

実証的エージェンシー理論の構造

岡 村 俊 一 郎

- I. 序
- II. エージェンシー理論の基礎概念と類型
- III. ジェンセンのエージェンシー理論
- IV. ジェンセン理論への批判
- V. ジェンセン理論の再評価
- VI. 結

I. 序

実証的エージェンシー理論は、ジェンセンとメックリングの共同論文（Jensen, M. C. & Meckling, M. H., 1976）により提唱された。エージェンシー理論は、この論文の発表より前から存在しており、それはエージェントとプリンシパル間の関係を非実証的なもので基礎づけし、エージェントとプリンシパルの関係を抽象的な枠組みの中で考察し、そこで発生する問題を説明していた。それに対し、実証的エージェンシー理論は、その関係を初めて現実の世界、とくに企業経営の場に適用し、現実にはエージェントとプリンシパルの関係の中で発生する問題がいかに認識され、いかなる解決方法がとられているのかの説明を試みるものである。この現実にエージェンシー理論を適合させる点が、この理論が実証的と呼ばれる所以である。このため、実証的エージェンシー理論はそれまでのエージェンシー理論に比べ、現実的であるとされている¹⁾。この理論は、1980年代の株主価値向上を至上目的としたアメリカの企業経営を理論面で後押ししてきたと言われる。しかし、この理論は2000年代の不正会計事件の発覚と同時に多くの批判にさらされた。その批判は、この理論が経営者の報酬を株価と連動させることを推奨していたことや、企業の資産がM&Aを行うことによって単純に増加すると仮定していたことに対してであった。これらの批判により、ジェンセンのエージェ

1) Jensen, M.C. (2000). p.137.

ンシー理論は、経営者への莫大な報酬や企業買収を礼賛する理論というレッテルが貼られてしまった。しかし、この理論はそれらのみを主張した理論なのであるうか。他の何らかの意図を持って構築されてきたのではないか。

以上のような問題意識から、本稿では、ジェンセンの理論の再検討を通じて、ジェンセンが実証的エージェンシー理論 (*positive theory of agency*)²⁾ をどのような意図をもって提起したのかを考察し、その構造と可能性を明らかにする。

II. エージェンシー理論の基礎概念と類型

エージェンシー理論は、スペンスとゼックハウザーの論文 (Spence, M. & Zeckhauser, R., 1971) により提起された。その論文においてはエージェンシー理論 (*agency theory*) という概念は用いられていないが、保険契約が個人の行動に与える影響について考察されている。この論文で示された保険会社と被保険者の間にプリンシパル・エージェント関係の原型を見出すことができる。この理論を基礎として、ロスの論文 (Ross, S. A, 1973) では、アローの研究 (Arrow, K. J, 1970) で指摘されたモラル・ハザードの問題やプリンシパル問題 (*principal's problems*)³⁾ が考察されている。その結果、契約の不完備性や社会的機会原価が存在する現実の世界では、エージェントとプリンシパルの互いの利益最大化を同時に満たす最善策が成立しえないことが示された⁴⁾。これらの成果を踏まえて実際の企業経営にエージェンシー理論を援用し、実証的エージェンシー理論を作り上げたのが、ジェンセンとメックリングの共同論文である。

1. エージェンシー理論の基礎概念

エージェンシー理論を特徴づける概念としては、プリンシパル・エージェント関係 (*agency relationship*)⁵⁾、モラルハザード、およびアドバースセクションを挙げることができる。

プリンシパル・エージェント関係の概念が初めて現れたのは、ロスの論文においてである。ロス (Ross, S. A.) は、プリンシパル・エージェント関係が社会の

2) Jensen, M.C. (2000). p.137.

3) Ross, S. A. (1973). p.134.

4) この世界とは異なり、全ての事象がくまなく記述されている契約がコストなしで締結できる世界をコース (Coase, R.) の名を引用し、コース的世界と呼ぶ。

5) Jensen, M. C. (2000). p.137.

基本的相互作用を説明するものとして最も古く、最も一般的に認識されているものの一つであると主張し⁶⁾、それは、エージェントが、プリンシパルの利益のために行動する関係であるとして定義している。このロス⁷⁾の定義には、プリンシパルとエージェントが同一の目標をもっている場合も含まれている。その際、プリンシパルのエージェントに対する監視コストは、利益配分のみを監視する際に発生するものとなる。そのため、エージェントの行動がプリンシパルの利益に沿った行動であるか否かの監視が行われず、監視コストが低く換算されてしまう可能性がある。これとは異なり、ジェンセンらのプリンシパル・エージェント関係の定義は「ある個人または複数の人（プリンシパル）が、他者（エージェント）に幾らかの権限を与えることによって自分の代わりに行動させること⁷⁾」というものである。

また、エージェンシー理論では、他の幾つかの問題もとらえられている。それらは、アドバースセレクションとモラルハザードである。これらの問題では、サイモンの研究 (Simon, H., 1976) において提起された限定合理性原理とナイトの研究 (Knight, F., 1921) において提唱された不確実性原理が重要である。この二つの原理により、ある行為主体の隠された情報は、他者にとっての不確実性をもたらすものと仮定される。アドバースセレクションとは、限定合理性に基づいて行動する行為主体間で契約前に存在する不確実性によって、その契約自体が成立できなくなるという現象である。この現象の防止のためにプリンシパルはエージェントを選択する際にコストをかけ、慎重に選択することが必要となる。これは、アカロフの論文 (Akerlof, G., 1970) において市場におけるレモン問題として最初に提起された。この論文では、売り手が品質に関する情報を隠蔽して販売することで買い手が粗悪品 (Lemons) を売り付けられ、その結果、市場に質の悪いものしか出回らなくなり、取引そのものが成り立たなくなるという状況が示されている。このアドバースセレクション問題は、プリンシパル・エージェント関係においてつねに発生する可能性を孕んでいる。プリンシパルとエージェントが、互いに限定合理的に行動するので⁸⁾、プリンシパルは、エージェントが全情報を提供しているか否かを判断する事ができない。それは私的情報、とくにプリ

6) Ross, S. A. (1973). p.134.

7) Jensen, M. C. (2000). p.137.

