

Discussion Paper Series No.183

ミクロ経済学の展開とエージェンシー理論

－情報の経済学とガバナンス－

新光投信株式会社 ファンドマネージャー

学術博士（東京工業大学）

山田 隆

2012年5月

THE INSTITUTE OF ECONOMIC RESEARCH

Chuo University

Tokyo, Japan

## < 要 旨 >

伝統的なマイクロ経済学では、市場メカニズムによる効率的な資源配分の実現に向けてさまざまな解説が試みられてきた。しかし、現実の経済現象を分析するにあたっては、市場メカニズムがうまく機能しない状況が散見される。特に、通常の財・サービスに加え、「情報」という新しい経済財が市場メカニズムの機能を阻害するひとつの大きな要因として捉えられている。本稿においては、新しい経済財としての「情報」に焦点をあて、情報の経済的特性や意思決定の情報構造といった、情報経済学の進展をサーベイしつつ、応用マイクロ経済学のビジネスエコノミクスに位置づけられると考えられる「エージェンシー理論」をコーポレート・ガバナンスの視点から概観する。また、社会におけるさまざまな仕組みや制度は情報の不完全性を補完するものとして存在すると考え、市場メカニズムを否定するのではなく、それを効果的に機能させ、最適解を導出できるような組織のあり方や制度設計の提示を応用マイクロ経済学とガバナンスの観点から探求する。

## 目次

- I. はじめに
- II. ミクロ経済学の展開
  - 1. 古典的ミクロ経済学の限界
  - 2. 近年のミクロ経済学の動向
  - 3. 古典的ミクロ経済学の枠組みを超えて
- III. ミクロ経済学における企業の理論
  - 1. 新しい企業理論
  - 2. 新古典派ミクロ経済学の企業観
  - 3. 応用ミクロ経済学としてのエージェンシー理論
  - 4. エージェンシー理論に関する主な先行研究
- IV. 情報・組織の経済学とエージェンシー理論
  - 1. 情報の非対称性
  - 2. 組織の経済理論
    - 2.1 取引コスト・アプローチと関係特殊資産
    - 2.2 エージェンシー関係とエージェンシー・コスト
    - 2.3 利害対立の源泉
- V. コーポレート・ガバナンスにおけるエージェンシー理論
  - 1. ファイナンスの視点からみたガバナンスの役割
  - 2. 株式所有構造と企業価値
  - 3. ガバナンスにおけるエージェンシー理論
- VI. インプリケーション
- VII. おわりに

## I. はじめに

市場メカニズムによって効率的な資源配分が実現されるためには、不特定多数の市場参加者が存在する多様な価値観を集約する場としての市場を介し、競争的な取引がなされる必要がある。アダム・スミスは、経済は市場メカニズムに委ねると、「神の見えざる手」によってうまく調整されると説いた。市場経済においては、あらゆる個人や企業が利己的な行動をとることによって、財やサービスの需要と供給が等しくなるように価格が調整される。各経済主体がそれぞれの予算制約などの下で最も望ましい量を売買し、計画と合致した最適な消費と生産を実現できる。古典的なミクロ経済学の議論においては、個人や企業といった経済主体が自らの利潤獲得行動を優先することによって、経済全体にとって望ましい状況が実現され、各経済主体が取引先や競合先などの相手のことを考慮することは、むしろ好ましくない結果を経済全体にもたらすと主張されてきた。このような学問的な流れは新古典派経済学として緻密な理論体系として構築され、現実の経済分析や政策提言において効果的に機能してきた。

しかし、情報化社会の進展に伴い、個人や企業活動を考えるにあたって、経済財としての「情報」の重要性・特殊性が議論されるようになってきている。従来の新古典派経済学は頑強な分析手法のひとつではあったが、現実の経済を分析するにあたって重要ないくつかの要因を捨象してきたのも事実である。近年、市場メカニズムに関する信認がゆらいできている側面が観察される中で、その要因のひとつとして固有の利害関係を有する経済主体間における情報の非対称性が注目されている。特に、「情報」については、経済財の中でも特殊な存在であり、市場メカニズムの機能に対して大きなノイズとして作用すると考えられている。

本稿においては、新しい経済財としての「情報」に焦点をあて、情報の経済的特性や意思決定の情報構造といった情報経済学の進展をサーベイしつつ、応用ミクロ経済学のビジネスエコノミクスに位置づけられると考えられる「エージェンシー理論」について概観する。基本的に、情報の非対称性の下で、固有の利害関係をもつ経済主体間において、委託・受託関係がある場合、それは全てエージェンシー関係と捉えられる。非対称情報の下で、組織の経済学を考えるにおいて、「エージェンシー理論」はコーポレート・ガバナンスの基礎となる理論であり、その理論的背景をミクロ経済学の進展といったアプローチから整理し、その理論的発展性を模索することが本稿の目的である。

## II. ミクロ経済学の展開

---

<sup>1</sup> 「情報」の概念や定義等に関しては、野口[1974]などを参照。また、情報の経済学に関してはArrow[1970]やStiglitz[1985]などを参照。筆者も「情報」は対価を支払って取得することなどを勘案すると、新しい経済財として捉えるべきだと考える。

