

経営者のモラルハザード
—医療経済学からの示唆—

手嶋 宣之

専修大学商学部

Email: teshima@isc.senshu-u.ac.jp

Moral Hazard of Corporate Managers: Implications from Health Economics

Nobuyuki Teshima

**School of Commerce
Senshu University**

Email: teshima@isc.senshu-u.ac.jp

経営者のモラルハザード —医療経済学からの示唆—

Abstract

Moral hazard of corporate managers has been treated as the lowering of managerial effort regarding all aspects of their jobs. In the field of health economics, the moral hazard of insured person is theoretically classified into two types, one of which is however not empirically supported. This paper suggests that the moral hazard of corporate managers is also classified into two types: low-effort effect and low-price effect. It is demonstrated that the existence of the former is questionable while the latter is prevailing and needs some solution. It is further suggested that the effective remedy for the problem is not to give equity incentives to managers but to monitor their decisions.

経営者のモラルハザード —医療経済学からの示唆—

1 はじめに

一般に経済学やファイナンスの分野では、コーポレート・ガバナンスを経営者のモラルハザードを防ぐための仕組みと定義する。モラルハザードはもともと保険用語であり、保険に加入すると事故防止の努力が低下すること指す。事故が発生しても金銭的な損失を補償されることから、個人的にコストのかかる事故防止努力が過少になり、結果として保険運営者の支払いが増えて社会的に非効率となる。

このように、モラルハザードの原点は保険にあるが、その中でも特に医療保険を扱う医療経済学 (health economics) では、モラルハザードを「事前 (ex ante) のモラルハザード」と「事後 (ex post) のモラルハザード」の二つに分類している。事前のモラルハザードは、病気になっても金銭的な費用 (医療費) が補償されることから、医療保険加入者による疾病予防の努力が低下することである。一方、事後のモラルハザードは、医療保険によって事実上医療サービスの価格が低下するため、加入者が医療サービスを過剰に消費することを指す。本稿では、それぞれの意味を踏まえて、事前のモラルハザードを「努力低下型」、事後のモラルハザードを「価格低下型」と呼ぶ。医療経済学の実証研究では、事前 (努力低下型) のモラルハザードの実在性が支持されていないのに対して、事後 (価格低下型) のモラルハザードが実在する点では合意が得られている (Zweifel and Manning 2000、井伊・大日 2002)。

モラルハザードの問題は、プリンシパル・エージェント関係にも現れる。プリンシパルの委託を受けたエージェントにとっては、プリンシパルの利益ではなく、自己の利益を追求することが合理的となる。株式会社において、株主をプリンシパル、経営者をエージェントと位置付けるとき、理論的に経営者のモラルハザードが生じる。これは経営者の努力水準が低下する問題として定式化されており、その努力には株主の利益に資するすべてのものが含まれる。すなわち、さばらずに仕事をする事、プロジェクトの選択に個人的な好みを反映させないこと、自分の効用を高めるもの (役得) に会社のお金を使わないこと、など経営者の努力は広範囲に及ぶものと定義される (Edmans et al. 2017、Tirole 2001)

など)。

このように、従来のモデルは、経営者の広範囲に及ぶ行為を努力水準というひとつの変数で表す。その結果、経営者のモラルハザードは、努力水準の低下という一つのパターンで定式化される。しかし、上述のように、医療経済学の研究成果は、モラルハザードを分類した上で、それぞれの実在性を検証することの重要性を示唆している。そこで本稿は、経営者のモラルハザードを「努力低下型」と「価格低下型」の二種類に分けて分析する。その結果、医療経済学と同様に、「努力低下型」のモラルハザードは実在性に乏しい一方、「価格低下型」のモラルハザードには実在性が認められることを論ずる。

本稿の分析は、コーポレート・ガバナンスに重要な示唆を与える。理論的には、「努力低下型」のモラルハザードに対しては、経営者にエクイティ・インセンティブを付与することが効果的とされる。一方の「価格低下型」のモラルハザードに対しては、エクイティ・インセンティブは効果的ではなく、経営者へのモニタリングによって対応すべきであると指摘されている (Edmans et al. 2008, 2009)。したがって、「努力低下型」が実在せず「価格低下型」が実在するのであれば、社外役員などによるモニタリングが重要となる一方、エクイティ・インセンティブの導入には慎重さが求められる。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、モラルハザードの原点である保険を取り上げる。特に医療経済学では、モラルハザードが二種類に分けられており、それぞれに対して実在性の検証がなされていることを論じる。第3節では、従来、努力水準の低下という一つのパターンで定式化されていた経営者のモラルハザードを、医療経済学に準じて二種類に分けることを提唱する。第4節は、二種類に分けた経営者のモラルハザード各々の実在性を検討する。第5節は、以上の分析から得られるコーポレート・ガバナンスに関する示唆を論じる。第6節はまとめである。

2 保険加入者のモラルハザード

保険への加入によって将来の事故から生じる損失を補償されるようになると、加入者 (insured) の事故防止努力が低下するというモラルハザードは、保険の分野で古くから認識されていた問題である。火災保険を例にとると、火災による損害が補償される保険加入者にとっては、コストがかかるような防火努力をしないことが個人的に合理的となる。加

