

経営者行動とコーポレート・ガバナンス
—エージェンシー問題と経営者の自信過剰—
(要旨)

石川 雅也

企業の効率的な経営のためには、経営者行動を資金供給者の利害に沿ったものへと導くことは極めて重要であり、中でも株主価値を高めるような行動と実際の経緯者行動との間の乖離については古くから多くの分析・研究がなされており、企業金融、コーポレート・ガバナンスの分野において、今なお重要な研究テーマのひとつであり続けている。本稿の目的は、この株主価値という観点から経営者行動とそれに対する株主の対応についての考察を行うことである。

これまで、経営者による株主価値を損なうような非効率行動の源泉としては主に株主・経営者間のエージェンシー問題が考えられ、それに対して、様々なガバナンス手法が考察され、その有効性について比較されてきた。それに加えて、近年では経営者行動の非効率性の新たな源泉として経営者の非合理性が認識されてきている。本稿の最も大きな特徴は、株主価値を損なうような経営者行動の源泉として、株主・経営者間のエージェンシー問題と経営者の非合理性の両方に注目して、経営者行動とそれに対する株主の対応についての分析を試みている点である。

経営者行動がエージェンシー問題のみによってではなく、非合理性によっても歪められるとき、当然経営者の行動はより複雑な現象となる。したがって、株主にとって望ましい効率的な経営に経営者行動を導くようなガバナンス・メカニズムを構築するためには、そのガバナンス手法が如何に効果的にエージェンシー問題を解決するかという論点に加えて、様々な観点からの考察が必要となってくる。すなわち、経営者の非合理性は経営者行動にどのような歪みを生じさせるのか、それはどの程度の大きさなのか、企業価値に与える影響はどのようなものか、エージェンシー問題との相互関係はどうなるのか、非合理性に起因する経営者行動は従来のガバナンス手法によってコントロールできるのか、などの問題である。この多岐にわたる問題の全てに同時にあたっていくことは極めて困難であるが、個々の問題については既に数多くの研究者によって様々な分析が行われている。そこで本稿の考察は、まずこれらの問題について示唆に富んだ分析を行っている先行研究のレビューから始めることにする。これについては第2章にまとめられる。そして、そのレビューを通じて、より重要だと思われるテーマや未だ研究の蓄積が足りないテーマをいくつか提示し、それらについて理論的、実証的な分析を行なっていくことが本稿の主な内容となる。

第2章における先行研究のレビューでは、本稿が注目する経営者行動の非効率性の源泉である株主・経営者間のエージェンシー問題と経営者の非合理性それぞれについて、

その問題が経営者行動にどのような歪みを生むのか、それに対し株主はどのように対応すると考えられるか、という二つの観点から先行研究を見ていく。また、経営者の非合理性の問題に関しては、株主の対応を考える前に、エージェンシー問題との相互関係について論じる。

本稿が取り上げるテーマの一つ目は、株主・経営者間のエージェンシー問題へのガバナンス手法としての直接的干渉（voice）と市場取引（exit）による規律付けの比較である。直接的干渉とは、大株主による直接的なモニタリングや敵対的買収による経営者交代といった大規模投資家によるその支配・交渉権を背景にした直接的な経営への干渉のことを表す。それに対し、市場取引による規律付けとは、株式市場における株価の変動が経営者行動に対するプレッシャーとして働くことを意味し、端的には経営者による株式やオプションの保有などによる経営者報酬の株価連動化のことを表す。このうち前者が、株主自身によるコストの負担を伴うより積極的なガバナンス手法であるのに対し、後者の株価による規律付けは、従来、会計収益に対するボーナスの付与と同様、公開情報を用いた間接的で消極的なガバナンス手法であると捉えられて来た。そのため、ガバナンス手法に関する議論としては、大株主によるモニタリング対敵対的買収に焦点が当てられることが多かった¹。

しかし、近年、市場取引によるガバナンスの有効性に関する議論に注目が集まりつつある。その理由の一つはマーケット・マイクロストラクチャー理論の発展である。マーケット・マイクロストラクチャー理論によって、市場投資家による情報生産とそれに基づいた市場取引によって株価の情報反映性が高められていく過程が分析されるにつれて、株価に連動した報酬契約は単に公開シグナルを用いたインセンティブ契約というだけでなく、直接干渉と同様、投資家（もしくは株主）による情報生産活動を伴った積極的なガバナンス手法であると考えられることが明らかになってきたのである。

