

エージェンシー問題と経営政策 (I)

小山明宏 上田 泰

目 次

- [1] はじめに
- [2] 企業におけるエージェンシー関係の把握
- [3] 株主と経営者間のエージェンシー関係のコントロール
 - (1) Fama (1980) の議論と 経営者労働市場からの影響
 - (2) Fama-Jensen (1983 a, b) の議論と組織のフォーム
 - (3) コントロール・メカニズムとしての配当政策
- [4] 株主と経営者間のエージェンシー関係に関する実証の可能性
 - (1) アメリカにおける実証研究の試み
 - (2) 日本におけるパイロット・テスト
- [5] 今後の課題
参考文献

[1] はじめに

伝統的な経済学における企業概念は、その主たる関心が市場システムにあり、市場の価格メカニズムによってどのように資源配分

* 本論文は、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後期課程)。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 (一橋大学商学部助手)、そして筆者らを含めた4人である。

がなされるかであったために、企業の内部組織については無視される傾向にあった。そこでは、企業は市場システムに対し完全に無力であるがために、企業の組織ではなく市場の組織こそが中心的な役割を占めるものと考えられ、企業内組織の問題は、ワンマン企業における企業家を仮定する、もしくは企業の経営者は所有者たる株主の完全なる代理人であると仮定するという形で回避されてきたのである。

しかしながら、現代の大規模企業においては、所有と経営が分離し、企業の所有者である株主は、一般に企業の日常の操業にはほとんど関心を持たず、また直接の知識をも持っていない。企業の操業の基金である資本を拠出し、企業の支払う配当を受け取るのは確かに株主であり、そして株主は自分達が選出する取締役会を通じて企業の計画や操業に影響する力を持っているはずであるが、しかし実際には投票代理権の行使の慣習により、株主は個別的にもあるいは集団的にもほとんど取締役会に対して影響力を持っていないのである。

従って、このような伝統的な経済学における企業概念と現実の企業とのギャップを縮めるために、従来様々なモデルが考えられてきた。それらの代表的なものを列挙すれば、ウィリアムソンの経営者の裁量的行動モデル、ポーモルの売上高最大化モデル、マリスの成長率最大化モデルなどがあげられよう。

このようなモデルはどれも上記の目的を達成するにあたって、多大な貢献をしたとして

評価されるであろう。しかし、それらのモデルは企業の意思決定者としての経営者を所有者である株主から独立させることには成功したとしても、株主と経営者の関係を分析するフレームワークとしては依然として不十分なものであると言える。たとえばバーリー・ミーンズの言うように所有と経営が分離しているために、企業の経営者支配が行われていることは事実であるとしても、それはそのまま経営政策の制定・実行に関し、経営者の株主からの完全な独立性を意味するのであろうか。それとも経営者の自由裁量性を制限する機構がどこかに存在しており、それによって経営者の行動は実際には株主の完全な代理人としてのそれに近似されているのであろうか。

このような問題に有効な解を見出すためには、もう一度経営者や株主などのいる企業を見直すフレームワーク自体が必要であろう。我々はこのような企業内の関係をより明確に扱ったフレームワークとして、エージェンシー理論を取り上げる。エージェンシー理論のフレームワークでは、一般にモラルハザードの問題として認識されている問題が企業組織の参加者にどのように影響するかということに対し明確な解答を提示しているのである。

企業に参加する成員の多様性を考えれば、後述するように企業内には実際のところ様々なエージェンシー関係が存在する。経営者の意思決定においては、どのエージェンシー関係も影響を及ぼすと考えられるが、そのすべてを同時に扱うことは現段階では不可能に近い。そこで従来の論文で扱われたように、我々も様々なエージェンシー関係のうち、どれかに焦点を当てることが必要となるが、本論文ではその中でも、株主と経営者間に発生するエージェンシー問題を取り上げることにしたい。これは、所有と経営の分離が厳然たる事実にもかかわらず、従来の企業のエージェンシー問題を扱った理論の多くでは、暗黙のうちに株主と経営者との利害は異ならない、

もしくは異なったとしても株主によって経営者の行動に対するモニタリングがコストを要さず可能であると仮定されており、他のエージェンシー関係に比べてその認識がより希薄であったと思われるからである。そしてまた企業の経営政策において、経営者と株主の関係は中心的な影響力を持つものであることも否定しえない事実であり、今後、本論文の分析フレームワークをより実証的に利用してゆくうえで、最も基礎となる関係であることにもよる。

この点に関しては、本論文の後半部分において若干の試みを行っている。すなわち、株主と経営者間のエージェンシー関係に関する実証の可能性と題して第4節で過去の研究例を検討し、そしてその後でわが国における小規模なパイロット・スタディを行った結果をとりまとめた。これは、本来の興味はエージェンシー問題に対する種々の解決方法として指摘されている経営政策について取り上げ、その意義を検討することにあっただが、その中でも配当政策が、それ本来の経済学的意味に加えて、株主と経営者間のエージェンシー関係にまつわる問題のコントロールの手段としての有用性という見地から、見直すことが可能であるという興味深い議論へと話が進んだことによる。

もとより、企業の経営政策をエージェンシー問題という観点から検討するのは、試みとしては新しいものであり、その意味でも本論文は、今後のより大規模な研究のためのプレリミナリー・リサーチとしての性格を持つことを付記しておく。

〔2〕 企業におけるエージェンシー関係の把握

企業組織は、債権者、株主、経営者、一般従業員、顧客および地域住民などの参加者もしくは利害関係者からなる一種の協同体系として捉え

ることができる。Jensen-Mecklingによれば、組織の本質は、そのような参加者間によって締結される「契約の体系」(nexus of contracts)であるが、具体的にそれらの契約について考えようとする場合の分析のフレームワークとしてどのようなものが考えられるだろうか。

周知のように、Simonによる誘因と貢献の均衡分析、いわゆるIC分析は、この問題に対する一つの解答を提示しているといえる。そこでは、たとえば、従業員が自らの労働の提供という貢献を行う場合に、彼はその対価として提供される誘因(すなわち賃金などの外的報酬や地位などの内的報酬)との比較を行い、両者の大小関係によって、その是非を決定するのだという説明がなされる。

しかし、このようなSimonの理論は、一見分析的であるかのように見えても、いわば自明のことを言っているのにすぎず、また誘因とか貢献等の変数についても、極めて一般的な対応関係が示されるにすぎない。すなわち問題となるところの契約の体系について分析的なアプローチを行う場合には、そこにはおのずと限界が存在するのである。