入者の努力が低下すれば、火事が増え、保険運営者（insurer）の支払いが増えることから社会的には非効率となる。しかし、加入者の行動を観察し防火努力を強制することは通常不可能であるため、モラルハザードを防ぐことは困難である。

医療経済学の分野では、医療保険加入者のモラルハザードを、「事前（ex ante）のモラルハザード」と「事後（ex post）のモラルハザード」の二種類に分けている（Zweifel et al. 2009、Zweifel and Manning 2000、井伊・大日 2002）。事前のモラルハザードは、保険に入ると加入者の事故防止努力が低下するという上に挙げた火災保険と同じ問題であり、治療が必要になっても医療費が保険で支払われることから、疾病を予防する努力が低下することを指す。

事後のモラルハザードは、医療保険に加入していると、疾病が生じた時に、全額自己負担の場合に比べて医療サービスを過剰に消費するという問題である。これは、保険からの給付額（医療サービスの消費量）を加入者が相当程度自由に決定できる医療保険に特有の問題とされている（井伊・大日 2002）¹。事後のモラルハザードは、Arrow（1963）と Pauly（1968）によって、個人的に負担する価格の低下に伴う合理的な消費行動として定式化された。医療費の自己負担割合が低くなるほど、医療サービスに支払う個人的な価格が低下して、消費が増加する。価格が低下すれば購入量を増やすのは個人的に合理的である。しかし本来の市場価格で買うよりもたくさんの量を消費するため、保険運営者の支出が増加し、社会的には過剰な消費となる。

医療保険における事前と事後というのは、保険の対象となる事象（疾病の発生）の前か後かを指しているが、以下本稿では、これらをより一般的に表現することにする。事前のモラルハザードは、努力しても自分の利益にはならないと考えて努力が低下することなので、「努力低下型」のモラルハザードと呼ぶ。一方、事後のモラルハザードは、個人的に支払う価格が低下して過剰に消費することなので、「価格低下型」のモラルハザードと呼ぶことにする。

どちらのモラルハザードも理論的に定式化されているが、それぞれが実際に存在するかどうかは実証上の問題である。医療保険については、「努力低下型」のモラルハザードの存在を示す実証結果は得られていない。Kenkel（2000）は、むしろ医療保険加入者の方が病

¹ 火災保険、自動車保険などでは、損害額（元の状態を回復するための費用）がかなり正確に算定されるので事後のモラルハザードは起こりにくい。

気の予防に努める傾向があることを示している²。これは米国での検証であるが、Zweifel and Manning (2000) のサーベイによれば、他の国でも医療保険に関する「努力低下型」のモラルハザードを示す証拠は得られていない³。一方、医療サービスの自己負担率と消費量の関係などから、「価格低下型」のモラルハザードの存在を示す証拠は多くの国で得られている (Zweifel and Manning 2000)。

このように、医療保険に関しては、理論的には二種類のモラルハードが考えられるとしても、実在を確認されているのは、もっぱら「価格低下型」のモラルハザードである。医療経済学の研究成果は、モラルハザードを分類した上で、それぞれの実在性を検証することの重要性を示唆している。

3 経営者のモラルハザード

3.1 従来 of 定式化

本人（プリンシパル）が代理人（エージェント）に仕事を委託するプリンシパル・エージェント関係には、保険のモラルハザードと同じ構造の問題が存在する。エージェントにとって自己の利益を追求することは、プリンシパルの利益を追求することとは一致しない。エージェントにとっては、行動が観察されないのであれば、自分の利益を追求することが合理的である。

株式会社では、プリンシパルである株主がエージェントである経営者に事業の執行を委ねている。その場合、理論的には経営者が株主の利益ではなく自分の利益を追求するモラルハザードが起これ、これがまさにコーポレート・ガバナンスの中心的な問題となる。個人的合理性を追求する経営者は、あまり熱心に仕事をしないかもしれない。あるいは自分の非金銭的な効用を高めるために、会社のお金を使って豪華なオフィスを構えたり出張時に高級なホテルに泊まったりするかもしれない。

経営者のモラルハザードの理論的な出発点となった Jensen and Meckling (1976) は、経

² この結果は、リスク回避性の強い消費者が保険加入と同時に予防にも努めるという事情を反映している可能性もある (Kenkel 2000)。

³ 日本でも、井伊・大日 (2002、第9章) によって、医療保険における事前のモラルハザードの存在は否定されている。

営者の持ち株比率が低下すると、役得の個人的な価格が低下し、その消費が増えるという「価格低下型」の分析であった⁴。その後、インセンティブ（努力への動機づけ）の理論が発展する中で、役得を自制することも努力の一部とされ、経営者のモラルハザードは努力水準の低下という一つのパターンで定式化されるようになった。その結果、さぼらずに仕事をする事、プロジェクトの選択に個人的な好みを反映させないこと、自分の効用を高めるもの（役得）に会社のお金を使わないこと、など株主の利益に資するすべての行為が経営者の努力に含まれている（Edmans et al. 2017、Holmstrom and Milgrom 1987、Tirole 2001 など）。また、こうした努力をするためには経営者の個人的なコストがかかると仮定される。このような従来の定式化を単純に表現すると以下ようになる。

$$Y=V(e)-W$$
$$U=U(W, C(e))$$

ここで、Yは株主価値、Vは会社事業のペイオフ、Wは経営者報酬である。Uは経営者の効用、Cは経営者にとっての努力のコストである。VとCは、経営者の努力水準eの増加関数とされる。努力水準eは一般に観察不可能であるため、経営者の高い努力水準を引き出すためにはインセンティブを付与する必要がある。

