がモニタリングできるのはサーチ努力の結果としての生産方法の選択である。この枠組を用いて、本稿は以下の結論を得る。所有者のモニタリングは、形式的には、経営者のサーチ努力を事後確認するだけで、それ自体によって直接所有者の得られる利潤は増大しない。しかし、それにもかかわらず（そしてモニタリングにコストがかかるにもかかわらず）、所有者はモニタリングを行なうインセンティブをもつ。ただし、コストの削減による利潤の増加がそれほど大きくないときには、コスト削減に失敗した経営者に責任回避の余地をある程度残した方が所有者の利益になる。

I.はじめに

最近、経営者の背任行為や企業が破綻する際、その赤字額が予想以上に大きいことがしばしば報じられ、経営倫理や社内チェック体制などの問題が議論を呼んでいる。本稿は、所有権と経営権が分離され、経営努力は十分に観察できないという枠組の中で、所有者によるモニタリングの条件とその限界について分析を試みる。

所有権と経営権が分離される企業では、実際に企業をコントロールする経営者の目的関数は、所有者のそれから乖離する傾向にある。その結果、経営努力の低下というシャーキング問題や経営資源が利潤最大化原則を無視した企業規模の拡大など経営者の名誉を高める方向へ向けられるといった企業の効率問題が発生する。これまでの研究では、このような企業の効率問題を解決・緩和するための手段として、市場の競争や所有者によるモニタリング、インセンティブ・スキームの設定などがあげられている。

インセンティブ・スキームの設定問題については、principal-agency 理論で多数の研究成果が蓄積されている。また、朱（2000）は財市場の競争とモニタリングの関係について分析を行なっている。本稿は、所有者によるモニタリングの条件とその限界について明示的な結論を得るために、市場の競争とインセンティブ・スキームの設定問題を考慮しないとする。

所有者のモニタリングは、通常、経営者の自由裁量を抑制し、経営者の行動を所有者の目的に向かわせる手段として認識されている。しかし、Burkart, Gromb and Panunzi(1997)は、経営者の自由裁量と所有者のモニタリングについてつぎのように分析している。経営者の自由裁量には、経営者に private benefit を追求する余地を残す側面が含まれていると同時に、経営者のイニシアティブを発揮することによって、企業価値を増加させる側面も含まれている。したがって、所有者がモニタリングを行なうことによって、経営者の行動を所有者の目的に向かわせるという意味においては、モニタリングは企業価値の増加にプラスの効果を持つが、経営者のイニシアティブはモニタリングの強化によって阻害される側面も考慮されねばならない。したがって、モニタリングによる利益と経営者のイニシアティブによる利益は一種の trade-off 関係にあり、モニタリング努力の強化は必ずしも企業価値の増加を意味しない。

本稿は、Burkart, Gromb and Panunzi(1997)と異なり、モニタリングのもつ「脅し」効果を指摘する。本稿の枠組では、経営努力は観察・立証されにくい性質を持つものであり、所有者がモニタリングできるのは経営努力の結果である。したがって、所有者のモニタリングは、形式的には、経営努力を事後確認するだけで、それ自体によって直接所有者の得られる利潤は増大しない。しか

し、このような事後的なモニタリングは、経営努力が失敗したときの経営者のコストを増大させることができるので、一種の「脅し」効果を持つことができる。

本稿は以下のように構成されている。まず、第Ⅱ節はモデルを提示する。つぎに、第Ⅲ節は経営者の生産方法に対する虚偽報告の可能性について分析し、第Ⅳ節はモニタリングの必要性とその限界について分析する。最後に、第Ⅴ節では、本稿の主な結論が要約される。

Ⅱ. モデル

企業の所有者のモニタリング問題を考える。

一般的に、所有と経営の分離は、専門経営者の経営能力が所有者のそれよりも優れていることによるものであると考えられている。ここでは、企業の所有者は、優れた経営能力をもつ経営者を雇用し、コスト削減の方法をサーチするという職責を与えたとする。また、コストの削減方法は、経営・生産体制の建て直し、赤字部門の閉鎖、余剰人員の削減など多数あるが、経営者がこれらの方法を見つけることができるかどうかは経営者のサーチ努力に依存するとする。しかし、一般的に、経営者のサーチ努力は観察・立証できないものであるので、経営努力の水準に関しては契約することはできない¹⁾。したがって、インセンティブ・スキームの設定問題を考慮しなければ、所有者は経営者に対してモニタリングを行なう必要があると考えられている。