これらの理論的発展に加えて、現実においても、90年以降のアメリカ経済において敵対的買収の激減と経営者報酬の株価連動性の急激な高まりが観察されている。すなわち、これらの現状を踏まえると、従来の「大株主によるモニタリング対敵対的買収」と

¹ これは時に日本・ドイツ型ガバナンス対アングロ・アメリカ型ガバナンスという議論に発展することもあった。

いうテーマから「大株主によるモニタリング対市場取引による規律付け」というテーマに問題の重要性がシフトしつつあると思われる。本稿の第3章で行われるモデル分析はこのテーマに関する考察である。

第3章のモデル分析では株主・経営者間のエージェンシー問題としては経営者による努力の回避（私的コストの回避）の問題を取り上げる。また、各ガバナンス手法におけるエージェンシー問題の緩和の経路としては、経営者行動に関する情報の獲得とその情報を用いた規律付けをそれぞれ明示的にモデル化し、その獲得情報の使い方の違いから生じる経営者規律付け効果の有効性の違いについて分析していく。

直接的干渉によるガバナンスと市場取引によるガバナンスにおける経営者に関する情報生産における違いの一つは、情報生産者の数である。直接的干渉ではフリーライダー問題のため、情報生産は代表的モニター一人によってなされる必要があるが、市場取引では、複数の投資家が情報生産を行った場合においても、各投資家は流動性需要取引にまぎれて市場取引を行うことが出来る限り利益を獲得することが出来るため、情報生産者が複数存在しうる。Subrahmanyam and Titman(1999)は、この点に注目した分析を行っている。彼らは、投資家は時に経営者も知りえない企業の将来に関する有効な情報を知りえることを仮定し²、株価にはその情報の経営者への伝達メカニズムとして、多くの投資家情報を集約し、より正確な情報を伝達できる効果があることを示している。本章の分析の目的の一つは、この株価の情報集約効果は、より一般的な株主・経営者間のエージェンシー問題に対しても有効に機能するのかどうかを考察することである。

直接的干渉によるガバナンスと市場取引によるガバナンスにおける経営者に関する情報生産におけるもう一つの違いは、その目的と使われ方である。直接的干渉では、モニターは、経営者行動を監視するために情報生産を行い、生産された情報はそのまま経営者行動の規律付けへ用いられることが想定される。しかし、市場取引においては、投資家はあくまで市場での投機的取引による利益獲得を目的として情報生産を行い、情報はそのために使用される。それが経営者の規律付け効果をもつのは、あくまでそのような取引によって株価が結果的に経営者行動に関する情報を反映するようになるためである。すなわち、市場取引によるガバナンスでは、情報生産は必ずしも経営者行動の評価の目的として生産、使用されているわけではない。Paul (1992)と Bresnahan,

² すなわち、彼らのモデルは投資家と経営者の間の保有情報の量について、通常とは逆の非対称性を仮定している。

Milgrom and Paul (1992)は、この情報生産者の関心の経営者行動の評価からの乖離の問題（投機目的のコスト）は、生産・獲得されるシグナルが複数種類に及ぶときより大きくなることを示している。本章の分析では、この投機目的のコストについても考慮したモデルを構築して、直接的干渉によるガバナンスと市場取引によるガバナンスの比較を行う。

分析の結果は次の通り。まず、投資家の株価の情報集約効果は、株主・経営者間のエージェント問題に対して有効に機能することが示される。すなわち、株価の情報集約効果は、株主・経営者間に逆の情報の非対称性を想定しないケースでも発揮されるものであり、より普遍的に期待される役割であると考えられる。しかし一方で、企業のプロジェクトが複数存在し、市場に観察されるシグナルも複数種類に及ぶ場合には、株価連動型報酬契約には各シグナルの非効率な比重での評価という形で投機目的のコストが発生してしまうことも示される。このことは、市場取引を通じたガバナンスの有効性を減少させてしまう。したがって、直接的干渉によるガバナンスと比較した市場取引によるガバナンス有効性は、投資家間の情報の多様性と発生するシグナルの種類の数に強く依存することになる。

これらの帰結は、各ガバナンス手法の有効性について新たなインプリケーションを与えられる。これまで、市場取引によるガバナンスの有効性の決定要因としては、市場流動性の高さや情報投資家の人数などが認識されており³、そのため、規模の大きい企業や所有の分散している企業においてよりその有効性が期待されると考えられた。本稿の分析の帰結からは、これらに加えて、企業評価に関する投資家間の多様性はその有効性を高めるが、逆に企業の事業数の多さは弱める方向に働くことが示唆される。すなわち、企業価値に占める無形資産の割合が高く企業評価が投資家間で分かれてしまうような企業では、より高い情報集約効果が期待できる一方、多角化が進んでいる企業では、投機目的のコストから、株価の経営者規律付け効果は高く期待出来ないかもしれない。また、多角化による投機目的コストの増大は、事業分離やプロジェクト・ファイナンスなどの証券デザインの重要性を示唆していると思われる。