## 1. 古典的ミクロ経済学の限界

ミクロ経済学は効率的な資源配分のメカニズムを明らかにすることを主たる目的として発展してきた。その際に、市場経済における資源配分において重要なシグナルである価格を媒介として効率的に資源配分が達成されることを示した。また、市場経済における効率的な資源配分は個人や企業といった個々の経済主体の自由な行動の結果として導かれるといった自由競争に委ねるものであった。しかし、現実の経済における資源配分の問題は複雑かつ多岐にわたり、価格メカニズムが有効に機能しない状況が多くみられる。それは、例えば、独占や寡占のように少数の企業が産業や市場を支配する場合や、「市場の失敗」に代表されるように、自由な生産活動や消費行動は公害や所得格差などといった様々な社会問題の温床となり、経済社会に歪みをもたらす。また、公共財についても単純に市場メカニズムだけに委ねるわけにはいかない。ミクロ経済学は市場経済が資源の効率的配分を達成するための理論的枠組みを提供する一方で、市場経済の失敗による資源配分の非効率性についても理論的な説明が求められている。このように、市場経済の限界に対しても、有効なアプローチがミクロ経済学には期待されている。

## 2. 近年のミクロ経済学の動向

近年、発展が顕著にみられ、その応用が期待されている分野の代表はゲーム理論である。ゲーム理論では経済社会に存在する各経済主体の相互依存関係の下での行動原理を分析の対象としている。その応用分野は経営学、社会学、法律など多岐にわたり、生物学など自然科学の分野にも応用されている。また、不確実性やリスクが存在する場合における市場取引に関する分野はミクロ経済学とファイナンス理論を結びつける分野として期待効用最大化仮説や高度な確率論を活用することで金融工学の発展に寄与している。

本稿で取り上げるのは、近年、大きく発展した分野のひとつである情報の経済学、組織の経済学である。現実の経済においては、金融市場に代表されるように、あるいは通常の財・サービス市場においても、各経済主体が取引相手の特性や商品・サービスの品質に関する情報を全て等しく把握しているわけではない。このような情報の不完全性を補完するために様々なルールや制度設計がなされてきており、ミクロ経済学はそのような分野に対し、様々な理論的示唆を提供してきている。とりわけ、株主と経営者に代表されるエージェンシー関係は企業価値や株式価値に与える影響が大きいことが実証分析などからも明らかになってきており、コーポレート・ガバナンスの理論的基礎となるエージェンシー理論は、応用ミクロ経済学の一分野として、様々な研究がなされてきている。

## 3. 古典的ミクロ経済学の枠組みを超えて

ミクロ経済学の基礎となっている、新古典派の純粋理論のフレームワークを概観する。新古典派の経済理論では、経済主体はプライステイカーであり、規模が小さく、無数に

存在し、どの主体も市場価格、取引数量に影響をおよぼすことができないこと、各経済主体は利己的で意思決定に関して独立性があること、市場で取引される財の同質性、市場参加者は取引に必要な全ての情報を有しているといった完全情報の前提、新規参入や退出といった経済資源異動に関する無コスト性、といった 5 つの前提を満たせば、各経済主体が自己の選好に従い利己的に行動することで市場経済における需要と供給が均衡し、最適な資源配分が達成される、というものである。伝統的な経済理論では、このような枠組みの中で、個人の効用最大化、企業の利潤最大化がもたらされるとした。

このような新古典派の純粋理論に対する批判は様々なものが存在し、代表的なものは、Veblen[1898]<sup>2</sup>や Commons[1934]といった制度学派の批判である。Commons は、純粋理論は完全情報の前提の下、異なる情報を有する他者の存在を捨象しており、ヒトとモノの関係だけに着目したものであると批判している。完全情報といった前提は非現実的であり、個人の合理性に代わるものとして、人間の意思決定や行動原理を考慮した進化的な理論体系を構築することを提唱している。

残念ながら制度学派は既存の純粋理論に代替する理論体系を具体的に提示できなかったが、その後のマイクロ経済学の進展の中で制度学派の提起した問題点がマイクロ経済理論の発展における重要な部分を形成することになった。新古典派経済学者も純粋理論では現実の経済現象を説明できるとは考えておらず、あくまで規範的なモデルであることを踏まえた上で、より現実的なモデルの構築を試みてきている。また、現実の社会も「市場に任せれば全てうまくいく」といったアダム・スミス以来のレッセフェールでは機能しないことが明白になってきている。

過去 30 年前後にみられるマイクロ経済学の大きな発展の分野が情報の経済学、組織の経済学である。純粋理論における完全情報の前提を緩和したことにより、理論を現実に近いさせた成果のひとつであり、「情報の非対称性」を仮定した下での取引や契約を主な分析対象としている。取引概念を重視すべきことを最初に提案したのは上述した制度学派の Commons である。純粋理論が、個人が他者と全く関わることなしに、自身の選好のみで効用が最大化する組み合わせを選択するという行為であるのに対し、現実の経済活動における取引や契約関係においては、必ず自分以外の他者が存在し、相互に有している情報は異なっている。このような新たなフレームワークの下で、分析・研究が進展した分野が「組織の経済学」である。企業であれば、株主と経営者といったステークホルダー間での関係性のあり方が重要であり、古典的な経済理論の前提を緩和することにより分析が可能となった。「組織の経済学」は古典的なマイクロ経済学の理論体系を基礎にその枠組みを拡張しながら、制度学派から新制度学派に受け継がれる形で発展している。特に、株主と経営者の関係でいえば、株式の所有構造に着目すべきであると考えられる。経営者は企業価値や市場評価を高めるにあたって、どのような株式所有構造が自社の経営を効率化するかを考える

