

Title	コーポレート・ガバナンスの行動エージェント理論分析：完全利己主義 vs 限定利己主義
Author	菊澤, 研宗(Kikuzawa, Kenshu)
Publisher	慶應義塾大学出版会
Jtitle	三田商学研究 (Mita business review). Vol.50, No.3 (2007. 8), p.165- 179
Abstract	最近の株式市場の発展と活発なM & A 活動から、日本でも米国流の株主主権のコーポレート・ガバナンスが一般化するといった見方が有力である。しかし、行動経済学とエージェント理論を統合した最新の行動エージェント理論にもとづいて現状を分析してみると、日米の経営者には心理的な違いがあり、その違いのために日本の経営者を米国流のコーポレート・ガバナンスの方法で統治しようとする、そこに心理的な衝突が起る可能性がある。そして、結果として日本では再び伝統的な日本型コーポレート・ガバナンスが復活する可能性がある。このことが、本論文で説明される。
Genre	Journal Article
URL	<a href="http://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-20070800-0165">http://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-20070800-0165</a>

# 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——

菊澤 研 宗

## <要 約>

最近の株式市場の発展と活発なM&A活動から、日本でも米国流の株主主権のコーポレート・ガバナンスが一般化するといった見方が有力である。しかし、行動経済学とエージェンシー理論を統合した最新の行動エージェンシー理論にもとづいて現状を分析してみると、日米の経営者には心理的な違いがあり、その違いのために日本の経営者を米国流のコーポレート・ガバナンスの方法で統治しようとする、そこに心理的な衝突が起る可能性がある。そして、結果として日本では再び伝統的な日本型コーポレート・ガバナンスが復活する可能性がある。このことが、本論文で説明される。

## <キーワード>

コーポレート・ガバナンス, 行動エージェンシー理論, 行動経済学, エージェンシー理論, 利己主義, 利他主義, 限定合理性, 限定利己主義 日米心理的相違

## 1. はじめに

近年、日本の株式市場では投資家のアクティブな活動が目立っている。ライブドアによる日本放送の買収問題にはじまり、村上ファンドのアクティブな行動、そして楽天によるTBS株の買占め問題などである。

株式市場をめぐって様々な不正が明るみに出たにもかかわらず、依然としてM&A活動は活発化している。とくに、外国企業が日本の子会社を通じて日本企業を買収する「三角合併」が解禁されると、多くの日本企業が欧米企業によって買い取られてしまうのではないかという声も聞こえる。

そして、このような動きと関連して、今後、米国流の株主主権のコーポレート・ガバナンスが日本でも浸透し、この流れはもはやだれも止められないという意見も強い。むしろ、米国流のコーポレート・ガバナンスを日本でもできるだけ早く導入すべきだという積極的な意見もある。

しかし、カーネマンやトヴァースキー (Kahneman and Tversky, 1979) 等によって展開された行動経済学とジェンセンやメックリング (Jensen and Meckling, 1976) 等によって展開されたエー

エンシー理論とを統合した「行動エージェンシー理論<sup>1)</sup>」と呼びうる新しい理論にもとづいて現状を分析してみると、日本の企業経営者を米国流のコーポレート・ガバナンスの方法で統治することには、問題があるように思われる。

日米の企業経営者には体質的で心理的な違いがあり、日本の企業経営者を米国流のコーポレート・ガバナンスで統治しようとする、そこに体質的で心理的な衝突が起る可能性がある。そして、このような衝突の結果として生まれるのは、実は米国流のコーポレート・ガバナンスへの移行ではなく、逆に伝統的な日本の銀行によるコーポレート・ガバナンスの復活であったり、あるいは企業間の株式持ち合い行動の復活であったりする可能性がある。つまり、伝統的な日本型コーポレート・ガバナンスの復活が起る可能性がある。

本論文では、このような考えに至るその道筋について説明するために、(1) まず、日米企業経営者の体質的あるいは心理的な違いについて説明し、(2) 次に、この違いがもたらす帰結を行動経済学とエージェンシー理論を統合した最新の行動エージェンシー・モデルを用いて説明し、(3) そして、この理論的帰結から、米国流のコーポレート・ガバナンスが必ずしも日本で支配的な統治方法にはならないこと、むしろ日米の体質的で心理的な衝突が発生し、その結果、伝統的な日本のコーポレート・ガバナンスの方法が復活する可能性があることを理論的に説明する。(4) 最後に、この推測が理論的のみならず、経験的にもある程度正しいことを示すいくつかの経験的な証拠を提示してみたい。

## 2. 日米企業の体質的違いとコーポレート・ガバナンス

さて、1980年代に、日米企業の違いの一つとして経営者の報酬の違いが注目された。当時、日本はバブル経済真っ只中にあり、非常に景気がよく、他方、米国経済は最悪の状態にあり、米国企業は危機的な状況にあった。

こうした中、米国経営者の報酬問題が注目され、景気が悪いにもかかわらず、なぜ米国企業経営者の報酬が上昇しているのかという点が米国のマスコミの批判の対象となった。しかも、その報酬額が日本の企業経営者の報酬額と比較され、米国企業の経営者の報酬が著しく高いことが注目された。逆にいえば、日本の企業経営者の報酬があまりにも低く、しかも従業員との格差も小さいことが米国人を驚かせた。

