

エージェンシー問題と経営政策(Ⅱ)*

小山明宏

上田 泰

【1】はじめに

本誌第22巻第3号(通巻58号, 1986年3月)において, 筆者らは「エージェンシー問題と経営政策(Ⅰ)」と題して, 企業内におけるエージェンシー問題の遍在性, およびそれに対するアプローチに際しての基本的な考え方を述べた。その最後の部分で, 筆者らは, エージェンシー問題というものは, その発想という意味では, 従来から存在していた問題, すでに種々のアプローチで考察の対象となっていた問題を, 新しい視点から, より明確にとらえ直す契機を与えるものだった, と主張し, このテーマに関するこれからの研究の進みうる方向の一つとして, 企業内での多様な利害集団の関係を検討するにあたり, とりわけ経営者と株主の関係を観察するためには, 株式の所有構造に関する先学の研究や, 経営者支配論をはじめとする会社支配論における論理を, エージェンシー・アプローチという新しい眼鏡を利用して, 再構成することが,

* 本稿は筆者らが所属する企業財務に関する研究会における共同研究の成果の一部である。筆者らの所属先は, 以下の通りである。小山明宏(学習院大学経済学部助教授), 上田泰(一橋大学大学院商学研究科博士課程)。

なお, この研究会のメンバーは, 花枝英樹(関東学院大学経済学部助教授), 松井美樹(文教大学情報学部専任講師), そして筆者らを含めた4人である。また, この研究は, 昭和61年度文部省科学研究費補助金(一般研究B)を受けたものであり, 本稿はその成果の一部にあたるものでもある。

次へのステップのためのスタートとして欠くことの出来ないものであると述べて, しめくくっている。

本稿では, このような前稿での考え方をうけついで, 株式の所有構造に注目しそれを何らかの形で取り上げた研究について, 若干の考察を試みた。もとより, これらの研究はその問題意識自体が筆者らのそれとは幾分異なったものであるし, そもそもが「定量的」な分析をある程度はこころざしたものではあったとしても, 昨今のような「数量化」はまだ盛んではなかったことから, 現在の我々の目からみるとかなり原始的とも思える数値化が行われているのは, いたしかたのないことである。むしろ, ここではそれらの研究においてどのような命題が設定され, それをいかに取り扱っているかに注目するべきであろう。

以下, 本稿で取り上げたのは, この種の研究としてはもっとも初期のものにあたる Monsen, Chiu & Cooley [1968] を初めとする4つの実証研究と, 筆者らの目についた初の大がかりな統計的計測である, Thonet & Poensgen [1979] の実証研究である。

そして, それらの研究について, 我々の立場である「エージェンシー問題」という観点からみた場合にはどのような点で不足があるのか, またそれらはどのような方法で見直せば良いのかを我々なりに考え直してみたい。その後で, エージェンシー関係の実証分析の可能性を, 自由な観点から考察してみたいと思う。

【2】 所有構造を考慮した実証分析の例とその再検討

企業の所有構造を何らかの形で数量化し、それを用いて当該企業の様々な特性との対応関係を調べようという流れを持つ分析は、それほど新しいものではない。その源流をどの程度までさかのぼるのかにもよるが、ある意味では Berle-Means [1932] による歴史的かつ古典的な研究も、そのような、企業における株式の所有構造を、目に見える形にして分類した、その意味では「数量化」した業績にあたるものであって、それを考えると彼ら以後のこの種の研究、すなわち、Larnar [1970]、Harman [1981]、Chevalier [1970]、Burch [1972] らによるアメリカにおける実態調査と、その分析は、すべてが企業の所有構造を数量化し、検討を加えたものだったといえるであろう。

問題は、それらの研究が本質的に何をめざし、どのようなことを明らかにすべく、そのような数量化を行ったのか、すなわち、そのような数量化の結果として得られる成果を用いて、最終的に主張しようとしている対象がどのようなものであるか、ということである。

この点に関しては、よほどの単なる記述をめざした研究か、あるいは更に、この種のデータを作成することそのものを目的とし、自らが基礎研究として、すなわち周囲のより応用的な研究のための素材として、基礎データを提供すること自体をめざした研究を別とすれば、一般には「望ましい所有構造とはどのようなものか」ということを探究することを目的とした研究、すなわち現実の諸企業の株式の所有構造を調べて、それと当該企業の何らかのパフォーマンスとの対応関係を観察しようというものが多くに思われる。たとえば、株式の所有の分散の程度を調べて分類を行い、どの程度の分散と最も高いパフォー

マンスが対応しているかを検討して、望ましい株式所有の分散の程度を指摘しようという研究などは、その典型といえるであろう。むしろ、その際に何をもち「望ましい」と結論づけるかは多分に主観の入り込む余地があり、企業の行動目標についての議論と相俟って、多様な主張が織り成し、諸説が入り乱れることとなっている。

さきに我々は、企業におけるエージェンシー関係が経営政策にどのようなインパクトを与えているかを視覚的に観察することをめざし、配当政策をとりあげて小規模な実証分析を行い、その成果を発表したが（小山・上田 [1986]）、そこでのエージェンシー関係を表す代理変数は、Berle-Means 以後の諸研究での、株式の所有構造の数量化の方法とは全く異なっていた。本稿においては、以下で、持株比率を利用した実証分析を、各々の考え方の検討をもまじえてとりあげてゆくことにする。

《1》 実証分析の例

① Monsen, Chiu & Cooley [1968] における例

Monsen, Chiu & Cooley（以下においては M-C-C と略）が行った実証分析においては、経営者支配型の企業と所有者支配型の企業の収益性の比較を行うべく、コントロール・タイプの分類を次のように行っている。

まず、議決権のある株式のうちの 10% 以上を所有する株主が、支配権をもちつつ存在していることが知られているとき、その企業は所有者支配と考えることにする。実質的な支配権の証左として、取締役会もしくはマネジメントにおける代表権の存在を考えている。そのような代表権が存在しなかったり、それ以外の実質的な支配権の存在が明らかでない場合には、20% 以上が一つの株主により所有されているときには所有者支配の状態であるとみなしている。この分類に入れる際には、