3.2 二種類のモラルハザード

上記のように、経営者のモラルハザードは、役得の自制を含む広範囲なものを経営者の努力に含めて定式化されてきた。しかし、医療経済学のようにモラルハザードを「努力低下型」と「価格低下型」に分けることが可能であり、これは経営者の問題にアプローチする際にも有効な方法となりうる。

経営者の「努力低下型」のモラルハザードは、会社のために努力をしても自分の利益にはならないときに、努力が低位な水準にとどまることである。社外活動などに過剰な時間を割くこと、内部統制を軽視すること、プロジェクトの選択に個人的な好みを反映させることなどがこれにあたる（Tirole 2001）。

⁴ 役得 (perquisite) は、職務の遂行にとって厳密には必要でない非金銭的な報酬と定義される (Rajan and Wulf 2006、Yermack 2006)。

一方の「価格低下型」のモラルハザードは、自己の効用を高めるが会社にとっては価値のない役得に対して会社のお金を支出することである (Jensen and Meckling 1976)。経営者の持ち株比率が小さければ、役得の個人的な価格が低下して、こうした支出が増加しうる⁵。たとえば、社用車を買うときは、自分のお金なら買わないような高級車を買おうとするかもしれない。あるいは会社のお金で経営者専用の社用ジェット機を買うかもしれない。仲良しのコンサルタントに高すぎるコンサルタント料を支払うかもしれない。このようなお金の使い方がすべて無駄とは言えないが、会社から見れば過剰な支出である可能性が高い。

本稿が、経営者のモラルハザードを、従来のような努力水準の低下という一つのパターンではなく、「努力低下型」と「価格低下型」の二種類に分けて検討する理由は以下のとおりである。まず、この二つは、理論の基礎となる仮定が異なっている。「努力低下型」の理論では、経営者が努力を嫌う (effort avert である) という仮定が重要な意味を持っている。一方の「価格低下型」は、(いわゆるギッフェン財を除いて) 価格が下がれば消費量が増えるという古典的な消費者理論の仮定から導かれている⁶。

さらに、モラルハザードが理論的に定式化されていても、実在性があるかどうかは別の問題である。医療経済学の研究成果は、理論の基礎となる仮定が異なれば、それぞれの実在性を別々に検討するのが妥当であることを示唆している。

3.3 エクイティ・インセンティブに関する相違

二種類のモラルハザードの理論の間には、株式報酬やストックオプションといったエクイティ・インセンティブに対する示唆においても重要な相違がある。「努力低下型」のモラルハザードの理論では、エージェントの努力が観察不可能なときには、金銭的なインセンティブを与えることが高い努力水準を引き出す効果的な手段となる。企業の目的がプリンシパルにとっての価値すなわち株価の最大化であるとすれば、経営者の報酬を株価に連動

⁵ 日本では、Kubo and Saito (2008) が、会社の支出 1,000 円につき、保有する自社株式などを通じて社長が個人的に負担する金額を 0.333 円と推計している (2000 年の日経 225 社から金融業と電気・ガス業を除いた 115 社の中央値)。米国では、Edmans et al. (2017) が、会社の支出 1,000 ドルにつき、CEO が負担する金額を 3.40 ドルと推計している (2014 年の S&P500 社の中央値)。

⁶ 3.1 節で見た従来の定式化が「努力低下型」であり、その中から仮定の違いを踏まえて役得の消費部分を切り出したものが「価格低下型」であるといえる。

させることは、まさに経営者の目を向けるべきところに向けさせることになる (Milgrom and Roberts 1992、Ch. 13)。このような理論を受けて、Baker et al. (1988) や Jensen and Murphy (1990) は、実際のエクイティ・インセンティブが低すぎるとして、エクイティ・インセンティブの強化を強く主張している。

また、「努力低下型」の理論は、株価のボラティリティが大きい (小さい) ほど、最適なエクイティ・インセンティブが減少 (増加) することを示唆する (Holmstrom and Milgrom 1987、Milgrom and Roberts 1992、Ch. 7)。これは、業績指標となる株価のボラティリティが大きいほど、リスク回避的な経営者に支払うリスクプレミアムのコストが増加するためである。

一方の「価格低下型」のモラルハザードに対しては、エクイティ・インセンティブの付与による抑止効果は期待できないとされている。これは、一般の上場会社における役得への支出額は時価総額に比べて非常に小さく、役得を減らすことがエクイティ・インセンティブを通じて経営者に与えるインパクトはほとんどゼロに近いからである (Edmans et al. 2008、2009)。