また、本稿の分析と先行研究とのもう一つの大きな違いは、直接的干渉によるガバナンスのモデル化の仕方である。直接的干渉のガバナンス効果に注目した多くの分析にお

³ 本稿においてもこれらの帰結は得られる。

いて、直接的干渉は、モニターとなる株主の努力によって、経営者の努力水準とは無関係に企業価値を高めることが出来る行為としてモデル化されている。すなわち、これらのモデルでは、直接的干渉と市場取引のガバナンス効果は互いに異なるものであることが外生的に仮定されている。これに対し、本稿では、直接的ガバナンスにおいてもモニターは市場投資家と同じように企業価値に関する情報を獲得し、それを直接的に用いることで経営者を規律付けするものとしている。本稿の分析は、両ガバナンス手法の間に、エージェントによって生産される情報の種類や質の違いがない状況においても、その使用経路の違いによって、大きく効果が変わってくることを明らかにしている。

本稿では続いて、経営者の非合理性と経営者行動に注目する。この経営者の非合理性と経営者行動に関しては上述のように様々なテーマがあるが、エージェンシー問題に比べて、その研究蓄積は少ない。そのため、この分野における最も重要なテーマは「そもそも、経営者の非合理性はどのように、どの程度経営者行動に影響を与えるのか」という議論の出発点ともいえるテーマである。本稿では、この問題を二つ目の分析のテーマとし、第4章において、特に経営者の非合理性として最も広く認識されている自信過剰を取り上げた実証的な分析を行い、経営者の非合理性という問題が経営者行動を考える上で本当に重要な問題であるのかを検証する。

第4章では、経営者の自信過剰の外部資金調達手段の選択行動に対する影響について検証する。経営者が自信過剰であるとき、彼らは自企業のリスクや収益性に対して過度に望ましい予測を持つと考えられ、そのバイアスは企業の資金調達行動や投資行動に歪みを生じさせると思われる。このうち、投資行動における歪みについては比較的多くの分析がなされているのに対し、経営者の自信過剰が企業の資金調達行動、特に外部資金調達手段の選択行動に対して与える影響についての分析を行っている研究は少ない。この章の主な目的は、この関係について、企業の資金調達行動に影響を与える経営者の非合理性以外の要因についても考慮した上で、実証的な検証を行うことである。より具体的には、この章では、企業の業績予想データから構築する自信過剰に関する直接的な指標を用いて、企業業績に関して過度に高い予想をもっている経営者が社債や私募増資に比べ公募増資を嫌う傾向があるかどうかを検証する。さらに、資金調達行動に影響を持つ様々な要因に関して、そのインパクトの経済的有意性の比較も行う。

自信過剰な経営者の典型的な特徴は、彼らが自企業の将来のキャッシュフローを過剰に見積もるということである。経営者が企業の収益性の予測に対して上方バイアスを持

っているとき、彼らは自企業が資本市場で過小評価されていると感じる。経営者がこのように感じる時、この過小評価への不満は企業の資金調達行動に対して二通りの歪みを生じさせることが予想される。一つ目は証券タイプの選択に関する歪みである。Heaton (2002)と Hackbarth (2008)は、経営者がその収益性を過剰に高く見積もるとき、彼らは請求権の順位の低い株式において市場からの過小評価を感じるため、株式発行は社債発行に比べてコストの高い資金調達手段であると考えられることを理論的に示している。二つ目の歪みは、私募増資と公募増資の間の選択についてである。資本市場から過小評価されていると感じる経営者には市場に対して、企業が過小評価されていることが伝達されることを期待して、私募増資を選択するインセンティブが生じると思われる。Hertzel and Smith (1993)は、情報の非対称性の文脈において、私募増資の選択が市場に対する過小評価に関するシグナルとなることを主張し、これを保証効果 (certification effect) と呼んでいる。この章の分析では、たとえ実際の市場評価が効率的なものであった場合でも、経営者が自信過剰である場合、この保証効果を期待して私募増資を行うインセンティブを持つと予想する。これらの二つの予想から、この分析では、自信過剰な経営者にとって、公募増資は外部資金調達手段の中で、最も敬遠される手段となると予想する。