モデルの構造は図1で示されるとおりである。

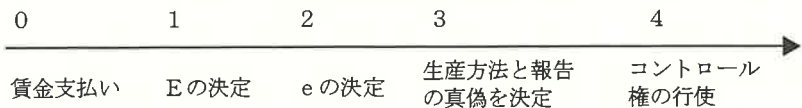


図1 モデルの構造

1) あるいは、経営者の努力を観察・立証することは可能であるが、そうするために膨大なコストが必要であると考えてもよい。

まず、時点0において、所有者は経営者を雇用し、賃金を支払う。ただし、単純化のために、経営者の賃金についてはインセンティブ・スキームの問題を考慮せずに、一定であるとする。つぎに、時点1では、所有者は経営者の行動に対するモニタリング努力の水準 $E \in [0,1]$ を選択するが、このモニタリング努力によって、所有者は $E^2/2$ だけのコストを蒙るとする。さらに、時点2では、経営者はサーチ努力の水準 $e \in [0,1]$ を選択するが、経営者のサーチ努力によるコストは $e^2/2$ であるとする。

企業が生産を行なうためのコスト関数のパラメーターは $C \in \{C^L, C^H\}$ 、 $C^L < C^H$ で、初期の値は C^H であるとする。また、経営者のサーチ努力によって、この企業に適するコストの削減方法が必ず見つかるとは限らず、経営者の努力はそれを見つける確率 p を高めると仮定する。すなわち、経営努力の成功確率 p は経営努力 e の増加関数であるとする。ここでは、簡単化のために、さらに $p(e)=e$ とする。

一方、経営者の努力水準は観察・立証できないが、その結果としての経営者の生産方法に対する選択、すなわち、経営者がもとの高コストの生産方法を選択しているか、あるいは新しい低コストの生産方法を選択しているかについては、所有者はモニタリング努力を通じてある確率で確認することができるとする。簡単化のために、このモニタリングの成功確率はモニタリング努力の増加関数であり、 E とする。すなわち、所有者のモニタリング努力は E の確率で成功し、 $1 - E$ の確率で失敗するとする。

所有者のモニタリング努力が成功した場合には、所有者は経営者の選択する生産方法を観察することができるので、所有者は法的コントロール権を行使し、経営者が実際に選択している生産方法で生産を行なう。しかし、所有者のモニタリング努力が失敗した場合には、経営者が「実効コントロール権」をもつので、たとえ経営者が生産方法の選択について虚偽の報告を行なったとしても、所有者は経営者の報告を容認せざるを得ないとする。²⁾

2) ここでは、Aghion and Tirole(1997)の formal authority と real authority の概念、あるいは、Burkart, Gromb and Panunzi(1997)の control rights と effective control の概念を用いている。また、このようなコントロール権の「委譲ルール」は時点0での雇用契約に含まれていると考えてもよい。

時点3において、経営者は生産方法を選択した上で、その選択を所有者に報告する。そして、時点4においては、所有者と経営者は以上の「委譲ルール」にしたがって、コントロール権を行使する。ただし、ここでは、所有者は、経営者の「サーチ努力が失敗した」との報告を確認した（あるいは容認せざるを得ない）場合には、引き続き雇用する理由はなくなるので、経営者を解雇するとする。³⁾したがって、この場合、経営者は L だけの失業コストを招くとする。⁴⁾ 単純化のために、ここでは $L < 1$ とする。また、経営者の「サーチ努力が成功した」という報告が真であると認めた（あるいは、認めざるを得ない）場合には、所有者は経営者を引き続き雇用する。⁵⁾ しかし、所有者はモニタリング努力を通じて経営者が虚偽の報告を行なっていることを見つけた場合には、報告内容に関係なく経営者を解雇する。この場合、経営者の蒙るコストは $Q > L$ とする。⁶⁾

Schmidt(1997)と同様に、market game の均衡はユニークであると仮定する。

- 3) 実際には低コストの生産方法を選択しているが、経営努力が失敗したと報告し、かつこの報告が容認された場合には、経営者はコスト削減による利益を流用することができると考えられる。しかし、ここでは、経営者が解雇されれば、この利益を流用することはできないと仮定する。

補論では、経営努力が失敗しても経営者を解雇しないと仮定して、この点について分析を行なっている。しかし、このように仮定を修正しても、本稿の主な結論は変更されない。ただし、この場合、経営努力が失敗すれば、経営者は必ず真の報告を行なうが、経営努力が成功すれば、経営者は虚偽報告を行なうインセンティブをもちうる。詳細は、補論を参照されたい。

- 4) ここで失業コストとは、再就職するためのサーチコスト、この企業への specific human capital の損失、経営能力に対する市場評価の低下による将来の所得の低下などと考えることができる。
- 5) ここでは、実際には高コストの生産方法を選択しているが、「経営努力が成功した」と経営者が虚偽の報告を行なうことも考えられよう。朱(2000)では、この場合、経営者の私財による補填が可能であると仮定しているが、本稿では、経営者は自分自身にはコストがかからない補填方法（たとえば、帳簿操作など）をもっているとする。その結果、この虚偽報告がモニタリング努力の失敗によって容認された場合には、経営者は解雇されないが、所有者の得られる実際の粗利得は経営努力が失敗したときのものと同じである。
- 6) $Q > L$ と仮定するのは、虚偽報告を行なうことによる解雇は、経営者にそうでない理由による解雇よりも一層厳しい評判を与えると考えられるからである。