報道によれば、日産自動車のゴーン前会長には年間 150 億円の機密費が支給されていた。仮にこの 150 億円の全額を会社にとっては全く価値のない支出に充てたととしても、時価総額 (約 3 兆円) に与えるインパクトは 0.5% 程度である。したがって前会長の保有する資産もしくは報酬のうち日産自動車の株価に連動する部分も 0.5% ほど減少するに過ぎない⁷。このように、通常の上場会社における経営者の役得は、時価総額に比べるとかなり小さいので、エクイティ・インセンティブを与えることによって「価格低下型」のモラルハザードを防ぐことは困難となる (Edmans et al. 2008、2009)⁸。

⁷ 役得に対する経営者の個人的な価格は、経営者の持ち株比率とともに低下する (Jensen and Meckling 1976)。一方、役得がエクイティ・インセンティブを通じて経営者に与えるインパクトは、役得への支出額が時価総額に占める割合によって決まる (Edmans et al. 2009)。

⁸ これはまた、役得への支出が株主に与えるインパクトも小さいことを示唆しており、この理由から、役得すなわち「価格低下型」のモラルハザードは株主にとって大きな問題ではないとする見方もある (Edmans et al. 2009)。この議論については本稿の第 5 節で考察する。

4 モラルハザードの実在性に関する考察と理論へのフィードバック

4.1 実在性の考察

経済学やファイナンスの分野で、モラルハザードの理論は広く定着している。しかしながら、現実における実在性については検討の余地がある。上述のように、医療保険については、二種類のモラルハザードのうち、「価格低下型」の実在性を示す証拠が多数ある一方で、「努力低下型」の実在性は支持されていない。これを参考にしつつ、本節では、経営者のモラルハザードの実在性を検討する。

「努力低下型」について、現状のインセンティブが低すぎるという議論は、エクイティ・インセンティブを強めると株価パフォーマンスが高くなることを示唆する (Baker et al. 1988、Jensen and Murphy 1990)。しかしながら、エクイティ・インセンティブと株価パフォーマンスの関係についての実証研究の結果は定まっていない (Core et al. 2003、Edmans et al. 2017)。日本では、花崎・松下 (2010) がストックオプションの導入と会社のパフォーマンスの間に特に関係がないという結果を得て、ストックオプションは毒にも薬にもならないと結論付けている⁹。

また、「努力低下型」の理論は、株価のボラティリティが大きい (小さい) ほど、最適なエクイティ・インセンティブが減少 (増加) とすることを示唆するが、この点でも実証研究の結果は定まっていない (Edmans et al. 2017)。これらの結果は、「努力低下型」の実在性に疑問を提起する。

一方の「価格低下型」の実在性を検証することも容易ではない。役得のデータを入手すること、あるいはある支出が役得かどうかを評価することは非常に難しい。そうした中、Yermack (2006) は、米国で典型的な役得とされている社用ジェット機の私的利用を分析している¹⁰。米国では、1993年から、SECの規制により、給与・賞与に含まれない役得などを「その他の年間報酬 (Other Annual Compensation)」として総会招集通知に記載する

⁹ ただし、エクイティ・インセンティブが会社や経営者の特性に基づいて内生的に決まるとすれば、横断的な検証には限界がある (Demsetz and Lehn 1985)。

¹⁰ 社用ジェット機のぜいたくな利用として有名なものに RJR ナビスコの事例がある。1980年代に同社は、10機のジェット機と36人のパイロットを擁し、当時の CEO は、友人、著名人、ペットなどを搭乗させていた (Milgrom and Roberts 1992、Ch. 15、Yermack 2006)。なお、RJR ナビスコ社は、1991年に LBO ファンドによって買収されたが、このような敵対的買収が企てられること自体が、「価格低下型」のモラルハザードの存在を示唆するものといえる (Jensen 1986)。

こととなった。その中で件数的にも金額的にも最大なのが社用機の私的利用である¹¹。

「価格低下型」のモラルハザードの理論は、経営者の持ち株比率が低い(高い)ほど、役得が増加(減少)することを示唆する。Yermack (2006) は、経営者の持ち株比率が 15% 以上のサンプルでは社用機の私的利用が極端に少ないことを報告している。しかし、経営者の持ち株比率と役得の間に統計的に有意な関係は得ていない。Yermack (2006) のサンプルにおける経営者の持ち株比率(ストックオプション付与分を含む)は、平均値が 1.48% であり、中央値(90 パーセンタイル)が 0.39% (3.23%) である。このようなサンプルでは、ほとんどの経営者にとって役得の個人的コストはゼロに近いところにあるため、経営者の持ち株比率と役得の関係を検出することが困難であったのかもしれない(Yermack 2006)。