所有の集中度が高ければ高いほど望ましいし、支配がより実質的に顕在化しているほど望ましい。なお、議決権のある株式の相当部分が他の会社によって所有されている場合は、そこでの「他の会社」が、デュポンファミリーのクリスチアーナ・セキュリティズのような目的で設立されている持株会社でなければ、不適格とみなされる。会社支配の会社は、特殊なケースとみなすか、あるいは一種の経営者支配とみなす。特に、持株会社が経営者支配のときはそのようにみなしている。

これに対して、5%以上の所有をする株主がないか、実質的な所有者支配の記録がない場合には、経営者支配の企業とみなしている。以前、所有者支配だったという記録があっても、最近の状態として株式の相当部分を所有している株主がいない企業は「一応」適格とみなし、分類のうえでは経営者支配ということにする。いずれにしても、5%に近いような持株の株主が存在する場合よりは、より持株比率が小さい企業の方が、この場合は分類のためには好ましいものである。

要約するとM-C-Cにおける支配の分類基準は、次のようになる。

○所有者支配

1. 議決権のある株式の10%以上を所有する株主が、取締役会もしくはマネジメントの代表権を持つか、その他の形で支配している。
2. 議決権のある株式の20%以上を所有する株主が存在する。ここでは「株主」の意味としては、個人、家族、家族的持株会社等々を意味する。

○経営者支配

1. 議決権のある株式の5%以上を所有する株主がいない。
2. 最近の記録として、所有者支配が行われていない。

以上のような基準でM-C-Cは企業のコントロール・タイプを二つに分類し、さらに産

業の効果、時間の効果、規模の効果を考慮しつつ分散・共分散分析を行っている。すなわち、ここでのコントロール・タイプの「数量化」は0-1分類に相当すると考えられる。

②Kamerschen [1968] における例

1960年代に発表された、所有と支配に関する研究のうち、今日でも最も高く評価されているものとして、Larnerによる論文がある。Larnerは非金融機関の200社(製造業、鉱業、商業、輸送業、電力、ガスなど)のデータを集め、1963年時点での経営者支配の程度を調査して、それをBerle & Meansによる1929年時点での調査の結果と対比しているのである。

Kamerschenの論文は、このLarnerの研究にヒントを得たもので、内容としては、Larnerによる「Berle & Meansが1929年に観察したものは、進行中の『経営者革命』であり、30年後の今日では少なくとも200社の大規模非金融企業の範囲内で見れば、その革命は完成に近づいているように見える」という結論に疑問を持ち、それを反証すべく実証分析を試みたものとなっている。

そこでの関連変数の定義は以下の通りである。彼は税引後純利益の自己資本に対する比率を算出し、被説明変数としているのであるが、それを説明する諸変数のうちの二つが、所有構造に関係するものとなっている。

X_2 : 究極的な支配のタイプ: 経営者支配でなければ0, 経営者支配であれば1。

X_3 : 究極的な支配のタイプの変更: 1929年から1963年までの間に支配のタイプに変更(すなわち、非経営者支配から経営者支配、あるいはその逆)がなかったら0, 変更があったら1。

これらの変数を使い、「究極的な」支配のタイプ、その変更、が収益率に有意な影響を及ぼしているかを調べようという試みが行われている。これらは皆、いわゆる「ダミー変

数」にあたるものである。

従来からの企業の理論 (Kamerschen によれば, Alchian & Kessel, Baumol, Becker, Cyert & Cohen, Monsen & Downs, Simon, Williamson などが, この分類に属する) によると, 利潤極大化という目標が強力に追求された時, ここでの X_2 と X_3 は利益率に重要な影響を与える。そして, そのような行動は, それが経営者の利益と一致した時のみ行われるものでもある。しかし, それらの間に相違が存在する時には, 経営者は企業の利益ではなく, 自らの利益を最大化するような政策をとるようになる。こうして, この 40 年間にアメリカで生じた所有と経営の分離は, 利益極大化モデルの重要性をそこなわせしめたと考えられている。他の条件が等しければ, 経営者支配型の企業は非経営者支配型の企業にくらべて, 利益極大化に対しては積極的ではないだろうし, 非経営者支配型から経営者支配型への変更があった場合には, 他の条件が等しければ, 利益率の低下に結びついているであろう。いいかえれば, これら従来からの企業の理論では, 所有経営者が持つ金銭的な動機と対照的に, 経営者の非金銭的な動機の重要性を強調しているのである。

この Kamerschen の研究は, 前述の M-C-C とならんで, 企業の株式の所有構造の実態と, それに対応した当該企業の利益率の対応関係を初めて定量的に, そして統計学的な考察を加えたパイオニア的な論文であると考えることができる。ただし, 経営者支配型企業と非経営者支配型企業とを区別する際に用いる基準は独自のものではなく, Larner が行った分類に従っている。すなわち, Berle & Means が所有者支配型と経営者支配型の分類の境界線を, 最大株主の持株比率 20% においたのに対し, 経営者支配型の過大評価を避けるため, 境界線を 10% に下げ, 最大株主の持株比率 10% 未満の場合のすべてを経営者支配型としたのである。

③ Boudreaux [1973] における例

経営者支配型の企業と所有者支配型の企業で, どちらがより高いパフォーマンスを得ているかを検討する際に, 平均収益率を比較するだけでは不十分だとして, もう一つ多く比較の次元をつけ加えたのが, Boudreaux の大きな貢献である。すなわち, これら二つのタイプの企業の間では, 平均収益率に違いがあるとしても, もうひとつの「リスク」という次元での差異もあるはずだとして, それにあたる変数をもつけ加えているのである。

これに対し, 支配のタイプを表す変数 (彼の論文における C_p) は, 所有者支配か経営者支配かによるバイナリ分類で, その区別の基準は, Boudreaux 自身が Berle & Means における基準と M-C-C でのそれを勘案した結果, 後者の基準を採用している。

