

# 企業のエイジェンシー問題と監査：展望

吉 田 高 文

はじめに

1. 企業のエイジェンシー・コスト
2. エイジェンシー問題のコントロール
3. 監査論研究への応用

おわりに

はじめに

エイジェンシー理論には、大別して二つの方向の理論研究がある。一つは「エイジェンシーの経済理論 (the economic theory of agency)」と呼ばれるもので、契約の一般理論としての性格をもつものである。これは、自己に代わって何らかの仕事あるいはサービスの遂行を依頼する人（これをプリンシパル (principal) と呼ぶ）及びその仕事を代行する人（これをエイジェント (agent) と呼ぶ）の二人の個人を考え、両者の間で成立する契約上の諸問題を分析するものである。両者の契約関係は一般に、エイジェンシー関係あるいはプリンシパル-エイジェント関係と呼ばれる。通常、この分析では、プリンシパル及びエイジェント両者がめいめい期待効用最大化行動をとり、また環境に不確実性が存在するものと仮定したうえで、エイジェンシー関係における最適な契約構造が追究される。<sup>(1)</sup>

たとえば、プリンシパルの立場で生じる問題の一つは、エイジェントの最大の努力をひき出すために最適なインセンティブ・システムを設計することである。インセンティブ・システムを盛り込んだ最善の (first best) 契約は、エイジェントの努力水準がプリンシパルにとって完全に観察可能であるときに成立する。しかし、そのような情報が不完全なものであれば、そこに成立

するのは次善の (second best) 契約でしかない。「エイジェンシーの経済理論」は、エイジェンシー関係において成立する最善あるいは次善の契約形態がもつ性質を分析するものである。また、プリンシパルとエイジェントの間での危険分担 (risk sharing) のあり方も重要な問題である。最適な危険分担は、少なくともどちらから一方が危険中立的であれば容易に達成される。しかし、両者が危険回避的であり、加えて上述のインセンティブ問題も次善的な解決しか行われないならば、この問題の現実的解決は非常に困難なものとなる。ただ、危険分担の問題を分析レベルで解決することは可能であり、それはたとえば、両者の効用関数の型を特定化することや、線型的な分担ルールを作成することなどによるもので、そのような解決の方途が追究されるのである。

エイジェンシー理論のもう一方は、「エイジェンシーのファイナンス理論 (the financial theory of agency)」と呼ばれるもので、これは一様にジェンセン＝メックリング (1976) において提示されたエイジェンシー・コスト (agency costs) の概念をその分析の中核におくものである。具体的には、企業の資本構成や負債調達上の財務契約 (financial contracting) などの企業財務論の固有の領域における諸問題をとり扱うもので、マイヤーズ (1977) をはじめとして、バーナー (A. Barnea), ホーゲン (R. A. Haugen) 及びセンベット (L. W. Senbet) の諸氏による共同論文がその代表的研究である。また、元来ジェンセン (M. C. Jensen) 及びメックリング (W. H. Meckling) 両氏は企業財務論の研究者であり、「エイジェンシーのファイナンス理論」の研究者の多くも同様であるのだが、今日の理論展開ではこのほかに、「企業のエイジェンシー理論 (agency theory of the firm)」と名づけられる一連の研究が存在する。そこでは、「所有と経営の分離」、組織形態、監査など「企業の理論 (theory of the firm)」の全般にわたった幅広い展開が試みられている。ファーマ (1980), ファーマ＝ジェンセン (1983 a 及び b), ワッツ＝ツィムマーマン (1983) などがその代表的研究である。

本稿は、まず、「エイジェンシーのファイナンス理論」において鍵となる概念であるエイジェンシー・コストについて、企業組織におけるその存在を明らかにする。次に、その存在から派生するエイジェンシー問題の検討を行

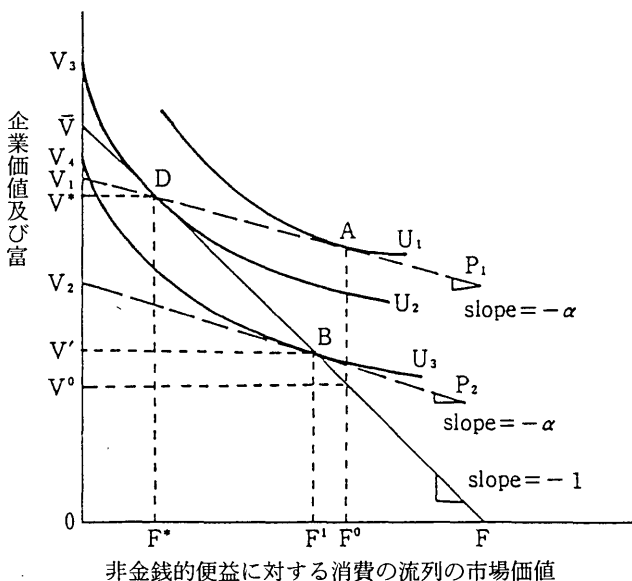
い、この問題に対する市場及び組織におけるコントロール・メカニズムを明らかにする。そのうえで、エイジェンシー問題の重要なコントロール活動の一つとして監査をとり上げ、ワッツ＝ティムマーマン（1983）及びフランシス＝ウィルソン（1988）の二論文の検討を通じて、「企業のエイジェンシー理論」の監査論研究への応用可能性について展望する。

## 1. 企業のエイジェンシー・コスト

ジェンセン＝メックリング（1976）やファーマ＝ジェンセン（1983 a 及び b）においては、組織は複雑な契約関係の絆（nexus）の役割を果たすものであり、企業はその法的擬制の一形態であるという“nexus of contracts”と<sup>(2)</sup>いった組織観あるいは企業観が提示されている。企業のエイジェンシー・コストは、このような企業観を背景にして、企業組織のなかで成立する無数の契約関係に内包される各契約主体間の利害の不一致に起因して発生する。たとえば、株式会社における所有者たる株主と専門職業的な経営者との関係は、前者をプリンシパル、後者をエイジェントとみなした典型的なエイジェンシー関係と考えられる。この場合、経営者は株主のエイジェントとして行動するとともに自己の効用最大化者としても行動することから、経営者の立場を利用して自己の効用を高めるべく非金銭的便益（non-pecuniary benefits）あるいは役得（perquisites）<sup>(3)</sup>といったものに当該企業資源を消費するインセンティブをもつ。この結果、経営者のインセンティブがコントロールされないならば、当該企業の市場価値の減少は免れない。この市場価値減少分が企業のエイジェンシー・コストとして認識されるものの一類型であり、ジェンセン＝メックリング（1976）において自己資本のエイジェンシー・コストと呼ばれるものに相当する。

ジェンセン及びメックリング両氏は、以下の設定から企業におけるエイジェンシー・コストの存在を明らかにする。いま、ある企業が、当該企業の持分請求権の全割合を保有する所有者でありかつ経営者でもあるという意味での「100パーセント所有経営者（the 100 percent owner-manager）」によって経営されていると考える。ここで、当該所有経営者がその持分請求権の

( $1 - \alpha$ ) 割合 ( $0 < \alpha < 1$ ) を自己資本の形態で外部に売却し、自らは  $\alpha$  割合を保有する所有者であり、なおかつただ一人の経営者としてとどまる場合を想定する。この設定から、エイジェンシー・コストの存在は1図<sup>(4)</sup>を用い