このようなIC分析の欠点に対し、より分析的なアプローチを与え得るフレームワークとして期待できるのが、我々がここで取り上げるエージェンシー理論によるアプローチである。エージェンシー理論では、一人の人間が何等かの用役を自らに代って遂行させるべく、他の人間と契約関係にあるとき、二人の間にエージェンシー関係が存在すると考え、依頼を行う側をプリンシパル、代理を受ける側をエージェントと呼ぶ。このエージェンシー理論が、IC分析に対して分析上の優位性を持つ理由の一つは、そのフレームワークの中に、環境の不確実性という要因を明示的に取入れたことである。すなわち、エージェンシー関係を結んだとしても、エージェント側に自由裁量の余地が存在する以上、エージェ

ントの取る行動が常にプリンシパルから見て最も望ましいものになるとは限らない。エージェントの行動の成果は、彼の行動と環境の状態との所産であると考えられるが、この場合、もし環境の不確実性が存在しない状況においては、プリンシパルは、直接エージェントの行動をモニターせずとも、行動と成果との間には、1対1の対応関係が存在することから、事後的に成果を評価することだけでこの問題に対処できることになり、話は非常に単純になる。しかし、環境の不確実性が存在する場合には、エージェントの行動とその成果とは1対1の対応関係が存在せず、事後的な成果測定以上の行動がプリンシパルに必要なとなるのである。

このようなエージェンシー理論のフレームワークを前述の契約体系に当てはめて考えると、次のようなエージェンシー関係を企業組織内に把握することが可能となる。契約の本質が、組織参加者の提供生産要素と、その対価に関するものであると、たとえば、株主は自己の資金を提供し、その対価としてキャピタルゲインや配当を受け取り、従業員であれば前述したように労働を提供することによって、賃金などを受け取るという契約を組織に参加する際に結ぶと考えられる。しかし、それら契約者達が実際に対価を受け取るのが、契約時ではなく、契約後、それら生産要素を受けとった経営者が、生産要素の対価を生み出すべく経営政策を制定・実行した後であることを考えると、そこに経営政策の制定・実行に関し、経営者をエージェントとし、他の参加者をプリンシパルとしたエージェンシー関係の存在を見ることができるのである。

(図1参照)

このように、組織内にはさまざまなエージェンシー関係が存在するわけであるが、そのすべてを同時に考慮することは非常に複雑性を伴うものとなってしまうことから、従来の研究はそのうちの一つの関係に焦点を当てた

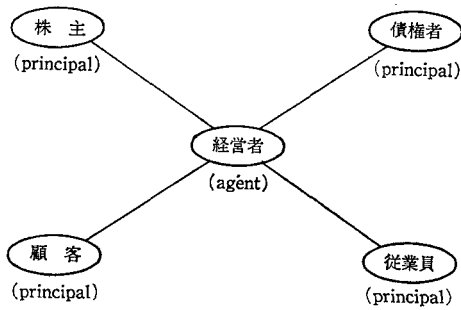


図1 企業におけるエージェンシー関係

ものとなっている。しかし、我々が本研究で扱おうと考えているいわゆる危険負担者としての株主と企業の経営政策を制定・実行する経営者との間におけるエージェンシー関係は他の関係に比べて、従来その認識が希薄であったように思われる。たとえば、従来の研究の内、他のエージェンシー関係、すなわち経営者と債権者間の関係や経営者と顧客間の関係に分析の焦点を当てた研究においては、株主と経営者との利害は対立しない、もしくは経営者は株主の完全な代理人であると仮定されているのである。(Jensen-Meckling 1976, Titman 1983 など)

おそらく、このような研究の背景には、株主総会や取締役会において経営者の行動がチェックされうるといふ仮定が暗黙のうちにあると思われるが、前述したように企業の成果というものが、環境の不確実性の存在によって、単に経営者の経営政策の善し悪しだけでは決らないということを考えるならば、年次毎の株主総会では経営者の行動の是非を正しく判断することは不可能であろうし、取締役会などにしても、たとえば日本の場合のように、内部経営陣がその構成員を兼ねている状況では、それらの効果というものも十分なものは考え難い。しかも、それらの機構がもともと有効であるとしても、現代企業の株主総会や取締役会が形骸化していることを考えると、それら研究の現実的妥当性も当然疑問視されねばならず、株主と経営者間に発生するであろうエージェンシー問題に注目する

必要があることが認められるであろう。

従って、株主をプリンシパルとし、経営者をエージェントとするような関係においては、株主と経営者との利害が一致せず、また環境の不確実性の存在によって、単にその成果だけでは経営者の行動を評価できないために、もし株主が自らの利害に沿った行動を経営者が取ることを希望するとすれば、株主は経営者の行動を何等かの方法で監視するようなシステム（モニタリング・システム）や、経営者が株主の利害に沿って行動するように動機づけるシステム（インセンティブ・システム）を構築するという対策を立てねばならず、そのためには機会的なものも含めてコスト（エージェンシー・コスト）を負担しなければならないということが明らかになるのである。

さて、それでは次節で具体的にどのようなシステムによって経営者の行動がコントロールされているのかという問題をいくつかの研究をもとに考えてみることにしたい。

[3] 株主と経営者間のエージェンシー関係のコントロール

(1) Fama (1980) の議論と経営者労働市場からの影響

前述したように、Jensen-Meckling などの議論においては、エージェントと考えられたのは、経営者でありかつ危険負担者であるところの、いわゆる企業家であった。しかし、Fama によれば、両者を包括して議論することは、企業組織内で両者が各々質的に異なった生産手段を提供し、またその生産手段の提供に異なった市場を介在させ、その結果、特定企業に対する関心が両者で異なっているという現象を捨象するという欠点を有するのである。

経営者も危険負担者も、共に企業にある種の生産要素、すなわち彼の人的資本や資金を提供しているという点では何等変りがないと

言える。しかし、危険負担者が資本市場によって自らの負担するリスクを分散することが可能であり、従ってある特定企業に対する関心よりは、資本市場の効率性や完全性の方に関心があるのに対し、経営者は自らの人的資本のレンタルレートもしくは価値というものが、経営者の労働市場において、彼の能力を反映したものである当該企業の成功や失敗をシグナルとして決められるために、その企業の成果に強い関心を持っているのである。また、資本市場から送られる企業の株価などの情報も当然経営者の価値を決めるのに有用なものと考えられるであろう。