分析手法は M-C-C と同様で, その結果やはり所有者支配型の企業が経営者支配型の企業にくらべて高い収益率を示している, という結論が出ている。

④ Palmer [1973] における例

前述の Boudreaux の論文と同じ年に, この Palmer の研究は公表されている。そしてまた, 同じようにこの論文では M-C-C, Kamerschen, そして Palmer の研究に独自の改変を加えて実証分析を行っているのである。すなわち, 高度の独占力を持つ諸企業の中で見ると, 所有者支配型の企業にくらべて経営者支配型の企業の収益率は, 有意に低いものとなっている, というのが結論であり, そのための統計的検証に用いられる説明変数のひとつとして「企業の支配のタイプ」というものが入っている。

それによると, 各企業は 1965 年, および 1969 年における支配のタイプにしたがい, 次の三つのクラスのうちの一つに分類される。

(1) 強度の所有者支配

単一（グループ）の株主が、当該企業の発行済普通株のうちの30%以上を所有しているケース

(2) 弱度の所有者支配

(1)のような株主が、発行済普通株のうちの30%未満、10%以上を所有しているケース

(3) 経営者支配

当該企業の発行済普通株のうち10%以上を所有する単一の株主が存在しないケース

この場合の「単一の株主」の内訳としては、M-C-Cなどと同様に家族、取締役会、あるいは緊密に結合した、取引上のグループなども含めて考えている。

Palmerは以上のような定義のもとで、独占力、規模などの要因も加えグループ間での収益率の平均値の差の検定や、M-C-Cと同様な分散・共分散分析を行い、さきに述べたような有意な差異の存在を報告している。

⑤ Thonet & Poensgen[1979]における例

従来の、会社支配論に関する研究は、その大半がアメリカか、せいぜいイギリスにおける実態調査にとどまるもので、また手法という点でも分散・共分散分析を行うものばかりであった。これに対しThonetらの研究は西ドイツにおける会社支配の実態を、より直接的に重回帰分析の手法を用いて検証を行っているところに多大なる価値が見出されるものである。

彼らの実証研究は、1961年から1970年までの10年間について、製造業に属する300社のデータを集め、また所有構造に関するデータは‘Wer gehört zu wem?(Kommerzbank)’より収集されている。そこででの支配に関する定義は以下の通りである。

i) 所有者支配型

株式の25%以上が、単一の個人もしくはグループによって所有されているも

の。その他に25%以上の発行済株式を所有する個人もしくはグループは存在しない。

ii) 経営者支配型

株式のうちの25%以上を所有するような個人、グループ、その他の会社というものは報告されていない。

iii) その他すべて

たとえば株式の25%以上を、他の会社、政府やその他の機関によって所有されているもの。

そして彼らは OC_{it} なるダミー変数を作り、経営者支配ならば $OC_{it}=0$ 、所有者支配ならば $OC_{it}=1$ というわりあてを行った。自己資本利益率を被説明変数とした単回帰分析、および重回帰分析の結果、 OC_{it} の係数は、一般的な予想に反してすべての式においてマイナス符号となり、T値に若干の問題点はあるものの、西ドイツにおける会社支配の状態の独自性を端的に表す結果となっている。

《2》従来の研究の再検討

これまでみてきた諸研究は、それぞれの立場から対象企業を経営者支配型と所有者支配型に分類する基準を設け、そのうえで様々な定義された企業利益率に関して、両グループの比較を行っていたことがわかる。そのさいに、経営者支配型と所有者支配型に分類する切れ目となる持株比率の値をいくつにするか、そしてそのいわば機械的な判断基準では割り切れないようなケースをどのように両グループに振り分けるか、あるいはどのように取り扱うかという点に関してのみ、一定のオリジナリティを発揮する余地が残されていたのだと、考えられる。すなわち、それらの研究においては会社というものを、伝統的なミクロエコノミックスにおける企業の理論でのそれとは違って、専門経営者の存在とそれに伴う彼自身の独自のインセンティブの発生を陽表的に考慮にいれつつ取り上げ、考察を加

えていたのではあるが、会社を形作っているコンポーネントについての配慮はそこまで終ってしまっていたからである。

すなわち、所有と経営の分離という事実を認識し、それをふまえて経営者自身の行動目標と企業の目標との乖離を考慮するところまでは進んだのであるが、その際に企業自身あるいは企業の所有者であるはずの株主そのものを明示的に取り上げるところまでは、議論が進まなかったと思われるのである。このため、実証研究を行う際にも、苦勞してコントロールのタイプについての基準を作り、分類を行っても、あとは従来からの考え方にのっとって経営者支配型の企業グループと所有者支配型の企業グループの間での、パフォーマンスの違いを単に検証しようと躍起になったり、あるいは所有構造を表す変数以外のファクターについて、代理変数の考察とその作成に力を注ぐという方向へ進んでしまっているのが普通である。

この「所有構造以外のファクター」なるものを考えるとき、常に取り沙汰されてきたのは、経営者自身が独自にもつ目的関数がどのようなものであるか、つまり利益の極大化という伝統的な企業目標ではなく、成長率極大化とか、売上高とかいう、いわゆる現在の時点ではもはや、やや古めかしくなってきたつつある、Baumol や Marris などが考案した理論であり、それをいかに数量的に首尾よく取り入れるかをくふうするのがむしろ中心だったといっても過言ではないであろう。

ここでもう一步突っ込んで考えなくてはならないことは、言うまでもなく、このような専門経営者とそれに対応する企業の所有者であるはずの株主との関係である。すなわち、経営者支配型の企業と所有者支配型の企業で、そのパフォーマンスに、仮に差異があったとした場合に、それがどのようなプロセスを経て生じているのかを見極めることが必要なのである。前節で取り上げた諸研究におい