所有者のモニタリングと経営努力

また、企業の利潤関数を $\pi(C)$ とし、 $\pi(C^L) > \pi(C^H)$ とする。すなわち、コスト・パラメーターが C^H から C^L までに削減されることは、利潤の増加を意味するとする。

企業の所有者はリスク中立的であるとする。したがって、所有者の利得関数はつぎのようになる。

$$\pi(C) - w - E^2/2$$

ここで、 w は経営者に支払われる賃金である。

一方、経営者もリスク中立的であるとする。したがって、以上の設定のもとでは、経営者の利得はつぎのいずれかになる。すなわち、

(i) 経営者の「サーチ努力が失敗した」との報告が容認された場合には、経営者の利得は

$$w - e^2/2 - L$$

である。⁷⁾

(ii) 経営者の「サーチ努力が成功した」との報告が容認された場合には、経営者の利得は

$$w - e^2/2$$

である。

(iii) 経営者の虚偽報告が見つかった場合には、経営者の利得は

$$w - e^2/2 - Q$$

である。

III. 虚偽報告のインセンティブ

以上の設定に基づいて、まず、時点3における経営者の生産方法の選択と報告の真偽に関する選択について分析しよう(図2を参照)。

7) 補論で分析されるように、経営努力が失敗しても経営者を解雇しないケースでは、経営努力が成功した場合には、「経営努力が失敗した」との報告が容認されれば、経営者は虚偽報告による利益 $\pi(C^L) - \pi(C^H)$ を得ることができる。注3を参照、また、その詳細は補論を参照されたい。

1. 経営者の努力が失敗した場合

図2から分かるように、経営努力が失敗した場合には、経営者は従来の高コストの生産方法を選択すること以外に選択肢をもたないので、この場合の経営者の選択は報告の真偽に関することのみである。

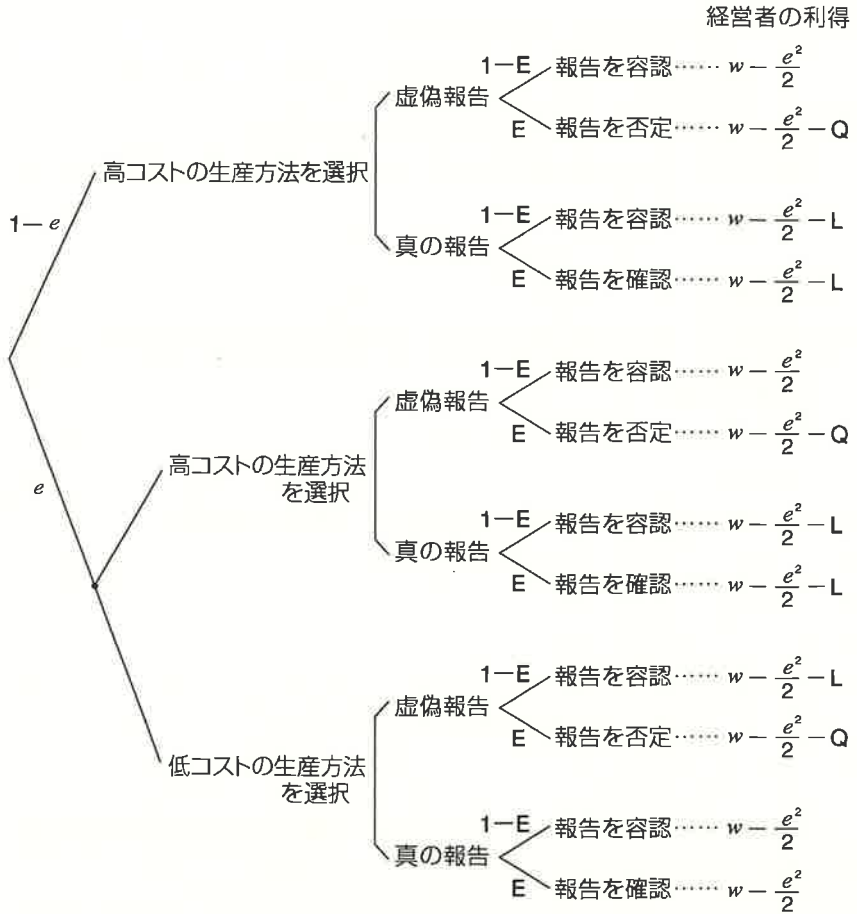


図2

この場合、もし経営者はサーチ努力が失敗したと真の報告を行なえば、所有者のモニタリングが失敗した場合にはこの報告は容認される。また、所有者のモニタリング努力が成功した場合には、この報告は確認されることになる。したがって、経営者が真の報告を行なえば、いずれの場合においても、経営者の(期待)利得は