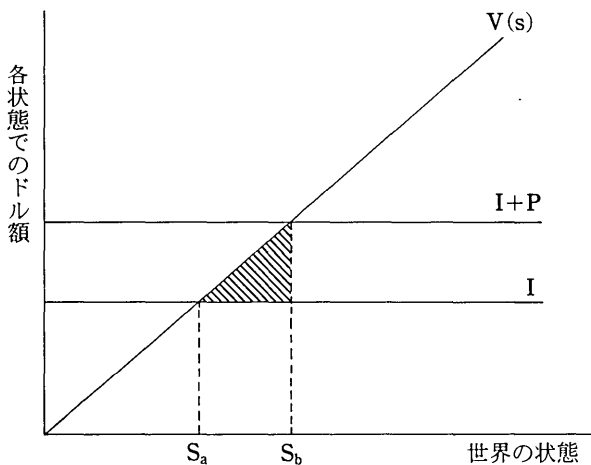


1 図

て示される。当初、「100パーセント所有経営者」が選択する当該企業価値  $V$  と非金銭的便益に対する消費の流列の市場価値  $F$  との最適な組み合わせは、 $V$  と  $F$  の間のトレード・オフをあらわす一種の予算制約線である  $\bar{V}F$  線と当該所有経営者の効用無差別曲線との接点  $D$  で与えられる。このとき当該所有経営者は、当該企業の総市場価値  $\bar{V}$  のなかから非金銭的便益に  $F^*$  を消費し、残りの  $V^*$  を個人の富として獲得する。しかし、この「100パーセント所有経営者」が上述のような形で持分請求権の売却を実行しようとするならば、当該所有経営者の個人の富で測定した  $V$  と  $F$  とのトレード・オフは、もはや 1 対 1 ではなく 1 対  $\alpha$  の関係に変化する。したがって、当該所有経営者が直面する仮想的な予算制約線は破線で示される  $V_1P_1$  線となる。この結果、接点は  $A$  に移り、当該所有経営者は非金銭的便益に対する消費を  $F^*$  から  $F^0$  へと増加させ、一方当該企業価値は  $V^0$  まで下落する。そし

て、このような所有経営者の行動に対して潜在的な資本提供者が事前に合理的な判断を下しうるならば、最終的に売却が可能になる均衡点は、当初のトレード・オフが維持される  $\overline{VF}$  線上に位置する点  $B$  で与えられる。ここで、当該企業価値の減少分  $V^* - V'$  が、ジェンセン及びメックリング両氏の定義による自己資本のエイジェンシー・コストである。<sup>(5)</sup> ただし、厳密に言えば、当該所有経営者が負担する自己の個人富における減少分は  $V_3 - V_4$  であり、これが実際に負担されるエイジェンシー・コストに相当すると考えられる。<sup>(6)</sup> また、このような個人富における減少は、持分請求権の外部への売却が自己資本形態によるものでなくとも発生する。したがって、これは、外部調達のエイジェンシー・コストと名づける性格のものである。

次に、一般に負債のエイジェンシー・コストと呼ばれるものの諸類型を明らかにする。まず、資本調達源泉として負債も利用している企業を考え、この企業の経営者が株主の立場にたって行動するがゆえに、実行される投資計画が準最適なものになるという場合のエイジェンシー・コストについて考察する。マイヤーズ (1977) によれば、このコストは 2 図において示される。<sup>(7)</sup> こ



2 図

こで、投資額は  $I$ ，そこから獲得される期末の資産価値は  $V(s)$  であらわれ、 $V(s)$  は世界の状態  $s$  にしたがって図のような線型関係にあるものと

仮定する。このとき、世界の状態が  $s_a$  よりも左側に位置する任意の状態として生起するならば、 $V(s)$  は投資額  $I$  を下回って実現することになり、この投資計画は実行されない。逆に、 $s_a$  よりも右側で生起するならば、この投資計画は実行され、このときの当該企業価値  $V$  は、

$$V = \int_{s_a}^{\infty} q(s) [V(s) - I] ds$$

(ただし、 $q(s)$  は状態  $s$  が生起したときに期末で引き渡される 1 ドルの均衡現在価格)

となる。この設定において、投資額の一部が発行済社債によって賄われる場合を考える。この社債に対する満期支払総額は  $P$  であり、満期日は投資決定後の期末にくるものとする。この場合、株主にとっては、 $V(s)$  が  $I+P$  を上回る限り、すなわち世界の状態が  $s_b$  よりも右側で生起する限り、この投資計画を実行する価値がある。このとき、当該企業価値を  $V_D$  とすると、

$$V_D = \int_{s_b}^{\infty} q(s) [V(s) - I] ds$$

となり、明らかに  $V_D < V$  である。結局、株主とは立場の異なる資本提供者として債権者が存在することにより、経営者が実行する投資計画は準最適なものとなる。この結果生じる当該企業の総市場価値の減少分は、2 図の斜線部分であり、市場が合理的であるならば、結局は株主がその持分請求権の価値の減少として負担すべきものである。これが負債利用に伴うエイジェンシー・コストの一つである。

株主と債権者の立場の違いからくる利害の不一致は、投資計画のもつ危険に対する態度にもあらわれる。すなわち、株主の立場からは、債権者の犠牲の下に自己資本の市場価値を高めるような、危険の高い投資計画を採用することが理にかなう場合がある。このとき、市場からその情報を得た合理的な債権者は、あらかじめ危険の増加に見合う分だけ負債価値を割引いたうえで価格づけを行おうとする。この結果生じる企業価値減少分も、株主が負担すべき負債利用に伴うエイジェンシー・コストである。このほかに、負債利用に伴うエイジェンシー・コストには、倒産コストを含めることが多い。<sup>(8)</sup> また、

市場が不完全であり、企業の所有経営者と潜在的な資本提供者との間に情報の非対称性が存在する場合には、当該所有経営者が行う持分請求権の売却に際して、投資計画についての正確な情報を反映した公正な価格と実際に形成される価格とに隔たりが生じる。この差額も、当該所有経営者が負担すべき外部調達に伴うエイジェンシー・コストとして認識される。<sup>(9)</sup>

## 2. エイジェンシー問題のコントロール

一般に「コスト」という場合には、そのコストを支出する「目的」とコストの「負担の主体」がはっきりしていなければならない。<sup>(10)</sup> また、それが企業組織におけるコストである以上、コストの発生を防ぐように、あるいはその発生が避けられない場合にはそれを最小化するように、何らかの手だてが施されなければならない。企業組織における複雑なエイジェンシー関係から生じるエイジェンシー・コストを巡って、その負担の主体、発生の防止、最小化などの諸問題が解決されなければならない。この諸問題が企業のエイジェンシー問題である。この問題の効率的なコントロールは、市場を通じて行われるものと、市場の外部、とくに組織の内部で行われるものとがある。