ては、どの論文においても一貫して、経営者支配型の企業においては経営者自身が自らの持つ目的関数にしたがい、本来の目的であるはずの利益極大化を行わないのに対し、所有者支配型の企業ではそれを目指すために、結果として所有者支配型の企業の方が、一般的には高いパフォーマンスをあげているだろうという仮説が設定され、大半において支持されているのである。それはそれで皆評価されるべきであるとしても、そこから先、すなわち経営者はいかにして自己の目標を追求するか、あるいは所有者（そもそもそれは本当に株主なのか）はどのようにして経営者と調和し、利益を極大化するのか、という問題を、より力をいれて考えるべきであると思われる。すなわち、かりに経営者支配型の企業の方が一般的にパフォーマンスが低いとしても、そのような企業にも当然株主はいるわけであるから、彼らがそのようにパフォーマンスが低い状態でも経営者にその活動を許していることは、やはり何らかの根拠の存在という事実を認識せざるを得ないわけである。そしてこのような疑問に対して一つの解決の糸口を与えてくれるのが、エージェンシー・アプローチであり、従来の研究に欠けていた、より質的な関係を取り上げて考察しうるものであると考えられるのである。

【3】 株主経営者間のエージェンシー関係の把握と財務からの関心

従来からある株式の所有構成に基づく分析は、本稿で扱われている研究などを見てもわかるように比較的統一的な結果を導出しているように思われる。しかし、例えば、経営者支配の企業が平均的な収益率が低いということが一般的であり、それは経営者が現在の株主の利益を反映していない証拠であるとしても、株主と経営者との関係については、さらに細かな分析が必要とされる。例えば、その

ような経営者の自由裁量に対して、株主側はどのような対策を講じているのか、もしくはなんらかの理由により自由裁量を黙認しているのか。換言すれば、株主にとって一見不利に思われるような経営者支配の企業に対して、彼等に投資を続けさせるインセンティブは何なのか、というような問題については、従来からの株主構成による研究では十分に答えることができない。従って、両者の関係についてなんらかの代替的な分析モデルが必要とされてきたのである。

企業の理論としては、比較的新しい部類に入ると思われるエージェンシー理論のフレームワークは、いまや経済学の周辺分野においても様々に応用されている。企業の財務政策の分析においても、資金の提供者をプリンシパルとし、運用者をエージェントとしたエージェンシー関係を考慮することによって、企業の資本構成や配当政策に対する洞察力はより高まったと考えられる。

企業への資金の提供者には株主と債権者とが存在する。前者は、法的には企業の所有者であり、企業の経営政策に対する決定権を掌握している主体であるから、本来、企業運営に当たってのエージェンシー問題は存在しない。しかし、「所有と経営の分離」現象によって、実際の株主は、実質的には企業の経営政策に関与しないから、実質的な経営政策遂行者である専門経営者との間には、やはりエージェンシー関係が存在している。このような株主—経営者のエージェンシー関係によって生じるコストは Jensen-Meckling [1976] によって、「資本のエージェンシー・コスト」として初めて明確に問題意識化されたのであった。

しかしながら、Jensen-Meckling [1976] では、この種のエージェンシー・コストが存在するという点を指摘すること自体に重きが置かれており、実際に企業においてこの種のコストに対する対処がどのように行われている

かという側面については十分な分析が行われているとは言えなかった。

この問題に対する企業側の対処の仕方には、おそらく概念的には二つの方法が存在すると思われる。一つは、企業の経営政策の設定においてエージェンシー・コストが低下するようなものを選択するというものであり、例えば Rozeff [1982] などの配当政策の分析などがこれに当てはまる。もう一つは、企業組織の内部機構の中にエージェンシー・コストを低下させるようなメカニズムを備えておくことであり、Fama [1980]、Fama-Jensen [1983 a, b] の問題意識がまさにこれである。

エージェンシー関係の実証分析の可能性を考えるならば、これら二つの方法のうち、前者はいわば外部に現れる手段であるため、後者のように企業の内部的なものよりは、実証は容易であると言える。しかし、一方の手段によってエージェンシー関係がコントロールされている場合とそうでない場合とでは、もう一方の手段がとらなければならない必要の度合は当然異なっているわけであるから、このような経営政策に関する分析だけでは決して十分であるとは言えないであろう。本稿の以下では、我々の前論文に引き続いて、より株主—経営者のエージェンシー関係について総合的な実証可能性の観点からの議論を行いたいと考えている。その際、単に資本のエージェンシー・コストだけでなく、負債のエージェンシー・コストに関する研究も扱われるが、これは後述するように、例えば資本構成についても両者のトレード・オフ関係によって決まるわけであり、財務において株主—経営者間のエージェンシー関係を扱う場合にも、このような広い枠組みの中から考える必要があるということによっている。

【4】 エージェンシー関係の実証分析 の可能性

Jensen [1983]によれば、エージェンシー理論の発展の方向には、概念的なプリンシパル-エージェント関係を理論モデル的に扱おうとする議論（「プリンシパル-エージェント関係論」と彼は呼んでいる）と、より具体的な社会現象に対して、このフレームワークを当てはめようとする議論（「規範的エージェンシー理論」と呼ばれる）とに分かれる。もちろん、我々の必要とする研究は規範的エージェンシー理論に含められるが、この理論の大きな使命の一つは、概念的なプリンシパル-エージェント関係論で把握された見解ないし視点を用いて、現実組織の諸問題をもう一度とらえ直してみることにある。確かに、Jensen-Meckling [1976]などを初めとして、このエージェンシー理論のフレームワークを利用して、企業の財務的行動を説明しようとした多くの優れた研究が、過去発表されてきている。また、本稿の議論の対象である、株主と経営者のエージェンシー関係についても、Fama [1980]、Fama-Jensen [1983 a, b]などの研究が発表されてきている。しかし、これらの研究も、組織内の成員関係を、エージェンシー関係のフレームワークを用いて分析しているとはいえ、その分析の仕方は極めて概念的な形で行われており、やはり現実の組織との乖離は否めない。この傾向に対して、最近では、エージェンシー関係ないしエージェンシー・コストを実証的に分析する試みがいくつか行われてきている。もちろん、エージェンシー・コストそのものの測定は不可能であるから、実証には代理変数を用いて行わざるを得ない。従って、その実証の有効性は、当然この代理変数の是非にかかわってくることになる。本節では、エージェンシー理論の実証可能性を考慮するために、この変数について考