$$(1) \quad w - e^2 / 2 - L$$

である。

逆に、もし経営者はサーチ努力が成功したと虚偽の報告を行なえば、 $1 - E$ の確率で所有者のモニタリング努力が失敗した場合には、その報告は容認される。この場合、経営者の利得は $w - e^2 / 2$ である。しかし、所有者のモニタリングは E の確率で成功する。この場合には、虚偽報告が見つかるので、経営者の利得は $w - e^2 / 2 - Q$ である。したがって、サーチ努力が失敗したにもかかわらず、虚偽の報告を行なった場合の経営者の期待利得は

$$(2) \quad (1 - E)(w - e^2 / 2) + E(w - e^2 / 2 - Q) \\ = w - e^2 / 2 - EQ$$

である。

したがって、(1)式と(2)式を比較することにより、経営者の努力が失敗した場合についてまずつぎの結論を得ることができる。すなわち、 $E > L/Q$ の場合には、経営者は真の報告を行ない、その期待利得は $w - e^2 / 2 - L$ である。しかし、 $E \leq L/Q$ の場合には、経営者は虚偽の報告を行なうインセンティブをもち、その期待利得は $w - e^2 / 2 - EQ$ である。

2. 経営者の努力が成功した場合

経営者の努力が成功した場合には、経営者は、報告の真偽に関する選択だけではなく、もとの高コストの生産方法を選択するか、それとも新しい低コストの生産方法を選択するかという生産方法の選択にも直面することになる。

まず、経営努力が成功したにもかかわらず、経営者がもとの高コストの生産方法を選択するのであれば、以上の分析と同じように、 $E \leq L/Q$ の場合には、経営者は虚偽の報告を行ない、その期待利得は $w - e^2 / 2 - EQ$ であり、また、 E

> L/Q の場合には、経営者は真の報告を行ない、期待利得は $w-e^2/2-L$ である。

それでは、経営者が新しい低コストの生産方法を選択した場合には、報告の真偽をどのように決定するであろうか。

この場合、もし経営者が低コストの生産方法を選択しながら、サーチ努力が失敗したと虚偽の報告を行なえば、E の確率で所有者のモニタリング努力が成功したときには、虚偽報告の事実が発見されるので、経営者の利得は $w-e^2/2-Q$ である。また、 $1-E$ の確率で所有者のモニタリングが失敗したときには、経営者は解雇されるので、その利得は $w-e^2/2-L$ である。したがって、経営者が低コストの生産方法を選択しながら、虚偽の報告を行なった場合の期待利得は

$$(3) \quad E[w-e^2/2-Q] + (1-E)[w-e^2/2-L] \\ = w-e^2/2 - [EQ + (1-E)L]$$

である。

逆に、もし経営者が低コストの生産方法を選択し、かつ正直に報告を行なえば、所有者のモニタリングが成功した場合には報告が確認され、また、モニタリングが失敗した場合には報告が容認されるので、いずれの場合においても、経営者の期待利得は

$$(4) \quad w-e^2/2$$

である。

(3)式と(4)式を比較すれば明らかなように、経営努力が成功し、かつ経営者が新しい低コストの生産方法を選択した場合には、真の報告を行なったときの経営者の利得 $w-e^2/2$ は虚偽報告を行なったときの $w-e^2/2 - [EQ + (1-E)L]$ より大きいので、経営者は虚偽報告を行なうインセンティブをもたない。

最後に、サーチ努力が成功したにもかかわらず、経営者がもとの高コストの生産方法を選択した場合の二つの可能な利得 $w-e^2/2-EQ$ 、 $w-e^2/2-L$ に比較すれば、低コストの生産方法を選択した場合の期待利得 $w-e^2/2$ の方がより大きいので、経営努力が成功した場合には、経営者は必ず新しい低コストの生産方法を選択し、かつ正直に報告することが分かる（その期待利得は $w-e^2/2$ である）。

IV. モニタリングの必要性

モデルの設定から明らかなように、コスト削減の成功確率は、経営者のサーチ努力に依存するものである。したがって、所有者の得られる利潤の大きさも経営者のサーチ努力に依存する。しかし、サーチ努力が観察・立証されるのは困難であることから、所有者のモニタリングは、経営者のサーチ努力に対して行なわれるというよりは、経営者の生産方法の選択に対して行なわれるものである。そして、モニタリング努力が失敗した場合には、経営者の報告を容認せざるをえず、たとえモニタリングが成功し、経営者の虚偽報告を見つけたとしても、すでにサーチ努力は終了している。この意味では、所有者のモニタリングは経営者のサーチ努力を「事後確認」するだけであり、モニタリングそれ自体によって直接所有者の利益は増大しない。それにもかかわらず（そして、モニタリングにはコストがかかるにもかかわらず）、所有者はモニタリングを行なうのはなぜであろうか。本節は、この問題について分析する。