---

<sup>2</sup> 宇沢[1989]によれば、一般均衡分析に代表される新古典派経済理論を最初に体系的に批判を展開したのは Veblen であるとしている。

べきである。一方、投資家は短期的な視点ではなく、長期的観点から投資先企業のバリュアップを図るような投資を行い、株主としての権利を適切に行使していくべきである。

### Ⅲ. ミクロ経済学における企業の理論

#### 1. 新しい企業理論

新古典派による理論では、企業行動を分析するにあたって、費用関数や生産関数を用いて最適化の手法を機械的に適用する議論が展開され、企業の内部で発生している経済的な諸問題などには明確に解を見出すことができなかった。市場経済の中での企業の存在を規定するような理論を提示した代表的な論文はロナルド・H・コースの「The Nature of the Firm」である。古典的なミクロ経済理論では価格メカニズムに委ねることで効率的な資源配分を達成しようとしたのに対し、コースは権限などによる組織的な調整機能を行使した方が資源配分コストを節約できるとし、そのような観点から市場経済における企業の存在意義を論じた。例えば、雇用契約を考えた場合、従業員が長期的に企業と雇用契約を結んでいるのは、企業が人材を必要とした時に、新たに市場から調達するコストを考えた時に企業にとってはコストが安くなるからである。このように、企業内部で発生している現象を経済学の考え方で説明できるような理論をコースは提示した。

#### 2. 新古典派ミクロ経済学の企業観

標準的な新古典派のミクロ経済学ではいくつかの仮定が設定されるが、人間の経済行動における仮定としては効用最大化仮説と完全合理性の仮定が重要な役割を担っている。これらは、全ての経済主体は効用を極大化するように行動する、全ての経済主体は完全な情報収集やその処理および伝達能力を有し、完全に合理的に行動する、というものである。以上のような2つの仮定の下においては、各経済主体は他者を騙して利己的に自己の効用を最大化することはできない。なぜならば、全ての経済主体は相手の行動を完全に把握することが可能であるからである。仮に、このような経済合理的な人間により組織が構成されているとすれば、企業の経営者は従業員や取引先、競合相手などの行動を完璧にモニタリングできるため、組織の構成員やステークホルダーなどがそれぞれ異なる固有の目的を有していたとしてもそれを追求することは不可能となる。また、そのような従業員から組織された企業は、経営者が設定した目的である利潤最大化行動をせざるを得ない状況となる。

コーポレート・ガバナンスにおいて議論となるのは、後述するが、経営を委託した株主とそれを受託した経営者との関係が企業経営の効率化に与える影響である。もしも、伝統的なミクロ経済学の理論が適用されるならば、株主は経営者の行動を全て把握できるので、経営者は株主を欺くような行動は不可能となり、結果、企業価値ひいては株式価値最大化が企業の目的となる。よって、古典的なミクロ経済学においては、企業行動を分析するに

あたって、経営者行動をモニタリングすれば充分であり、企業組織を構成するステークホルダー等の固有の利害関係や経済行動に関してまで分析する必要性はない。

### 3. 応用マイクロ経済学としてのエージェンシー理論

企業行動を分析する場合、経営者の行動に着目するだけでは充分ではなく、企業を取り巻く様々なステークホルダーといった、それぞれ異なる利害関係を持つ経済主体間の関係に注目しなければならない。このような視点を持つことにより企業行動を中心とした経済現象の分析をより精緻に行うことが可能となる。その際に、新古典派マイクロ経済学の完全合理性の仮定を緩和し、全ての経済主体は効用最大化を図るが、その利害は必ずしも一致しないといった利害不一致の仮定と、全ての経済主体は相互に同じ情報を有するとは限らないといった情報の非対称性の仮定を導入する。これらの仮定の導入により、より精緻に株主（プリンシパル）と経営者（エージェント）に代表されるような、それぞれが異なる利害を有する主体間のエージェンシー関係における企業行動の分析が可能となる。

エージェンシー理論では、上述した株主と経営者の関係のように、プリンシパル（依頼人）とエージェント（代理人）という概念が導入され、ある目的を達成するために権限を委譲する経済主体をプリンシパルとし、権限を委譲されて代行する経済主体をエージェントという。エージェンシー理論は、応用マイクロ経済学として、従来のマイクロ経済学における完全合理性の仮定を緩和、限定合理性といった概念を導入し、従来のマイクロ経済学の理論的枠組みを拡張することで、取引や契約関係に代表される組織の経済学に対して新しいアプローチの手段をもたらした。