慮することにする。まず、従来行われてきた実証研究をいくつか振り返ってみよう。

《1》負債のエージェンシー・コスト に関する代理変数

負債のエージェンシー・コストについては、それが負債の調達コストに関連することから、企業の資本構成の分析における決定要因の一つとして考慮されてきている。例えば、Bradley, Jarrel & Kim [1984]では、資本構成の説明要因の一つとして、無形資産への投資によるエージェンシー・コストの増加を挙げている。無形資産への投資がエージェンシー・コストの増加につながる理由は主として二つある。一つは、無形資産は、有形資産に比較するとその運用が企業経営者の主観に基づいて行われる可能性が高く、それだけ彼の自由裁量性を促進するというものである。もう一つは、無形資産は一般的にその企業固有の資産であり、有形資産に比べて他企業への転売は比較的困難である。この事実は、企業が倒産に追い込まれた場合に、いわゆる“赤字コスト (short-fall cost)”が増大することを意味するというものである¹⁾。具体的にこの実証研究が用いた変数は、広告費・研究開発費の相対額（事業利益比）であるが、その回帰分析の結果によれば、この代理変数と負債比率（被説明変数）とは、負の関係にあり、当初の、エージェンシー・コストの増加に伴う負債の調達コストの増加は、企業の負債による資金調達をより困難にし、従って負債比率は下がる、という仮説が支持されている。周知のように、損益計算書項目ではない研究開発費はもちろんのこと、項目である広告宣伝費の場合についても、実質的な金額については、個々の企業の会計慣習も手伝って他の項目に埋没している可能性が高く、企業の無形資産への投資額の把握は非常に困難であるという問題は存在するにせよ、注目されるべき変数と分析結果といえるであろう。

また、Kim & Sorensen [1986] では、やはり資本構成を被説明変数とした重回帰分析において、成長率、ビジネス・リスク、規模、減価償却費比率、インサイダー持株割合などを説明変数としたが、重回帰式の決定係数は低いとは言え ($r^2=0.15\sim 0.18$)、その結果はエージェンシー・コストから想定できる関係を支持している。エージェンシー・コストを想定すると、これらの変数のいくつかの資本構成への影響は直感に訴える伝統的な見解とはかなり異なっている。まず、成長率の高い企業は、いわゆる企業家的な性格を帯びており、そうでない企業よりも、有形資産に対する投資に比して「無形の」成長機会に対して投資する割合が増大することによって負債のエージェンシー・コストを増加させる。ビジネス・リスクも、リスクな投資機会を多く持つ企業の方が、将来における有利な投資機会が実行されない可能性が低く、従ってそのような投資機会の回避から負債権者が不利益を被る可能性もそれだけ少なくエージェンシー・コストは小さくなる。また、規模(総資産額)は、彼等の研究では多角化の度合を示す指標として扱われているが、その是非はともかく、倒産コストの点からエージェンシー・コストを低下させる働きもあるが、大企業ほどビジネス・リスクが低い傾向があることを考えると一意的な関係を見出しにくいのである。

他の変数では、インサイダーの持株割合があるが、これは、本来資本のエージェンシー・コストにかかわるものである。しかし、エージェンシー・コストのみを考慮した場合、資本構成は、資本のエージェンシー・コストと負債のエージェンシー・コストとの合計が最も小さいところに定まるとすれば (Jensen & Meckling [1976], p. 117), インサイダーの持株割合の低下によって資本のエージェンシー・コストが増大した分だけ最適な資本構成はより負債比率の高い方向に移動することが考

えられる。また、減価償却費は、企業の有形固定資産の保有割合に比例すると考えられるから前述の Bradley et al. [1984] で考慮された関係が想定できる²⁾。

さらに、一般に、日本企業の負債比率は、アメリカ企業のそれよりも高いことが知られている。この点をエージェンシー・コストの側面から議論したものとして、実証研究というにはやや語弊を伴うが、Kester [1986] は、日本企業の所有構造をアメリカのそれと比較して、金融機関の占める割合が非常に大きいことに注目し、この現象は日本企業における負債のエージェンシー・コストの低減につながるかと述べている。すなわち負債のエージェンシー・コストは、株主と負債権者との利害コンフリクトが大きい程増大すると考えられるが、日本の場合のように、金融機関が、負債権者と株主の「二重の役割」を果たすならばコンフリクトは生じず、従ってエージェンシー・コストは小さいと考えることができるというのがその論理骨格である。しかし、企業で二重の役割を果たす機関は同一のものでなければならず、たとえ同じ金融機関であっても別機関であればこの議論は成立しないのであるから、全金融機関の株主割合の高さを出すことが、どれだけ意味のあることであるかについては疑問の点もあり、この議論の実証では、より細かな分析ないし二重の役割を現す変数が必要とされるであろう。

《2》資本のエージェンシー・コストに関する実証研究

資本のエージェンシー・コストについては、その配当政策に及ぼす影響が分析されている。一般に、企業が配当を減らし内部留保を高めると、エージェンシー費用は増加する。その理由として花枝 [1986] は、次の三つの要因を挙げている。第一に、内部留保の増大は、経営者の自由裁量性の下で処理される脅威にさらされる自己資本の増大を意味して

いる。第二に、もし配当を高めるならば、その分、企業は必要資金を外部資金調達にたよらざるを得なくなるが、このことにより新たな資金の提供者からのモニタリングが企業ないし経営者に課せられることになり、その分だけ経営者の自由裁量性が損なわれる。第三は、株主と負債権者との利害に対するコンフリクトから生じる自己資本のエージェンシー・コストの点からの議論である。配当の増加は、一般に既存の負債権者にとっては不利な政策である。例えば有利な投資機会が存在する場合にも、その必要資金を株主にまわす可能性を高め、既存の負債権者の利益を損ない株主に利益をもたらすことにつながる。さらに、配当の増加により、企業の負債比率が増加することは、他の条件が同じならば、それだけ企業の倒産可能性を高めてしまい、これも既存の負債権者の利益を損なう可能性を生む。従って、配当の増加によって、株主の犠牲によって負債権者が利益を得るという可能性をそれだけ減少させ、両者のコンフリクトから生じる自己資本のエージェンシー・コストをそれだけ減少させることにつながるのである。