ところで、このように経営者の価値が自企業の成果と密接にリンクしているということは危険負担者側にとっては一種のインセンティブシステムが存在することを示しているから非常に好ましいことであると言える。しかし、このシステムの完全性については、さらに検討が必要であろう。と言うのは、時間要素を考慮に入れるならば、企業の現在の成果は、現在の経営者の評価ではなく将来の経営者の評価に対してシグナルの役割を果たすのであり、その波及の完全性が保証されなければ、依然としてエージェンシー問題は解決したことにはならないからである。Fama はここで、経営者市場が競争的であることを始めとして、経営者の行動とその評価システムに対するモニタリングが働いているということから議論を進めている。

経営者の行動をモニターしたりコントロールしたりする役割を担うものとして従来 Jensen-Meckling や Alchian-Demsetz が扱ってきたものは、企業の危険負担者としての株主であった。しかし、前述したように個々の株主は所有株式を分散させているために、特定の企業の動向に対する関心が薄く、従って、モニタリングないしコントロールを行う主体としては明らかにインセンティブに欠けているという問題があった。

これに対し、Fama は経営者の周囲に形成される経営者の労働市場を中心としたモニタリングの主体に注目している。

経営者の労働市場の存在の形態については、たとえば日本などのように企業内部の労働市場がその中心となる場合や、西欧諸国のようになり企業外部の労働市場が発達している場合のように、各国間によってかなりの差があるのが事実である。しかし、それが企業のどこに形成されようとも、少なくともその労働市場にはいわゆる潜在的な経営者が存在するという点には変りはない。これら潜在的な経営者は自らが経営者と成りうる企業の現経営者の業績およびその業績を当該企業が評価し、補償するメカニズムに対し、非常に関心を持っているであろうから、そのメカニズムが正しく作動するか否かについてモニタリングを行っていると考えられる。

またこのような労働市場からのモニタリングのほかにも企業内部には経営者の行動に関心を持つ多くの利害関係者が存在している。たとえば潜在的な経営者でなくとも経営者以下のいわゆる管理者レベルにある者は、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を、その労働市場が、彼等の在籍する企業自体の業績を中心的なシグナルとして行うことが多いということを認識しており、そのためにこれらの人々も経営者の行動についてかなり注意を払っていると考えられることができる。

更に、西欧諸国などのように日本に比べて取締役会の影響力が強く、しかも外部取締役などがかなりの力を持つような場合においては、これら取締役会の成員からの経営者の行動に対するモニタリングおよびコントロールも行われているであろうし、そのほかにも労働組合からのモニタリングも当然存在するであろう。

Fama(1980) は、このような組織内外の競争的経営者労働市場の存在の下では、経営者の報酬は彼の労働生産性に見合った水準に調整されるために、上述した評価の時間的差異という問題は解決すると考えている。

確かに上述したような株主と経営者間におけるエージェンシー問題は、事後的に判明するエージェントのパフォーマンスを事前的に保証することができない（もしくは行う場合に負担できないほどのコストがかかる）ということに、その原因があるわけだが、それはあくまでも経営者が一期間のみ活動するという仮定のうえでの考えである。しかし、おそらくほとんどの経営者は多期間にわたって活動を続けるのであり、そのような状況では、経営者の能力、努力水準等に関する情報は、時が経過するにつれて知られるようになり、彼は（良い意味であるにしろ、悪い意味であるにしろ）ある特定の評判を得ることになる。従って、その結果、彼が将来においても組織の利益ないしはリスク負担者たる株主の利益を過度に消費することが予想されるのであれば、彼のその後の金銭的報酬はそれに見合って減じられるであろう。

このようにして、多期間活動する経営者においては、一活動期間の事前の報酬と事後に判明したパフォーマンスもしくは労働生産性との差は、その時点では解決されないものの、彼の将来の金銭的報酬の現在価値の減少となって終局的には経営者が負担することになるのである。そして経営者が負担しなければならぬこのようなコストが非常に大きいことが、彼に生じるインセンティブ上の問題を解決することになるのである。

以上の事を Fama (1980) が用いた数式モデルで示してみよう。我々の問題は、事前的に決められた経営者の報酬（これは経営者の能力に対する期待値で示される） Z_t と、事後的に決定する彼の労働生産性 Z_t との間に ε_t たる差が生じてしまうことであるから、

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

と表せる。ここで競争的経営者市場による経営者へのインセンティブ・メカニズムを導入するという事は、たとえば $t-1$ 期の ε_{t-1} が部分的に t 期の能力期待値 Z_t の形成に貢献するという事であるから、

$$\bar{Z}_t = Z_{t-1} + (1-\phi)\varepsilon_{t-1} \dots\dots\dots(2)$$

ただし、 $0 < \phi < 1$

(2)式を(1)式に代入して展開していけば、結局、

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

ただし、 $0 < \phi < 1$

従って、

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

これによって、経営者の報酬が彼の過去において実現した労働生産性を完全に反映したものとすることが $\sum_{i=0}^{\infty} \phi^i(1-\phi) = 1$ から示されるのである。

さて、以上で述べた Fama (1980) の議論が正しいとするならば、経営者の行動は完全にコントロールされてしまうことになるために、そのエージェンシー・コストはゼロになると考えられる。しかしながら、彼の分析で用いられた仮定のいくつかは現実には必ずしも満たされているとは限らないであろう。

まず第一に前述のモデルでは、経営者の任意の期の労働生産性は、それ以降永遠に経営者が経営活動を行う場合にのみ、将来における彼の報酬にすべて反映されることになる。従って経営者の活動が比較的短いような状況では、組織にとって望ましくない行動によって経営者の報酬が将来減じられるという影響よりも、そのような行動によって直接彼が効用を高める効果の方が大きくなるであろう。

第二に Fama (1980) の議論では、経営者市場が獲得する経営者の能力、行動などに関する情報は、無料でしかもすべてが提供されると仮定されているが、現実には情報の収集

には費用がかかり、すべての経営者の行動を知ることは不可能に近い。これは特に外部経営者市場において真実であろう¹⁾。

第三に、これは Fama (1980) での仮定というより、その議論の方向という点に関するものであるが、もともと彼の議論はあらゆる組織に共通する要因としての、経営者市場を取り上げて行われたものであり、その意味で包括的な性格を持つものであった。しかしながら、エージェンシー問題ということだけに焦点を当てたとしても、さまざまな形で存在する組織において全く同様な方法でこの問題を処理しているとは考え難く、なんらかの組織間差異を分析するようなフレームワークも必要であろう。実は、この第三の問題を扱ったものが、次節の Fama-Jensen (1983 a, b) の議論なのである。