Yermack (2006) が得たもう一つの結果は、役得への支出が経営者の選好(tastes and preferences)に関係しているというものである。「価格低下型」のモラルハザードの理論は、古典的な消費者理論の応用であり、役得への支出が経営者の個人的な選好から影響を受けることを示唆する(Jensen and Meckling 1976)。この点で Yermack (2006) の結果は、「価格低下型」のモラルハザードの理論と整合的である¹²。Yermack (2006) の検証は、Edmans et al. (2009) によっても、役得すなわち「価格低下型」のモラルハザードの実在性を示すものと解釈されている。さらには、統計的な証拠ではないが、経営者による会社の資金の無駄遣い、すなわち「価格低下型」のモラルハザードの実在を示唆する逸話は多い¹³。

本節の議論をまとめると、「努力低下型」のモラルハザードは今のところ実在性を示す根拠が乏しいのに対して、「価格低下型」のモラルハザードの実在性はおおむね受容されるも

¹¹ 社用機のデータを使って経営者の役得を検証した研究として、この他に Rajan and Wulf (2006) がある。しかし彼らのデータにおける社用機の利用は、ビジネス目的と私的目的が区別されていないため、役得への支出を捕捉できていない可能性がある。

¹² 具体的には、Yermack (2006) は米国ゴルフ連盟が管理するプレー記録のデータベースからゴルフ好きな経営者を認定し、そのような経営者には、社用ジェット機の私的利用が多いことを検証している。これは、役得(社用機でゴルフに行くこと)に対する選好の強い人は、役得への支出が多いことを示唆しており、消費者理論や Jensen and Meckling (1976) のモデルと整合的である。

¹³ 有名なものとして、米国の著名な教科書『組織の経済学』(Milgrom and Roberts 1992) の第 15 章に掲載されている二つの例が挙げられる。そのうちのひとつ RJR ナビスコの事例については注 10 を参照されたい。もうひとつのオキシデンタル石油の事例は、1980 年代に当時の CEO が美術館の建設などのために会社の資金を使ったという逸話である。当時の石油会社は多額のフリーキャッシュフローを抱えており、この一部が役得に使用されたとされる(Jensen 1986)。

のと考えられる¹⁴。このように二種類のモラルハザードの実在性が異なることは、「努力低下型」と「価格低下型」を区別して検証してきた医療経済学の実証結果とも整合的である。もちろん、医療保険の加入者と経営者を同じように扱うことはできない。しかしながら、モラルハザードを理論的に定式化するだけでなく、適切に分類した上で実在性を吟味することは、医療経済学から学ぶべき重要な点といえる。

4.2 理論へのフィードバック

二種類のモラルハザードが理論的には定式化されていても、実在性に相違があるとすれば、それを受けて理論を再検討することが必要となる。特に重要なのは、理論の前提となっている仮定を吟味することである。

まず、「努力低下型」の理論では、経営者は努力を嫌がる、あるいは金銭的なインセンティブを与えないと十分な努力をしないと仮定している。しかしながら、経営者が、自分の仕事に誇りを持っていて、周りからのプレッシャーを感じていれば、むしろ金銭的なインセンティブがなくても人並み以上の努力をすると想定しても不思議ではない¹⁵。特に日本の会社では、何十年もその会社で働いてきた人が実績を評価されて経営者になることが多く、経営者になったあとも大きな誇りとプレッシャーを感じて懸命に努力すると考えることもできよう。そのように考えると、「努力低下型」の理論の仮定は、現実妥当性に欠ける可能性がある¹⁶。個々の経営者の中には、努力を嫌がる者もいるだろうが、これを一般的な仮定とすることには無理があると思われる。あるいは、仮に経営者が努力を嫌がるとしても、経営者の自尊心、株式市場や業績開示のプレッシャーなどによって、「努力低下型」のモラルハザードが十分に実在性の乏しいものになっていると考えることもできる。いずれにしても、「努力低下型」が一般的に対処すべき問題である可能性は低い。

これに対して、「価格低下型」の理論で仮定されているのは、経営者が自己の効用を高めるものを買う時に、個人的なコスト（価格）が低下すると購入量を増やすということであ

¹⁴ 一般の人にとっても、意欲的に仕事に取り組んでいるが、会社のお金を使う時にはちょっと贅沢がしたくなる、という気持ちは腑に落ちるかもしれない。

¹⁵ 上場会社の経営者にはプライドがあり、決算開示、株価動向などのプレッシャーも受ける。この点で、努力低下型のモデルでしばしばエージェントの例とされる単純労働者やセールスマンとは大きく異なっている。

¹⁶ 医療保険の事前のモラルハザードについては、医療費という金銭面での負担が減ると、金銭以外の不効用（苦痛など）を伴う疾病予防の努力が低下するという仮定に疑問が生じうる（Kenkel 2000）。

る。これは、上述のように経済学の消費者理論における一般的な仮定であり、現実妥当性も十分にあるといえる。

5 コーポレート・ガバナンスへの含意

経営者のモラルハザードは、コーポレート・ガバナンスの中心的な問題であるが、前節までの分析は、この問題に対する再検討を促している。コーポレート・ガバナンスの実務は、当然実在性のある問題に対応すべきである。一方、実在性に乏しい問題を過大に評価して対応することは弊害をもたらす可能性もある。