まず、市場を通じて行われる企業のエイジェンシー問題のコントロールには、経営者の労働市場 (managerial labor market) によるものがある。これは、その市場における賃金見直しのプロセスが、経営者のもつ契約から乖離しようとするインセンティブを中和する (neutralize) 作用をもつというものである。ファーマ (1980) は以下のように主張する。経営者の人的資本を当該経営者の将来賃金の流列という形の市場性のある資産と考え、またその現在価値が事後的に行われる将来賃金の再評価により、少なくとも、当該企業の主として証券保有者によって経験される富の変化に対しての公平な (un-biased) 査定のみだけ変化すると考えるならば、そのような人的資本の再評価は、経営者のインセンティブをコントロールする一つの十分な事後的調整となりうる。<sup>(11)</sup> この調整は、市場が合理的であるならば、再評価のプロセスにおいて、経営者の努力や才能とは関係のないノイズにくらべて、最も近い時点で測定された当該経営者の限界生産物に関するシグナルが大きければ大

きいほど、より完全なものになる。

以上の議論を公式化して考える。<sup>(12)</sup> 任意の  $t$  期において測定された経営者の限界生産物  $Z_t$  が、その期待値  $\bar{Z}_t$  とランダム・ノイズ  $\epsilon_t$  から構成されるものとする。<sup>(13)</sup> すなわち、

$$Z_t = \bar{Z}_t + \epsilon_t \quad (1)$$

である。ここで、危険負担者全員が危険中立的であり、また 1 期間市場利子率（割引率）が常にゼロであると仮定する。また、契約上、任意の  $t$  期における経営者の賃金は危険負担者が事後的測定においてノイズ  $\epsilon_t$  を受け入れるもとで  $\bar{Z}_t$  に等しく、それは過去に測定された当該経営者の限界生産物の値に依存すると仮定する。さらに、経営者が危険回避的である場合の長期賃金契約に伴う道徳的危険の問題が発生することを防ぐために、毎期の期首で賃金の見直しが行われるものとする。以上の設定からは、いったん経営者の期待限界生産物が  $\bar{Z}_t$  であると評価されると、当該経営者は役得により多くの資源を消費したり、あるいは  $\bar{Z}_t$  が意味するよりも少ない努力水準しか傾注しないといったインセンティブをもつと考えられる。しかし、そのようなインセンティブは、以下に示すように完全に中和される。

$\bar{Z}_t$  がランダム・ウォークにしたがうと考えるならば、

$$\bar{Z}_t = \bar{Z}_{t-1} + (1 - \phi) \epsilon_{t-1} \quad (2)$$

（ここで、 $\phi$  はパラメータであり、 $0 < \phi < 1$  である）

と書きあらわすことができる。ここで期待値における 1 期間の変化は、

$$\begin{aligned} \bar{Z}_t - \bar{Z}_{t-1} &= (1 - \phi) \epsilon_{t-1} \\ &= (1 - \phi) (Z_{t-1} - \bar{Z}_{t-1}) \end{aligned} \quad (3)$$

であり、 $\bar{Z}_t$  は直前の期における限界生産物の測定値と期待値との差に基づいて調整されることがわかる。(3)式より  $\bar{Z}_t$  は、

$$\bar{Z}_t = (1 - \phi) Z_{t-1} + \phi \bar{Z}_{t-1} \quad (4)$$

とも書きあらわすことができる。(1)式に(4)式を代入し、さらに  $\bar{Z}_{t-1}, \bar{Z}_{t-2}, \dots$  を代入していくと、

$$Z_t = (1 - \phi) Z_{t-1} + \phi (1 - \phi) Z_{t-2} + \phi^2 (1 - \phi) Z_{t-3} + \dots + \epsilon_t \quad (5)$$

となる。その期待値は、



$$\bar{Z}_t = (1-\phi) Z_{t-1} + \phi (1-\phi) Z_{t-2} + \phi^2 (1-\phi) Z_{t-3} + \dots \quad (6)$$

である。(6)式から、 $Z_{t-1}$ は将来の賃金の流列において、 $\bar{Z}_t$ では $1-\phi$ 、 $\bar{Z}_{t+1}$ では $\phi(1-\phi)$ 、 $\bar{Z}_{t+2}$ では $\phi^2(1-\phi)$ 、…というウェイトをもつことがわかり、その総和は、

$$\frac{(1-\phi) Z_{t-1}}{1-\phi} = Z_{t-1} \quad (7)$$

となる。つまり、事後的に測定された経営者の限界生産物は、パラメータの値の如何にかかわらず、限界生産物の期待値、すなわち将来の契約における当該経営者の賃金に正確に反映される。以上のように、経営者の労働市場において、毎期の期首に行われる賃金の見直しが(6)式の関係にしたがうならば、役得に対する消費や怠業といった経営者のインセンティブは完全に中和される。

しかし、このコントロール・メカニズムが十分によく機能するためには、経営者の労働市場が競争的でなければならない。つまり、必要とされる経営能力をもつトップ・レベルの経営者が豊富に存在し、またその能力が偏りのない情報として広く市場に伝達されなければならない。一般に、このような人的資本に関する市場を理想化して考えるよりも、むしろ金融資本の市場をとり上げて考察する方が有用である。<sup>(15)</sup>そこで、次に、資本市場を通じて行われる企業のエイジェンシー問題のコントロールについて考察する。

資本市場を通じたコントロールには、調達上の統一 (financial unification)、非公式の再構成 (informal reorganization) 及び条件付契約 (contingent contracts) と呼ばれるものが考えられる。<sup>(16)</sup>まず、調達上の統一は、企業資産に対する様々な形態の請求権がもつ所有権 (ownership) 上の利害を統一するものである。つまり、たとえばある企業の負債の $\alpha$ 割合を保有する合理的な債権者は、株式においても $\alpha$ 割合の利害を獲得するようにととめ、一方で合理的な株式保有者は、これとはちょうど逆の行動を負債に対してとる。この結果、資本市場を通じて、当該企業のすべての証券保有者について負債及び株式の均衡持分が確定し、各証券保有者間の所有権上の利害は統一される。これにより、債権者と株主の間にみられる利害の不一致は存在しなくなり、したがって、経営者のとるべき行動は株式の市場価値の最大化

をめざすものではなく、それは全証券保有者の最大利害のもとに規律づけられることになる。

一方、合理性の存在は経営者の側でも考えられる。債権者と株主の間の利害の不一致に伴うエイジェンシー問題が、ある時点で発生する出来事によって顕在化すると前もって正確に予測されるならば、合理的な経営者は、その出来事が起こる前に、最適な負債-自己資本比率になるように資本構成を調整する。これが非公式の再構成である。具体的には、ある出来事たとえば投資計画の実施が差し迫った時点で、その存在により問題が顕在化することになる負債を、新株の発行を通じて調達した資金を用いて償還する。次に出来事の発生後再び負債調達を行い、その調達手取額を用いて先の時点で発行した普通株を買い戻す。このように、合理的な経営者は、その時々に応じた最適な資本構成になるように、たえず資本市場を通じた調整を行う<sup>(17)</sup>。したがって、債権者からみれば、常に自己の利害は保証されていることになり、株主との間での利害の不一致は存在しない。

最後に、条件付契約について考察する。いま、同一リスク・クラスにある二企業 A 及び B を考え、それぞれ投資機会や戦略に基づいて生起しうる企業価値の第 i 番目のものが  $V_{A,i}$  及び  $V_{B,i}$  であらわされるものとする。ここで、企業 A 及び B は同一の投資機会、戦略及び経営者の質をもち、その企業価値は、

$$V_{A,i} = a_0 + a_1 V_{B,i} \quad (8)$$

( $a_0$  及び  $a_1$  はパラメータである)