1. $E > L/Q$ の場合

まず、 $E > L/Q$ の場合についてみよう。

第Ⅲ節の分析で分かるように、 $E > L/Q$ の場合には、 $1 - e$ の確率で経営努力が失敗すれば、経営者は従来の高コストの生産方法を選択し、かつ真の報告を行なう。そのとき、経営者の利得は $w - e^2 / 2 - L$ である。また、 e の確率で経営努力が成功すれば、経営者は新しい低コストの生産方法を選択し、かつ真の報告を行なうので、経営者の利得は $w - e^2 / 2$ である。したがって、 $E > L/Q$ の場合、経営者の期待利得 R^m は

$$(5) \quad R^m = e(w - e^2 / 2) + (1 - e)(w - e^2 / 2 - L) \\ = w - e^2 / 2 - (1 - e)L$$

である。その一階の条件より、経営努力 e^* は

$$(6) \quad e^* = L$$

であり、一定である。⁸⁾

8) $L < 1$ の条件に注意。

一方、 $1 - e$ の確率で経営努力が失敗すれば、所有者のモニタリングが成功しても失敗しても、従来の高コストの生産方法が選択されるので、所有者の利得は $\pi(C^H) - w - E^2/2$ である。また、 e の確率で経営努力が成功すれば、必ず低コストの生産方法が選択されるので、所有者の利得は $\pi(C^L) - w - E^2/2$ である。したがって、 $E > L/Q$ の場合、所有者の期待利得 R^0 は

$$(7) \quad R^0 = e[\pi(C^L) - w - E^2/2] + (1-e)[\pi(C^H) - w - E^2/2] \\ = e\pi(C^L) + (1-e)\pi(C^H) - (w + E^2/2)$$

である。

明らかに、

$$(8) \quad \partial R^0 / \partial E = \partial R^0 / \partial E + (\partial R^0 / \partial e^*)(\partial e^* / \partial E) \\ = -E < 0$$

である。すなわち、所有者の期待利得はモニタリング努力の減少関数であるので、所有者は、モニタリング努力の水準をその下限である L/Q にできるだけ近づけようとする。これは、 $E > L/Q$ が成立する限り、経営努力が成功しても失敗しても、経営者は常に実際に選択した生産方法と一致する報告を行なうことを、所有者が「予見」できるため、コストを必要とするモニタリングの必要性が薄いと考えられるからであろう。

2. $E \leq L/Q$ の場合

まず、経営努力の決定についてみよう。

$E \leq L/Q$ の場合には、第Ⅲ節の分析から明らかなように、 $1 - e$ の確率で経営努力が失敗すれば、経営者は従来の高コストの生産方法を選択するが、虚偽の報告を行なう。そのとき、経営者の利得は $w - e^2/2 - EQ$ である。また、 e の確率で経営努力が成功すれば、経営者は新しい低コストの生産方法を選択し、かつ真の報告を行なうので、経営者の利得は $w - e^2/2$ である。したがって、 $E \leq L/Q$ の場合、経営者の期待利得 R^m は

$$(9) \quad R^m = e(w - e^2/2) + (1-e)(w - e^2/2 - EQ) \\ = w - e^2/2 - (1-e)EQ$$

である。その一階の条件より、経営努力 e^* は

$$(10) \quad e^* = EQ$$

であることが分かる。すなわち、 $E > L/Q$ の場合とは異なり、 $E \leq L/Q$ の場合には、経営努力は一定ではなく、所有者のモニタリング努力に影響され、その増加関数になる。

第Ⅲ節で分析されたように、 $E \leq L/Q$ のときには、経営努力が成功すれば、経営者は正直に報告するが、経営努力が失敗すれば、経営者は虚偽報告を行なったほうがより大きな利得を得ることができるので、必ず虚偽報告を行なう。そこで、もし所有者がモニタリング努力を強化すれば、虚偽報告の事実が発見されることによって経営者が失業コスト Q を招く確率が大きくなる。これは、モニタリングの強化に伴って、経営努力が失敗することのコストが上昇することを意味する。その結果、(10)式が示したように、所有者のモニタリング努力の増大に伴って、経営者は経営努力が成功するように努力の水準を上げようとする。したがって、(10)式は、モニタリングの効果についてつぎのことを示唆している。すなわち、所有者のモニタリングは、形式的には生産方法の選択を観察するものであり、経営努力を事後確認するだけであるが、サーチ努力が失敗したときの経営者のコストを上昇させるという意味で、経営者のコスト削減努力を強化させる「脅し」効果をもち、最終的に所有者の利得を増加させることができる。

しかし、モニタリングが所有者の利得を増大させる効果をもつにもかかわらず、所有者は決してそのモニタリング努力を最大限にしようとはしないのである。これを確認するために、所有者のモニタリング努力 E に関する選択を見よう。