8) Horsch, A., Meinhövel, H. & Paul, S. (2005)、丹沢 (2000b) では、エージェンシー理論はプリンシパルが客観合理的に行動すると仮定していると指摘しているが、ロスの論文 (Ross, S. A., 1974) において、プリンシパルの行動範囲は、エージェントが提供する情報の範囲内でしかないとされている。本稿では、共に限定合理的に行動すると仮定する。

ンシパルの不利益になる情報の有無を事前に把握することが困難であるからである。そして、プリンシパルから与えられるエージェントへの報酬が大きく、かつプリンシパルの損失がエージェントの私的情報によって大きくなる程発生頻度が高くなる。

プリンシパル・エージェント関係において発生するもう一つの問題として、モラルハザードが挙げられる。モラルハザードに関する問題提起は、エージェンシー理論の生成より古く、明示的にはアローの研究 (Arrow, K. J., 1970) において、さらにバーゼルのワーキングペーパー (Barzel, Y., 1987b) によれば暗示的にはナイトの研究 (Knight, F., 1921) においてなされている。モラルハザードの問題には、ナイトが提起した不確実性原理と行為主体の機会主義的行動が密接に関連している。それは、アドバースセクションとは異なりエージェントによる契約後の機会主義的行動によって発生する。プリンシパルは、エージェントを動機付けるために、目的を達成するまでの不確実性の大小に応じて報酬を与える。しかし、その報酬が適切でなければエージェントは計画的な職務放棄、虚偽情報の提供、損失の隠蔽等を行い評価の操作を試みる。

エージェンシー理論では、これらのアドバースセクションやモラルハザードをいかに防止、予防するかということが主題とされ、本稿で論述するジェンセンのエージェンシー理論の中でもそれが重要な位置を占めている。これらの問題は、プリンシパル・エージェント間で利害が異なり、そして不利益を被るリスクを回避するようにエージェントが行動することが原因とされる。そして、この二つの問題は、前述の通りエージェンシー理論の成立より前から認識されており、エージェンシー理論は、この二つの問題を説明するために形成されていったとみても過言ではない。

2. エージェンシー理論の類型

このようなプリンシパル・エージェント関係の下でのアドバースセクション、モラルハザードなどの問題を克服するためのエージェンシー理論は、ジェンセンとメックリングの論文によって規範的アプローチと実証的アプローチに類型化された。

ロスの研究の流れを汲み、ゲーム理論を受容し、より精緻に構築されたエージェンシー理論は規範的エージェンシー理論、あるいは単純にエージェンシー理論と呼ばれている。この規範的エージェンシー理論は、エージェントとプリンシ

パルの間で生じる情報の非対称性によって富の最適な分配がどれほど影響を受けているかを数学的な手法によって推測している。このアプローチは、ロス以降、ホルムシュトレーム（Holmström, B.）やマリーズ（Mirrlees, J.）などによって拡張され、効果的な報酬契約を報酬関数やリスク回避度などによって推定することが多い。そして、近年では経済学における契約理論の発展とともにこのアプローチは契約理論の一つのモデルと見なされ⁹⁾、報酬設計を行うための一つの数学的公式のように考えられている。

実証的エージェンシー理論は、プリンシパル・エージェント関係を実際の企業経営に適用している。そのため、実証的エージェンシー理論で考えられた経営手法や、報酬体系のシステムは、人事労務、財務管理や戦略提携におけるフランチャイジング契約の管理などの分野で研究されている。それと同様に、多くの研究者によってジェンセンの理論の検証が行われている。しかし、彼の理論の出現以降、実証的エージェンシー理論は、企業の資本構成や報酬システムの分析道具として扱われ、その理論内容に対する批判が多く存在するにも関わらず¹⁰⁾、その理論内容には目立った修正がなされていないように思われる。

III. ジェンセンのエージェンシー理論

ジェンセンは、実証的エージェンシー理論によって現実の企業を考察しようとした。それが規範的エージェンシー理論との相違点である。企業経営における組織コントロールの失敗を株主・債権者と経営者の間の情報の非対称性に還元し、解決策を見出すためにエージェンシー理論を用いて企業経営、とくに経営財務の説明を試みた。そのことにより、エージェンシー理論が想定する「プリンシパル・エージェント」関係は具体的に「株主（債権者）－経営者」の関係として把握されるようになった。この「株主（債権者）－経営者」関係を「プリンシパル・エージェント」関係と見なし、それを検討することは既述のロスの論文（Ross, S. A., 1973）において有用なことでありと指摘されているが¹¹⁾、ロス自身は、この領域には踏み込まなかった。このロスが手をつけなかった部分の検討を実際に行ったのがジェンセンとメックリングの共同論文である。ジェンセンとメックリングの

9) 伊藤（2007）において、契約理論の発展とその歴史が説明されている。

10) ジェンセンの理論に対する批判の詳細については、本稿第IV節参照。

11) Ross, S. A. (1973), p.138.

モデルは、バーリとミーンズの論文 (Beale, A. A. & Means, G. C., 1932) より提起された「所有と経営の分離」を基礎として構成されている。

1. エージェンシーコスト

ジェンセンのエージェンシー理論では、既述のように経営者と株主・債権保有者の関係がプリンシパル・エージェント関係とみなされている。この仮定においてはエージェンシーコストとは、エージェントの行動をプリンシパルの利益にかなうものに誘引するために費消されるコストと定義される。それは、具体的には次の四種類である¹²⁾。

1. プリンシパル・エージェント間の契約締結により生じるコスト
2. プリンシパルによる監視コスト
3. エージェントによる拘束コスト
4. 残余損失

ジェンセンは、これらのエージェンシーコストが企業経営においてどのような影響を与えるかを考察している。まず、プリンシパル・エージェント間で契約が結ばれた場合、契約で結ばれた双方において、それぞれの行動が、相互に影響し合う関係になる。したがって、契約によって互いの行動に制約が生じるのであり、契約を締結すること自体によってコストが生じる¹³⁾。

次に、プリンシパル・エージェント関係が契約によって成立すると、プリンシパルは、エージェントが自分の利益に沿うような行動しているかどうかを監視する。そこで監視コストが発生する¹⁴⁾。ジェンセンのエージェンシー理論では、プリンシパル・エージェント間の利害は一致していないことを前提としているので、このコストが発生する。

また、エージェントの側で拘束コストが発生する¹⁵⁾。これは、エージェントがプリンシパルからの監視や報酬に応じてエージェントが行動を変えるからである。エージェントは、自らの行動がプリンシパルの利益に沿っているということを示さなければならない。そのために必要となるコストは、プリンシパルの監視の程度や、報酬の大小によって変化する。

12) Jensen, M. C. (2000)., p.86.

13) Jensen, M. C. (2000)., p.86.

14) Jensen, M. C. (2000)., p.86.

15) Jensen, M. C. (2000)., p.86.