この傾向がいまだに続いていることは、図表1の日米欧の経営者の報酬から明らかである。固定報酬、業績連動賞与、株式報酬のいずれをとっても、日本の経営者の報酬は欧米の経営者に比べて著しく少ない。

この違いの原因は、理論的に明らかになっているわけではないが、今日、税制の違いによるも

1) 行動エージェンシー理論あるいは行動契約理論という分野の研究については、伊藤 (2004)、Itho (2004)、Fehr and Schmidt (1999) を参考にしてほしい。行動経済学とエージェンシー理論の統合研究だけでなく、行動経済学と取引コストを統合した行動取引コスト理論の研究については、菊澤 (2006c, 2006d) を参考にしてほしい。さらに、ゲーム論と行動経済学の統合研究も進んでいる。これについては、Camerer (2003) に詳しい。

図表 1 日米欧の経営者の報酬

	固定報酬	業績連動賞与	株式報酬 (ストック・オプション等)
欧州	1億2217万円	6108万円	7330万円
米国	1億3279万円	1億7185万円	8億749万円
日本	5185万円	915万円	1800万円

(注) 日本2003年高額納税者リストおよび召集通知記載情報から計算 時価総額上位100社。  
欧州・米国2003年度米国タワーズペリンデータバンク売上規模1兆円以上の会社(米国275社・欧州236社)。

(原典) 制度インフラと透明性委員会(日本取締役協会)「経営者報酬の指針」2005年2月16日のデータから作成。

のという見方が有力である。しかし、日本取締役協会に設置された独立委員会によって提出された「経営者報酬の指針」によると、<sup>2)</sup> 欧米と比べて、実効税率については、日本の個人所得累進税率は著しく高いわけではないことが明らかにされている。それゆえ、税制の違いによって、日米経営者の報酬格差を説明するには無理があるように思われる。

やはり、ここには何か体質的なあるいは心理的な違いがあるように思われる。ホフステッド(Hofstede, 1994)の国民文化の研究で明らかにされたように、<sup>3)</sup> 米国では経営者も従業員もともに個人主義的で利己的であるため、互いの行動をそれほど気にしない。これに対して、日本人は集団主義的で利他的であるため、互いの行動を非常に気にする傾向がある。事実、日本企業ではメンバーは集団主義的で利他的であるため、就業終了時の午後5時に会社を抜け出して夜間のビジネス・スクールに通う場合、上司や他の従業員から相当強いみえないプレッシャーを受けることになるが、米国企業にはそのようなプレッシャーはまったくないといわれている。

このように、米国企業では経営者も従業員も個人主義的で利己的であるため、経営者がどれだけ多くの報酬をもらおうと、従業員はそれに干渉しないのに対して、日本企業では経営者があまりにも多くの報酬をもらっていると、従業員が不満をもつのではないかといった利他的な意識が経営者に働くように思われる。そして、このような体質的なあるいは心理的な違いが、日米の経営者の報酬格差にも表れているように思われる。

もちろん、日米欧を問わず、人間はだれでもある程度利己的であるとともにある程度利他的でもあり、人間として大きな違いはないかもしれない。しかし、ビジネスの世界に限定し、しかも日米経営者の経営行動にかぎって言えば、そこには明らかに違いがあり、一般に日本の経営者は米国の経営者に比べて利他的な傾向をもつといえるだろう。逆に言えば、米国の経営者は日本の経営者に比べて利己的な傾向をもつように思われる。

このような事実からすると、投資家は日本企業を買収して、日本企業を支配してしまえば、比較的安い経営者への報酬と安い従業員の給与で、企業を低コストで支配できる可能性がでてくる。

2) この指針の詳しい内容については、制度インフラと透明性委員会(2005)を参照。

3) 日本人が集団主義的であり、米国人が個人主義的であるという特徴については、ホフステッド(Hofstede, 1994)の国民文化の研究が有名であるので、参照されたい。

それゆえ、潜在能力のある日本企業をできるだけ早い時期に市場を通して買収し、株主権のもとにコーポレート・ガバナンスするという米国流のコーポレート・ガバナンスは株主にとって非常に都合がいい魅力的な方法となるだろう。

しかし、果たしてそうなのか。この問題を行動経済学の成果を取り入れた最新の行動エージェント理論にもとづいて分析してみたい。

### 3. 行動エージェント理論——行動経済学とエージェント理論の統合理論

#### 3.1 素朴なエージェント理論

さて、ジェンセンとメックリング (Jensen and Meckling, 1976) 等によって展開されてきた従来の素朴なエージェント理論<sup>4)</sup>では、すべての人間関係がプリンシパルとエージェントつまり依頼人と代理人との契約関係として分析される。

しかも、プリンシパルとエージェントの利害は一致せず、また両者の情報も非対称的となる。このように、利害が不一致で情報が非対称的な状況では、エージェントがプリンシパルの意図どおりに行動するとはかぎらない。エージェントはプリンシパルの不備につけこんで、財を非効率に利用する可能性があり、この非効率のことをエージェント・コストと呼ぶ。

しかし、実際にはそれほど悪いエージェントは多く出てこない。なぜか。エージェント理論では、このエージェント・コストの発生を抑止するために、実際には様々な統治制度が形成されているからだと考えるからである。このような考えのもとに、現存する多様な制度を分析したり、あるいは新しい制度政策を展開したりする理論が、従来の素朴なエージェント理論である。