$E \leq L/Q$ の場合にも、所有者の期待利得は $E > L/Q$ の場合と同じで、

$$(11) \quad R^0 = e \pi(C^L) + (1-e) \pi(C^H) - (w + E^2/2)$$

である。⁹⁾

しかし、(10)式により、ここでは、 $\partial e^* / \partial E = Q$ であるので、

9) 経営努力が失敗したとき、モニタリング努力が成功しても失敗しても、所有者の利得は常に $\pi(C^H) - w - E^2/2$ である。注3と注5を参照。

$$(12) \quad \begin{aligned} \partial R^0 / \partial E &= \partial R^0 / \partial E + (\partial R^0 / \partial e^*) (\partial e^* / \partial E) \\ &= Q [\pi(C^L) - \pi(C^H)] - E \end{aligned}$$

である。

したがって、 $E \leq L/Q$ の場合には、均衡において、経営者のサーチ努力の水準 e^* と所有者のモニタリング努力 E^* は、それぞれ

$$(13) \quad e^* = Q^2 [\pi(C^L) - \pi(C^H)]$$

$$(14) \quad E^* = Q [\pi(C^L) - \pi(C^H)]$$

である。¹⁰⁾ ただし、ここでは、この均衡の成立する条件 $E \leq L/Q$ 、すなわち、

$$Q [\pi(C^L) - \pi(C^H)] \leq L/Q$$

に留意されたい。¹¹⁾

(8)式より、 $E > L/Q$ の場合には $\partial R^0 / \partial E = -E < 0$ 、また、(6)式と(7)式より、この場合、所有者の均衡利得（最大利得） \hat{R}^0 は

$$\hat{R}^0 = \lim_{E \rightarrow L/Q} R^0 = \pi(C^H) - w + L [\pi(C^L) - \pi(C^H)] - \frac{1}{2} \left(\frac{L}{Q}\right)^2$$

であることがわかる。一方、(12)式より、 $E \leq L/Q$ の場合には、所有者の利得関数は E^* のところで最大となり、(11)式、(13)式と(14)式より、この場合の所有者の均衡利得（最大利得） \hat{R}^0 は、

$$\hat{R}^0 = \pi(C^H) - w + \frac{1}{2} Q^2 [\pi(C^L) - \pi(C^H)]^2$$

である。また、 $E = L/Q$ のとき、(10)式より

$$e^* = L$$

であり、(11)式より

$$R^0 = \pi(C^H) - w + L [\pi(C^L) - \pi(C^H)] - \frac{1}{2} \left(\frac{L}{Q}\right)^2 = \hat{R}^0$$

である。さらに、 $E \leq L/Q$ の場合の均衡が成立するために必要な条件である $Q [\pi(C^L) - \pi(C^H)] < L/Q$ のもとでは、(12)式より

10) 二階条件が満たされていることは簡単に確認できよう。

11) $L < 1$ 、 $L < Q$ とされているので、 $L/Q < 1$ であり、 $Q [\pi(C^L) - \pi(C^H)] < L/Q$ が成立すれば、 e^* と E^* は 1 より小さい。

$$\frac{\partial R^o}{\partial E} \Big|_{E=L/Q} = Q[\pi(C^L) - \pi(C^H)] - L/Q < 0$$

であるので、以上の分析結果を図3にまとめることができる。

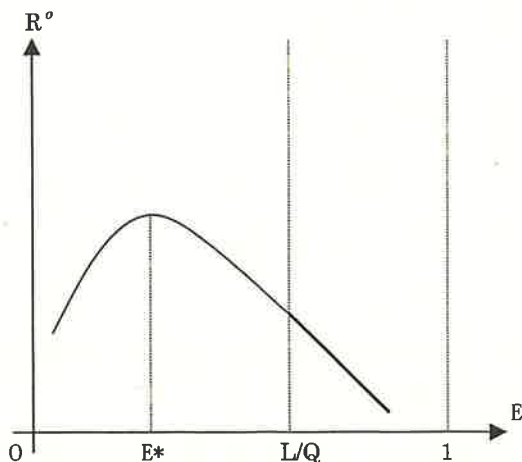


図3

図3から見られるように、 $Q[\pi(C^L) - \pi(C^H)] < L/Q$ のもとでは、所有者は、モニタリングの「脅し」効果を通じて経営者のコスト削減努力を強化させようとするために、ある程度 (E^*) まではモニタリング努力を行なう ($E^* > 0$)。しかし、モニタリングを行なうことはコストを必要とするので、所有者は決して最大限にモニタリングを行なおうとはせず、むしろ経営者に虚偽報告を行なう余地を残そうとする ($E^* < L/Q < 1$)。これは、コストの削減による利潤の増加がそれほど大きくないときには、所有者がコスト削減に失敗した経営者に責任回避の余地を残した方が、かえって所有者の利益になる可能性があることを示唆している (図4を参照)。