(2) Fama-Jensen (1983 a, b) の議論と組織のフォーム

前節で取り上げた Fama (1980) の議論はさまざまな形で存在する組織の中で、競争的経営者市場といういわば共通項を取り出して包括的な立場からエージェンシー問題を扱ったものであると言える。しかしながら、包括的な議論というものは、その研究上の視点を定めるといって長所を有すると同時に、定義上欠点を内包する。すなわち、このような議論では、組織の同質面には注目できるものの、現実のあらゆる組織間に存在する差異を分析するものとしては不十分なものと考えられるのである。エージェンシー問題にしても、さまざまな組織が全く均等な方法のみによって、この問題を処理していると考えerことは適当ではない。

いわゆる進化論的な立場にたつならば、ある環境ないし状況において、なぜある組織のフォームが生じるかという理由は、そのフォ

ームが、その環境下においては、他の組織フォームと比較して効率的に組織の目的を達成できるからである。すなわち、組織が社会上存続に足るとみなされる目的を、エージェンシー・コストをも含んだトータル・コストの観点から見て安価に達成できるのである。もし、それら組織フォーム間において、エージェンシー・コストの差異があるという可能性があるならば、我々としては Fama (1980) の議論を一步進めてさまざまな組織フォームにおけるエージェンシー問題を考えなければならぬであろう。

もちろん Fama (1980) においても、相対的にエージェンシー・コストの低い組織フォームが現実には自然淘汰の果に存続するということが指摘されているが、その具体的なフォームについては深く考えられてはいない。

さて、このようなエージェンシー関係ないしエージェンシー・コストを組織フォームの観点から論じたものとして、Fama-Jensen (1983 a, b) がある。以下彼等の論理を検討し、現実に対するインプリケーションを考えたい。

ところで、今まで組織のフォームというものを厳密に定義せずに用いてきた。しかしこの用語は、経済学者だけでなく、経営学者や社会学者等、さまざまな研究者達によって用いられているものの、その概念が統一されているようには思えない。フォームの他にコンフィギュレーション (configuration) という用語もある。両者の区別などは、イメージとしては存在するとしても、用語として正しく区別されているかと言えばそうでもない。

組織のフォームと言われた場合、たとえば、構造主義的経営組織論者であれば、それはストラクチャー (structure) という組織内における意思決定権限配分のメカニズムのことを指すと考えるであろうし、公共事業体論を専攻している研究者にとっては、法的所有の区

別のことを指すかもしれない。パーリー・ミーンズ流の経営学ならば、所有者構造を指し、法律学者であれば、責任形態別の組織フォームを考えるであろう。

もちろん、それらの「フォーム」の間には密接な関係が存在することは確かであるが、おそらくそれらを理論的な統合フレームワークで扱ったものは、余り存在していないということが言えるかもしれない²⁾。

さて、Fama-Jensen (1983 a, b) によって、組織のフォームを区別する基準とされるのは次のものである。

(1) 残余請求権 (residual claims) の性質
企業の残余請求権という言葉は若干聞き慣れないものであるが、通常の場合においては、いわゆる企業の最終的リスク負担と同義であると考えてよからう。すなわち、企業の成果は本来確率変数であり、あらかじめ各参加者に対し、その配分量をすべて確定することは不可能であるが、この場合、企業ではそれら成果の配分方法を基本的に二種類に分けてそれに対処している。一方はその契約参加時点で、ある固定的な報酬ないし純粋に参加者の努力水準に応じた報酬を提供されることを確約するようなものであり、他方は、それら努力水準と環境の状況との合算の結果であるところの企業の成果から、上記の報酬分を減額させた残額に対して請求権を有する（従って成果における不確実性を吸収する）というものである。このうち、前者の典型は経営者であり、後者の典型は株主である。この場合、後者の契約を結ぶものを残余請求権者 (residual claimant) と呼び、その権利を残余請求権と呼ぶのである。

さて、このような残余請求権の配分は企業によってどのように異なるであろうか。残余請求権として最も普及しているものは普通株式である。この普通株式によって残余請求権を配分するような株式会社は、彼等によれば、オープンな組織と呼ばれる。すなわち、ここ

で組織がオープンであるというのは、それら残余請求権者が、(イ)組織内で資本提供以外の他の何等かの役割を行うことを要求されておらず、(ロ)それら残余請求権を、無制限に他者へ譲渡（ないし売却）することが可能であるということであり、従ってそれはそのような意味において最も制限されていない残余請求権を持っている組織であると言えるであろう。他方、たとえば合資合名会社の資本提供などの場合には、責任や譲渡の面で法律的にかなり制限されたものとなっており、それら制限された残余請求権を有する組織はクロードな組織ということができるのである。

(2) 組織内エージェント間での意思決定プロセスの配分の方法

従来の経済学では、企業家的企業にその分析を集中する余り、組織内での意思決定プロセスの配分という問題に対しては、一部の研究を除き、余り活発には議論されてはこなかったように思える。しかし、組織フォームとエージェント間との関係を分析するという目的に対しては、このような配分問題に目を向けることは有効なものとなってくるであろう。Fama-Jensen (1983 a, b) では、一般に意思決定のプロセスは、次の四つの段階があると考えている。

- (1) 発案 (initiation)
- (2) 認可 (ratification)
- (3) 実行 (implementation)
- (4) 監視 (monitoring)

この四段階の内、(1)発案と(2)実行の段階は通常同じエージェントに配分されることが多く、便宜上この二つを総括して意思決定管理 (decision management) という言葉で呼ばれている。また、(2)認可と(4)監視も同様の理由から、意思決定統制 (decision control) と総称される。

ところで、以上のようなFama-Jensen(1983 a, b) の考えるフォームという概念は、このように、一方で法律的不いしパーリー・ミ

ンズ流の支配・責任形態という概念を含んでおり、他方ではストラクチャーという権限配分の方法に近いものも扱っているということで、前述したさまざまなフォーム概念を統合したものとして評価できるであろう。

ところで、どのような組織フォームであっても、競争環境下において存在するに足る要件は、その環境下において当該組織フォームを有する組織が他のフォームの組織よりも効率的に財貨を提供することが可能であるか否かにあることは間違いないであろう。しかし、組織があるフォームを用いて実際に活動していくうえでどのようなコストがかかわっていくかについては必ずしも明確な視点からの分析が行われているとは言い難い。特に、所有と経営の分離が行われているようなフォームにおいては、所有者としての残余請求権者、ないしは危険負担者としての株主と、経営政策を制定、実行する経営者の間にエージェンシー問題が発生し、それに対処するためのコスト負担があるという事実にもかかわらず、それが現代企業を代表する組織フォームになっている点についてはより明確な分析が必要であろう。確かにFamaの前述の議論ではそのような場合でも、競争的な経営者の労働市場などからの経営者の活動、およびそれに対する評価メカニズムについてのモニタリングが行われており、さらに多期間にわたって活動を続ける経営者にとっては、自らの現在の活動成果は将来にわたって逡及的に自分の人的資本のレンタル・レートもしくは価値を決定していくというインセンティブ・システムが存在していることによって、両者の間のエージェンシー問題は、解決すると議論されていたが、このシステムの有効性については前述したように疑問の点もある。また、たとえこのシステムが有効であるとしても、それはたんにこのフォームがエージェンシー問題の点からみて、劣位的ではないということが判明しただけのことであり、それがフォームの