という関係で完全に連動しているものと仮定する。このとき、企業 A の経営者が当該企業の状態、すなわち直面する投資機会やとりうる戦略及びその収益の確率分布について完全な知識をもち、その知識にしたがって当該企業価値を最大化するように行動すると考えるならば、問題はそのような事実が市場に正確に伝達され当該企業証券の価格形成に反映されるかどうかである。この場合、企業 A の経営者は、自己の知りえている当該企業 A と企業 B との正確な関係（すなわち(8)式の関係）を利用して、当該企業 A についての事実を保証することができる。このことは、一般に条件付請求権と呼ば

れる調整証券 (side securities) を発行することで可能になる。この調整証券は、コール・オプションとプット・オプションから構成される。まず、当該企業 A のコール・オプションが、その権利行使価格 E が企業 B の企業価値に基づき、

$$E_i = a_0 + a_1 V_{B,i} \quad (9)$$

( $a_0$  及び  $a_1$  は、(8)式と同一のパラメータである)

与えられるように契約されるものとする。当該企業 A の経営者は、 $E_i = V_{A,i}$  という関係を知っているので、このオプションはどの世界の状態が生じようとも価値をもたないと判断できる。したがって、当該経営者は、このような権利が行使されないオプションを大量に与えることにより、 $V_{A,i} > a_0 + a_1 V_{B,i}$  となる事態を排除することができる。また、同様に、(9)式と同一の権利行使価格が設定されるプット・オプションを大量に発行することにより、 $V_{A,i} < a_0 + a_1 V_{B,i}$  となる事態を排除することができる。結局、このような調整証券の発行により、情報の非対称性に起因するエイジェンシー問題は、資本市場を通じて無費用で解決される。<sup>(18)</sup>

以上のようにして、企業のエイジェンシー問題は、経営者の労働市場や資本市場を通じてコントロールされうるが、その有効性は市場の合理性及び完全性に大きく依存するものである。また、現実の問題としては、フリー・ライダー問題のようなそのコントロールの過程から新たに派生する問題も解決されなければならない。市場を通じて解決されずに残る問題は、市場外のコントロールに委ねられる。たとえば、商法、会社法、証券取引法などの法を通じたコントロールが可能である。また、組織においては、サイド・ペイメント (side payment) と呼ばれる<sup>(19)</sup> 一種の調整金 (場合によっては裏金を意味する) の支給により、当該組織の参加者間の利害の不一致をコントロールすることができる。このように市場外の領域で、制度化されたコントロール・メカニズムが存在する。以下では、ファーマ＝ジェンセン (1983 a 及び b) の所論に基づき、企業組織におけるコントロール・メカニズムについて考察する。

ファーマ (E. F. Fama) 及びジェンセン両氏は、すでに述べたように、組織を “nexus of contracts” とみなし、そこには利害の異なる複数のエイジ

ェント (agents) が存在すると考える。ここで、いかなる組織においてもその中心的な契約は、(1) 残余請求権 (residual claims) の性質及び(2) エイジェント間で意思決定過程 (decision process) の段階的配分をとり決めるものである。残余請求権とは、組織の純キャッシュ・フローについての請求権であり、これは不確実な資源流入とエイジェントに対して約束された支払い報酬との差におけるリスクの負担を伴うものである。このリスクは残余リスクと呼ばれ、組織におけるその負担者は残余請求権者 (residual claimants) と呼ばれる。<sup>(20)</sup> 組織におけるエイジェンシー問題は、多様なエイジェントの利害を調整しながら進行する意思決定過程とエイジェント間のリスクの負担のあり方を巡って生じる。

意思決定過程におけるエイジェンシー問題のコントロールは、意思決定者が主要な残余請求権者ではないときにとくに重要となる。つまり、そこに効率的なコントロール手段が存在しなければ、当該意思決定者は残余請求権者の利害とはかけ離れた行動をとりうる。この問題を解決するには、意思決定を行うエイジェントに残余請求権を固定しておくことである。残余請求権に関して、このような契約構造をもつ組織フォーム (organizational form) が、パートナーシップやクローズド・コーポレーション (closed corporations) である。<sup>(21)</sup> これらの組織フォームにおける残余請求権は制約のある (restricted) 残余請求権であり、主としてトップ・レベルの意思決定エイジェントによって保有されるものである。

しかし、ファーマ及びジェンセン両氏によれば、効率的なコントロールは、意思決定のコントロール (承認及び監視) 機能を意思決定のマネジメント (立案及び実施) 機能から分離することで可能になる。つまり、前者の機能を遂行するエイジェントと後者の機能を遂行するエイジェントとをつくり出すのであり、それらのエイジェントは、組織内のあらゆるレベルにおいて存在し、そこでの関連する特性的知識 (specific knowledge)<sup>(22)</sup> をもつものである。エイジェンシー問題のコントロールは、こうして形成される分散した決定システム (diffuse decision systems) のなかでの、意思決定のコントロール (承認及び監視) とマネジメント (立案及び実施) の分離<sup>(23)</sup> によって達成される。

このような分離を行っている組織フォームが、オープン・コーポレーション (open corporations) と呼ばれる大規模な株式会社である。そこでは、意思決定のコントロール (承認及び監視) を行うエイジェントが残余請求権者 (具体的には普通株株主である) であり、意思決定のマネジメント (立案及び実施) を行うエイジェントが専門職業的な経営者である。また、オープン・コーポレーションが他の組織フォームにくらべて優れて特徴的なのは、その残余請求権に制約がない (unrestricted)<sup>(24)</sup> ことである。これにより、市場を通じて残余請求権の自由な譲渡が行われ、残余請求権者間でより効率的なリスクの分散が可能になる。さらに、オープン・コーポレーションは、意思決定の諸機能を効率的に遂行するために、(1)意思決定の立案過程を階層化し、<sup>(25)</sup> (2) 取締役会 (及び株主総会) にトップ・レベルの管理者の人事も含む組織の最重要決定の承認及び監視の機能を遂行させ、(3)エイジェント間の相互監視 (mutual monitoring) を鼓舞するインセンティブ構造を内在化している。<sup>(26)</sup>

このように、オープン・コーポレーションは、エイジェンシー問題のコントロールを極めて効率的に遂行しうる一つの組織フォームである。しかし、現状では、株主総会の形骸化や取締役会の無力化が示すように、普通株株主の多くがフリー・ライダー化していると考えられる。そのため、監視機能については、ディスクロージャー制度の整備や「三様監査」制度<sup>(27)</sup>の充実などを通じての、一層の強化が図られなければならない。

### 3. 監査論研究への応用

企業組織を複雑な契約関係の絆にあたるものとしてみるならば、そこに絶えずエイジェンシー問題が存在することは避けられない。たとえば、所有者と経営者との間の利害の不一致をなくしエイジェンシー・コストを減少させるように、経営者に対してインセンティブ契約が結ばれるとしても、そのような詳細な契約を作成すること自体コストのかかるものであり、またその契約を完全に実施するにあたっては、監視活動や保証活動に対してもコストが負担されなければならない。<sup>(28)</sup>すでに述べたように、ファーマ=ジェンセン (1983 a 及び b) によれば、このような企業のエイジェンシー問題を解決す