「努力低下型」のモラルハザードは実在性に乏しい。このことは、もっぱら「努力低下型」に効果があるとされるエクイティ・インセンティブについての再検討を促す。コーポレート・ガバナンス・コードは、自社株報酬などによって経営者にインセンティブを与えることを求めており、これを受けて、日本の上場会社は、経営者へのインセンティブ付与に関する施策の実施状況をコーポレート・ガバナンス報告書の中で開示している。エクイティ・インセンティブを導入する日本の上場会社は、2019年5月には1,514社（42%）に達し、コード導入前の2014年（487社）のおよそ3倍に増えている¹⁷。コーポレート・ガバナンス・コードを制定した東京証券取引所は、企業価値に連動したインセンティブ付けによって、経営陣と一般株主の利害の一致が図られるとする（東京証券取引所 2017）。しかし、「努力低下型」の実在性が疑わしいとすれば、エクイティ・インセンティブには慎重な検討が必要である。

エクイティ・インセンティブを早計に導入・拡大することには以下のような弊害がある。まず、経営者に対するけん制が不十分な状態でインセンティブを導入すると、高額な報酬や経営者に過度に有利な条件になる可能性がある¹⁸。また、エクイティ・インセンティブを与えられた経営者が、棚ぼた式に高額な報酬を手にする、それを既得権として意識するようになってしまう。株価が低迷すると、経営者には、報酬の仕組みやストックオプションの条件などを自分に有利になるように変更したり、会社に都合のよい情報を流

¹⁷ 日本経済新聞 2019年5月28日付朝刊による。

¹⁸ 「努力低下型」の理論は、一般にリスク回避的な経営者を想定して、インセンティブによってリスクを与えるときには、報酬の期待値を増やすべきであることを示唆する。Jensen and Murphy (1990) は、経営者報酬の高額化とインセンティブ強化を擁護している。

して株価を操作したりして、報酬を維持しようとする誘因が生じうる (Bebchuk and Fried 2005、Bebchuk et al. 2010、Desai 2012 など)。

また、エクイティ・インセンティブによって、経営者と株主の利害を一致させることは、会社のパフォーマンスへの影響はさておき、相対的に従業員、債権者、取引先、地域社会といった他のステークホルダーの利益の外部化を招く。その結果、社会的な価値の最大化が妨げられる可能性もある¹⁹。

一方、前節までの分析は、経営者の役得すなわち「価格低下型」のモラルハザードには実在性があることを示唆する。ただし、この役得への支出そのものは、一般的に時価総額に比べてかなり少額であることから、株価に対する影響はほとんどない。したがって、役得は株主にとって大した問題ではないと考えることも可能である (Edmans et al. 2009)²⁰。

しかし、役得が間接的に会社の価値を減らす可能性も指摘されている。4.1 節で引用した Yermack (2006) は、CEO の役得 (社用機の私的利用) と会社のパフォーマンスの関係を検証している。それによると、社用機の私的利用を認めている会社の 10 年間の株価リターンは、3 ファクターモデルのベンチマークを年率 4 % 程度統計的に有意に下回っている²¹。このパフォーマンスの低下は、役得への直接的な支出額よりも大きいことから、Yermack (2006) の言うように、役得が、従業員の士気の低下などを通じて、支出額以上に会社のパフォーマンスを低下させる可能性があるのかもしれない²²。

¹⁹ 従業員の利益が外部化された例としてアメリカン航空が挙げられる。2008 年に同社が経営不振に陥った時、経営陣によって従業員の給与が 340 億円削減された。一方で、このリストラによって会社が危機を脱すると、経営陣は 200 億円のボーナスを受け取った。労働組合が経営陣を「貪欲だ」と批判すると、経営者側は「わが社の経営者報酬は、他の米国の会社と同様に、株主と経営者の利害を一致させるように設計されている」と答えたとされる (原 2017)。また、債権者の利益が外部化される問題としては、経営者による株主利益の偏重によって、資産代替 (Jensen and Meckling 1976) やデッドオーバーハング (Myers 1977) の問題が生じやすくなることが考えられる。

²⁰ さらに、経営者の役得が会社にとっての便益になるという理論も存在する (Rajan and Wulf 2006)。たとえば交渉の場にファーストクラスで移動した経営者は、より精力的に交渉に臨めるかもしれない。あるいは、役得は経営者のステイタスを高めるための方法としては低コストであるかもしれない。もしくは、役得となるものを会社が購入すれば、経営者が個人的に買うよりも価格や税金面で有利かもしれない。なお、役得への支出は、その便益と費用を勘案して最適に決定されるという理論もある (Demsetz 1983、Fama 1980)。

²¹ このように長い目で見れば株価パフォーマンスが低下することから、エクイティ・インセンティブが役得の歯止めになる可能性もありうる。しかしながら、役得は時価総額に比べて少額であり、経営者が役得の間接的な影響を支出時に意識するのは困難と思われる。また、役得が会社に与える便益面を経営者が過大に評価する可能性もある。したがって、支出を決定する時点で他人がモニタリング (監視) することの意義は大きい。なお、モニタリングの実施にあたっては、役得が会社にとってメリットとなりうる点も考慮に入れる必要がある (前注参照)。