優位性をもたらしめるものとはならないことは自明であろう。したがって、Fama-Jensenの議論ではエージェンシー問題を含め、より広い観点から組織のフォームの効率性、すなわち組織フォームの生存要件について議論しているのである。

企業の経営政策を制定、実行するためには、専門的知識ないし情報が必要であるが、その情報が企業内の少数のエージェントに占有されており、その情報の専門性ないしは特殊性ゆえに、他のエージェントには容易には伝達できないような状況を考えてみる。このような状況にあっては、当該エージェントにそれら経営政策の制定、実行に関する権限をすべて配分することが企業の優位性を確立する上で当然有効的であろう。しかし、残余請求権の配分についてはさらに検討が必要である。すなわち、もし企業の残余請求権が、それら意思決定権限を持つエージェント以外に配分されている場合には、意思決定の専門性も手伝って、容易にはそれら残余請求権者が意思決定者の行動を監視できないために、それら残余請求権者と意思決定者との間にエージェンシー問題が生じてしまうのである。従って、この場合にはこのようなエージェンシー問題を解決するためには当該意思決定者のみもしくは当該意思決定者と特別な関係にある者（家族など）に残余請求権の配分を限定することが必要となるのである。このような形態は、いわゆる個人企業や合名合資会社などに見られるものである。

ところで、このフォームは確かにエージェンシー問題をコントロールするものとしては最も妥当であるものと考えられるが、より広い観点からすれば(イ)保守的な投資政策、(ロ)意思決定の専門化、高度化への対応性の欠如、などの欠点を有している。

保守的な投資政策というのは、単に株式所有だけであれば、残余請求権者である投資家はそれら株式の分散化によって適切に負担リ

リスクを軽減できるために、個々の企業のリスクに対しては特別の関心がなく、当該企業の投資決定は将来収益の現在価値を考慮した市場ルールに基づいて行われ得るが、意思決定者が残余請求権者でもある状況では、当該企業のリスクをそのまま意思決定者が負担せねばならず、従って投資政策を行う場合でも、市場ルールで求められる政策案より保守的な投資政策を採択する傾向を生み出し、それが競争環境下における企業の存続をより困難なものにしてしまうという問題である。

また、意思決定の専門化、高度化への対応性の欠如というのは、たとえば小規模の組織では問題にはならないことが多いが、規模が拡大していくに伴い組織内部の運営がより複雑化し、各部門で行われる意思決定がそれぞれ特殊な専門的知識を要するような状況になった場合に、そのすべてに適当な残余請求権者を配置させることがしだいに困難になるという問題である。

従って、このフォームを用いる場合には、以上であげたような問題によって生じるコストが、エージェント問題を処理することによって得られる利益よりも少ないような環境ないしはコンテキストに企業があることが必要であろう。

次に、企業のコンテキストや環境がより複雑になって、すべての経営政策を企業の残余請求権者のみでは行えない、もしくは行った場合に、機会費用が非常に大きくなるような状況に企業があるとしてみよう。この場合、経営政策における意思決定の権限を企業の残余請求権者でないエージェントに配分することによる利益が大きいわけであるが、そのすべてを彼等に配分することは前述のとおりエージェント問題を生じさせることになってしまう。そこでやや折衷的な形ではあるが、意思決定プロセスのうち、決定マネジメントの権限だけを残余請求権者でないエージェントに配分し、決定コントロールの権限につい

ては残余請求権者に留保させておくというフォームが考えられる。これはエージェントの専門性をいかしながら、かつエージェントの行動を残余請求権者の統制下に置くことが可能となることからエージェント問題も解決するようないわば一挙両得をねらったフォームということができるであろう。

ところで、このようなフォームも残余請求権者について考えれば、その残余請求権者が企業において決定コントロールという職務を担わなくてはならないという意味でやはり限定的なものであるといえる。すなわち、そのような職務付の残余請求権を受託する相手の関係でまず限定的であるし、そのような相手が存在するとしても、その権限の譲渡が直接企業の運営に関係するものである以上、他の残余請求権者の承認が必要であるという意味においても限定的なのである。このような限定的な残余請求権は企業の拡大に伴いより多くの残余請求権者が必要になった場合には、その拡大に対する欠点を露呈することになる。たとえば、企業の活動規模が拡大し、より多くの資産を必要とするような状況になった場合、それら資産を購入するとすれば当然より巨額の資金が必要となるが、それら資産をレンタルしようとする場合にも、資産の貸手はその保障として企業内に多くの残余請求権者が存在することを求めるであろうから、やはり残余請求権者の拡大ということが必要になってくるのである。

さらに、もしそのような拡大上の欠点が存在せず、そのような職務付の残余請求権の拡大が可能であったとしても、残余請求権者の増加に伴って決定コントロール遂行上の調整の問題が発生してくるのである。

従って、このようなフォームが有効的であるのは、残余請求権者に決定コントロールの権限を残しておくことによってエージェント問題を解決することから得られる利益が、上記の問題によって企業が被る損失を償って

余りあるような環境ないしはコンテキストに企業がある場合であると結論することができる。

さて、最後にもしも以上のような条件が満たされない場合には、企業では残余請求権と決定コントロールの権限とを切り放したフォームを採用することが有効となるが、この残余請求権がいわゆる普通株式であるということができる。このような普通株式は、繰返しになるが、その所有者が、(イ)組織内で資本提供以外の他の何等かの役割を担うことを要求されておらず、(ロ)それら株式を無制限に他者へ譲渡ないし売却することが可能であるという意味で、最も限定されていない残余請求権である。このような株式によって資金調達ないしは残余請求権の拡大を行う企業においては、確かにエージェンシー問題の観点からした場合最も不利なフォームを有していると言えることができるかもしれない。しかし、このようなフォームにおいても現実的には企業のハイアラーキーの存在によって、あるレベルの決定をそれよりも上位のレベルが統制する機構が備えられており、ある単独のレベルもしくはエージェントにすべての決定権限が集中しないようになっているし、また横のレベル間でも相互的にモニタリングが行われていることから、エージェンシー問題コントロールのメカニズムが存在しないわけではない。たとえそのようなエージェンシー問題コントロールのメカニズムが不十分なものであるとしても、このフォームが多く企業で採られているということは、このフォームを採用することによって得られる意思決定上や残余請求権の拡大上の利益が、そのような不十分なエージェンシー問題のコントロールを採用した場合に被る機会費用を償って余りあるからであろう。