最後に、この関係が形成されると、エージェントは、プリンシパルの目的に沿って行動するよう誘引される。それは、エージェントが自らの目的だけを志向して行動することが出来なくなるということを意味している。その際に、残余損失が生じる。この残余損失は、エージェントがプリンシパルの目的に応じて行動することによって発生する。これは、本来エージェントが保持する筈であった特権である。これら4つのエージェンシーコストは企業経営の多くの場面で発生する。ジェンセンが提起した実証的エージェンシー理論は、エージェンシーコストが企業経営のどの場面で発生し、どのような影響を与え、そして、それを改善するためにどのようにするべきかを説明する理論である。

2. ジェンセン理論の考察対象

ジェンセン (Jensen, M. C., 2000) によれば、実証的エージェンシー理論は、すべての契約関係に適用できる。より具体的に述べれば、彼は、“契約の束”たる企業の全ての関係についてエージェンシー理論で説明可能であると考えている¹⁶⁾。

実際、ジェンセンは、前述のメックリングとの共同論文にて企業財務にエージェンシー理論を適用し、負債と証券市場から調達した資本金が内包しているエージェンシーコストについて述べており、エージェンシー理論が企業財務に適応可能であることを示した。

また、ファマとの共同論文 (Fama, E. F. & Jensen, M. C., 1983a, 1983b, 1985) ではエージェンシー理論で企業形態の分析を行い、それが企業形態分析にも適用可能であることを示した。これらに共通しているのは、プリンシパル・エージェント関係において必ず何らかの最適な関係が存在するということである。この最適な関係が存在するという主張は、エージェンシー理論の一つの特徴である。では、実証的エージェンシー理論を用いジェンセンは具体的にどのように理論を展開したのであろうか。

2-1. 企業の資金調達

ジェンセンは、メックリングとの共同論文を含む多くの研究 (Jensen, M.C. & Meckling, M. H., 1976, Jensen, M.C., 1988, 2000, Jensen, M.C. &

16) Jensen, M. C. (2000)., p.88.

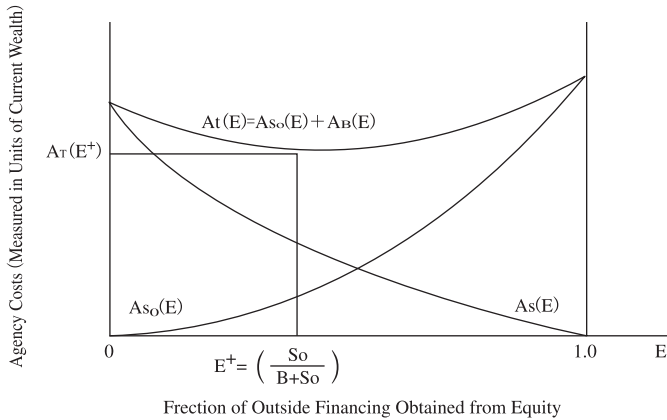
Murphy, K. J., 1990) において企業の資金調達や経営者報酬について述べている。そこではまず、彼は、それまでの企業経営の手法が行き詰っていると指摘し、それは、内部統制システムによって惹き起こされたとしている。そのシステムでは、企業の規模の拡大に伴い、意思決定により長い時間を要し、それが最も効果的に作用する時機を逃してしまう。この失敗により、R&Dなどの機会原価が発生し、企業の利益を損なう。これらの失敗を惹き起こしたのは、主に取締役会メンバーの情報保有量に限度があること、各々ができる限りローリスクでハイリターンを目指して行動しがちであるからである。

換言すれば、取締役会メンバーが限定合理性に基づいて行動し、機会主義的であるため、企業内部でのコントロールではそれを制御することができない。その企業内部でのコントロールの欠陥を補完するために、外部からの監視を強化することが必要となる。彼は、その外部からの監視メカニズムとそれにかかるコストを説明する理論としてエージェンシー理論を用いている。彼は、外部から企業を監視するプリンシパルとして債権者と株主を挙げている。彼は、これらのプリンシパルを、LBOなどの手法によって利害を一致させることが可能であるとみなしている。この利害を一致させた外部株主と債権者と経営者が利害関係上は、純粋なプリンシパル・エージェント関係を形成する。その関係の中で、負債と株式について発生するエージェンシーコストの性質の違いにより最適な資本構成が決定されると主張している¹⁷⁾。

すなわち、ジェンセンは、全株主の中での外部株主の比率の増加に伴い発生するエージェンシーコストと、負債比率の高まりに伴い発生するエージェンシーコストはトレードオフ関係にあると考えている。そして、彼はそれらが均衡する点が存在すると考えた。彼の理論は、配当政策と負債政策が資本構成の影響を受けないことを前提とするMM理論とは異なり、株主資本と負債について発生するエージェンシーコストは性質が異なると仮定している。(図1参照)しかし、この最適資本構成が存在するには、ある条件が必要となる。それは、経営者の報酬が外部によって吟味されることである。なぜなら、経営者の評価が企業内部でなされると、内部統制システムの失敗という状況に陥り、余分なエージェンシーコストが発生してしまうからである。

17) Jensen, M. C. (2000), p.120.

図1 エージェンシー理論での最適資本構成



出所 Jensen, M. C. (2000). *A THEORY OF THE FIRM : GOVERNANCE, RESIDUAL CLAIMS AND ORGANIZATIONAL FORMS*. Harvard University press, p.122.

So : 外部保有の証券 Si : 自社保有の証券

B : 負債 E : 自社保有の証券

$ASo(E)$: 証券(エクイティ)の外部保有にかかるエージェンシーコスト

$AB(E)$: その際の負債状況にかかるエージェンシーコスト

$At(E) = ASo(E) + AB(E)$: エージェンシーコストの総和

ジェンセンのエージェンシー理論では、負債比率を従来よりも上昇させる事によって内部コントロールシステムの失敗を防止しながら、最適資本構成を構築することができ、そして、経営者と企業との関わりを薄めることによって、経営者と株主・債権者間の情報の非対称性を軽減させ、良好なプリンシパル・エージェント関係を作り上げることが可能であると述べられている。そして、エージェントたる経営者に対しては、出来高給を支払う事で経営者に動機づけを行う。それは、プリンシパルが業績の指標としている株価を基準として評価されたものである。このエージェントに対するインセンティブ報酬の具体例として、ストックオプションが挙げられている。このように、ジェンセンの資金調達政策の理論は、負債と株式が持つエージェンシーコストの違いによる最適資本構成の成立と経営者に対する外部(株式市場)による評価とそれに連動した報酬を特徴として挙げることができる。