#### 3.2 素朴なエージェント理論の限界と新しい人間観の出現

この素朴なエージェント理論の注目すべき点の一つは、その人間観にある。従来、新古典派経済学では、人間の仮定をめぐって、すべての人間は全知であり、完全な情報のもとに完全に合理的に行動するという完全合理性の仮定 (NC1) と自分の効用だけを最大化するように行動するという完全利己的効用最大化の仮定 (NC2) のもとに理論が展開されてきた。

[新古典派経済学の人間観]

(NC1) 完全合理性の仮定

(NC2) 完全利己的効用最大化の仮定

これに対して、以下のように完全合理性の仮定 (NC1) を緩めて、すべての人間の認識能力に

4) 素朴なエージェント理論は、現実解明に関心をもつ実証のエージェント理論と数理モデルの展開と分析に関心をもつ規範的エージェント理論研究に区別される。前者の代表的な研究論文には、Jensen and Meckling (1976), Fama and Jensen (1983a), Fama and Jensen (1983b) などがある。後者の代表的な論文としては、たとえば Fama (1980), Holmstrom (1979, 1982) などがある。また、エージェント理論のやさしい説明については、菊澤 (2004, 2006b) がある。

は限界があり、この限定された情報のもとでしか人間は合理的に行動できないという限定合理性の仮定を完全合理性の仮定で置き換えて発展してきたのは、従来の素朴なエージェンシー理論である。そして、このような人間仮定にもとづいて、従来のエージェンシー理論はより説明力を高め、これまでかなり大きな成果を挙げてきた。

[素朴なエージェンシー理論の人間観]

(AT1) 限定合理性の仮定

(AT2) 完全利己的効用最大化の仮定

しかし、近年、急速に発展してきたカーネマンや R. セラー (Thaler, 1985) たちによって開発された行動経済学や経済心理学の成果から、限定的なのは人間の合理性だけではなく、実はもう一つの完全利己主義の仮定についても限定的なのではないかという疑問が投げかけられた。つまり、最近では、人間の利他的な動機や互惠性の性質を取り入れた限定利己の人間観、それゆえ利他主義の仮定を受け入れたモデルの構築が盛んに行われるようになってきている。

このように、限定合理性の仮定だけではなく、完全利己主義の仮定をも緩和し、利他主義的な側面をもつ人間観つまり限定利己的な人間観をエージェンシー理論に取り入れ、さらに説明力を拡大しようとする研究分野は、今日、行動エージェンシー理論 (behavioral agency theory) と呼ぶ<sup>5)</sup>だろう。

[行動エージェンシー理論の人間観]

(BAT1) 限定合理性の仮定

(BAT2) 限定利己的効用最大化の仮定

このような限定合理的で限定利己的なエージェントの効用関数は、たとえば Fehr and Schmidt (1999) によって、以下のような2種類の事柄の和として定式化されている。

(1) まず、自分の利得つまり自分の所得や消費が増加すればするほど、効用は高まる。

(2) 次に、相手の利得と自分の利得の差が大きいほど効用は低下する。言い換えると、相手の方が自分よりも利得が高ければ、相手を羨望し、相手に追いつくことを好む。逆に、自分の方が相手よりも利得が高ければ、利他的にその差を縮めることを好む。

このような好みや選好は「不公平回避 (inequity averse)」と呼ばれており、自分の利得を  $x$ 、相手の利得を  $y$  とし、効用を  $U$  とすれば、以下の式で表現される。

$$U(x, y) = x - \alpha \max\{y - x, 0\} - \beta \max\{y - x, 0\} \quad (1)$$

ここで  $\alpha$ 、 $\beta$  は非負の定数であり、 $\max\{a, b\}$  は  $a$  と  $b$  のうち大きい方を選ぶことを意味する

5) 伊藤 (2004) は、このような研究を行動契約理論 (behavioral contract theory) と呼んでいる。

記号である。このような数学モデルを用いて、今日、様々なインプリケーションが引き出されている。<sup>6)</sup>以下では、この行動エージェンシー理論を株主と経営者をめぐるコーポレート・ガバナンス問題に応用してみたい。

### 3.3 株主と経営者の単純な行動エージェンシー・モデル

さて、もし経営者が以上のような不公平さを回避しようとする性質をもつならば、それゆえ利他的性向があるならば、株主はそのような限定利己的な経営者により多くの報酬を支払う必要があることが理論的にいえる。このことを説明するために、伊藤 (2004)、Itoh (2004)、Fehr and Schmidt (1999) で展開されているモデルを参考にして、<sup>7)</sup> 極端に簡単な株主と経営者の行動エージェンシー・モデルを展開してみたい。

ここでは、モデル自体の新しい展開にはまったく関心はない。新しいモデルの展開について関心のある人は、Itoh (2004) を参考にしてもらいたい。本稿では、あくまで完全利己的経営者よりも限定利己的経営者の方が株主にとってはよりコストのかかるやっかいな存在であることを示すだけのきわめて単純なモデルの展開に努めたい。