本章の分析では、日本の上場企業の収益予想データから経営者予想と実際の収益との乖離を求め、それに基づいて経営者の自信過剰に関する指標を計測する。もし経営者が自信過剰であるなら、彼らは上方バイアスをもった収益予想を行うと考えられる。この章の分析によって、日本企業の収益予想には、上方バイアスが平均的に存在することが確認される。また、経営者の収益予想バイアスの前後二期間におけるピアソンの相関係数とスペアマンの順位相関の時系列平均値はともに正の値をとり、これはこのバイアスが安定的なものであることを意味し、経営者の非合理性に由来していることを示唆している。実証分析では、4つの資金調達手段を分析対象とする。すなわち、公募増資、私募増資、公募社債、私募社債である。

分析の主な結果は以下の通り。第一に、経営者の収益予想の上方バイアスが高いほど他の資金調達手段に比べて公募増資は選択されにくくなる傾向が観察された。すなわち、そのような経営者は私募増資や社債の発行をより好むことが分かった。この結果は、自信過剰指標を変えて検証した場合においても観察された。これに加え、私募発行に関しては、上方バイアスをもつ経営者による株式に対する負債の選好傾向は見られなかった。

これらの結果は、Heaton (2002)や Hackbarth (2008)からの予想や私募増資の保証効果からの予想と整合的なものである。第二に、企業の資金調達行動に対して影響をもつ各要因の経済的有意性を検証した結果、伝統的理論に基づく要因に比べて、経営者の自信過剰指標は公募増資の意思決定に関して最も強いインパクトを持っていることが観察された。本章の分析では、収益予想バイアスが1標準偏差増加は、公募増資の選択確率を約4.7%減少させた。これらの結果は、企業の資金調達行動において、経営者の自信過剰はその重要な決定要因の一つであることを示している。

そして、経営者の非合理性が経営者行動に強い影響を持っている場合、次に重要となってくるテーマは「非合理性に基づく経営者行動は株主利益を損なう結果となるのか」という問題である。hubris仮説に代表されるように経営者の非合理性からくる行動についての古くからある議論はそのほとんどが株主価値を損なうような行動を取り上げている。他方、詳しくは第2章において述べられるが、経営者の非合理性バイアスは時にエージェンシー問題を緩和する効果をもちうるという議論も近年ではなされている。また、本稿が注目する非合理的な経営者が存在する場合の問題ではなく、非合理的な投資家が存在する場合の問題に注目した分析では、むしろ、非合理的投資家は合理的経営者によって搾取されてしまうケースがあることが数多く述べられている。そこで、第5章では、本稿の最後の分析のテーマとして「合理的株主は非合理的経営者を搾取できるのか」という問題を取り上げ、第3章で展開するエージェンシー問題にモデル・フレームワークに経営者の非合理性バイアスを導入することでこと点について議論していく。

第5章の分析の帰結は、自信過剰経営者と合理的株主の枠組みにおいてもタイミング・モデルは成立するというものであり、それは、自信過剰経営者に対して何からの業績指標に連動したインセンティブ契約を提示することで達成される。その理由は直感的にも明白である。経営者が自信過剰である場合、経営者は企業の収益性について過大評価をしている。そのため、インセンティブ契約に対しても過大な報酬を期待することになり、株主はこの過大評価分だけ実際の報酬支払いの期待値を減少させることが出来るのである。

第5章のモデルでは、分析の簡略化のため、インセンティブ報酬のパフォーマンス指標としては企業収益をそのまま用いている。しかし、この問題は当然株式など別の業績指標を用いた場合においても発生しうるものである。では、どのような指標に経営者報酬を連動させたときに、この問題はより深刻になるのだろうか。直感的に明らかなのは、

経営者がより過大評価している指標に連動させるほどその所得移転も大きくなるということである。第3章の分析で明らかなように、株価は必ずしもそのような報酬契約として有効ではない可能性がある。というのも、株価に反映される市場投資家が観察する様々な業績情報はあくまでの市場投資家の投機目的上の評価でその比重が決まるからである。言い換えると、直接的干渉によるガバナンスにおいて、経営者報酬がより柔軟に設計できるのであれば、より所得移転の問題も大きくなる。

以上が本稿の分析の概要であるが、本稿が扱えなかった重要なテーマがいくつかある。一つは経営者の非合理性と株主価値との間の実証的な検証である。もう一つは、「経営者の非合理的行動からくる非効率性は何らかのガバナンス手法によって是正できるのか」という問題である。この問題は規制・制度論の範疇であるかもしれない。そして、最後のテーマは株主と経営者がともに非合理性を持つ場合についての考察である。