このような Fama-Jensen の議論で明らかになったことは、すなわちあるフォームの優位性、もしくは存在可能性は単にエージェン

シー問題、もしくはエージェンシー、コストの点からのみ決められるのではなく上述したような意思決定における専門性や限定的な残余請求権に伴って発生する機会費用などに対する考慮を含めより広い観点から分析が行われねばならないということである。

(3) コントロール・メカニズムとしての配当政策

一般的な定義によれば、配当政策とは、企業が税引後利益のうちのどれだけの金額を、いつ、どのような形態で、株主に対して配当として支払い、どれだけを内部留保として投資資金に振り向けるかということを決める、企業の財務政策の一部門である、とされている。通常の配当政策の研究においては、いわゆる最適な配当政策が存在するか、あるいは更に、最適な配当政策が存在するとすれば、それはどのようなものであるのか、すなわち最適な配当政策を規定する要因は何であるか、というテーマを追求することになってゆくの

が普通である。本論文において配当政策を取り上げることは、ある意味で最適配当政策に関する議論にも、少し足を踏み入れた議論になるかとも思われる。すなわち、普通、最適配当政策というのは、基本的には前述のごとく税引き後利益の配当と利益留保への企業（財務）目的に対する最適な配分に関する政策の決定を意味するのではあるが、その場合の、企業の財務的な目的が何であるかという点については、周知のとおり数多くの論争が存在するからである。アメリカの財務論においては、多くの場合、配当政策決定者は、株主の富、すなわち株価あるいは企業価値を極大化するものとして議論をすすめている。したがってこの場合、最適な配当政策とは、一足飛びに、株価または企業価値を極大化しようとする配当政策を意味することとなるのである。ところが、最近のいわゆる所有と経営の分離、あるいは経

営者支配という観点からは、たとえば企業成長（率）極大化説も有力な仮説のひとつとなってきたのである。このような議論の進展は、配当の決定は事実上株主総会ではなく、経営者が経営政策の一環として決定しているという実状にかんがみ、いわば現実に即した、最適配当政策論の見直しともいえる方向といえるであろう。本論文において配当政策を取り上げる理由は、実にこの後者のインプリケーションに注目したからに他ならない。

ところで、配当政策においてその決定要因として挙げられているものは細かく列挙すればきりが無いが、一応代表的と思われるものをあげるならば以下になるであろう。

- ① 過去数年間にわたる収益の記録
- ② 営業損失を発生させてしまう時期の頻度
- ③ 景気変動の各時期における収益の変動
- ④ 考慮中の配当政策から見た営業概観
- ⑤ 企業の債務状況に対する当該配当政策の影響
- ⑥ 拡張計画と固定資本必要額
- ⑦ 運転資本必要額
- ⑧ 所有証券資本の構成
- ⑨ 株式所有の性格
- ⑩ 取締役会の態度
- ⑪ 支払配当および留保利益への課税状況

さて、わが国においては周知の通り配当の決定は多くの場合「配当率」の決定を意味している。しかも前述の列挙された諸要因とはうらはらに、わが国の企業における配当率の決定がはたして合理的に行われているかという点について検討してみると、そこにはかなりの問題がある。株主の利益を守るためとか、株価を維持するためであるとか、あるいは増資をしやすい体制にもっていくためとか、配当率決定に際して、わが国の経営者の多くが考慮する重大な関心事は、実はできるだけ従来配当率を維持するとか、同業種、同規模のいわゆる競争会社と配当率を同調させるなどの考え方が支配的である。そしてこれは、

実はアメリカにおいてもある程度観察される現象でもある。すなわち Lintner (1956) によると、インタビューによる 196 の例について調査した結果、利益を配当する際には、どれだけの「金額」にするかということよりも、配当の支払いの額の「変化」をどのようにするか、ということを経営者はより深く考慮するという。アメリカの場合はわが国と違って配当率ではなく配当性向を問題にすることは広く知られているが、更に、実地調査によれば、意思決定プロセスにおける従属変数は「現在の配当性向の変化」であり、新しく設定される配当性向それ自体の大きさではない。ほとんどの株主が、穏当な安定した配当性向を好み、また、そのような安定性やゆるやかな成長を市場が高く評価すると、多くの経営者が信じており、彼らは、1年程度で逆戻りしてしまうような変更を行うことは避けようとする。そして、このような一種の保守主義により、経営者が行う配当に関する意思決定の動きのパターンが、いわば合理的な安定性を持って進展することになる。Lintner らがインタビューした経営者たちは皆、一般に、もし反対方向の強い理由がないかぎり、自分達の信用上の責任・公正さの基準の要件は、利益のいかなる実質的な増加の一部分でも、配当として分配することであると信じている。思慮深く、先見の明のある経営者は、財務政策のすべての面で常に最善を尽くして、前もって計画を行い、当該企業の前期の実績から現実の利益により株主が予想するよりも実質的に少ない金額へと配当をカットせねばならなくなるという悪い状態に陥らないようにするであろう。

特に Lintner らは、当期利益のレベルは、配当金額が変更されるべきかどうかを経営者が考えるときにはほとんど常に出発点となることを発見した。利益はいつも第一の要因として挙げられ、他のいろいろな考慮に議論がわたるときでさえも、一般的に配当性向を変え

るかどうかという意思決定を支配する。また、当期利益と現行配当性向との関係は、すべての場合、最重要要因で、決定される配当額の変化量を決定するとされている。

配当政策に関するこのような分析は、いわゆるMMの配当無関連説以来の、「配当政策は現在の企業の市場価値（あるいは株価）に対して何ら明確な効果を与えない、すなわちどのような配当政策をとろうと、その差異は経済的意味を持たない」という説に対するひとつの説明を与えてくれるものといえるであろう。それは、Lintnerらの分析は、最近注目されている「配当の情報効果」にあたる、いわば先駆的研究に他ならないからである。