#### (a) 基本仮定

まず、プリンシパルを株主とし、エージェントを経営者とする。両者はともにリスク中立的とする。エージェントとしての経営者がとりうる行動を  $a_0$  と  $a_1$  の2種類とする。

単純化のため、もし経営者が行動  $a_0$  を選べば、プロジェクトは確実に失敗し、利益はゼロ ( $R = 0$ ) となる。これに対して、もし経営者が行動  $a_1$  を選べば、プロジェクトは確実に成功し、プラスの収益 ( $R > 0$ ) がもたらされるとしよう。しかし、この場合、経営者は行動  $a_1$  を行うことによって、費用  $c (> 0)$  もまた負担することになるとしよう。ただし、費用  $c$  は収益  $R$  より小さいとする。

$$R > c \quad (2)$$

また、ここではエージェントが行動  $a_1$  の選択に迷わないほど  $R$  は大きいものとする。

ここで、プリンシパルとしての株主とエージェントとしての経営者はともに効用最大化しようとするが、両者は限定合理的なので利害は一致するとはかぎらない。また、両者の情報も非対称的で、経営者が選択する行動を株主は完全に観察することはできないとする。

しかし、株主はプロジェクトの成功と失敗に応じた報酬  $w$  を提示でき、それを経営者に強制できると仮定する。つまり、株主はプロジェクトが成功すれば、報酬  $w$  を支払い、失敗した場合には報酬  $w$  はゼロであるという契約を経営者に提示できるとする。

以上のような状況のもとで、まず株主は経営者をこの契約に参加させ、しかも経営者に行動

6) このようなモデルの展開については、Fehr and Schmidt (1999) および Itoh (2004) に詳しい。

7) この行動エージェンシー・モデルのより厳密でより発展したモデルについては、Itoh (2004) に詳しい。また、エージェンシー理論の基本的な数学モデルについては、Milgrom and Roberts (1992) を参考にしてほしい。

$a_1$  を選択させて、プロジェクトを成功させるには、どのような報酬契約を提示すればいいのか。これが問題となる。

ここで、議論を単純化するために、経営者がこの契約に参加する最低報酬を  $w_0$  とすると、参加制約条件は報酬が  $w_0$  以上であればいいということである。そして、もし株主が完全合理的で情報も対称的ならば、この最低参加報酬  $w_0$  で経営者と契約し、そして行動  $a_1$  を強制的にとらせることができるので、 $w_0$  が最適報酬額つまりファースト・ベスト解になるだろう。

しかし、ここでは株主は限定合理的であるので、経営者を強制的に働かせることはできない。この最適報酬  $w_0$  では、経営者は株主に隠れて手抜きを行い、モラルハザードを起すかもしれない。

そこで、経営者に自発的に行動  $a_1$  を選択させるために、最低賃金  $w_0 (\geq 0)$  以上の、インセンティブを加えたセカンド・ベストの報酬が必要となるだろう。経営者にプロジェクトを成功させる行動  $a_1$  を選択させるには、株主はどのようなインセンティブ報酬契約  $w (\geq w_0 \geq 0)$  を提示すればいいのか。

以下、完全利己的経営者と限定利己的経営者に分けて考察し、最後に両者のセカンド・ベスト報酬  $w$  を比較してみよう。

#### (b) 完全利己的経営者のセカンド・ベストの報酬

まず、プリンシパルとしての株主もエージェントとしての経営者ともに完全利己主義のケースについて分析する。株主が経営者に自発的に行動  $a_1$  を選ばせるためには、インセンティブ両立制約条件として、行動  $a_1$  を選択したときの経営者の利得  $(w - c)$  が、行動  $a_0$  を選択したときの利得  $w = 0$  以上となる必要があるので、以下の式を満たす必要性がある。

$$w - c \geq 0 \quad (3)$$

株主は、自らの利益を最大化するためには、この制約のもとでできるだけ経営者に支払う報酬  $w$  を低くする必要があるので、 $w - c = 0$  が最適となり、それゆえセカンド・ベストの報酬  $w^*$  は以下のように経営者の費用  $c$  に等しくなるだろう。

$$w^* = c \quad (4)$$

したがって、完全利己的経営者とのセカンド・ベスト報酬契約は以下ようになる。

$$\begin{cases} \text{行動 } a_0 \text{ を選択したとき, 報酬 } w^* = 0 \\ \text{行動 } a_1 \text{ を選択したとき, 報酬 } w^* = c \end{cases}$$

完全利己的経営者は完全に利己的なので、株主の利得のことをまったく考慮に入れず、自分の利得しか考えない。それゆえ、自分の利得がマイナスにならないければ、完全利己的経営者は行動  $a_1$  を選択するわけである。

#### (c) 限定利己的経営者のセカンド・ベストの報酬

次に、経営者が限定利己的で、不公平回避の選好をもつケースについて考察してみよう。つまり、経営者は先に示した不公平回避効用関数 (1) に従って行動するものとする。



限定利己的経営者は利己的ではないので、自分の報酬  $(w - c)$  だけを考慮に入れるわけではない。何よりも、自分の報酬  $(w - c)$  と株主が手に入れる利得  $(R - w)$  とを比較し、その差額を気に留めながら行動する。そして、全体として自分の効用がプラスになれば、行動  $a_1$  を選択するだろう。