るためには、意思決定の諸機能の分離や残余請求権の性質についての工夫が必要であり、今日みられる企業の諸形態は、その分離の程度や工夫のあり方によって相違する組織フォームであると考えられる。

組織フォームの変更は、組織におけるエイジェンシー問題をコントロールしていく過程で生じると考えられるが、それぞれのフォームでは、何らかの形でそこに存在する諸契約の遂行を監視する活動が必要とされる。企業経営における監査は、そのような監視活動の一つとみなされる。この文脈において、企業のエイジェンシー問題と監査との関係を分析することは、「企業のエイジェンシー理論」のみならず、監査論研究においても有用であると考えられる。この分析には、およそ二通りの研究がある。一つは歴史的な調査及び検証によるもので、もう一つは今日的なデータを用いた実証によるものである。以下では、前者の代表的研究としてワッツ＝ツィムマーマン (1983)、後者の代表的研究としてフランシス＝ウィルソン (1988) をとり上げ、それぞれの所論を明らかにする。

ワッツ (R. L. Watts) 及びツィムマーマン (J. L. Zimmerman) 両氏は、ジェンセン＝メックリング (1976) において提示された監査に関する見解が、監査論研究における一般的な見解と大きく異なる点に着目する。ジェンセン＝メックリング (1976) では、監査は企業のエイジェンシー問題をコントロールするための監視活動の一つとしてとらえられている。<sup>(29)</sup> ワッツ及びツィムマーマン両氏は、このジェンセン及びメックリング両氏の見解が正しいとするならば、監査は、全資本を自己の資金で賄う「100パーセント所有経営者」が存在しなくなったごく初期の組織フォームにおいても存在するはずであるとの仮説をたてる。また、監査が、エイジェンシー問題を効率的にコントロールする機能をもつためには、監査人の独立性が確保されていなければならないと考える。ジェンセン及びメックリング両氏の見解からこのような仮説がたてられるのに対して、監査論研究では、独立した監査は比較的近年に始まったものであり、それは政府法令の産物であるとする見解が一般的である。<sup>(30)</sup> ワッツ及びツィムマーマン両氏は、これら両見解の比較検討及び企業組織にとって独立した監査が必要であることの証拠を提示する目的で、イギリ

ス及びアメリカのビジネス・コーポレーションにおける組織フォームとそこで行われる監査についての歴史的な調査研究を行った。それはイギリスの商人ギルドの時代にはじまり、法によって監査が要求されるようになった時代（イギリスでは1844年の会社法（登記法）の頃）にまで及ぶものである。その調査内容は、これら各時代の組織フォームにおける(1)利害の不一致の存在、すなわちエイジェンシー問題の存在、(2)それをコントロールする監視活動及び保証活動の存在、とくに監査の存在、及び(3)監査人の独立性に作用するインセンティブの存在についてである。

この結果、以下の結論が導き出されている。<sup>(31)</sup>まず、監視活動及び保証活動は、1200年のイギリスの Ipswich の商人ギルドから1836年頃のイギリスの株式会社銀行及び19世紀中頃のアメリカの銀行や鉄道会社に至るまで、その存在がエイジェンシー問題の存在と関係づけられる。次に、監査委員会 (audit committees)の規模と構成は、それらの組織の規模及びそこで成立する契約関係がもたらすエイジェンシー・コストの性質の各変化に呼応していわば進化しているものと観察される。また、上述の各組織フォームにおいて、さらに最終的には今日みられる専門職業的監査人及び監査会社の各発展段階において、監査人の独立性を確保するうえでそのインセンティブを賦与するように工夫されたメカニズムが存在する。これら三点の事実から、ワッツ及びツィムマーマン両氏は、独立した監査の存在は、一般に考えられているような政府法令の直接的帰結ではないと結論づける。そして、この点を解明する一つの理論研究の方向が、監査の機能をエイジェンシー問題のコントロールと関係づけるものなのである。ワッツ及びツィムマーマン両氏の検証ならびに所論は試論的なものではあったが、監査論研究におけるこのような方向での展開に対して一つの有力な論拠を与え、以後この方面の研究が盛んになってきている。その一つとして、次に、企業のエイジェンシー・コストと監査人の質的差異との関係を分析したフランシス＝ウィルソン（1988）の実証研究をとり上げる。

フランシス (J. R. Francis)及びウィルソン (E. R. Wilson)両氏は、企業のエイジェンシー・コストと質的に異なる監査に対する需要との間には正

の相関関係があるとの仮説をたてる<sup>(32)</sup>。つまり、契約関係を巡っての利害の不一致が増大しエイジェンシー・コストが増加するにつれ、より高い質的水準をもつ監査が要求されるものと考ええる。そこで、フランシス及びウィルソン両氏は、ある企業において監査人（監査会社）の変更が行われるとき、その新監査人（監査会社）の選択と当該企業のエイジェンシー・コストとの間で何らかの相関関係が認められるかどうかについての検証を行った。検証に際しては、監査の質を測定するモデル及び各種エイジェンシー・コストの代理変数についての定義が与えられなければならない。

フランシス及びウィルソン両氏は、監査の質を測定するモデルとして、「連続サイズ (continuous size)」モデルと「ブランド・ネーム (brand name)」モデルの二つのモデルを採用する。前者はディアンジェロ (1981) において展開されている所論に基づくもので、その概要は、監査の質は財務諸表の記載内容に重大な誤謬を発見しかつ報告することの結合確率として定義され、より規模の大きな監査人（監査会社）がより高い質的水準を示す監査を提供するインセンティブをもつと結論づけるものである。ここでのインセンティブは、「クライアント特性的な準地代 (client-specific quasi-rents)」と呼ばれる監査の質や監査人の独立性に関連する一種のレントが存在することによって引き起こされるものであり、この「クライアント特性的な準地代」は監査人（監査会社）の規模が増大するにつれ増加することから、上記の結論が導き出されているのである。フランシス及びウィルソン両氏は、この見解を援用して、監査の質をあらわす代理変数として、監査人（監査会社）の規模についての基数的順位を用いる。具体的には、この「連続サイズ」モデルでは、監査人（監査会社）の規模は当該監査人（監査会社）が監査する被監査会社（すなわちクライアント）の売上高の総計によって測定される。

一方、「ブランド・ネーム」モデルは、クレイン＝クラウフォード＝アルキアン (1978) 及びクレイン＝レフラー (1981) において主張される、監査人（監査会社）は自らの「ブランド・ネーム」から生じる「準地代」を確保していく過程で、監査の質についての評判を高めこれを維持するように動機づけられるという所論から成り立つものである。このような「ブランド・ネー



ム」の確立と向上の努力の結果、質的水準の高い監査を行う監査人（監査会社）は、その質を保証する形で価格を上積みしたより高い監査料金を設定すると考えられ、したがって、監査料金が監査の質の指標となりうる。具体的には、ここでの「ブランド・ネーム」モデルでは、監査料金を直接に代理変数とするのではなく、監査を行う事業主体をビッグ・エイト（the Big Eight）<sup>(33)</sup>と呼ばれる監査法人8社とそれ以外の監査人（監査会社）とに二分し、前者が後者よりも16～19パーセント割高の価格プレミアム（ビッグ・エイト・プライス・プレミアム）を含む監査料金を要求するという事実に基づき、ビッグ・エイトを質的水準の高い監査の供給者、ノン・ビッグ・エイトを質的水準の低い監査の供給者として定義づけるものである。