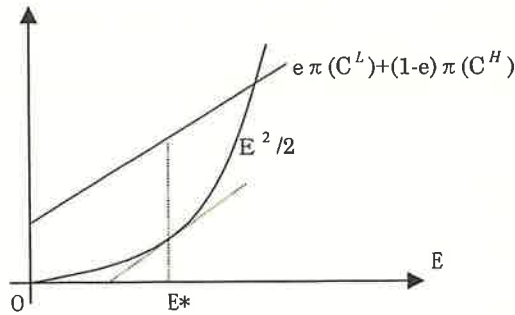


図 4

V. 結 論

本稿は、非常にシンプルなモデルを用いてモニタリングの必要性和その限界についてつぎのように分析を行なった。

所有者は自らよりも優れたサーチ能力をもつ専門経営者を雇用し、コスト削減の職責を与える。コストの削減が成功するかどうか、したがって所有者の得られる利潤が増加するかどうかは経営者のサーチ努力に依存する。しかし、経営者のサーチ努力を観察することは困難で、所有者がモニタリングできるのはその結果としての生産方法の選択である。このような状況のもとでは、形式的には、所有者によるモニタリングは、経営者のサーチ努力を事後確認するだけで、それ自体によって直接所有者の得られる利潤は増大しない。しかし、経営者はコスト削減に失敗することの責任を回避するために（また、補論では、コスト削減に成功した利益を流用するために）、虚偽の報告を行なうインセンティブをもつ。したがって、直接には利潤を増大しない所有者のモニタリングは、サーチ努力が失敗したときの経営者のコストを増大させることによって、間接的に経営者のサーチ努力、そして所有者の利益を増大させることができる。しかし、コストの削減による利潤の増加がそれほど大きくないときには、所有者は決して最大限にモニタリングを行なおうとせず、むしろ経営者に虚偽報告の余地を残そうとする。

所有者のモニタリングと経営努力

現実では、破綻する企業の赤字額が予想以上に大きいという事例がしばしば見られる。なぜこのような事態が起こるのか。もちろん、経営倫理などの問題も十分に議論されるべきであろうが、以上で分析したように、経営者市場の成熟度（LやQの大きさ）やコスト削減の潜在的な余地（ $\pi(C^L) - \pi(C^H)$ の大きさ）などが所有者のモニタリングに限界を与えていることもその一因であると認識することができよう。また、本稿は、所有と経営が分離されている場合の企業のコスト削減問題に焦点を置いているが、企業の技術開発などの分野に関しても説明力をもつであろう。技術開発による利益の増加がそれほど大きくなければ、所有者も開発担当者もその「投資」を惜しもうとするであろう。

補論：虚偽報告の事実が発見される場合にもみ経営者を解雇するケース

経営努力が失敗した場合には、本文と同様に、もし経営者が「サーチ努力が失敗した」と正直に報告すれば、所有者のモニタリングが失敗したときにはこの報告は容認され、また、所有者のモニタリング努力が成功したときには、この報告は確認されることになる。しかし、このケースでは、正直に報告を行なった場合には経営者は解雇されないので、経営者の(期待)利得は

$$(A1) \quad w - e^2 / 2$$

である。

逆に、経営努力が失敗したにもかかわらず、経営者が「サーチ努力が成功した」と虚偽の報告を行なえば、 $1 - E$ の確率で所有者のモニタリング努力が失敗した場合には、経営者の利得は $w - e^2 / 2$ であるが、所有者のモニタリングがEの確率で成功した場合には、経営者の利得は $w - e^2 / 2 - Q$ である。したがって、サーチ努力が失敗したにもかかわらず、虚偽の報告を行なった場合の経営者の期待利得は

$$(A2) \quad (1-E)(w - e^2 / 2) + E(w - e^2 / 2 - Q) = w - e^2 / 2 - EQ$$

である。

したがって、本文の分析とは異なり、虚偽報告の事実が発見される場合にもみ経営者を解雇するケースでは、(A1)式と(A2)式を比較すれば明らかなよう

に、経営努力が失敗した場合には、経営者は必ず正直に報告し、その期待利得は $w-e^2/2$ である。

一方、経営努力が成功した場合には、本文と同様に、経営者は、報告の真偽を選択するだけでなく、生産方法の選択にも直面するが、以上の分析で分かるように、この場合、もし経営者がもとの高コストの生産方法を選択すれば、経営者は必ず正直に報告し、その期待利得は $w-e^2/2$ である。

もし経営者が新しい低コストの生産方法を選択しながら、サーチ努力が失敗したと虚偽の報告を行なえば、所有者のモニタリング努力が成功したときには、虚偽報告の事実が発見されるので、経営者の利得は $w-e^2/2-Q$ である。しかし、所有者のモニタリングが失敗したときには、経営者は低コストの生産方法によって得られる利潤の増加額 $\pi(C^L) - \pi(C^H)$ を流用することができるので、経営者の利得は $w-e^2/2 + \pi(C^L) - \pi(C^H)$ である。したがって、経営者が低コストの生産方法を選択しながら、虚偽の報告を行なった場合の期待利得は

$$(A3) \quad E(w-e^2/2-Q) + (1-E)[w-e^2/2 + \pi(C^L) - \pi(C^H)] \\ = w-e^2/2 - EQ + (1-E)[\pi(C^L) - \pi(C^H)]$$