### 4. エージェンシー理論に関する主な先行研究

エージェンシー理論における研究については、主に「実証的エージェンシー理論」と「プリンシパル-エージェンシー理論」の2つに分けられる。前者については、Jensen and Meckling[1976]や Fama[1980]らによって展開されてきた議論に代表され、主に株主、債権者および経営者との間に生じるエージェンシー問題についての研究である。後者は、Ross[1973]、Hormstrom[1979,1982]、Mirrlees[1976]らによって展開され、経営者と従業員とのエージェンシー問題に関する研究が中心となっている。

エージェンシー理論の応用について簡単に触れると、完全競争を仮定した MM 理論<sup>3</sup>との論争が挙げられる。MM 理論では、完全競争状態においては企業にとって最適資本構成は存在せず、法人税が存在する場合には、負債比率が高い企業ほど資本の調達は効率的になることが証明された。これは従来の経営財務の観点からみると、全く正反対の帰結となっている。このような MM 理論に対して、最適資本構成が存在することをエージェンシー理論を基礎として提示したのが Jensen and Meckling<sup>4</sup>である。

---

<sup>3</sup> Modigliani and Miller[1958,1963]

<sup>4</sup> 詳細は Jensen and Meckling[1976]を参照。



エージェンシー理論では、企業は様々な利害関係者との契約の束あるいはネットワークとして考え、企業経営を効率化するための様々な制度設計などに貢献してきている。また、エージェンシー理論を活用することによって、ミクロ経済学の考え方を基礎に企業の内部現象を解明できるようになった。以下の章では、コーポレートファイナンスの視点を導入し、企業のガバナンスを中心にエージェンシー理論の展開をみていくこととする。我が国のメインバンクシステムのような統合的なモニタリングは高度経済成長期には効果的に機能していたガバナンスの形態であったが、金融市場におけるグローバル化の流れや長期的な景気低迷のなかでメインバンクのあり方自体が問われている。また、市場経済に急速に移行するなかで、「会社はだれのものか」といった議論が盛んに行われ、株主のあり方も同時に問われてきている。

#### IV. 情報・組織の経済学とエージェンシー理論

##### 1. 情報の非対称性

情報には大きく分けて2つの種類があり、1つは全ての経済主体が情報を共有しているといった **Public information** であり、もう1つは特定の経済主体が情報を持っているといった **Private information** である。ここからさらに派生して、各経済主体の情報条件が異なるといった **Differential information**、情報格差が存在することを各経済主体が認識しているといった **Asymmetric information** といった意思決定の情報構造となっている。また、情報格差の存在は自己利益追求のために情報を戦略的に操作するといった機会主義的行動を誘発すると考えられている。

情報には、入手してみないと内容がわからないといった事前確認の困難性、コピーが可能なため、返品・取引の破棄ができないといった取引の不可逆性、他の経済主体が情報を持つかどうかにかかわらず依存するといった外部効果の存在、普及しやすい反面、占有可能性を認めないと生産が促進されないといった生産コストと再生産コストのギャップ、といった経済的特性を有している。

Akerlof[1970]は、情報の非対称性が市場を消滅させる、と述べている。これは有名な「レモンの原理」で知られる逆選択(**adverse selection**)の問題であり、質の不確実性と市場メカニズムについて考察したものであり、中古車市場を例に挙げて説明をしている。この場合、情報を持つ経済主体は車のディーラーであり、個々の車の質に関する情報を有している。一方、車の買い手は車に関して平均的な質の情報は有するものの、個々の車の質に関する情報を有していない。品質を知っているディーラーは市場価格よりも品質が高い場合には売却しないで保有し続けるため、市場に供給されるのは平均的な品質を下回る車ばかりになる。品質を反映して市場価格が下落すると、供給される中古車の品質はより低下することになる。よって、最低の品質の車しか取引されなくなり、市場の崩壊を招くことになる。

また、情報の非対称性がもたらす問題としてモラルハザードがある。これは情報格差の

存在を戦略的に利用して利益を得ようとする行動であり、火災保険や医療保険を例に論じられる。つまり、保険加入者が保険の掛った事故を故意に生じさせることで保険金を受け取ろうとすることや、不注意によってそのような事故を生じさせてしまうこと、また彼らがそうしようとする可能性を意味している。保険加入者の人為的または主観的行動によってリスクの大きさや事故の発生確率が左右されることになる。現実的に、保険会社が、被保険者が日常どれだけの注意を払って生活をしているかを常にモニタリングすることは困難であり、また、事後的にそれを調査することも容易ではなくコストがかかる。

保険の場合に限らず、全てのエージェンシー関係において生じる問題をモラルハザードという。企業組織におけるモラルハザードの例としては、小規模株主のフリーライダー問題が挙げられる。これは、大株主の経営に対するモニタリングにただ乗りして便益を享受しようとする行為である。

このような情報の非対称性に対しては、継続的に多数の人と取引を行うことによって得られる「評判」の役割が効果を発揮する。品質情報における不完全性は評判によって埋め合わせされる。また、評判を巡って企業間競争が行われるが、ひとたび評判が確立できれば、投資コストは将来、正のキャッシュ・フローとして回収可能である。これに対し、短期的な利潤を求めて市場に参加する人々ほど、情報の非対称性を利用しようとするインセンティブが大きくなる。