²² 役得 (社用機の私的利用) を認められるまで悪い情報を出すのを控えているという解釈も可能で

役得が会社のパフォーマンスにネガティブな影響を与える可能性があるとするれば、これを防ぐための仕組み（ガバナンス）が必要となる。先にも論じたように、エクイティ・インセンティブには、役得すなわち「価格低下型」のモラルハザードを抑える効果は期待できない。したがって、これは社外役員などによるモニタリング（監視）で解決を図るべき問題となる（Edmans et al. 2009）。このモニタリングが実効性を持つためには、経営者の解任可能性が担保されている必要がある。社内役員など経営者の息のかかった役員が多数を占めていて、経営者の解任が事実上不可能な状況であれば、モニタリングによって役得を抑制することは困難である²³。

6 おわりに

従来の理論は、経営者のモラルハザードを努力水準の低下という一つのパターンで定式化してきた。本稿では、理論的な仮定の相違を踏まえて、これを「努力低下型」と「価格低下型」に分類して検討した。また、実証研究の結果や仮定の現実妥当性などを分析した結果、「努力低下型」は実在性に乏しい一方、「価格低下型」は実在性が高いことを論じた。

経営者のモラルハザードを、役得の自制を含む広範囲な努力水準の低下と捉えると、その解決策としてエクイティ・インセンティブがクローズアップされる²⁴。しかし、エクイティ・インセンティブには実在性の高い「価格低下型」を防止する効果は期待できない。それにもかかわらずエクイティ・インセンティブを大きくすれば、経営者と株主の利害の一致が強まり、他のステークホルダーの利害の外部化を招くことにつながる。

「価格低下型」の実在性は高いが、会社に与える直接的なコストは小さい。しかしなが

ある（Yermack 2006）。

²³ 注 8 で引用した RJR ナビスコの事例で、当時の CEO は、「CEO にとって、もっとも重要な仕事のひとつは、（社外から招いた）取締役の面倒を見て、彼らを満腹にさせておくことだ」と言っていたという（Milgrom and Roberts 1992、Ch. 15）。

²⁴ 1980 年代以降の米国におけるエクイティ・インセンティブの増大とそれに伴う経営者報酬の高額化の背景には、RJR ナビスコやオクシデンタル石油のような派手な役得が世間の注目を浴びる中、理論分析では役得の自制を努力に含めることが一般化していたため、役得抑制の意味を込めてエクイティ・インセンティブが強化された可能性がある。Jensen and Murphy (1990) は、価格低下による役得への支出を問題視する一方で、これに対応するために経営者のエクイティ・インセンティブを強化すべきであるとする。なお、後日 Jensen et al. (2004) は、かつての自分たちの著作が、ストックオプションの拡大と経営者報酬の高額化につながったことを認めている。また、Deutsch (2005) の取材の中で、Jensen はストックオプションが失敗だったと述べている。

ら、社内の士気の低下などを通じて会社のパフォーマンスを低下させる可能性がある。これを未然に防ぐには、経営者の解任可能性が担保されたモニタリングを機能させる必要がある。

なお、言うまでもなくインセンティブ報酬にはメリットも存在する。ベンチャービジネスのように飛躍的な成長が期待される会社や、経営破綻の危機に瀕しているような会社では、経営者の思い切った決断や強い実行力が求められる。そのような会社の浮沈は、経営者の働きぶりに大きく依存しているため、うまく舵を取った経営者には、それに見合う報酬を与える仕組みが効果的となりうる。

前会長に対する毀誉褒貶の激しい日産自動車の場合、1990年代後半の経営危機の時には、経営者に強いインセンティブを与えることが苦境を乗り越えるために有効だったと思われる。しかし、その後危機が一段落して業績が回復したときには、むしろ「価格低下型」のモラルハザードすなわち経営者の役得の方が大きな問題となりうる状況だったのではないだろうか。そうなると、経営者のインセンティブ報酬が会社に与えるメリットは低下していて、むしろ経営者をモニタリングしつつ、問題があれば解任できる可能性を確保しておくことが重要だったと思われる。

最後に、「努力低下型」が一般的な傾向としては観察されないとしても、個々の経営者に当てはまることは十分に考えられる。また、「価格低下型」の問題の大きさにも個人差が存在する。したがって、それぞれの経営者や会社の状況に応じて、インセンティブ報酬のあり方や選解任のプロセスなどを見直して行くことがコーポレート・ガバナンスの今後の課題となるであろう。

謝辞

本稿を執筆するにあたっては、内田交謹先生（九州大学）、蜂谷豊彦先生（一橋大学）をはじめ、日本経営財務研究学会の東日本部会および全国大会の参加者から大変有意義なコメントを頂戴した。記して感謝する。本研究は、2017年度専修大学長期国内研究員の研究成果である。