次に、エイジェンシー・コストの代理変数は、以下のようにとり決められる。<sup>(34)</sup>まず、所有者と経営者との間の利害の不一致に起因するエイジェンシー・コスト（自己資本のエイジェンシー・コスト）は、(1)経営者の持分比率、(2)経営者に対するインセンティブ契約としてのボーナス、(3)所有権の分散の程度の三点に関して、また、債権者と所有者との間の利害の不一致に起因するエイジェンシー・コスト（負債のエイジェンシー・コスト）については、(4)長期負債契約、(5)新証券の発行の二点に関して、それぞれ代理変数を定めている。さらに、(1)～(4)の各変数については、エイジェンシー・コストの監査人（監査会社）変更の時点における水準をあらわす変数（レベル変数）と監査人（監査会社）変更前の三年間における変化をあらわす変数（チェンジ変数）の二種類の変数が設定される。これは監査人（監査会社）変更の決定が、監査人（監査会社）を変更するかどうかの決定と新監査人（監査会社）を誰にするかの決定といった二段階の決定から構成されることに基づくもので、エイジェンシー・コストが前者の決定に及ぼす効果を検証するための変数がチェンジ変数であり、後者がレベル変数である。これにより、(1)～(4)の各変数については各2、(5)について1の計9の代理変数が設定される。また、エイジェンシー・コスト以外で考えられる要因として、(6)クライアントの規模（これはレベル変数である）及び(7)その成長（これはチェンジ変数である）を加え、計11の変数によって検証が行われている。各変数の詳細は次表に示される。<sup>(35)</sup>

モデルは、(i)レベル・モデル、(ii)チェンジ・モデル、(iii)レベル、チェンジの複合モデルの三タイプがあり、これら各モデルに「ブランド・ネーム」モデルと「連続サイズ」モデルが適用され、計6のモデルから構成される。対象となる監査人（監査会社）の変更が行われた会社は、Who Audits America の第4版から第13版までのなかからひろい出されている。このサンプル・データは、1979年6月から1985年4月までのものであり、総計3,264件の変更が確認されたが、検証に使用されたのは196社のデータである。

検証結果の概略は以下のとおりである。<sup>(36)</sup>まず、「ブランド・ネーム」モデルでは、チェンジ・モデルと複合モデルが5%水準で有意であった。各変数のt値では、チェンジ・モデルの BONUSCHG, LGOWNCHG, GROWTH, 複合モデルの BONUSCHG, LGOWNCHG, LTDBT, LTDBTCHG（ただし、予想とは逆の符号であった）、SIZE, GROWTH が高い有意な値を示し、また NEWISSUE は両モデルを通じて比較的有意な値を示した。「連続サイズ」モデルもほぼ同様の傾向で、チェンジ・モデルが5%、複合モデルが10%水準で有意であり、各変数では、BONUSCHG, NEWISSUE, GROWTH, が高いt値を示した。しかし、いずれのモデルにおいても決定係数は小さく、「ブランド・ネーム」モデルのそれとくらべてかなり劣った。また、(1)～(5)までのエイジェンシー・コストの代理変数だけを用いた場合と、(6)の SIZE 及び(7)の GROWTH の二変数だけを用いた場合との検証結果の比較では、どちらの場合のいずれのモデルにおいても、その説明能力に差は認められないという結果になった。

フランシス及びウィルソン両氏による以上の検証結果から、私見では、次の諸点が主張される。第一に、エイジェンシー・コストに関する各変数で全体を通じて有意であったのは、チェンジ変数の BONUSCHG（インセンティブ・ボーナス・プラン）、LGOWNCHG（所有権の分散度）、LTDBTCHG（長期負債比率）、レベル変数の LTDBT（長期負債比率）の4変数であり、また NEWISSUE（新証券の発行）も比較的有意な値を示したが、これら諸変数の説明能力は、SIZE（クライアントの規模）及び GROWTH（その成長）といった他の要因と大差がなく、したがって、監査人の変更がエイジェンシー

## 変数の説明

変 数 名	予想される符号	説 明
従属：		
「ブランド・ネーム」モデル		ノン・ビッグ・エイトからビッグ・エイトへの変更（＝１），ビッグ・エイトからノン・ビッグ・エイトへの変更（＝０）。
「連続サイズ」モデル		変更の当該年における当該被監査会社の新監査人が監査する株式公開会社の売上高合計と旧監査人が監査するそれとの比率の自然対数。
独立：		
MGRSK	+	変更の前年における発行済普通株に対する経営陣の持株比率（５～２０パーセント＝０，５パーセント未満または２０パーセント以上＝１）。
MGRSKCHG	+	変更前の三年間における MGRSK の変化。前年の MGRSK が５～２０パーセントのもので，三年前の値がその範囲外のもの（＝１）。この逆の場合（＝－１）。変化なし（＝０）。
BONUS	+	変更の前年における会社トップに対してのインセンティブ・ボーナス・プランの存在（存在しない＝０，存在する＝１）。
BONUSCHG	+	変更前の三年間においてボーナス・プランが実施された（＝１）。ボーナス・プランの存在に何の変化もなかった（＝０）。ボーナス・プランが廃止された（＝－１）。
LGOWN	－	所有権の分散度。一人の大株主によって所有される発行済普通株の割合（１０パーセント以上＝１，１０パーセント未満＝０）。
LGOWNCHG	－	変更の四年前における大株主の持株比率が１０パーセント未満であり，変更前年には１０パーセント以上に変化した場合（＝１）。この逆の場合（＝－１）。変化なし（＝０）。
LTDBT	－	変更の前年についての長期負債の総資産に占める比率。
LTDBTCHG	－	変更の前年の LTDBT マイナス変更の三年前の LTDBT。
NEWISSUE	+	新監査人着任後の二会計年度において公開発行された株式及び負債の総ドル額を変更前年の総資産でわったもの。
SIZE	+	変更の前年の期末総資産額の自然対数。
GROWTH	+	変更の前年の期末総資産額（自然対数ではなくそのまま）を変更の三年前の総資産額でわった変化率。

・コストの水準や変化と積極的に関連づけられるとは言い難い。また、長期負債比率については、レベル変数とチェンジ変数で異なる符号がでており、当初予想されたように長期負債契約の存在が質的に低い水準の監査人ヘスウィッチするインセンティブを与えるかどうか疑問である。この点に関しては、そもそも負債比率とエイジェンシー・コストとの関係が明らかにされなければならない。<sup>(37)</sup>さらに、経営者の持株比率（MGRSK 及び MGRSKCHG）については、最もエイジェンシー・コストとの関連がありそうであるにもかかわらず、いずれのモデルにおいても有意な値を示していない。このことにより、仮説の妥当性及び検証全体の説得力が問われることになりうる。この変数のとり方も含めた総合的な見直しが必要となるだろう。他方、この検証には大きく二つの意義を読みとることができる。一つは、監査の質を規定するモデルとして「ブランド・ネーム」モデルを支持する材料になりうること、もう一つは、エイジェンシー・コストの代理変数を決定する際に、各変数を水準でとり扱うのは適当ではなく、変化または水準と変化の複合でとり扱う必要があることを示唆していることである。