情報の不完全性への対応としては、品質が可変的なものであるか否かも重要であり、有形なモノと無形のサービスとではその対応が異なる。機会主義的行動が促進されないためにも、各種の免許や許可制、損害賠償制度の導入などの公的規制が重要となる。一般的な取引上の対応としては、返品制度、品質保証制度が挙げられるが、この場合、買い手側のモラルハザードを回避できなといった欠点もある。また、上述した評判に関しては市場取引におけるチェック機構として機能する。取引対象の属性や取引相手の行動について情報格差が存在する場合は、情報自体を収集するのではなく、取引相手の発するシグナルを観察することによって判断することも重要である。競合相手よりも優れているといったシグナルを取引相手に送ることや、取引相手に自己の属性や行動に関する情報を開示させるスクリーニングといった手段が考えられる。このようなシグナルの出し手の戦略的行動をシグナリング<sup>5</sup>、シグナルの受け手の戦略的行動をスクリーニングという。

## 2. 組織の経済理論

### 2.1 取引コスト・アプローチと関係特殊資産

古典的なマイクロ経済学の理論の仮定を緩めることで現実の経済現象を分析するためにマイクロ経済学の応用として、市場参加者の行動については限定合理性と機会主義を、取引環

---

<sup>5</sup> Spence[1973]：労働市場のシグナリングなど参照。

境については不確実性、取引頻度、関係に特殊な資産<sup>6</sup>を考慮した取引コスト・アプローチを組織の経済学では用いる。

市場取引におけるコストと企業組織内の取引コストを考える。市場取引については、不確実性と限定合理性により、取引に際して契約は不完備にならざるを得ず、契約コストが発生する。契約が不完備であるが故に、機会主義的行動がとられる可能性が高まり、機会主義コストが生じる。また、関係に特殊な資産への投資は少数主体間の取引関係を導き、交渉コストを生じさせる。企業組織内取引におけるコストは、権限による調整で機会主義的行動を抑制するための調整コスト、契約コストの削減のため、内部モニタリング・メカニズムによるモニタリングコストや他にインフルエンス・コストなどが挙げられる。

市場取引の障害は機会主義的行動が横行する危険性を内包する一方で、関係に特殊な資産への投資は機会主義を抑制する。また、長期的かつ継続的な取引は情報の蓄積および信頼の醸成を促す。しかし、契約の不完備性というものは排除されず、これを埋め合わせるものは「権限」であると考えられている。

## 2.2 エージェンシー関係とエージェンシー・コスト

エージェンシー理論における企業観とは、企業は様々な利害関係者との契約の束あるいはネットワークである、ということである。各利害関係者は固有の利害を持っており、それらの利害が企業の主要な意思決定を行っているエージェントの利害と一致するとは限らない。このことは利害関係者間に潜在的な対立をもたらし、企業の効率的な運営を阻害し、企業価値を低下させる。このようなエージェンシー問題の発生は特に株主と経営者との利害対立に代表される。

一般的な利害対立の緩和策としては、経営者の行動を制約する契約を締結するといったボンディング、経営者の行動やその成果を監視するといったモニタリング、相互の利害が一致する可能性を高めるといったインセンティブといった方法がある。しかし、それぞれについて、不完全契約、観察可能性、履行可能性といった限界も存在する。

企業は上述したように、エージェンシー関係のネットワークである。利害の不一致が生じると企業価値は低下してしまう。企業価値を高めるために行われる方策のコストあるいはその方策にもかかわらず残る最大価値との差はエージェンシー・コストとして認識される。株主と経営者間、株主・経営者と債権者間のエージェンシー関係には資本市場が介在する。エージェンシー・コストは資本市場における評価を通じてエージェント側に転嫁される。そのため、エージェントはエージェンシー・コストを引き下げる努力をする。

## 2.3 利害対立の源泉

株主と経営者の一般的な利害対立の構造をみる。株主はできる限り株主価値を高めよう

---

<sup>6</sup> 関係特殊性資産とは、特定の用途では高い価値を有するが、代替的な用途では価値が低下するような資産。このような資産への投資の一部は埋没コストになる。

とする。一方、経営者は評判、権力、挑戦などの欲求を満足させようとする。経営者にとっての最適活動水準は限界利益が限界費用と等しくなる水準であり、株主にとってのそれは、コスト負担がなく、企業業績が上がらなくなるまで高めることである。経営者には応分のコスト負担なしに便益を享受するといった役得もある。また、経営者は自身の在職期間中の便益を高めるような意思決定を行う傾向があり、株主との間における計画期間の相違の問題もある。

次に、株主・経営者と債権者の間に生じる利害対立の構造をみる。この場合、株主のエージェントである経営者が、債権者から株主へと価値を移転して、株式価値を高めようとすることにより、エージェンシー・コストが発生する。負債価値の希薄化にみられるように、既発行債券と同等以上の優先債券を発行すると、既発行債券に希薄化が生じ、負債価値が低下する。また、リスクの大きいプロジェクトを選択する懸念もある。相対的にリスクの大きいプロジェクトを選択すると株式価値は高まるためである。一方で、負債水準が高い場合には、NPV（ネット・プレゼント・バリュー）が正のプロジェクトであっても採用されない可能性がある。上記のような場合に、株主・経営者と債権者との間に利害対立が生じてくる。