これに対して、完全利己的な株主は自分の利得だけに興味をもち、自分の方がより利得が多く、しかも経営者への報酬  $w$  を最低にして、経営者に行動  $a_1$  を選ばせようとするだろう。

以上のような状況では、株主は経営者に行動  $a_1$  を選択させるセカンド・ベスト報酬  $w^{**}$  ほどになるのか。

まず、株主の利得が経営者の利得以上となる条件は、以下ようになる。

$$\begin{aligned}(R - w) - (w - c) &\geq 0 \\ R - 2w + c &\geq 0\end{aligned}\tag{5}$$

いま、経営者が不公平回避効用関数 (1) に従っているとする。そして、もし経営者が行動  $a_1$  を選択すると、以上のように経営者の利得  $x$  は  $(w - c)$  であり、株主の利得  $y$  は  $(R - w)$  であり、しかも (5) が成り立つ。

$$\begin{aligned}U(x, y) &= x - \alpha \max\{y - x, 0\} - \beta \max\{x - y, 0\} \\ x &= (w - c) \\ y &= (R - w) \\ (R - w) - (w - c) &\geq 0\end{aligned}$$

したがって、この経営者の不公平回避効用関数は以下のように表わされる。

$$U(w - c, R - w) = w - c - \alpha(R - 2w + c)\tag{6}$$

これに対して、この経営者が行動  $a_0$  を選択すると、効用  $U$  はゼロとなる。

したがって、経営者が行動  $a_1$  を選択するためのインセンティブ整合制約条件は、以下の (7) のように行動  $a_1$  を選択してえられる不公平回避効用が行動  $a_0$  を選択してえられる不公平回避効用 0 以上であればよい。

$$w - c - \alpha(R - 2w + c) \geq 0\tag{7}$$

この式から、株主は、 $\alpha$  が大きい経営者ほど行動  $a_1$  を選択させるために、報酬  $w$  を大きくしななければならないことがわかる。つまり、株主の利得に強い興味をもつ経営者ほど、報酬を高くする必要があるといえる。

ここで、株主にとって提案できる経営者への最低報酬  $w$  は、式 (7) が 0 となる報酬  $w$  が最適となるので、セカンドベスト報酬  $w^{**}$  は以下のようになる。

$$w^{**} = \frac{\alpha(R+c)}{1+2\alpha} \quad (8)$$

したがって、限定利己的経営者とのセカンド・ベスト報酬契約は以下ようになる。

$$\begin{cases} \text{行動 } a_0 \text{ のとき, 報酬 } w^{**} = 0 \\ \text{行動 } a_1 \text{ のとき, 報酬 } w^{**} = \frac{c + \alpha(R+c)}{1+2\alpha} \end{cases}$$

#### (d) 完全利己主義経営者と限定利己的経営者の比較分析

以上のことから、以下のように株主は完全利己的経営者と契約し、行動  $a_1$  を選択させるには(4)より、セカンド・ベスト報酬  $w^*$  が必要である。これに対して、限定利己的経営者に行動  $a_1$  を選択させるには(8)より、セカンド・ベスト報酬  $w^{**}$  が必要となる。

完全利己的経営者へのセカンド・ベスト報酬： $w^* = c$

限定利己的経営者へのセカンド・ベスト報酬： $w^{**} = \frac{c + \alpha(R+c)}{1+2\alpha}$

ここで、 $w^{**}$  と  $w^*$  を比較すると、仮定(1)より  $R > c$ 、 $\alpha > 0$  なので、以下の不等式が成り立つ。

$$w^{**} - w^* = \frac{\alpha(R-c)}{1+2\alpha} > 0$$

したがって、株主にとって限定利己的経営者に支払うセカンド・ベスト報酬  $w^{**}$  は完全利己的経営者に支払うセカンド・ベスト報酬  $w^*$  よりも常に大きくなるといえる。

$$w^{**} > w^*$$

以上のような理論的分析の結果から、経営者が利他的である場合、つまり限定利己的である場合、一見、株主にとって統治しやすいように思えるが、実は株主にとっては完全利己主義的な経営者に比べると、統治するのにより高いコスト、つまりより高い報酬を支払う必要があることを意味する。

#### 4. コーポレート・ガバナンスをめぐる衝突が生み出す理論的推測

以上のような行動エージェント・モデルの帰結から、もし M&A を通して典型的な日本の経営にもとづく伝統的日本企業を買収し、米国人であれ日本人であれ、米国流の株主主権のもとに日本企業を徹底的にドライに統治しようとするならば、統治は難航し、よりコストがかかる可能性があるといえるだろう。

つまり、利他的な経営者と利他的な従業員から構成されている日本企業では、株主は彼らとの報酬の格差をできるだけ小さくするようなインセンティブ・システムをデザインしなければ、そ

の格差が気になって経営者も従業員も効率的に働こうとはしない可能性があるといえる。

したがって、企業を単純に株主のものとし、経営者や従業員を株主の忠実なエージェントとみなし、他方で経営者や従業員もそのような考えに従い、自分の固有の自己利益だけを追求するような利己的コーポレート・ガバナンスでは、伝統的な日本企業を必ずしもうまく統治できない可能性がある。

日本の伝統的な利他的な経営者を米国流の利己的な株主主権のコーポレート・ガバナンス・システムでドライに強硬に統治しようとする、株主と経営者との間に心理的衝突が発生し、コストがかかるやっかいな現象を生み出す可能性が十分ある。