一般的にジェンセンの理論とは、このような理論を指すことが多い。この理論が2000年代のアメリカにおける不正会計事件の発生を助長したという主張もある¹⁸⁾。それは、この理論に対する批判が、不正会計事件の発生後集中していることから分かる¹⁹⁾。

2-2. 企業形態の分析

ジェンセンは、ファマ (Fama, E. F.) と共に、実証的エージェンシー理論によって企業形態を分析している。その論文 (Fama, E. F. & Jensen, M. C., 1983 a, 1983 b, 1985) では、所有と経営が明確に分離していない企業と所有と経営が明確に分離している企業をエージェンシー理論を用いて説明されている。

彼らの主張によれば、企業形態は、三つの権利に関する契約によって特徴づけられる²⁰⁾。それらは、①残余請求権に関する契約、②意思決定管理権に関する契約および③意思決定コントロール権に関する契約である。三つの権利のうち、残余請求権以外の契約は意思決定過程に関連している。

まず、残余請求権とは、プリンシパルがエージェントに対する報酬を支払う見返りとしてエージェントが生み出した利益から一部を自らの取り分として受け取ることができる権利を意味する。次に、意思決定管理権は、一般的に経営者が行っている管理機能、資産の運用計画の構築と実行計画の選択を行う権利であり、意思決定コントロール権は、運用計画の承認と評価・監視を行う権利である。この二つの意思決定過程に関する契約は、残余請求権に対するリスクに関する契約ともいえる。それは、残余請求者が受け取る利益の大小が意思決定の結果によって左右されるからである。それらは、経営者²¹⁾、企業者あるいは株主のいずれかによって保有されているが²²⁾、それは企業形態により異なる。この企業形態による意思決定権の分布の相違は、企業が生き残るために権利を配置した結果である。つまり、それは、その時点での最も効率的な権利配置である。

18) Lowenstein, R. (2004)

ローウェンスタインは、この著書の中でコンサルタントの話として、株価に経営者の報酬を連動させるべきだというジェンセンの主張は、多くのコンサルタントが使用したと述べている。

19) ジェンセンの理論に対する批判の詳細は、本稿第IV節を参照。

20) Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983 a), p.302～p.304.

21) 本稿では、経営権のみ保持する経営者を経営者、企業の所有権と経営権を保持する経営者を企業者とする。

22) Jensen, M. C. (2000) では、企業内でのエージェントとしての経営者・企業経営者に相対するプリンシパルとして株主 (stockholders) と債権者 (bondholders) が挙げられているが、ファマとの共著 (Fama, E. F., & Jensen, 1983 a, 1983 b) においては、株主のみが挙げられている。

企業規模の拡大の結果、企業者の資金調達などのリスクが増大する。企業者は、そのリスクを回避あるいは軽減するために、自らの株式を外部へ売却する。その結果、残余請求権と意思決定コントロール権を株主が保持することになる。そして、意思決定管理権のみ保持することになった経営者は、専門化が進み専門経営者となる。しかし、株式の一部のみを外部へ売却した企業者は、株主でありながら経営者でもあるという三つの権利全てを保持した存在となってしまう。その存在は、残余請求権を獲得した株主が自己の利益最大化原理にしたがってコスト削減を追求する際に、阻害要因となる。それは、経営者が意思決定コントロール権を保持すると、その企業の意思決定を自由に行うことが可能になるからである。この状況では、株主でもある一部の経営者が企業の意思決定を自らの利益へ誘導することができ、他の株主の残余請求権が大きく阻害される²³⁾。それによって企業経営全体の効率性が制限される。しかし、最終的には、そのような効率性を阻害する経営者は、企業内から排除され、所有と経営が完全に分離される。さらに企業の規模が拡大し、経営者と株主が多数になり、三つの権利が高度に分散すると、これらの権利は、ローコストで他者へ移転できるようになる。その結果、株主と経営者は、互いに機会主義的な行動を行い、意思決定コントロール権は株主から経営者へと移転する。なぜなら、経営者は、意思決定コントロール権を保持することにより他の経営者よりも優位に立とうとするからであり、株主は、量的に拡大した経営者のモニタリングコストの増大が負担となるからである。このように企業の規模の拡大によって、意思決定に関する二つの権利が経営者に保持される危険性が高くなる。この危険性を制度整備によって防ぐことが必要であり、可能であるということが、ジェンセンの企業形態の分析に関する理論の要点である。その制度の例として、彼らは、機関投資家による積極的な企業経営への関与や、他の経営者の監視・評価を専門とする社外取締役の任命を挙げている²⁴⁾。

3. ジェンセンのエージェンシー理論の特質

上述のような2種類のエージェンシー理論を同時に総合的に考察することによってジェンセンの諸説の特質が明らかになる。前節で述べた二つの理論のうち、企業の資金調達政策に関する理論では、一つの企業が最適な権利構造を構築する際にどのようなことを行えばよいかを示唆している²⁵⁾。それに対してもう一

23) Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983a)., p.304.

24) Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983a)., p.308.

25) Jensen, M. C. (2000)., p.83-p.135. 又は、Jensen, M. C., & Meckling, M. H. (1976) を参照。

方の企業形態の分析についての理論は、より俯瞰的に現実経済を眺め、企業の発展経路や様々な形態の企業が混在している現状の説明を行っている²⁶⁾。このように一見、異なる事象を述べているように見える二つの理論に共通する認識がある。それは、大企業における最適なプリンシパル・エージェント関係についての認識であり、権利構造についての認識である。彼は、資金調達政策についての理論において、従来の組織構造では利害が対立する経営者と株主の関係を中和することができないと主張し、その達成のためには、株主が積極的に企業経営に関わり、経営者に圧力をかけていくことが有効であると述べている。

IV. ジェンセン理論への批判

一般的に、ジェンセンのエージェンシー理論といえば、株価至上主義の企業経営を理論面の後押ししたものであるという印象が強い。なぜそのような印象をもたれているのであろうか。それは、彼の資金調達政策に関する理論は²⁷⁾、株式市場による企業価値評価を賛美するものであった上に、金融革命が惹き起こされ、株式市場があたかも企業活動に関するすべての情報を網羅しているかのように見られていた当時の状況とも重なり合ったため、過大評価されたものと思われる。この資金調達政策の理論によって²⁸⁾、負債比率の高さに対するポジティブなイメージとストックオプションによる経営者への報酬の有用性が強調され、それがとくにアメリカの金融市場に受け入れられた。折しも、1970年代後半において、金融工学が大幅に進歩し²⁹⁾、それに対する期待の高まりが彼の資金調達政策の理論を後押しした。その金融工学の発展への期待は、彼の資金調達の理論における証券市場による企業価値評価への信頼度の高さに見る事が出来る。この証券市場への信頼は、ジェンセンの1976年以前の業績で証券市場の有用性を述べていることから分かる³⁰⁾。しかし、その後2000年代にエンロン、ワールドコム of 粉飾会計が発覚した後に、自身の論文(Jensen, M. C., 2005)によって自らその主張を変更したように、彼の証券市場への信頼の期待は打ち砕かれた。それと同時

26) Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983a) 又は、Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983b) を参照。

27) Jensen, M. C. (2000), p.83-p.135 又は、Jensen, M. C., & Meckling, M. H. (1976) を参照

28) これより、ジェンセンの最適資本構成を述べた理論をこのようにいう。

29) 1973年におけるブラック・ショールズモデルの発明とそれに連なるデリバティブ、オプション取引の手法の開発のことを指す。

30) Jensen, M. C. (1968, 1969, 1972) を参照。

これらの論文において、ジェンセンは、証券市場(capital market)からやり方によっては最低限の資本を得ることができ、また、その得られる資本は、証券市場に関する理論の発展によって多くなると予測している。

に、彼の理論に対する批判も数多く行われた。それらの中には、エージェンシー理論の前提自体に対する批判も存在する³¹⁾。

彼の理論に対する批判もまた、彼自身が誤りを認めたと同様、とくに資金調達政策に関する理論に対するものが多い。これは、この理論がその時代の流行に合致しており、多くの場合で証券市場を重視する理論の根拠となったためである。また、ジェンセンは、LBOによる企業買収も奨励している。LBOは株式を少数の株主（機関投資家）に集中し、それと引き換えに債権者を増やす。それによって彼は最適資本構成が実現すると主張している。最適資本構成において、利害が一致した株主と債権者は、経営者を会社の資産を効率的に利用させるように監視し、その業績に見合った報酬を外部の市場からの評価によって見積もり、経営者に与える。この理論では、外部の市場を株式市場と想定し、株価は企業価値を正確に示すものと仮定されている。そこでは、株式市場によって株価という形で示された企業価値はいわば「客観的合理性」(*objective rationality*)³²⁾に基づいて決められたものであり、その評価に疑いをもつことはない。これは1980年代以降に進展した経済の金融化の流れに沿ったものであるが³³⁾、2000年代の粉飾会計事件の発覚によって、経営者の巧妙な手口によるモラルハザードの発生が明らかになった³⁴⁾。それによって、証券市場や株価による評価では経営者を完全に監視・評価できないことが指摘され、彼の資金調達政策に関する理論も批判された。彼は、証券市場を用いての監視・評価では、ハートの研究(Hart, O., 1998)において指摘されるような共謀が行われないと考えていたが³⁵⁾、会計情報の改竄と粉飾という行為によってそれが行われた。

それにも関わらず、彼の「市場への信頼」は、粉飾会計事件以後の理論修正後も継続されている。その理論の修正は次のようである。彼の2005年の論文(Jensen, M. C., 2005)では、この一連の不正会計事件で見られた現象は「数合

-
- 31) エージェンシー理論に対する批判は、ハート&ティロル(Hart, O. & Tirole, J., 1988)を参照。ここでは交渉機会の有無による契約への貢献度の低下について、丹沢(2000 a, 2000 b)では、プリンシパルの情報処理能力の前提と制度進化の可能性について批判されている。いずれもエージェンシー理論にとって重要な指摘である。しかし、本稿では、ジェンセンの理論を主題としているため、これらのエージェンシー理論への普遍的な批判は、本稿では取り上げない。
- 32) Simon, H. A. (1976)では、知識や選択が制限されず、所与の環境で所与の価値を極大化させる行動ができることを客観的合理性(*objective rationality*)と定義されている。
- 33) ストレンジ(Strange, S., 1988)では、この経済が偶然の不確実性に支配されたカジノ資本主義(*casino capitalism*)と呼ばれ、彼女は政治経済学の立場から批判している。
- 34) 奥村(2002)参照。
- 35) ハート(Hart, O., 1998.)を参照。この論文では、第三者機関による監視・評価は、共謀がない限り有効だが、その危険性はつねにあると指摘されている。

わせのゲーム (*gaming the system*)³⁶⁾」と呼ばれ、見かけ上の利益計上はさしあたり投資家などから賞賛を浴びるが、他の選択の余地が無くなると、まるでヘロイン中毒者のように実際の企業の存続に必要な長期的に企業価値に影響するプロジェクトを破壊していく³⁷⁾。また、数合わせのゲームによって吊り上げられた株価は、ある一定の時期を過ぎると急激に暴落がする。自らの過去の理論ではこれらの現象を説明できなかったと述べている³⁸⁾。

ただし、彼は適正に株式が評価された状態 (*undervalued Equity*)³⁹⁾ においては自らの理論は適用可能であるとも述べており、株式市場内の行為主体が規律 (モラル) を持って行動しさえすればよいとしている⁴⁰⁾。要するに、彼の株価による企業価値の評価や経営者の報酬を決定という機能自体に対して不変の信頼を寄せており、株式市場の企業価値評価機能への高い期待は変わっていない。

V. ジェンセン理論の再評価

これまで述べてきたように、ジェンセンの企業買収と高い負債比率での企業経営、そして、流動性の高い資産運用を賞賛する理論は、80年代～90年代におけるアメリカの M&A ブームのガソリンとなっていた⁴¹⁾。その後、前節でも述べたように彼の資金調達政策に関する理論に対する批判は、多くなされてきた。しかし、実は、彼が述べてきたものは、この理論が全てではない。

1. ジェンセン理論の意図

彼は、第Ⅲ節で述べたように、企業形態に関する理論を提起している。そこで示された理論は、効率的な権利配置の在り方を示すものであり、企業の資金調達の上での最適資本構成の存在、株価での企業価値の評価、経営者のストックオプションによる評価といった何らかの経営管理手法のみを提示するものではなかつ

36) Jensen, M. C. (2005)., p.7.

37) Jensen, M. C. (2005)., p.8.

ジェンセンは、この論文の中で、過大評価された株価 (*overvalued equity*) をヘロイン (*organizational and managerial heroin*) と例えている。

38) Jensen, M. C. (2005)., p.7.

彼はこの論文の中で自らの理論は、過大評価された株価がもたらす危険性とコンフリクトを説明することができなかったと述べている。

39) Jensen, M. C. (2005)., p.14.