### おわりに

企業におけるエイジェンシー関係を巡って様々な問題が生じるのは、その関係が必然的にコストの負担を伴うからである。このコストがエイジェンシー・コストである。エイジェンシー・コストの発生を抑制するためには、利害の不一致の除去、すなわちエイジェンシー問題のコントロールが行われなければならない。このコントロールは、市場を通じても可能であるが、その機能は必ずしも十分なものではなく、したがって、コストを負担する当事者の立場から、組織のなかで積極的にとり組まれるべきものである。このコントロールの過程で、とくに残余請求権の特徴から多様な組織フォームが生まれ、それらが今日みられる企業の諸形態に制度化されていったと考えられる。そのなかで、オープン・コーポレーションと呼ばれる組織フォームをもつ大規模な株式会社は、意思決定の諸機能の分離及び制約のない残余請求権の創出の結果、エイジェンシー問題を優れて効率的にコントロールするに至

ったものである。また、残余リスクの負担者である普通株主が適切な監視活動を積極的には遂行しようとし<sup>(38)</sup>ない現状においては、より効率的な監視のあり方が追求されなければならない。企業経営における監査は、その一つの重要な活動であると考えられる。

本稿における以上のような行論の鍵となる概念は、エイジェンシー・コストである。ジェンセン及びメックリング両氏は、エイジェンシー関係における利害の不一致といった抽象的概念を、コストという形で分析レベルに適するように展開した。このことにより、ファイナンス理論のみならず、組織論研究や監査論研究も含めた「企業の理論」において、齊合的かつ包括的な議論展開が可能となったのである。これは、ちょうど、公共選択論ないしは合理的選択の理論が、ブキャナン (J. M. Buchanan) 及びタロック (G. Tullock) 両氏のコスト概念に基づいて展開された所論<sup>(39)</sup>によって、格段に精緻化されたことと類似する。この意味において、ジェンセン及びメックリング両氏の分析のもつ貢献は、非常に大きいと考えられる。

一方、エイジェンシー・コストは、ウィリアムソン (1975) などにおいて提示される取引コスト (transaction costs) と、概念上かなりの程度の類似性が認められる<sup>(40)</sup>。しかし、この両者を比較すると、分析レベル、とくに実証段階では、エイジェンシー・コストの方がその操作性においてはるかに優れていると考えられる。また、これとは別に、取引コストについては、その概念に対していくつかの問題点も指摘されている<sup>(41)</sup>。このような点からも、今後エイジェンシー・コストを鍵の概念とした「企業の理論」の新しい展開が試みられるものと期待される。その有望な一研究領域が監査論である。

## 注

- (1) たとえば、プリンシパルの立場からみた最適報酬スケジュールの分析を行ったロス (1973) や、分益小作契約の分析を行ったスティグリッツ (1974) などがある。また、保険契約に関する研究も、同様の分析構造をもつものが多い。
- (2) ジェンセン＝メックリング (1976), 310-311頁。及び、ファーマ＝ジェンセン (1983 a), 302頁。これは、ファーマ (1980) では、“set of contracts perspective”と呼ばれる。(ファーマ (1980), 289頁。) また、森 (1988) では、このような企業観からひき

出される企業目的観についての批判的検討が行われている。

- (3) たとえば、充実したオフィス設備、魅力的な秘書、ある種の慈善行為など。(ジェンセン=メックリング (1976), 312頁。)
- (4) ジェンセン=メックリング (1976), 316頁。なお、ここでは、経営者の行動に対する監視活動及び経営者の側からの保証活動は存在しないものとする。
- (5) これはまた、「残余損失 (residual loss)」と定義づけられるエイジェンシー・コストである。
- (6) 堀 (1986), 151頁, 注(12)を参照のこと。
- (7) マイヤーズ (1977), 153頁。
- (8) ジェンセン=メックリング (1976), 339-342頁を参照のこと。
- (9) バーナー=ホーゲン=センベット (1985), 38頁。
- (10) 小宮=岩田 (1973), 300頁。
- (11) ファーマ (1980), 297頁。
- (12) 以下の議論は、ファーマ (1980), 298-302頁を参照のこと。
- (13) ランダム・ノイズ  $\epsilon_t$  は、全体の労働がチーム生産的である場合に経営者の限界生産物を測定することが困難であること、及び傾注された努力や才能が完全にある決まった結果を生み出すとは限らないことから生じると考えられる。この点から判断すると、ファーマ氏の議論は、いくつかの文献で指摘されているような、経営者のチーム生産的特徴を捨象した著しく個人主義的なものである (青木 (1984), 98頁を参照のこと) とは必ずしも断言できない。
- (14) 主として、証券保有者、とくに普通株株主を意味する。
- (15) バーナー=ホーゲン=センベット (1985), 78頁。
- (16) 以下の議論は、バーナー=ホーゲン=センベット (1985), 63-69頁を参照のこと。
- (17) たとえば、投資を実行するという一種のオプションの行使によって最適な資本構成は、負債が存在すると状態の数が減るため、結局100パーセント自己資本の場合である。
- (18) また、このほかには、テイク・オーバーも資本市場を通じたコントロールのなかに含められる。
- (19) サイアート=マーチ (1963), 30頁, 及びファーマ=ミラー (1974), 180頁を参照のこと。
- (20) ファーマ=ジェンセン (1983 a), 302頁。
- (21) クローズド・コーポレーションについては、ファーマ=ジェンセン (1983 a), 303頁, 脚注5を参照のこと。
- (22) ファーマ及びジェンセン両氏は、この概念は、ウィリアムソン (1975) における「情

報の偏在 (information impactedness) 及び「限定された合理性 (bounded rationality)」の概念に密接に関連すると述べる。(ファーマ=ジェンセン (1983 a), 305頁, 脚注 7。)

- (23) いわゆる「所有と経営の分離」を意味する。
- (24) 「制約がない」とは、(1)普通株株主は当該組織において(残余リスクの負担のほか)に何ら他の役割を担うことを要求されない、(2)普通株株主の残余請求権は自由に譲渡することができる、及び(3)その残余請求権は当該組織の存続期間中の純キャッシュ・フローに対しての権利であることを意味する。(ファーマ=ジェンセン (1983 b), 328頁。)
- (25) 稟議制度はこの一例と考えられる。
- (26) ファーマ=ジェンセン (1983 b), 332頁。
- (27) 「三様監査」とは、公認会計士監査、監査役監査、及び内部監査をさす。その機能及び特質は、可児島 (1968) 及び同 (1976) を参照のこと。
- (28) これらの活動に要するコストは、ジェンセン=メックリング (1976) において、監視コスト (monitoring costs) 及び保証コスト (bonding costs) と呼ばれる。
- (29) ジェンセン=メックリング (1976), 337-339頁。
- (30) たとえば、イギリスにおいては1862年の株式会社法がそれとみなされる。
- (31) ワッツ=ツィムマーマン (1986), 633頁。
- (32) フランシス=ウィルソン (1988), 663頁。
- (33) ビッグ・エイトとは、Arthur Andersen, Arthur Young, Coopers & Lybrand, Deloitte Haskins and Sells, Ernst and Whinney, Peat Marwick Main, Price Waterhouse, 及び Touche Ross の8社である。
- (34) フランシス=ウィルソン (1988), 665-668頁。
- (35) フランシス=ウィルソン (1988), 671-672頁。
- (36) 以下は、フランシス=ウィルソン (1988), 672-680頁を参照のこと。
- (37) わが国における実証研究では、小山 (1988) がある。
- (38) 制度上は、普通株株主は「退出 (exit)」行為、すなわち残余請求権を手放すことにより、依然として効率的な監視の役割を果たしうるのだが、投機的動機に基づく売買は、おそらくその限りではないだろう。
- (39) ブキャナン=タロック (1962) では、意思決定ルール (投票ルール) を巡って、「意思決定費用」と「外部費用」といったコスト概念が提示されている。
- (40) エイジェンシー・コストと取引コストとの類似及び相違の検討は、ウィリアムソン (1988) で行われている。