配当政策をエージェンシー・コストと結び付けた実証研究としては、Rozeff [1982] がある。Rozeff [1982] では、企業が配当性向を上げることによってエージェンシー・コストが減少するという仮定の下で、株主の構成を表した変数を用いて実証を行っている。彼が、具体的に使用した変数は、インサイダー（経営者を含んだ企業内部成員）の所有株式比率と、株主の数である。インサイダーは、エージェントでありながら、株式を所有していることにより、株主と同様の利害を持っているため、そこに一種のインセンティブ・システムの存在を見ることができる。インセンティブ・システムの存在は、エージェントがプリンシパルの意に沿わない行動を取ることに對する一つの抑制手段を提供するから、他

の手段の利用必要性はそれだけ少なくなることが期待できる。すなわち、インサイダーが相対的に多い企業では、配当を高めることによってエージェンシー・コストを軽減させようとする誘因はそれだけ低下することになる。また、株主の増加は、プリンシパルから行われるモニタリング・コストに関連した変数であると考えることができる。すなわち、経営者の行動をモニター（監視）するには、通常コストがかかるが、現株主が分散すれば、ある株主個人が企業経営者をモニタリングを行う（すなわちモニタリング・コストを支払う）ことの見返りとしての企業価値の増加のうち、その株主が得られる割合は相対的に減少してしまう。これは自らモニタリングを行わずにその恩恵を受ける、いわゆる“ただ乗り（free-rider）”の株主の割合が増加してしまうことによるが、このことによってしだいに各株主はモニタリングを行おうとする誘因を持たなくなってしまう。このような状況にある場合には、前述したように、配当の増加による資金の外部調達の必要性に起因する新たな資金提供者からの資金提供時に行われるモニタリングがエージェンシー・コストを軽減させるという効果をより十分に発揮させることができる。従って、この「株主の数」という変数は、エージェンシー・コスト軽減のために配当政策を行う誘因を提供するものである。換言すれば、株主数の増加は、配当を高めさせるとの関係が仮説として提示され得ることになる。実際に、Rozeff [1982] が行った分析でも、インサイダーおよび株主の数に對するこれらの仮説は支持される結果を出している³⁾。

【5】 エージェンシー・コスト実証の今後の方向

以上のようなエージェンシー・コストを想定した実証研究を踏まえると、今後、我々が

進むべき方向についてのいくつかの示唆が得られる。本稿では、所有と経営の分離に焦点を当てているため、特に資本のエージェンシー・コストにかかわる企業の内部構造的な問題について考えているわけであるが、この資本のエージェンシー・コストは、経営者一株主関係に基づくものとはいえ、負債のエージェンシー・コストを考える場合にも考慮不可欠のものである。それは、Kim & Sorensen [1986] の研究紹介のところでも述べたように、企業の資本構成は、両コストの合計が最も小さいところに定まるとすれば、単に負債のエージェンシー・コストのみに影響する要因を取り上げて企業の資本構成を説明しようとすることは理論的にも脆弱性を伴うことになってしまうためである。

従来の資本のエージェンシー・コストに関する研究では、せっき株主と経営者のエージェンシー関係に注目しつつも、我々が問題としているような所有と経営の分離に代表されるようなエージェントである経営者を含んだ組織の組織内部要因が変数としてはまだ十分に考慮されていないという問題点が存在する。例えば、代理変数化の際に行われた議論は、株式会社であればエージェント側がどのような組織であろうとも成立する議論である。現実の組織を見ると、たとえ法律的には同じ株式会社であっても、その内部構成は様々である。そして、エージェンシー理論が真の「企業の理論」となるためには、これら、組織の内部機構に、一步踏み入れた議論が展開される必要のあることは明らかであろう。もちろん、このような問題意識が過去に存在しなかったわけではない。むしろ、Fama [1980], Fama-Jensen [1983 a, b] などの議論は、そのことを問題としたものである。しかし、これらの議論は、必ずしも実証研究を志向したものではない。従って、これらの問題に対する実証可能性を吟味するためには、まず、彼等の見解を概念的に整理し、実証における問題

点、代理変数の設定における問題点などについて明らかにする必要があるであろう。

Fama [1980] で注目されたのは、経営者の行動およびそれに対する報酬システムに対して行われる彼の周囲からのモニタリングの存在であった。このモニタリングを行う主体は、主として二つある。一つは、現在の経営者になり代わって企業の経営権を将来握ろうと考えている潜在的な経営者達、すなわち経営者の労働市場からのものである。彼等が、現経営者の行動やそれを当該企業がいかに評価し、報酬を与えるかという問題について興味を持つ理由については説明を要さないであろう。もう一つは、企業内部で彼の行動に利害関係を有する者達からのモニタリングである。特に、経営者以下の管理者レベルにある者達は、自らの労働生産性が、企業の業績ないしはそれを生み出す経営者の業績と密接に関係しており、従って彼等の人的資本のレンタル・レートもしくは価値の評価が、この企業自体の業績を中心的なシグナルとして行われることが多いということを認識しているために、経営者の行動について関心を持たざるを得ないのである。

このようなモニタリングの存在を前提として、Fama [1980] は、もし経営者が多期間にわたって活動を継続するのであれば、経営者に事前に提供される報酬は、一期間だけを取り上げた場合には必ずしも彼の事後の労働生産性を正しく反映しているとは言えないものの、このようなモニタリングの存在により、そのずれはその期間以降の期間に振り分けられていき、終局的にはその労働生産性に見合った報酬が提供されるようになると主張しているのである。