40) Zak, P. J. (2008) 参照。

前書きにおいてジェンセンは、モラルをもった証券市場の必要性を示している。

41) Jensen, M. C. (2005)., p.10.

た。この権利配置の在り方を示した理論こそが、ジェンセンが最も訴えたかったことではないか。なぜなら、企業形態に関する理論を用いて資金調達政策の理論を説明することが可能であるからである。その理論では、5つの状態が述べられている(図2-1、2-2参照)。所有と経営の分離が不完全な状況(図2-1)では、企業者によって企業が経営されている状態(図2-1 ①)、企業者が一部の株式を株主へ売却し、株主と企業者が存在し、それに加えて経営者も存在している状態(図2-1 ②)の二つの状態がある。そして、所有と経営が分離した状況(図2-2)では、株主が意思決定コントロール権と残余請求権を保持している状態(図2-2 ①)、企業の規模の拡大により、経営者を評価・監視することが困難になったため、株主が他の経営者より有利な立場に立とうとする経営者に評価・監視の権利を譲渡することにより、経営者が意思決定に関する二つの権利を保持している状態(図2-2 ②)、そして、制度整備によって株主が容易に経営者の評価・監視を行えるようになり、意思決定コントロール権を株主が保持している状態(図2-2 ③)がある。彼の資金調達の理論は、図2-2 ①の状態から図2-2 ②に推移していくことを示している。企業の規模が拡大していくと経営者のモニタリングコストが増大する。それに伴い、意思決定コントロール権は、ローコストで他者へ移転することが可能になる。それに従って、株主は、自らの利益を増大させることを条件に経営者に意思決定コントロール権を譲渡する。このようにして経営者は、意思決定コントロール権と意思決定管理権を手中にする。その状態が図2-2 ②である。この状態では、経営者が意思決定を自分の利益に誘導することが可能になる。それと共に、経営者は、株主に与える情報を操作することも容易になる。要するに、経営者が、意思決定の二つの権利を手中にすることにより、経営者によるモラルハザードが発生する可能性が高まるのである。彼の資金調達の理論で提示された解決策は、この状態を図2-2 ③の状態へと移行させるためのものである。(図2-2 二重破線囲み部分参照) 彼は、株式市場やカジノ資本主義を賛美するために株価による企業価値評価、ストックオプションによる経営者の評価を主張した訳ではなく、あくまでも、意思決定の二つの権利を明確に区分するための手段として提示しているのである⁴²⁾。

42) Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983a). p.304.

実証的エージェンシー理論の構造

図 2 - 1 ジェンセン理論の構造 (所有と経営の分離が不完全な状況)

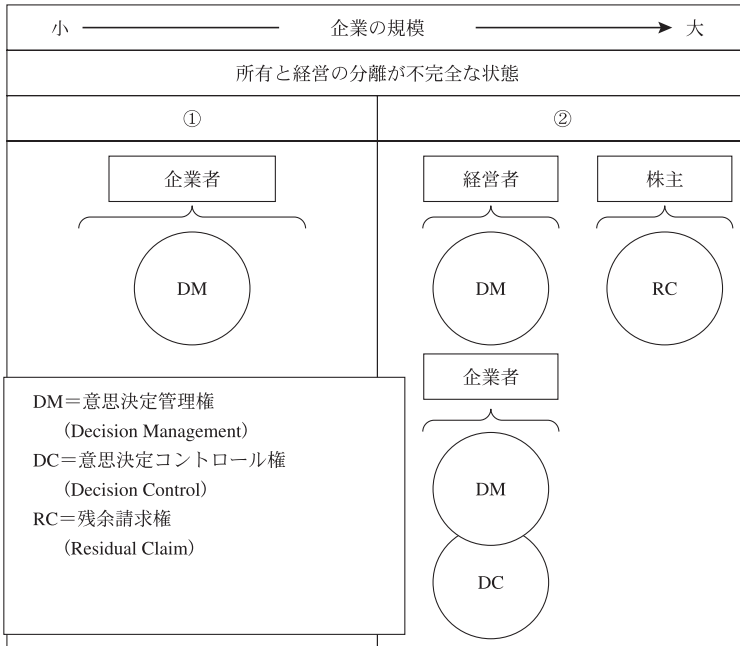
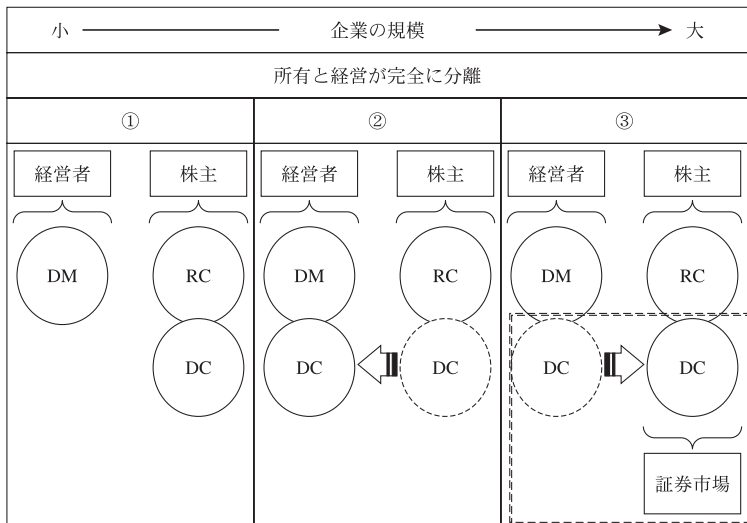


図 2 - 2 ジェンセン理論の構造 (所有と経営の分離が完全な状態)



ジェンセンは、企業経営において、効率性が阻害されていることの原因は株主と経営者の利害の不一致と情報の非対称性であると述べ、その解決策として、企業規模、形態に応じた権利の再配置を提示した。権利を適切に配置し、それを保証する制度を整備することによって株主は、経営者を適切に監視し、自らの利益に沿うよう行動させることが可能になる。

しかし、彼の提示した理論は、基本的にバーリとミーンズの研究 (Berle, A. A. & Means, G. C., 1932) により提起された「所有と経営の分離」を基礎として構築されたアメリカ的なものであり、国、文化といった基本制度が異なる場合、この理論が果たして有効性を持ちうるか否かははっきりしていない。そのため、この理論を用いて日本企業の分析を行う際には、多くの研究者がプリンシパル・エージェント関係の仮定自体に修正を加えたり⁴³⁾、エージェンシーコストの算出方法を修正したりしている⁴⁴⁾。しかし、本稿で何度も言及しているようにエージェンシー理論は、エージェンシーコストの測定と報酬制度の設計のみについて論じているのではない。とくにジェンセンのエージェンシー理論では、企業の意思決定権などの権利の配置構造についても考えられた。この側面を扱うことにより、エージェンシー理論によって様々な企業制度の分析が可能ではないだろうか。