逆に、このような対立や衝突を避けるには、株主は自らの利得を減らして、経営者に付加的なインセンティブを与える必要がある。しかも、利他的な経営者は利他的な従業員から努力を引き出すために、インセンティブ・システム設計を行う必要があり、彼らとの利得格差を小さくする必要もある。これらすべてのコストは、最終的にプリンシパルである株主が負担することになるだろう。

このような理論的推測からすると、今後、M&Aを通して伝統的な日本企業の買収を試み、米国流のコーポレート・ガバナンスを積極的に展開しようとする、以下のような現象が起る可能性が常にあるといえる。

(Ta) 今後も、このような日米の心理的衝突が続き、プリンシパルである米国主義的な投資家が高いコストを負担しながら、日本企業の買収を試み、限定利己的な経営者や限定利己的な従業員と心理的衝突を続けて行くのか。

(Tb) あるいは、株主と経営者との報酬格差をできるだけ生み出さないように、企業間で株の持ち合いを展開する伝統的な株主と企業経営者との関係が復活するのか。

(Tc) あるいは、経営者と支配者との報酬格差が比較的小さいと思われる銀行によるコーポレート・ガバナンスが復活するのか。

これらのうち、いずれかの現象が発生することが予想される。

## 5. コーポレート・ガバナンスをめぐる衝突が生み出す経験的事実

以上のような理論的なモデル分析から推測される三つの現象は、実は、すでに、今日、日本で見出すことができる。

(Ea) まず、今日、周知のようにすでに日米の心理的衝突と呼びうるような現象が多く発生している。たとえば、日本的な利他的経営首脳からなる阪神電鉄と、大株主として「株主価値」最大化を求めている米国流の村上ファンドはこれまで相互に対立し、コストのかかる長い協議を行ってきた。しかし、結局、村上氏の不正が発覚し、高い代償を払って村上ファンドは阪神電鉄との戦いを中止し、阪急のTOBに応じることになった。

また、米国流の楽天と日本的なTBSの経営統合をめぐる対立も、今日、長期化の様相を示しており、結果的に楽天社長の三木谷氏も相当高いコスト負担を覚悟している状況になっている。

図表2 過去の主な敵対的買収の事例

時期	買収側	被買収側	結果	買収側の対応
2000年	村上ファンド	昭栄	×	TOBに失敗後に昭栄に売却
	独バーリンガー インゲルハイム	エスエス製薬	○	TOBで3分の1強を取得。 その後、市場で買い増し子会社化
2003年	米スティーブル・ パートナーズ	ユシロ化学工業	×	TOB失敗。増配は引き出す
	同上	ソトー	×	同上
2005年	ライブドア	ニッポン放送	×	フジテレビに売却
	夢真ホールディ ングス	日本技術開発	×	友好的買収者のエイトコンサルタ ントのTOBに応募
	楽天	TBS	—	TBS株19%超を保有中
	村上ファンド	阪神電気鉄道	×	阪急ホールディングスに売却
2006年	ドン・キホーテ	オリジン東秀	×	イオンのTOBで売却

※結果 成功=○, 失敗=×, 継続中=—

出所：読売新聞2006年8月2日

このような体質的あるいは心理的対立に関わるような現象は、おそらく今後も多く出現することが予想されるだろう。

さらに、一般に日本では米国流の株主主権にもとづく敵対的な企業買収は、図表2のようにほとんど成功していないことに注目すべきである。これについても、様々な理由がそこにはあると思われるが、本論文で述べてきたような日米企業経営者の体質的あるいは心理的な違いも影響しているように思われる。

(Eb) また、日本では株式持ち合いの復活の兆しもすでに出てきている。周知のように、従来の銀行と事業会社間の株式持ち合い構造は崩れてきている。しかし、今日、事業会社間での株の持ち合い関係は増加していることが指摘されている。

大和総研が2006年12月11日に発表した株式の持ち合い状況調査によると、図表3のように事業会社同士の持ち合い株を保有している事業会社数が全体として増加しているとともに、図表4および図表5から金額ベースでも株式数ベースでも上場株式に占める事業会社同士の株式持ち合い比率が2002年度から2004年度にかけて増加していることが明らかになった。

このように、伝統的な株式の持ち合い現象も復活しており、今後、三角合併が可能になり、米国流の投資家によるM&Aが盛んになれば、さらに事業会社間の持ち合い現象は広がる可能性があるといえる。

もちろん、このような現象は敵対的な買収に対する防衛行動であるが、その行動の背後にあるのは客観的な企業価値向上問題ではなく、むしろここで説明してきた心理的要因が関係していると思われる。

8) これについては、主任研究員 伊藤正晴「鮮明になった、事業会社の持ち合い強化」大和総研資本市場調査部ニュース2006年12月11日1-9頁に詳しい。

図表3 持ち合い株式の保有比率と平均保有銘柄数

		保有比率 (%)					平均保有銘柄数				
年度		1995	2000	2003	2004	2005	1995	2000	2003	2004	2005
対銀行	全産業	87.8	79.0	58.5	58.2	54.5	3.3	2.5	1.9	2.0	1.9
	事業会社	90.9	80.8	59.4	59.3	55.7	3.4	2.5	1.9	2.0	1.9
対事業会社	全産業	75.9	51.0	46.9	46.9	48.1	9.1	6.1	5.0	5.3	5.4
	銀行	87.2	90.0	92.4	93.3	90.2	87.5	72.2	46.0	48.6	45.5
	事業会社	75.5	49.7	45.5	45.8	47.0	5.3	2.3	2.5	2.8	3.2