この Fama [1980] の議論ないしそこから導出される関係を、すべて実証レベルで検証することは、現状でははなはだ困難であると思われるが、ここでは実証の方向性について、いくつかのインプリケーションを提示す

ることにとどめておきたい。

(1) Fama [1980] が言う、経営者への報酬がその労働生産性に等しくなるという関係は、彼の提示したモデルを見ればわかるように、経営者が永遠に活動を続けると仮定した場合にのみ成り立つ。従って、現実の経営者においては、程度の差があるにせよ、その報酬の完全な調整は行い得ないということになる。まして、経営者の活動期間が比較的短い状況にあっては、モニタリングの与える効果は少なく、エージェンシー・コストも高いことが予想される。換言すれば、これら自然的に形成されるモニタリング以外にも、意図的にエージェンシー・コストを低下させるような政策（例えば前述の配当の増加など）が取られている可能性が高い。従って、この両政策の相互関係が実証において明らかにされる必要がある。

(2) 経営者の労働市場の形態については、企業ごとに外部労働市場の存在などの面で、かなり異なっているところが多いのではないかと思われる。一般に、企業内部から行われるモニタリングと企業外部から行われるモニタリングとでは、前者の方がはるかに容易である。従って、もし、潜在的な経営者の数が等しいと仮定できるのであれば、内部労働市場のみが発達している状況にある企業では、モニタリングがより効果的に行われていると考えることができるであろう。

(3) Fama [1980] においては、外部取締役の存在も、資本のエージェンシー・コストに関係する一要因として考えられているが、例えば融資先から派遣されている取締役の存在は、むしろそれら融資先とのエージェンシー関係において考慮されるものであり、事情を複雑にする可能性がある。従って、安易に外部取締役の人数等を考慮することは注意を要すると思われる。

Fama [1980] が、企業形態にかかわらず、すべての企業に共通する経営者周囲の状況に

注目したのに対して、Fama-Jensen [1983 a, b] では、むしろ企業間差異をエージェンシー理論の枠組でとらえようとしている。その基本的前提は、Jensen [1983] により明確に示されているように、いわゆる進化論的立場である。すなわち、ある状況下でその企業形態が存続するのは、その形態が、他の形態よりも、より効率的に企業の目的を遂行する、つまり財貨をエージェンシー・コストをも含めてより安価に提供できるということによるというのがその基本的な発想である。これは、進化論における自然淘汰の考え方を企業形態にも当てはめたものである。もちろん、このような考え方自体は目新しいものではない。例えば、周知のように組織論の分野では、Aldrich [1979] などに代表される見解がすでに存在している。しかし、エージェンシー・コストをも含めた進化論という考え方は評価されるべきであると思われる。

さてFama-Jensen [1983 a, b]における企業形態の分類は、企業的意思決定権の配分にかかわるものである。すなわち、企業形態の選択は、意思決定権を専門経営者に配分することによる専門性による利益と負担するエージェンシー・コストの相対的な大小関係によって決まるとというのがその基本的な発想であった。企業的意思決定権の配分は、(1) すべての権限を残余請求権者が掌握している場合、(2) すべての権限が残余請求権者以外の成員（雇われ経営者）に委譲されている場合、(3) 権限の一部を残余請求権者が握り一部が委譲される場合、に大別することができる。単に資本のエージェンシー・コストのみを考慮するだけであるならば、当然(1)の形態が最も好ましく、(2)が最も好ましくない。しかし、(1)の形態は、(i)株式の分散化を図ることができない残余請求権者によって保守的な投資政策が行われる、(ii)意思決定の専門化、高度化の必要に対応することができない、などの欠点を内包している一方、(3)の形態は、経営の専

門性を確保できることによりそのような欠点から生じるロス回避できる。従って、トータル・コストでとらえた場合には、このような経営を残余請求権者のみによって行わせることによる欠点が露呈される程度によって、実際に効率的な形態は異なってくることになる。

例えば、一般的に言って、小規模な企業では、大規模な企業より意思決定の専門性を要求される度合いは小さいと言える。従って、そこでは専門性の利益を犠牲にしてもエージェンシー・コストを負担しないような形態を選択することになるであろう。一方、大企業ではこれと反対に経営の専門性を欠いた場合のロスは、エージェンシー・コストを負担するロスと比べてはるかに大きい。従って、エージェンシー・コストの観点では不利になる形態であっても、あえて(3)の形態をとろうとするであろう。

これらの形態がいわば純粋の形態であるのに比べて、(2)の形態は、意思決定機能のうち、より実際の企業運営に近い側面の機能を残余請求権者である専門経営者に委ね、運営の統制にかかわる側面の機能を残余請求権者が行うという折衷的なものである。この形態は、全経営権を委ねてしまう(2)の形態に比べて、エージェンシー・コストは低いものの、残余請求権者による統制は、彼等と実際に企業運営を行っているエージェントの間に情報的非対象が存在することを考えると、(1)の形態と比べればエージェンシー・コストが高くなる。また、専門性の欠如から生じるロスも、同様の理由で、他の条件が等しければ(1)よりは小さく(2)よりは大きいとみなすことができる。

さて、たとえ(2)の形態をとる場合でも、企業内の意思決定権配分問題として、単独のエージェントにすべて委ねてしまうか、複数のエージェントに配分するかについての選択が残されている。前述の Fama [1980] の議論

は、前者の場合において、その単独のエージェント（すなわち経営者）の周囲で行われるモニタリングに注目したものであるが、エージェント間の相互モニタリングの効果を考えるならば、後者の方が前者よりも、専門性の観点からは言うまでもなく、エージェンシー・コストの点から見ても好ましいのが通常であろう。換言すれば、Fama [1980] の議論は、企業形態的に見た場合にエージェンシー・コスト的には最悪の状況におけるエージェンシー・コスト低下の要因についての指摘であったと位置付けることができるのである。