しかし、ジェンセン自身は、アメリカ的な所有と経営が分離したモデルが、企業経営において最も効率的なモデルであると考えている。それは、株主や債権者以外の利害関係者（従業員）の存在を想定しておらず、共同決定企業も最終的には、アメリカ的な所有と経営が分離した企業構造に行きつくと言っていることから明らかである⁴⁵⁾。

だが、ジェンセンの理論は、ジェンセンの想定以上に、アメリカ的な企業構造のみならず、他の企業構造にも適用可能であると考えられる。

2. ジェンセン理論の可能性

エージェンシー理論はどのような事象に対し適用可能なのであろうか。ジェンセンに端を発し多くの論者が経営者と所有者の関係の間に潜むエージェンシー問題の説明を試みている。その内容は、細部の違いこそあれ、概ねジェンセンの主張に沿っている。それ以外の事象を説明対象としたものとしては、人事労務管理

43) 小山 (2007). 268 ページ～ 276 ページ。

44) 菊澤 (2007). 165 ページ～ 179 ページ。

45) Jensen, M. C. (2000)., p.168-p.204.

の報酬についての分析がある。しかし、エージェンシー理論は、企業内部のより多くの場面に適用可能であると思われる。それは、企業が「契約の束」である以上、企業が行う諸活動は、個々の契約関係が相互に作用し行われているからである。もしその活動の制限要因が、情報の非対称性や契約関係にある二者間での利害の不一致であるとすれば、エージェンシー理論で説明可能なはずである。ジェンセン自身もその可能性を示している⁴⁶⁾。

また、本稿において述べているように、ジェンセンの理論は単純なプリンシパル・エージェント関係間のエージェンシーコストの算出を述べているだけではない。ジェンセンが提示した権利構造モデルは、意思決定管理権保持者を意思決定コントロール権保持者が十分に評価、監視できなかったために実現されなかった。しかしそれは、ジェンセンの理論を株価至上主義の経営を賛美した物、あるいは、高騰する経営者報酬の正当性を論証したものから脱却させた⁴⁷⁾。彼が意図したものは、株価に連動した企業価値評価やそれに伴う経営者報酬の算出と異なり、より概念的で普遍的な権利構造モデルの構築であった。

このジェンセンの権利構造モデルに焦点をあて、様々な事象を解釈していくことによってエージェンシー理論の可能性は拡大すると思われる。

VI. 結

本稿では、ジェンセンが展開した実証的エージェンシー理論を検討し、その構造の解明を試みた。彼の研究は、企業の最適資本構成、経営者に対する報酬および証券市場についての分析がその大部分を占める。しかし、本稿では、彼の理論の主題は、企業の経営者にどのようなインセンティブを与えるのが良いかということとは異なり、企業をどのようなシステムの下で管理するべきかを論じたものであると指摘し、この側面に焦点を合わせて彼の理論の全体像を考察した。

このような視点から実証的エージェンシー理論を考えると、それは、経営者への莫大な報酬や企業買収を礼賛するための理論ではないことが明白である。しかし、実際には、ジェンセン以後、実証的エージェンシー理論は、ジェンセンの本来の意図とは異なるように展開されている。ジェンセンは、最適な経営者への報

46) Jensen, M. C. (2000)., p.88.

47) ストレンジ (Strange, S, 1988) では、1980年代以降急激に高騰する経営者報酬を、不確実性の急激な増大によるものとしている。エージェンシー理論において、外部環境の不確実性の増大はその組織を管理する者への報酬の増大につながる。

酬システムや企業の最適資本構成を解明するためだけにこの理論を提唱したわけではない。彼は、実証的エージェンシー理論によって、企業の行動や発展を説明できると考えていたのである。それを実際に検討していくことが今後の課題である。

また、彼の実証的エージェンシー理論には、多くの批判がなされている。それにもかかわらず、ジェンセンも含めたエージェンシー理論の研究者による十分な反論は見られない。そのことを考察し、従来の実証的エージェンシー理論を補完し、修正していくことも今後の課題である。

(筆者は、関西学院大学大学院商学研究科博士課程後期課程2年)

参考文献

- Akerlof, G., (1970). *The market for Lemons : Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism*. Quarterly Journal of Economics, vol.84, p.488-p.500.
- Alchian, A. & Demsetz, H. (1972). *Production, Information Costs, and Economic Organization*. American Economic Review, No.5, 62, p.777-795.
- Arrow, K. J. (1970). *Essays in the Theory of Risk Bearing*. North-Holland Publishing Company.
- Barnard, C. I. (1950). *The functions of the executive*. Harvard University Press.
- バーナード, C. I. 山本安次郎 他 訳 (1968) 『経営者の役割』ダイヤモンド社。
- Barzel, Y. (1987). *Knight's "Moral Hazard" theory of organization*. Economic Inquiry, vol.25, p.117-p.120.
- Baker, G. P., Murphy, K. & Jensen, M.C. (1988). *Compensation and incentives : Practice vs Theory*. Journal of Finance, Vol.43, p.593-p.616.
- Berle, A. A. & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. Macmillan.
- Brealey, R. A. & Myers, S. C. (2004). *Principles of corporate finance 8th edited*. McGraw-Hill.
- ブリーリー, R. A. & マイヤーズ, S. C. 藤井眞理子, 国枝繁樹, 訳 (2002) 『コーポレートファイナンス』上下, 日経BP。
- Chandler, A. D. Jr. (1990). *Scale and Scope : The Dynamics of Industrial Capitalism*. Harvard University Press.
- チャンドラー, A. D. Jr. 安部悦生, 川辺信雄, 工藤章, 西牟田祐二, 日高千景, 山口一臣 訳 (1993) 『スケール・アンド・スコープ : 経営力発展の国際比較』有斐閣。
- Chandler, A. D. Jr. (1962). *Strategy and structure : chapters in the history of the industrial enterprise*. M. I. T. Press.
- チャンドラー, A. D. Jr. 有賀裕子 訳 (2004) 『組織は戦略に従う』ダイヤモンド社。
- Coase, R. H. (1937). *The Nature of the Firm*. Economica, Vol.4, p.386-p.404.
- Coase, R. H. (1960). *The problem of Social Cost*. Journal of Law and Economics, Vol.3, p.1-p.44.