(注) 2004年度, 2005年度はライブドアを除いている。

(出所) 大株主データ, 保有株明細データ等より大和総研推計

持ち合い株式の保有比率 = 持ち合い株を保有している企業数 / 総企業数

(原典) 伊藤正晴「鮮明になった, 事業会社の持ち合い強化」大和総研資本市場調査部ニュース2006年12月11日

図表4 業態別持ち合い比率 (カバー率補正後, 金額ベース, %)

保有主体	銀行				事業会社			
	銀行	事業会社	その他	合計	銀行	事業会社	その他	合計
1991	0.60	10.40	0.28	11.28	8.19	6.01	0.36	14.57
1992	0.52	9.88	0.34	10.74	8.33	5.75	0.37	14.45
1993	0.48	9.68	0.35	10.52	7.93	3.38	0.28	11.59
1994	0.50	9.82	0.33	10.65	7.81	3.47	0.26	11.54
1995	0.48	10.15	0.40	11.03	7.80	3.67	0.28	11.75
1996	0.26	10.88	0.32	11.46	5.87	3.80	0.26	9.94
1997	0.15	10.57	0.35	11.06	4.92	3.53	0.32	8.77
1998	0.05	9.07	0.26	9.39	4.45	3.16	0.25	7.86
1999	0.04	7.02	0.21	7.27	3.03	1.45	0.10	4.59
2000	0.05	7.24	0.28	7.56	2.72	1.64	0.18	4.54
2001	0.11	6.28	0.24	6.63	1.63	1.57	0.18	3.38
2002	0.12	4.09	0.20	4.42	0.94	1.64	0.18	2.76
2003	0.24	3.27	0.14	3.64	1.72	1.80	0.27	3.79
2004	0.26	3.08	0.10	3.44	1.23	2.02	0.25	3.50
2005	0.12	2.81	0.11	3.04	1.36	2.94	0.27	4.57

(注) 市場全体に対する比率

その他は証券, 保険, その他金融の合計

2004年度, 2005年度はライブドアを除いている。

(出所) 大株主データ, 保有株明細データ等より大和総研推計

※33業種分類を, 銀行(銀行業), 事業会社(金融の4業種を除いたもの), その他(証券業, 保険業, その他金融業)の3業態に集計

(原典) 伊藤正晴「鮮明になった, 事業会社の持ち合い強化」大和総研資本市場調査部ニュース2006年12月11日

(Ec) さらに, 日本における銀行支配の復活の兆しもみえてきている。バブル経済崩壊後, 90年代以降, 大手銀行が凋落していたが, 図表6のように2005年度中間決算ではメガバンクの好業績が目立ち, とくに東京三菱 UFJ フィナンシャル・グループの最終利益は7118億円に達し, トヨタ自動車を抑えて国内企業トップとなった。さらに, 図表7のように2006年度の中間決算でも, 大手銀行6グループ(東京三菱 UFJ, 三井住友, みずほ, りそな, 三井トラスト, 住友信託)はそろって連結で最終黒字を確保し, メガバンクの利益総額は1兆円を超えた。

図表5 業態別持ち合い比率（カバー率補正後，株数ベース，％）

保有主体 被保有側	銀行				事業会社			
	銀行	事業会社	その他	合計	銀行	事業会社	その他	合計
1991	0.41	10.85	0.29	11.55	4.27	5.87	0.35	10.48
1992	0.38	10.61	0.31	11.30	4.10	5.81	0.34	10.25
1993	0.36	10.59	0.29	11.24	3.89	3.81	0.26	7.96
1994	0.35	10.46	0.37	11.17	3.71	3.72	0.25	7.68
1995	0.35	10.49	0.39	11.23	3.66	3.83	0.26	7.74
1996	0.28	10.43	0.35	11.06	3.49	3.81	0.24	7.55
1997	0.19	10.07	0.31	10.57	3.31	3.72	0.24	7.27
1998	0.06	8.93	0.28	9.27	3.08	3.50	0.22	6.80
1999	0.06	7.94	0.27	8.27	2.70	1.95	0.15	4.80
2000	0.07	8.13	0.23	8.43	2.00	1.72	0.15	3.86
2001	0.10	6.15	0.17	6.43	1.59	1.62	0.12	3.34
2002	0.24	3.73	0.13	4.10	1.12	1.75	0.11	2.99
2003	0.19	3.08	0.08	3.36	0.94	2.11	0.15	3.20
2004	0.14	2.28	0.05	2.47	0.54	1.65	0.14	2.33
2005	0.05	2.05	0.06	2.16	0.40	2.15	0.13	2.68