## V. コーポレート・ガバナンスにおけるエージェンシー理論

### 1. ファイナンスの視点からみたガバナンスの役割

契約の不完全性、経営者が残余コントロール権を留保、インセンティブ契約の限界、外部コントロールの限界といったことを根拠として、資金提供者が経営者によって資金を収奪されたり、浪費されたりすることなく、確実にリターンを獲得できるようにするための方法や仕組みがファイナンスの観点からみたガバナンスである。その現実的なメカニズムとしては、投資家保護の視点や株式の集中的所有、状態依存型ガバナンス<sup>7</sup>や過大投資によるエージェンシー・コストの削減のための負債調達などが挙げられる。

株主と経営者にみられるようなエージェンシー関係における一般的な利害対立の緩和策には限界がある。そのため、利害関係者が法規制や規則の下で認められた権利を行使することによって、企業が効率的に運営されるためのメカニズムを提供するのがコーポレート・ガバナンスの役割である。会社法や投資家保護の観点からの法規制、取締役会や経営者報酬、株式所有や負債などによる内部コントロール、買収の脅威に代表される外部コントロール、製品市場における競争による淘汰などがそのメカニズムである。

### 2. 株式所有構造と企業価値

株式を内部者（経営者）が所有している場合には、アラインメント効果とエントレンチメント効果といった2つの効果が観察される。

---

<sup>7</sup> 青木[1995]等を参照。

アラインメント効果とは、内部者所有が増加するにつれて内部者の利害と株主の利害が一致することで価値の増加を追求する積極的な経営がなされ、エージェンシー・コストが低下し、企業価値に対して正の効果をもたらす。

エントレンチメント効果とは、内部者所有が大半を占めるようになると、リスクを回避するため内部者が保身に走る傾向がみられ、安定志向や保守的傾向が経営者と外部株主の利害対立を激化し、エージェンシー・コストを増大させ企業価値に負の効果をもたらす。

このように、企業価値は当初、内部者所有比率の増加に伴って増加するものの、一定値を超えると減少に転じるといった非単調な関係<sup>8</sup>がみられる。

一方、外部の大株主が存在する場合には、経営者の裁量可能性の縮小といった積極的モニター仮説が挙げられる。しかし、これは株主と債権者との間に利害対立を引き起こす可能性を内包している。この仮説に対し、経営者と大株主が結託して独占的な利益追求に走るといった受動的賛成者仮説といったものもある。この場合、経営者の裁量性は拡大する。

### 3. ガバナンスにおけるエージェンシー理論

コーポレート・ガバナンスに関する実証研究は大きく2つに分けられる<sup>9</sup>。ひとつには各種のガバナンス・メカニズムと企業価値との直接的な関係を分析する研究、もうひとつは、まず各種のガバナンス・メカニズムと投資政策、財務政策、会計行動などの経営行動を経由した企業価値への影響を捉えようとする研究である。前者は、特定の株式所有構造を持つこと自体が、投資家の期待形成に影響を与え、その所有構造固有の株式リターンが発生することを分析しているといえる。例えば、機関投資家の所有の増加が、投資家による期待エージェンシー・コストの削減をもたらし、企業価値の増加をもたらすことなどが挙げられる。後者は、株式所有構造の変化によって、経営者が企業の投資行動や財務行動を変更することが予想され、それらの変化が企業価値に与える影響を分析しているといえる。

エージェンシー理論における先行研究のなかで、投資行動に関しては、企業が多額の負債を抱えている場合には過小投資問題が起り得ること（Myers[1977]）、また、経営者が株主価値最大化を意識するあまり、過大投資をする可能性があること（Jensen and Meckling[1976]）が指摘されている。また、Jensen[1986]は、経営者が株主価値の向上を伴わないフリー・キャッシュ・フローの流用や浪費を行うことを指摘している。それに伴うエージェンシー・コストの発生を緩和するうえで、配当や負債の活用が重要であることは広く知られている。さらに、負債は規律効果を持っており、株主と経営者とのエージェンシー対立を緩和する手段としても有効である。

以上のように、エージェンシー理論を基礎としてコーポレート・ガバナンスの議論および実証研究が行われている。

---

<sup>8</sup> Holderness[2003]

<sup>9</sup> 蜂谷[2003]、山田・蜂谷[2010]参照。

## VI. インプリケーション

山田・蜂谷[2010]では、株式所有構造が企業価値や市場評価に与える影響を考察するにあたって、大口株主の存在に注目している。実証分析の結果、大口株主の存在する企業の超過リターンは分散所有されている企業よりも有意に小さいことが示されている。特に、日本企業に特徴的な株式の相互持ち合いに関しては、株式リターンが際立って低いことが明らかとなっている。しかし、持ち合いのような所有形態であっても、複数の企業間に資本関係が存在するような持ち合いの場合、市場評価は顕著に低い、複数の企業間に資本関係がない場合、市場評価は比較的高くなっている。相互に資本関係がない法人による持ち合いは牽制機能が働いている可能性が高いことが示唆される。また、山田[2011]では、機関投資家の所有が市場評価に与える影響を分析している。機関投資家の所有や機関投資家が所有比率を高めることは株式リターンにプラスに作用するが、大口株主の存在がその効果を有意に引き下げる方向に作用するといった結果が導出されている。このように、投資先企業の株式所有構造を分析すること、どのような投資主体が株主を構成しているかを把握することは投資家にとっても経営陣にとっても重要である。