- Coase, R. H. (1988). *The firm, the market and the law*. the university of Chicago press.
- Demsetz, H. (1988). *Ownership, control and the firm*. Basil Blackwell.
- Demsetz, H & Villalonga, B. (2001). *Ownership Structure and Corporate Performance*. Journal of Corporate Finance, Vol.7, p.209-233.
- Fama, E. F & Jensen, M. C. (1983a). *Separation Of Ownership And Control*. Journal Of Law And Economics, Vol.26, p.301-p.325.
- Fama, E. F & Jensen, M. C. (1983b). *Agency Problems and Residual Claims*. Journal Of Law And Economics, Vol.26 No.2, p.327-p.349.
- Fama, E. F & Jensen, M. C. (1985). *Organizational Forms and Investment Decisions*. Journal Of Financial Economics, Vol.14 Mar, p.101-p.119.
- Grossman, S. J & Hart, O.(1986). *The costs and Benefits of Ownership : A theory of Vertical and Lateral Integration*. Journal of Political Economy, p.691-p.719.
- Horsch, A., Meinhövel, H. & Paul, S. (2005). *Institutionenökonomie und Betriebswirtschaftslehre*. Franz Vahlen.
- A. ホルシュ, H. マイネヘーヴェル, S. パウル編著; 深山明 監訳 関野賢, 小澤優子訳 (2011) 『経営学の基本問題』中央経済社。
- Hart, O. (1997). *Firms contracts and financial structure*. Oxford press.
- ハート, O. 鳥居昭夫 訳 (2010) 『企業 契約 金融構造』慶応義塾大学出版社。
- Hart, O. & Tirole, J. (1988). *Contract Renegotiation and Coasian Dynamics*. Review of Economic Studies, Vol.105, p.509-p.540.
- Holmström, B. R. & Tirole, J.(1989). *The theory of the Firm, Chapter 2*. in R. Schmalensee and R. Willing eds. *Handbook of Industrial Economics*, Vol.1.,
- Jensen, M. C. (1968). *The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-64*. Journal of Finance, Vol.23, p.389-p.416.
- Jensen, M. C. (1969). *Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios*. Journal of Business, Vol.42, No.2, p.167-p.247.
- Jensen, M. C. (1972). *Capital Markets : Theory and Evidence*. Bell Journal of Economics and Management Science, Vol.3, p.357-p.398.
- Jensen, M. C & Meckling, W. (1976). *A Theory of the firm*. Journal of Financial Economics. Vol.3, p.305-p.360.
- Jensen, M. C. (1988). *Takeover : Their Causes and Consequences*. The journal of Economic Perspectives, Vol.2, No.1, p.21-p.48.

- Jensen, M. C. & Murphy, K. J. (1990). *Performance Pay and Top-Management Incentives*. The Journal of Political Economy, Vol.98, p.225-p.265.
- Jensen, M. C. (2000). *A Theory of the firm : Governance, Residual Claims and Organizational Forms*. Harvard University Press.
- Jensen, M. C. (2005). *Agency Costs of Overvalued Equity*. Financial Management, vol.34, p.5-p.19.
- Knight, F. H. (1921). *Risk, Uncertainty And Profit*, H. Mifflin.
- Lowenstein, R. (2004). *Origins of the crash : the great bubble and its undoing*. Penguin Press.
- ローウェンスタイン, R. 鬼塚忍 訳 (2005) 『なぜ資本主義は暴走するのか』日本経済新聞社。
- Milgrom, P. & Roberts, J. (1992). *Economics, organization & management*. Prentice-Hall. ミルグロム, P. & ロバーツ, J. 奥野 正寛 他 訳 (1999) 『組織の経済学』NTT 出版。
- Penrose, E. (1959). *The theory of the growth of the firm*. Basil Blackwell. ペンローズ, E. 日高千景 訳 (2010) 『企業成長の理論 第3版』ダイヤモンド社。
- Picot, A., Dietl, H., & Franck, E. (1997). *Organisation : eine ökonomische Perspektive*. Schäffer-Poeschel. ピコー, A. ディートル, H. & フランク, E. 丹沢安治, 榊原研互 他 訳 (1999) 『組織論入門—新制度派経済学による』白桃書房。
- Ross, S. A. (1973). *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*. American Economic Association, Vol.63, No.2, p.134-p.139.
- Simon, H. A. (1976). *Administrative behavior*, 3rd edited. London. サイモン, H. A. 松田武彦, 高柳暁, 二村敏子 訳 (1994). 『経営 行動 第五版』ダイヤモンド社。
- Spence, M. & Zeckhauser, R. (1971). *Insurance, Information and Individual Action*. American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol.61, p.380-p.387.
- Spulber, D. (2009). *The theory of the firm : microeconomics with endogenous entrepreneurs, firms, markets, and organizations*. Cambridge university press.
- Strange, S. (1988). *Casino Capitalism*. Blackwell. ストレンジ, S. 小林襄治 訳 『カジノ資本主義』岩波書店。
- Zak.P. J, eds. (2008). *Moral Market : The critical role of values in the economy*. Princeton University Press

- 伊藤秀史 (2007) 「契約理論：ミクロ経済学第3の理論への道程」『経済学史研究』49巻2号 52ページ～62ページ。
- 奥村宏 (2002) 『エンロンの衝撃：株式会社の危機』NTT 出版。
- 菊澤研宗 (1998) 『日米独組織の経済分析』文真堂。
- 菊澤研宗 (2005) 『比較コーポレートガバナンス論』ミネルヴァ書房。
- 菊澤研宗 (2007) 「コーポレートガバナンスの行動エージェンシー理論分析 —完全利己主義 vs 限定利己主義」『三田商学研究』第50巻 第3号 165ページ～179ページ。
- 小山明宏 (2007) 「日本的経営とエージェンシー・コストの削減 エージェンシー理論による、日本的経営の再考察の試み」『学習院大学 経済論集』第44巻 第3号 263ページ～276ページ。
- 丹沢安治 (2000a) 「第3章 制度と進化論的アプローチ」塩沢由典 編『方法としての進化』シュプリンガー・フェアラーク東京。
- 丹沢安治 (2000b) 『新制度派経済学による組織研究の基礎：制度の発生とコントロールへのアプローチ』白桃書房。
- 丸山雅祥 (2005) 『経営の経済学』有斐閣。
- 三戸公 (1991) 『家の論理』文真堂。
- 柳川範之 (2000) 『契約と組織の経済学』東洋経済新報社。