経営者と株主との間に、情報的非対称(Informational Asymmetry)が存在する場合、すなわち、企業の将来の予想収益等についての情報に関して、一般の株主よりも経営者の方が優位な条件にある時、株主は経営者が採用する財務政策(特にその変更)をよりどころとして将来の予想収益を形成したり、修正したりすることがある。そして配当政策が、実にこの効果をもつと考えられるのである。すなわち配当を増やすことは、経営者が将来収益に関して、より多額の配当額を支払いうる収益をあげられるという自信の表明であると考えられ、一方、配当を減らすことは、将来収益に関して現在の配当額を支払い続けるには不十分である、という警戒の表明である、という解釈が可能なのである。言い替えれば、配当政策自体が一種のシグナリングの効果を持つと考えることができるということである。これは「シグナリング仮説」とも呼ばれることがある。

さて、このような配当政策が企業におけるエージェンシー問題とどのようにかわるかという点に我々の興味があるわけである。今、経営者は事業活動を進めるにあたって、企業内の他の成員に対する完全なエージェントではなく、可能な場合には自らの利益を追求す

るものであると考えてみよう。そしてこれは現代の、いわゆる「所有と経営の分離」の進んだ状態においては、ごく普通の状況であることは万人の認めるところであろう。ここで、経営者自身は企業の収入の流列に対する残余請求権者ではないことから、彼らの利益と、企業内の他の成員のそれとは、相当の違いがあると考えられることは、すでに述べた。エージェンシー問題のコントロールのためのコスト(コントロールに要するコストと、残余エージェンシーコスト、ともに含む)が、配当を含む何らかの方法で減じられうるかということであるが、配当を継続的に支払い続けること、そしてそれが市場における投資家の期待の中におこまれ続けることにより、企業は、自らの活動を遂行するために常に新規資金を調達せざるをえなくなる。そのような配当政策のおかげで、経営者は自らモニタリングを受けることになる。すなわち、配当を支払い続けるという行為が、企業(そして実質的には経営者)をして資本市場へと出向かしめ、そこで経営者にたいするモニタリングがより低いコストで可能となること、またそのようにして資本市場で新規資金を調達し続けていくために、企業内のあらゆる成員の利益のバランスを考慮しつつ、企業(すなわち経営者)がおかすリスクのレベルを常に調節して活動していくこととなっていくのである。

このような、配当支払いにおける利害関係の調整という問題までを含む複雑な議論を更に煮詰めてゆくと、結局この問題の解決の鍵は、現代における株式会社の本質的性格の解明にあるということがわかってくる。しかしこの、現代企業における所有・支配構造という問題を解明することは、現在の筆者らにとっては荷が重く、また、本論文がめざす第一の目標ではないので、機会があればいずれ稿を改めて検討することとしたい。

〔4〕 実証分析の試み

すでに述べた通り、エージェンシー問題のフレームワークによる企業の経営政策の分析は従来から存在していた問題に対して既に成されていた接近方法を、エージェンシー関係という一種のフィルターを通して再構成したという意味を強く持っている。

しかしながら、このアプローチによる分析は実証研究がなされにくいという大きな問題をかかえている。これは、ひとつにはその分析フレームワークの全体を貫く概念となっているところの「エージェンシー・コスト」が、多分に機会費用的な性格を有するもので、現実としてはそれを具体的な形態として算定するのが困難であるということが大きな原因として挙げられるであろう。これは倒産コストを単独にとりあげる場合との大きな違いである。

もうひとつの理由として挙げられるのは、企業内のエージェンシー関係をモデル化して記述するのは良いとしても、経済現象とは異なりそれらを構成する諸変数のすべてが、実証研究を行う際にはいわゆる代理変数にならざるをえないということであろう。この意味で、エージェンシー関係をとりあげた実証研究が首尾良く行われうるかの鍵は、そのような代理変数がいかに適切に合成されるかにかかっていると考えることができる。

(1) アメリカにおける実証研究の試み

さて、企業内におけるエージェンシー関係に注目し、それを現実の財務政策の説明に適用した数少ない実例として、Rozeff [1982] を挙げるができる。Rozeff の問題意識を要約すると、次のようになる。

アメリカの企業の配当性向をアグリゲート・レベルで観察すると、とりわけ横断的に見た場合に差異の存在が顕著であり、それら

の差異は外部資本の調達に伴う発行コストと、当該企業が配当性向を上げたときのエージェンシー・コストの減少というベネフィットの間のトレード・オフの存在という考え方で、説明されはしまいか、というものである。

この場合、経営者としては外部資本調達に伴って発生する取引コストはできうるかぎり減らしたいものであるはずである。しかるに第1節でも述べた通り、新規の資金調達をたとえば外部資金たる株式により行うならば、当然エージェンシー・コストが発生する。そしてその際に資金供給者となる“アウトサイダー”は、経営者とその地位に伴う特権を利用したり、あるいは職務怠慢などの原因により“アウトサイダー”の支出という犠牲のもとに自己の富を増加させる、という可能性が潜在的に存在するということから、それに備えて事前的にその分の負担を株価に折込ませることになるであろう。経営者自身は、そのような事前的な負担を減らすことを欲し、もしモニタリング・コストやボンディング・コストがそれらの事前的な負担よりも少ないものであれば、むしろそれらのコストを被ったほうが自らにとってはプラスであると考えるところになると思われる。

このような状況においては、富を極大化する企業ではエージェンシー・コストを最小化しようような、最適なモニタリングおよびボンディングの政策が採用されることになるであろう。確かに配当の支払いというものはここでの経営者のパフォーマンスをモニタリングしたりボンディングするひとつの手段として役立つものであると考えられる。支払い配当が多いということは、高いコストを伴う外部資本調達が多いということも意味するものではあるが、企業が資本市場で活動すること自体が、同時に企業の種々の状態が資本市場で公の目にさらされることを意味している。たとえば銀行は、企業の融資価値を慎重に検討するという形でモニタリング相当の活動を

代行することになり、またSECは新株発行に際し、目論見書や有価証券届出書等の、種々の「モニタリング」にあたる情報の公表を要求することになる。

すなわち、企業外部の種々の資本提供者は株主にかわって経営者に対するモニタリングを行う助けとなるのである。これらは情報としては会計監査とほとんど同じものを提供するにすぎないとしても、経営者と“アウトサイダー”が相対してモニターを行う、という意味で効果は大きいものがあると思われるのである。

以上のような仮説のもとに Rozeff は、次のような実証研究を試みた。

すなわち配当性向はどのような要因によって影響をうけているか。配当の支払いとエージェンシー問題、配当のもつ意味を調べるべく、配当性向を被説明変数とし、エージェンシー関係の代理変数を含む5つの説明変数を用いて重回帰分析を行った。サンプルは64産業にわたる1000社で、1974年から1980年の7年間における平均配当性向を計算し被説明変数としている。説明変数は以下の通りである。