以上のような Fama-Jensen [1983 a, b] の議論自体は、所有と経営の分離の状況にある現代企業に対してエージェンシー・コストをも含めて考慮を行い、他の組織形態と共に存続の条件を提示したものであることは評価できても、彼等のフレームワークを用いた実証となると困難がかなり多い。そのいくつかを箇条書きにすれば以下ようになるであろう。

(1) 彼等のフレームワークは、現代企業の代表的形態である株主会社を一つのカテゴリーに入れてしまっているという点では、実際に組織間差異を分析するフレームワークとしてはいささか弱すぎる。むしろ、実証の方向としては、株主会社形態にある企業におけるエージェンシー・コスト増大を妨げる要因として、企業組織内に存在する様々なメカニズム——例えば彼等があげた相互モニタリングなどはその代表的なものであると思われるが——により注目し、Rozeff [1982] の配当政策のような経営政策によるエージェンシー・コスト低下のメカニズムとの間の関係などについて分析を行う方が好ましいであろう。

(2) 意思決定権配分については、表面的にとらえるならば、どんな組織でも共通の現象であろうし、法律的には株主総会でも評価・認可を行っているというように本末転倒的な議論になりかねない。やはり、個々の企業に

対して自由裁量性の度合等をより具体的に分析することは当然必要になってくる。しかしながら、このような企業内に対する内在的な分業システムの評価は、それを細かくやればやるほど、今度は、そのような内在現象が果たして残余請求権者の資金提供を促すシグナルとなるのだろうかという疑問が当然生じてしまうことになる。しかし、どちらにしても、財務データに止まらず、より企業の内部活動に対するデータが収集されねばならないことは言うまでもない。

【6】 今後の方向

所有と経営の分離の問題は、単に経営管理論的な立場からだけでなく、経営財務論の立場からも重要なものであるということは、財務においてエージェンシー・コストを考慮することによってさらに増してきたと言える。

例えば、資本構成の問題にしても、周知のように歴史的に見れば、例えばMM的な資本構成決定のメカニズムに影響を与える要因として、税制の影響がまず考慮され、次に倒産コストが扱われ、最後にエージェンシー・コストについて注目されるようになっていく。このような理論の進歩が、MMの資本構成が何故現実には達成されないのか、という問題から出発しているということを考えるならば、エージェンシー・コストについても、単に概念的なレベルに分析をとどめることでは、先人達の労をねぎらうことにはならず、なんらかの方法で現実の資本構成を実証的に説明できる方向に議論を進めていかなければならないことになる。これは、他の財務政策に対するエージェンシー・コストの影響の分析についても同様に必要とされる態度となるであろう。

企業におけるエージェンシー関係は、経営者と負債権者や、本稿で中心的に扱ったよう

な株主と経営者との間にあるだけでなく、従業員と経営者や顧客と経営者などの間にも当然存在するわけであり、さらにこれらが相互関係を持っているなどを考えると、解決されなくてはならない問題も多く、また分析も非常に困難になることは間違いない。しかし「水滴、石を穿つ」が如く、弛みなく研究を続けていかなければならないことだけは真実のように思われる。

(注)

- 1) 赤字コストを含め、倒産コストについては、小山(1984)等を参照のこと。
- 2) Bradley et al.(1984), Kim & Sorensen(1986)での実証分析の方法を中心として、筆者らの研究グループでは日本企業を対象として実証分析を行っており、彼らの研究とはほぼ同様の結論を得ている。
- 3) 著者らは Rozeff (1982) の分析の手法を日本企業に当てはめ、実証分析を行っている。この結果については、小山・上田(1986)を参照のこと。

〈参考文献〉

- 1) Aldrich, H. E., "Organizations and Environments", Prentice-Hall, 1979
- 2) Boudreaux, K. J., "Managerialism' and Risk-Return Performance", Southern Economic Journal, 39, 1973, pp. 366-372
- 3) Bradley, M. G. Jarrel and H. Kim, "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", Journal of Finance, July, 1984, pp. 857-878
- 4) Fama, E. F., "Agency Problems and the Theory of the Firm", Journal of Political Economy, 88, 1980, pp. 287-307
- 5) Fama, E. F. and M. C. Jensen, "Separation of Ownership and Control", Journal of Law and Economics, 26, 1983 a, pp. 391-325
- 6) Fama, E. F. and M. C. Jensen, "Agency Problems and Residual Claims", Journal of Law and Economics, 26, 1983 b, pp. 327-349
- 7) 花枝英樹「エー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, 9月

- 8) 花枝英樹「配当政策の理論」, ワーキングペーパー No. 5, 関東学院大学経済学部, 1986, 8月
- 9) Jensen, M. C., "Organization Theory and Methodology", *The Accounting Review*, 58, 1983, pp. 319-339
- 10) Jensen, M. C. and W. H. Mevking, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, pp. 305-360
- 11) Kamerschen, D. R., "The Influence of Ownership and Control on Profit Rates", *American Economic Review*, 58, 1968, pp. 432-447
- 12) Kester, C., "Capital and Ownership structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations", *Financial Management*, Spring, 1985, pp. 5-16
- 13) Kim, W. and E. Sorensen, "Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June, 1986, pp. 131-144
- 14) 小山明宏「企業価値と倒産コスト」, 学習院大学経済論集, 20巻3号, 1984年
- 15) 小山明宏・上田 泰「エージェンシー問題と経営政策(Ⅰ)」, 学習院大学経済論集, 22巻3号, 1986
- 16) Monsen, R. J., Chiu, J. S. and Cooley, D. E., "The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm", *Quarterly Journal of Economics*, 82, 1968, pp. 435-445
- 17) Palmer, J., "The Profit-Performance Effects of the Separation of Ownership from Control in Large U. S. Industrial Corporations", *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 4, 1973, pp. 293-302
- 18) Rozeff, M. S., "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Research*, Fall, 1982, 5, pp. 249-259
- 19) Thonet, P. J. and Poensgen, O. H., "Managerial Control and Economic Performance in Western Germany", *The Journal of Industrial Economics*, 1979, pp. 23-37