では、どのような投資主体が高い比率を占めている株主構成が、ガバナンス上、望ましいのであろうか。どのような株主構成が企業経営において、適切な牽制機能を果たすのであろうか。世界的に著名な投資家としてウォーレン・バフェット氏がよく話題となる。彼は、今でこそバークシャー・ハサウェイ社を通じて巨額の資金を投資しているが、彼は機関投資家や外国人投資家といった属性を持つというよりは、「偉大なる個人投資家」と考えられる。それは、彼の投資哲学が「長期投資」にある点である。機関投資家や外国人投資家などは専ら短期的な志向が強い。彼らは、顧客あるいは自己の資金を運用しているため、短期的な運用成果を要求される。一方で、経営者も現実的には長期的な視野で経営を行ってきたかと問われれば疑わしい部分がある。バブル時代の多角化のように、場当たりの対応が散見された。目の前の課題を解決するといった近視眼的な経営により、経営環境の構造的な変化に対応が遅れたことも否定できない。長期を見据えた経営を支えるような株主、つまり、多くのウォーレン・バフェットの出現が正常なガバナンスを実現するために望まれる。ウォーレン・バフェットが大量に株を購入した企業の経営陣は当然プレッシャーを感じることであろう。必然的に外部からのガバナンスだけでなく内部ガバナンスも機能しよう。ひとたびウォーレン・バフェットが売り始めれば（ウォール・ストリート・ルール）、それはまさに投資に値しないと烙印を押されたようなものである。その企業の市場評価は急落することであろう。よって、市場からの規律付けが厳格になされる。

系列などにみられる企業による投資は、支配目的はあっても、そのような余剰資金があれば、設備投資や研究開発投資などの事業に優先的に投資するであろう。支配目的以外で、長期で株式を保有できる主体は「個人」である。資金余剰主体が家計、つまり「個人」であることから明白である。「個人投資家」こそ、コーポレート・ガバナンスを外部からも内部からも効果的に起動させる可能性を有した投資主体であると考えられる。さらに、「個人投

資家」は消費者の視点を兼ね備えている点も評価できる。オリエンタルランドの個人投資家の比率が30%近くと比較的高いのも納得できよう。「個人」の目があるからこそ、オリエンタルランドは、規律正しい経営を堅持し、顧客の視点に立脚した様々なサービスやリスク管理など多角的な観点からガバナンスが機能するのであろう。同業他社と比較してみても、株主構成が異なり、それが経営哲学に反映されていると考えられる。

このように、消費者の視点を持った、長期投資のできる「個人投資家」が企業のガバナンスのあり方を変革していく投資主体として期待される。そのための制度設計として、企業がIR（インベスターズ・リレーション）をきちんと行い企業情報を適切に開示することを評価する制度や、長期投資をサポートするような税制面での優遇策、単位株数の引き下げ措置、デイトレーダーの育成に結びつくことのない健全な投資教育の再考などにより、多くのウォーレン・バフェットを輩出する素地を作ることが、つまり、「個人投資家」を育成するような制度設計こそが実は株主と経営者の情報の非対称性などに起因するエージェンシー問題を解消するような、効果的なガバナンスを起動する理想の株式所有構造につながると考えられる。創業者などによる集中的所有が分散化されていく過程においては、個人投資家の構成比率が高まるような、その企業の製品やサービスを利用する消費者としての属性を有した株主が増加することで株主価値の増大が経営目標とされることが健全な姿ではないだろうか。

## Ⅶ. おわりに

伝統的なマイクロ経済学の発展段階を踏まえながら、経済活動において重要な位置づけを担うようになった「情報」というユニークな財に焦点を当て、なぜ、「情報」を明示的に考慮することが従来のマイクロ経済学の理論体系を拡張・発展させることになるのかを考察してきた。全ての経済主体は直接的・間接的に情報の生産および伝達に関与している。価格メカニズムだけでは解明できない複雑、多岐にわたる経済現象の分析において、「情報」を特殊性のある経済財と認識することで、応用マイクロ経済学としての情報の経済学、組織の経済学は新しい有効なアプローチを示唆している。

マイクロ経済学の進展は、新古典派マイクロ経済学の仮定を緩めることによって実現してきたといえる。特に、完全情報の仮定を緩和することで、従来のマイクロ経済学では重要視されていなかった情報の非対称性が存在するような市場の分析が可能となった。

本稿では、コーポレート・ガバナンスの理論的基礎となるエージェンシー理論を取り上げることで、株主と経営者の情報の非対称性がエージェンシー・コストを発生させ、経営効率が悪化し、企業価値を低下させることを示した。このことは、組織の問題に関しては一般に大きな問題として捉えてこなかった伝統的なマイクロ経済学が、「情報」という経済財を考慮したことにより、新しい企業観、企業理論の形成に貢献したことを示している。