（注）市場全体に対する比率

その他は証券、保険、その他金融の合計

株数は単元ベース（2000年度以前は単位数ベース）

2004年度、2005年度はライブドアを除いている。

（出所）大株主データ、保有株明細データ等より大和総研推計

※33業種分類を、銀行（銀行業）、事業会社（金融の4業種を除いたもの）、その他（証券業、保険業、その他金融業）の3業態に集計

（原典）伊藤正晴「鮮明になった、事業会社の持ち合い強化」大和総研資本市場調査部ニュース2006年12月11日

図表6 2005年中間決算 最終利益（億円）

1位	三菱UFJフィナンシャル・グループ	7,118
2	トヨタ自動車	5,705
3	三井住友フィナンシャル・グループ	3,923
4	NTTドコモ	3,853
5	みずほフィナンシャル・グループ	3,386
6	NTT	3,307
7	ホンダ	2,444
8	日産自動車	2,307
9	新日本製鉄	1,957
10	武田薬品工業	1,813

（注）日本経済新聞2005年11月25日

図表7 メガバンク2006年9月期中間決算（単位億）

区分	実質業務純益	最終利益	自己資本比率
東京三菱UFJ	5,489	5,027	11.9%
みずほ	3,931	3,923	11.0%
三井トラスト	768	669	12.5%
住友信託	868	639	11.5%

（注）2006年11月20日発表から

このように、銀行は一見凋落したかのように思えるが、実は、今日、金融コングロマリットとしてあたかもドイツのユニバーサル・バンクのように、むしろ以前よりも強大になって復活しており、今後、銀行によるコーポレート・ガバナンスも復活する可能性が十分あるといえる。

とくに、銀行と企業との持ち合い現象が少なくなり、一見、銀行支配は弱まったかにみえるが、これは逆である。まさに、銀行にとっては企業との非合理的な関係がなくなったがゆえに、今後は相互に利他的でありつつも合理的な関係を形成しやすい状況となったといえる。

## 6. 結 語

以上、今日、活発化している M&A と関連して、米国流の株主主権のコーポレート・ガバナンスが日本でも益々発展するという根強い意見がある。また、積極的に米国流のコーポレート・ガバナンスを導入すべきだという意見もある。

しかし、ここで展開した最新の行動エージェント理論による分析によると、今後、日本ではすべての日本企業が米国流のコーポレート・ガバナンスになびくのではなく、むしろ日本企業もつ体質的で心理的な特徴のために、日米の体質的あるいは心理的な衝突が続くとともに、企業間の株の持ち合い現象や銀行による伝統的な支配形態が復活する可能性が十分あるといえる。

したがって、今後、コーポレート・ガバナンスをめぐる形式的には米国流だが、実体的には伝統的で日本的なコーポレート・ガバナンス・スタイルが展開されるという事態、つまり制度と実体の乖離、法と実体の乖離、表面と本音の乖離が発生する可能性があると思われる。

このことを十分考慮した上で、今後、日本のコーポレート・ガバナンス改革を進める必要があるといえる。

## 参 考 文 献

- Camerer, C. F. (2003), *Behavioral Game Theory: Experiments in Strategic Interaction*, Princeton University Press.
- Fama, E. F. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, 88: 288-307.
- Fama, E. F. and M. Jensen (1983a), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26: 301-326.
- Fama, E. F. and M. Jensen (1983b), "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, 26: 327-350.
- Fehr, E. and Schmidt, K. M. (1999), "A Theory of Fairness, Competition, and Cooperation," *Quarterly Journal of Economics*, 114: 817-868.
- Holmstrom, B. (1979), "Moral Hazard and Observability," *Bell Journal of Economics*, 10: 74-91.
- Holmstrom, B. (1982), "Moral Hazard in Teams," *Bell Journal of Economics*, 33: 324-340.
- Hofstede, G. (1994), *Cultures and Organizations*, Profile Business.
- Itoh, H., (2004), "Moral Hazard and Other-Regarding Preferences", *Japanese Economic Review*, 55: 18-45.
- 伊藤秀史 (2004) 「組織とインセンティブ設計の経済分析を豊かなものとするために」『経済セミナー』3月号 (No.590), pp.26-29.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Kahneman, D. and Tversky, A. (1979), "Prospect theory: An analysis of decision under risk", *Econometrica*, 47: 263-291.

- 菊池敏夫・平田光弘編（2001）『企業統治の国際比較』文眞堂。
- 菊澤研宗（2004）『比較コーポレート・ガバナンス論——組織の経済学アプローチ』有斐閣。
- 菊澤研宗編著（2006a）『業界分析 組織の経済学——新制度派経済学的应用』中央経済社。
- 菊澤研宗（2006b）『組織の経済学入門——新制度派経済学アプローチ』有斐閣。
- 菊澤研宗（2006c）「リーダーの心理会計」『ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス・レビュー』2月号94-108頁。
- 菊澤研宗（2006d）「経営者行動の心理会計分析——行動取引コスト・アプローチ」『三田商学研究』第49巻第4号131-147頁。
- Milgrom, P. and J. Roberts (1992), *Economics, Organization, and Management*, Prentice Hall.  
（奥野正寛・伊藤秀史・今井晴雄・西村理・八木甫訳『組織の経済学』NTT出版1997年。）
- 制度インフラと透明性委員会（2005）「経営者報酬の指針」日本取締役協会。
- Thaler, R. H. (1985), 'Mental accounting and consumer choice', *Marketing Science*, 4: 199-214.