である。逆に、もし経営者が低コストの生産方法を選択し、かつ正直に報告すれば、所有者のモニタリングが成功した場合には報告は確認され、また、モニタリングが失敗した場合には報告は容認されるので、いずれの場合においても、経営者の期待利得は

$$(A4) \quad w-e^2/2$$

である。

したがって、(A3)式と(A4)式を比較すれば明らかなように、 $E < [\pi(C^L) - \pi(C^H)] / [\pi(C^L) - \pi(C^H) + Q]$ の場合には、経営者は低コストの生産方法を選択するが、虚偽の報告を行ない、その期待利得は $w-e^2/2 - EQ + (1-E)[\pi(C^L) - \pi(C^H)]$ である。逆に、 $E > [\pi(C^L) - \pi(C^H)] / [\pi(C^L) - \pi(C^H) + Q]$ の場合には、経営者は低コストの生産方法を選択し、かつ正直に報告する。この場合の経営者の期待利得は $w-e^2/2$ である。

以上の分析を総合すると、 $E < [\pi(C^L) - \pi(C^H)] / [\pi(C^L) - \pi(C^H) + Q]$ の場合には、 e の確率で経営努力が成功すれば、経営者は必ず低コストの生産方法を

選択するが、虚偽の報告を行なう。この場合の経営者の期待利得は $w-e^2/2-EQ + (1-E)[\pi(C^L) - \pi(C^H)]$ である。逆に、 $1-e$ の確率で経営努力が失敗すれば、経営者は必ず真の報告を行ない、期待利得は $w-e^2/2$ である。以下、虚偽報告が容認されるべきかの問題を分析するために、 $E < [\pi(C^L) - \pi(C^H)] / [\pi(C^L) - \pi(C^H) + Q]$ の場合に限定する。

まず、経営努力の決定についてみよう。

以上の分析から分かるように、 $E < [\pi(C^L) - \pi(C^H)] / [\pi(C^L) - \pi(C^H) + Q]$ の場合には、 $1 - e$ の確率で経営努力が失敗すれば、経営者の利得は $w-e^2/2$ であり、また、 e の確率で経営努力が成功すれば、経営者の期待利得は $w-e^2/2-EQ + (1-E)[\pi(C^L) - \pi(C^H)]$ である。したがって、 $E < [\pi(C^L) - \pi(C^H)] / [\pi(C^L) - \pi(C^H) + Q]$ の場合、経営者の期待利得 R^m は

$$\begin{aligned} R^m &= (1-e)(w-e^2/2) + e\{w-e^2/2-EQ + (1-E)[\pi(C^L) - \pi(C^H)]\} \\ &= w-e^2/2 + e\{(1-E)[\pi(C^L) - \pi(C^H)] - EQ\} \end{aligned}$$

である。その一階の条件より、経営努力 e^* は

$$e^* = (1-E)[\pi(C^L) - \pi(C^H)] - EQ$$

である。

一方、 $E < [\pi(C^L) - \pi(C^H)] / [\pi(C^L) - \pi(C^H) + Q]$ の場合、所有者の期待利得は、つぎのようになる。

$$\begin{aligned} R^o &= (1-e)[\pi(C^H) - w - E^2/2] + e\{(1-E)[\pi(C^H) - w - E^2/2] + E[\pi(C^L) - w - E^2/2]\} \\ &= (1-e)\pi(C^H) + e(1-E)\pi(C^H) + eE\pi(C^L) - w - E^2/2 \end{aligned}$$

ここで、 $\partial e^* / \partial E = -[\pi(C^L) - \pi(C^H) + Q]$ であるので、

$$\partial R^o / \partial E = \partial R^o / \partial E + (\partial R^o / \partial e^*)(\partial e^* / \partial E) = 0$$

より

$$\begin{aligned} E^* &= \frac{[\pi(C^L) - \pi(C^H)]^2}{2[\pi(C^L) - \pi(C^H)]^2 + 2Q[\pi(C^L) - \pi(C^H)] + 1} \\ &< [\pi(C^L) - \pi(C^H)] / [\pi(C^L) - \pi(C^H) + Q] < 1 \end{aligned}$$

であることが分かる。

したがって、経営努力が失敗しても経営者を解雇しないと仮定しても、所有者はモニタリング努力を行なうが、最大限には行なわないという本稿の結論は

変更されない。

参考文献

- Aghion Philippe and Jean Tirole, (1997), Real and formal authority in organizations, Journal of Political Economy, Vol.105, no.1, pp.1-29.
- Burkart Mike, Denis Gromb and Fausto Panunzi, (1997), Large shareholders, monitoring, and the value of the firm, Quarterly Journal of Economics, pp.693-728.
- Schmidt, K. M. (1997), Managerial incentives and product market competition, Review of Economic Studies, 64, pp.191-213.
- 朱 東平、(2000), モニタリング、財市場の競争と経営努力、経済学雑誌、第100巻、第3号。