(4) たとえば、宮本（1987），104－126頁を参照のこと。

（付記）本稿の筆者は企業経済論を研究する者であり，本稿における，とくに監査に関する記述内容には，多くの誤謬が存在するものと思われます。それらは，すべて筆者の責に帰するものであり，その修正は今後の課題とするものであります。

## 参考文献

1. Alchian, A. A., and H. Demsetz, "Production, Information Costs, and Economic Organization," *American Economic Review*, December 1972, pp. 777-795.
2. Barnea, A., R. A. Haugen, and L. W. Senbet, "A Rationale for Debt Maturity Structure and Call Provisions in Agency Theoretic Framework," *Journal of Finance*, December 1980, pp. 1223-1234.
3. —, —, and —, "An Equilibrium Analysis of Debt Financing Under Costly Tax Arbitrage and Agency Problems," *Journal of Finance*, June 1981, pp. 569-581.
4. —, —, and —, *Agency Problems and Financial Contracting*, Englewood Cliffs, N. J. : Prentice-Hall, 1985.
5. Buchanan, J. M., and G. Tullock, *The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy*, Ann Arbor: University of Michigan Press, 1962. (宇田川璋仁監訳『公共選択の理論－合意の経済理論－』, 東洋経済新報社, 1979年。)
6. Cyert, R. M., and J. G. March, *A Behavioral Theory of the Firm*, Englewood Cliffs, N. J. : Prentice-Hall, 1963. (松田武彦・井上恒夫訳『企業の行動理論』, ダイヤモンド社, 1967年。)
7. DeAngelo, L. E., "Auditor Size and Audit Quality," *Journal of Accounting and Economics*, December 1981, pp. 183-199.
8. Demsetz, H., "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm," *Journal of Law and Economics*, June 1983, pp. 375-390.
9. Fama, E. F., "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, April 1980, pp. 288-307.
10. —, and M. C. Jensen, "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, June 1983 a, pp. 301-325.
11. —, and —, "Agency Problems and Residual Claims," *Journal of Law and Economics*, June 1983 b, pp. 327-349.



12. — , and M. H. Miller, *The Theory of Finance*, New York: Holt, Rinehart and Winston, 1972.
13. Francis, J. R., "The Effect of Audit Firm Size on Audit Prices: A Study of the Australian Market," *Journal of Accounting and Economics*, August 1984, pp. 133–151.
14. — , and E. R. Wilson, "Auditor Changes: A Joint Test of Theories Relating to Agency Costs and Auditor Differentiation," *Accounting Review*, October 1988, pp. 663–682.
15. Haugen, R. A. and L. W. Senbet, "New Perspective on Informational Asymmetry and Agency Relationships," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, November 1979, pp. 671–694.
16. — , and — , "Resolving the Agency Problems of External Capital through Stock Options," *Journal of Finance*, June 1981, pp. 629–647.
17. Jensen, M. C., "Organization Theory and Methodology," *Accounting Review*, April 1983, pp. 319–339.
18. — , and W. H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, October 1976, pp. 305–360.
19. Klein, B., R. Crawford, and A. A. Alchian, "Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process," *Journal of Law and Economics*, October 1978, pp. 297–326.
20. — , and K. Leffler, "The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance," *Journal of Political Economy*, August 1981, pp. 615–641.
21. Myers, S. C., "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, November 1977, pp. 147–175.
22. Pratt, J. W., and R. J. Zeckhauser, eds., *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston: Harvard Business School Press, 1985.
23. Ross, S. A., "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem," *American Economic Review*, May 1973, pp. 134–139.
24. Stiglitz, J. E., "Incentives and Risk Sharing in Sharecropping," *Review of Economic Studies*, April 1974, pp. 219–256.
25. Watts, R. L., and J. L. Zimmerman, "Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards," *Accounting Review*, January 1978, pp. 112–134.

26. — , and — , “Agency Problems, Auditing, and the Theory of the Firm: Some Evidence,” *Journal of Law and Economics*, October 1983, pp. 613–633.
27. Williamson, O. E., *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, New York: Free Press, 1975. (浅沼萬里・岩崎晃訳『市場と企業組織』, 日本評論社, 1980年。)
28. — , “Corporate Finance and Corporate Governance,” *Journal of Finance*, July 1988, pp. 567–591.
29. 青木昌彦『現代の企業—ゲームの理論からみた法と経済—』, 岩波書店, 1984年。
30. 浅野克己「企業組織とエイジェンシー問題」, 人文社会科学研究 (早稲田大学理工学部・一般教育人文社会科学研究会) No.26, 1986年3月, 71–83頁。
31. 伊丹敬之『マネジメント・コントロールの理論』, 岩波書店, 1986年。
32. 岡部政昭「制度の意義と機能」, 経済研究 (成城大学) 93号, 1986年7月, 89–106頁。
33. — 「資本構成問題の意味」, 経済研究 (成城大学) 95号, 1987年1月, 227–255頁。
34. 可見島俊雄『経営監査論—内部監査の機能的展開としての経営監査の研究—』, 同文館出版, 1968年。
35. — 『現代監査制度論』, 同文館出版, 1976年。
36. 小宮隆太郎・岩田規久男『企業金融の理論』, 日本経済新聞社, 1973年。
37. 小山明宏「エージェンシー理論による企業の財務政策の分析: 序説」, 日本経営学会編『企業経営の国際化と日本企業』所収, 千倉書房, 1988年, 219–226頁。
38. 柴川林也「市場不完全性とエージェンシー問題」, 産業経理第45巻第3号, 1985年, 1–10頁。
39. 野方宏「企業のエイジェンシー理論について—その批判的検討—」, 神戸外大論叢第36巻第4号, 1985年11月, 41–59頁。
40. 花枝英樹「エイジェンシー費用と企業の資本構成」, ワーキングペーパーNo.2, 関東学院大学経済学部, 1984年9月。
41. 堀彰三『最適資本構成の理論』, 中央経済社, 1986年。
42. 宮本光晴『人と組織の社会経済学』, 東洋経済新報社, 1987年。
43. 森昭夫「企業目的観とエージェンシー理論」, 後藤幸男編『現代の企業財務戦略』所収, 税務経理協会, 1988年, 15–26頁。
44. 吉田高文「エイジェンシー・コストと資本構成を巡る一考察—Jensen and Mecklingにおける所説の検討—」, 経済科学 (名古屋大学) 第34巻第3号, 1987年2月, 207–238頁。

45. — 「「新しい企業理論」の模索-エイジェンシー・コストの理論を手がかりとして-」, 日本経営学会編『企業経営の国際化と日本企業』所収, 千倉書房, 1988年, 278-284頁。