引用文献

- 井伊雅子・大日康史 (2002) 『医療サービス需要の経済分析』 日本経済新聞社.
- 東京証券取引所 (2017) 『コーポレート・ガバナンス白書 2017』 東京証券取引所上場部.
- 花崎正晴・松下佳菜子 (2010) 「ストック・オプションと企業パフォーマンスーオプション
価格評価額に基づく実証分析ー」 日本政策投資銀行設備投資研究所『経済経営研究』,
30(4), 1-114.
- 原丈人 (2017) 『「公益」資本主義ー英米型資本主義の終焉』 文藝春秋.
- Arrow, Kenneth J. (1963), “Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care”,
American Economic Review, 53(5), 941-973.
- Baker, George P., Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy (1988), “Compensation and
Incentives: Practice vs. Theory”, *Journal of Finance*, 43(3), 593-616.
- Bebchuk, Lucian A. and Jesse M. Fried (2005), “Pay Without Performance: Overview of the
Issues”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(4), 8-23.
- Bebchuk, Lucian A., Yaniv Grinstein and Urs Peyer (2010), “Lucky CEOs and Lucky
Directors”, *Journal of Finance*, 65(6), 2363-2401.
- Core, John E., Wayne R. Guay and David F. Larcker (2003), “Executive Equity
Compensation and Incentives: A Survey”, *Federal Reserve Bank of New York Economic
Policy Review*, 9(1), 27-50.
- Demsetz, Harold (1983), “The Structure of Ownership and the Theory of the Firm”, *Journal
of Law and Economics*, 26(2), 375-390.
- Demsetz, Harold and Kenneth Lehn (1985), “The Structure of Corporate Ownership:
Causes and Consequences”, *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-77.
- Desai, Mihir A. (2012), “The Incentive Bubble”, *Harvard Business Review*, March 2012,
90(3), 124-132 (編集部訳「インセンティブ・バブルの憂鬱」『ダイヤモンド・ハーバー
ド・ビジネス・レビュー』, 2012年6月号, 90-106).
- Deutsch, Claudia H. (2005, April 3), “An Early Advocate of Stock Options Debunks Himself”,
New York Times (<https://www.nytimes.com/2005/04/03/business/yourmoney/an-early-advocate-of-stock-options-debunks-himself.html>).
- Edmans, Alex, Xavier Gabaix and Dirk Jenter (2017), “Executive Compensation: A Survey

- of Theory and Evidence”, in Benjamin Hermalin and Michael Weisbach (eds.), *The Handbook of the Economics of Corporate Governance, Vol. 1*, Amsterdam: Elsevier, 383-539.
- Edmans, Alex, Xavier Gabaix and Augustin Landier (2008), “A Calibratable Model of Optimal CEO Incentives in Market Equilibrium”, NBER Working Paper No.13372.
- Edmans, Alex, Xavier Gabaix and Augustin Landier (2009), “A Multiplicative Model of Optimal CEO Incentives in Market Equilibrium”, *Review of Financial Studies*, 22(12), 4881-4917.
- Fama, Eugene F. (1980), “Agency Problems and the Theory of the Firm”, *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Holmstrom, Bengt and Paul Milgrom (1987), “Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives”, *Econometrica*, 55(2), 303-328.
- Jensen, Michael C. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, Michael C. and Kevin J. Murphy (1990), “CEO Incentives: It’s Not How Much You Pay, But How”, *Harvard Business Review*, May-June 1990, 138-153.
- Jensen, Michael C. and Kevin J. Murphy and Eric G. Wruck (2004), “Remuneration: Where We’ve Been, How We Got to Here, What Are the Problems, and How to Fix Them”, Harvard NOM Working Paper No. 04-28 (<https://ssrn.com/abstract=561305>).
- Kenkel, Donald S. (2000), “Prevention”, in Anthony J. Culyer and Joseph P. Newhouse (eds.), *Handbook of Health Economics, 1B*, Amsterdam: Elsevier, 1675-1720.
- Kubo, Katsuyuki and Takuji Saito (2008), “The Relationship between Financial Incentives for Company Presidents and Firm Performance in Japan”, *Japanese Economic Review*, 59(4), 401-418.
- Milgrom, Paul and John Roberts (1992), *Economics, Organization and Management*. N. J. : Prentice Hall (奥野正寛・伊藤秀史・今井晴雄・西村理・八木甫訳 (1997) 『組織の経済学』 NTT 出版).

- Myers, Stewart C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Pauly, Mark V. (1968), "The Economics of Moral Hazard: Comment", *American Economic Review*, 58(3), 531-537.
- Rajan, Raghuram G. and Julie Wulf (2006), "Are Perks Purely Managerial Excess?", *Journal of Financial Economics*, 79(1), 1-33.
- Tirole, Jean (2001), "Corporate Governance", *Econometrica*, 69(1), 1-35.
- Yermack, David (2006), "Flights of Fancy: Corporate Jets, CEO Perquisites, and Inferior Shareholder Returns", *Journal of Financial Economics*, 80(1), 211-242.
- Zweifel, Peter, Friedrich Breyer and Mathias Kifmann (2009), *Health Economics*, Berlin: Springer-Verlag.
- Zweifel, Peter and Willard G. Manning (2000), "Moral Hazard and Consumer Incentives in Health Care", in Anthony J. Culyer and Joseph P. Newhouse (eds.), *Handbook of Health Economics*, 1A, Amsterdam: Elsevier, 409-459.