90年代以降、経済学の世界でも「市場」という制度があらためて真剣に問われるようになってきている。市場が社会全体でひとつのメカニズムとして機能するためには様々な条件が

必要になる。米国では 80 年代ぐらいからゲーム理論の研究成果などを活用して市場を構成する要素にまで踏み込んだ分析を本格的に行ってきた。そのような中、日本では 90 年代に入りバブルが崩壊すると、規制緩和やグローバルスタンダードといった「市場原理主義」が勢いを持つに至った。市場メカニズムが効果的に機能するには、潜在的な売り手と買い手が会うために情報がスムーズに流れることが必要である。また、市場に対する信頼や、独占的な企業が支配して競争が抑制されることなくイノベーションが喚起されやすい環境が整備されることも肝要である。さらには、適度に財産権や知的所有権が保証されていることや環境問題のように経済発展の過程で生じる副作用の制御やセーフティネットの整備なども重要である。

2008 年のリーマン・ショック以降、市場原理主義に対する批判が高まってきている。しかし、市場そのものを否定するのではなく、市場は不完全なものであるが、それを可能な限り有効に機能させ、相互補完的に最適な均衡水準を達成するようなマーケットデザインや制度研究も今後の経済学の重要な課題となってくると思われる。



- Akerlof, G.A. [1970], “The Market for Lemons:Quality Uncertainty and the Market Mechanism” , *Quarterly Journal of Economics*,Vol.84,No.3 August,pp.488-500.
- Arrow, K.J. [1970], “Essays in the Theory of Risk Bearing” ,Amsterdam:North-Holland.
- Coase, R.H. [1937], “The Nature of the Firm” ,*Economica*,Vol.4,Issue16,pp.386-405.
- Commons, J.R. [1934], “Institutional Economic:Its place in Political Economy” , *University of Wisconsin Press*,Madison.
- Fama, E.F. [1980], “Agency Problems and the Theory of the Firm” , *Journal of Political Economy*,Vol.88,No.2,pp.288-307.
- Holderness, C.[2003],“A survey of blockholders and corporate control”,*Economic Policy Review*,9(1),51-63.
- Hormstrom, B. [1979], “Moral hazard and observability” , *The Bell Journal of Economics*,Vol.10,No.1,pp74-91.
- Hormstrom, B. [1982], “Moral Hazard in Teams” , *The Bell Journal of Economics*,Vol.13,No.2,pp.324-340.
- Jensen, M. [1986], “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers”, *American Economic Review*, 76(2), pp.323-329.
- Jensen, M.,Meckling, W.[1976], “Theory of the firm Managerial behavior,agency costs, and ownership structure”, *Journal of Financial Economics* 3,pp.305-360.
- Miller, M. and Modigliani, F. [1958], “The Cost of Capital,Corporation Finance and the Theory of Investment” , *The American Economic Review*, Vol.48,No.3,pp.261-297.
- Miller, M. and Modigliani, F. [1963], “The Life Cycle Hypothesis of Saving:Aggregate Implications and Test” , *The American Economic Review*, Vol.53,No.1,pp.55-84.
- Mirrlees, J.A. [1976], “The Optimal Structure of Incentives and Authority within an Organization” , *The Bell Journal of Economics*, Vol.7,No.1,pp.105-131.
- Myers, S.C.[1977],“Determinants of Corporate Borrowing”, *Journal of Financial Economics*,5(2), pp.147-175.
- Ross, S.A. [1973], “The Economic Theory of Agency:The Principal’s Problem” , *The American Economic Review*,Vol.63,No.2,pp.134-139.
- Spence, A.M. [1973], “Job Market Signaling” ,*The Quarterly Journal of Economics*, Vol.87,pp.355-379.
- Stiglitz, J.E. [1985], “Credit Markets and the Control of Capital” ,*Journal of Money,Credit and Banking*,May17(2),pp.133-152.
- Veblen, T. [1898], “Why is Economics not an Evolutionary Science?” ,*The Quarterly Journal of Economics*,Vol.12,pp.373-397.

- 青木昌彦[1995] 『経済システムの進化と多元性：比較制度分析序説』 東洋経済新報社.
- 宇沢弘文[1989] 『経済学の考え方』 岩波書店.
- 小佐野広[2001] 『コーポレートガバナンスの経済学 金融契約理論からみた企業論』 日本経済新聞社.
- 菊澤研宗[2006] 『組織の経済学入門 - 新制度派経済学アプローチ - 』 有斐閣.
- 野口悠紀雄[1974] 『情報の経済理論』 東洋経済新報社.
- 蜂谷豊彦[2003] 「株式所有構造と企業価値」 『会計』 163(4), pp.39-53.
- 藪下史郎[2002] 『非対称情報の経済学 スティグリッツと新しい経済学』 光文社新書.
- 山田隆・蜂谷豊彦 [2010] 「株式所有構造と株式リターン—大口株主による所有の影響—」 公益財団法人日本証券経済研究所 『証券経済研究』 72, pp.141-153.
- 山田隆 [2011] 「機関投資家と株式リターン—大口株主の存在と機関投資家の役割—」 公益財団法人日本証券経済研究所 『証券経済研究』 76, pp.165-184.