(1) GROW 1

1974年から1979年までの売上高成長率

(2) GROW 2

VALUE LINE社による1979年から1984年までの予想売上高成長率

(3) INS

インサイダーが所有する株の比率(%)

(4) STOCK

株主の数

(5) BETA

企業の危険度

これら諸変数のうち(3)と(4)がエージェンシー関係の代理変数であるが、ここでは(1)から順を追って検討する。まず(1)と(2)は、企業の成長性を表す変数で、高成長を遂げている企業は配当支払いを減らすことにより外部資金利用の必要性を少なくすることもできるは

ずだという考え方に基づくものである。いいかえればこれらの成長率は、経営者がいわゆる外部資金を導入することによるコスト発生効果を測定するために取り入れられているものである。

これに続く(3)と(4)は前述のとおり、企業内におけるエージェンシー関係を記述せんとする代理変数である。まず、企業内のインサイダーが所有する株式の比率を表すINSであるが、これは、アウトサイダーの比率が低ければ、企業としては「エージェンシー・コストを減らすべく配当を支払う」という必要性は少くなるであろう、という予想に基づくものである。インサイダーは、ここでは、経営者を含む「企業それ自体」の概念へと通じるもので、エージェンシー関係の見地からいえば、正しく「エージェント」にあたるものであるといえるだろう。

次のSTOCKは株主の数であるが、これは、アウトサイダーが保有する株式の所有分布が散らばっている(diffuse)ならば、エージェンシー・コストは増加するだろうという推論に基づくもので、前述のINSと同様に、やはり企業内におけるプリンシパルとエージェントの相対的な関係の度合を表す変数となっている。INSにしてもSTOCKにしても実は株式の所有構造を表そうと試みたものであり、大いに注目されるべき企てと言わねばならない。

最後のBETAは、よりリスクな企業は、配当性向は低いだろうという推測に基づいて導入された変数である。ここにおけるリスクとはいわゆるビジネス・リスクに対応したものであると考えるべきであろうし、また、概念的には変数の(1)、(2)にもある意味で対応するものとも言えるだろう。すなわち、応々にして、高成長をとげつつある企業は利益の変動性も高くなる傾向があり、自ら、観察されるビジネス・リスクも大きくなりがちであると考えられるものである。ただし、具体的

表 4-1 配当性向の横断面回帰

	CONSTANT	INS	GROW 1	GROW 2	BETA	STOCK	R ²	F-statistic
(1)	47.81 (12.83)	-0.090 (-4.10)	-0.321 (-6.38)	-0.526 (-6.43)	-26.543 (-17.05)	2.584 (7.73)	0.48	185.47
(2)	24.73 (6.27)	-0.068 (-2.75)	-0.474 (-8.44)	-0.758 (-8.28)	—	2.517 (6.63)	0.33	123.23
(3)	70.63 (40.35)	—	-0.402 (-7.58)	-0.603 (-6.94)	-25.409 (-15.35)	—	0.41	231.46
(4)	39.56 (10.02)	-0.116 (-4.92)	—	—	-33.506 (-21.28)	3.151 (8.82)	0.39	218.10
(5)	1.03 (0.24)	-0.102 (-3.60)	—	—	—	3.429 (7.97)	0.12	69.33

〔注〕 カッコ内はT値。R²は自由度修正済。

にはこの BETA は、普通株の投資収益率から計算されるいわゆる株式ベータであることは、注意しておかなくてはならないであろう。すなわち、株式ベータが完全にビジネス・リスクの代理変数であるためには、企業の将来収益に関する収益期待の形成される場であるところの株式市場が、完全に効率的でなくてはならないからである。ただしここでは、この問題はふれられてはいない。

さて、以上のような定義および意味づけのもとで、各変数の予想される係数符号は次のとおりである。

GROW 1 および GROW 2 —
 INS —
 STOCK +
 BETA —

その結果は表 4-1 のとおりである。

ここでは5つの説明変数を、それぞれの説明力（具体的にはT値と自由度修正済決定係数）を勘案しながら出し入れするという、いわゆるステップワイズ回帰分析を行っている。全変数を説明変数として利用した場合の式は次のようになる。

$$PR = 47.81 - 0.090 \cdot INS - 0.321 \cdot GROW 1 - 0.526 \cdot GROW 2 - 26.543 \cdot BETA + 2.584 \cdot STOCK$$

(-4.10)
(-6.38)
(-6.43)
(-17.05)
(7.73)

$$R^2 = 0.48 \quad F \text{ 比 } 185.47$$

このモデル（全変数を利用しているという意味で、「フル・モデル」と呼ぶことにしよう）ではPR（配当性向）の全変動のうち約半分を説明していることになる。ただし、表 4-1 における(3)式、すなわち成長性関係の変数と危険度を表す変数だけでPRの変動の約4割をすでに説明してしまっていることには注意しておかなくてはならないであろう。

いずれにしても、表 4-1 を見るかぎり、各説明変数の係数符号はすべて理論的な予測のとおりになっていることがわかる。しかも各々のT値がかなり大きな値になっていることは大いに注目すべきことであると思われる。この式を用いて、INS や STOCK と配当性向の直接的な対応関係を検討すれば興味深い結果が得られるかと思われるのだが、Rozeff の研究はそこまではふみこんではない。

(2) 日本におけるパイロット・テスト

最後に、前項でとりあげた Rozeff の実証研究にならい、日本の企業について行った若干の実証パイロット・テストについて紹介することにしよう。データの取り扱い、および関係の検討方法については、一応前述の Ro-

zeff の研究に準じることとした。細かな点については、より一層の検討と改変を要するところもかなり多いのだが、それらに関しては、次回より大規模な研究を行う際にくふうをこらすこととして、今回は「今後の課題」のところでコメントとしてとりあげることにしてある。

まず、本論文のパイロット・テストにおいては、各変数を以下のように定義し、値を算出した^{注3)}。

(1) GROW 1

1976年～1983年の売上高成長率。幾何平均を算出することにより、年平均値に直してある。

(2) GROW 2

日本経済新聞社の調査による1987年の売上高予測値を用い、1983年の売上高実績値に対して算出した「予想売上高成長率」。これも GROW 1 と同様に、幾何平均によって年平均成長率にしてある。

(3) INS

特定株比率。すなわち少数特定者持株比率を示し、発行済株式に占める流通性の期待できない固定的な株式の割合を意味する。固定的株式とは、大株主10名および特別利害関係者(役員)から明らかに固定的でない認められる株式を除いたものを指す。

(4) STOCK

単位株株主数。

(5) BETA

当該企業が発行する普通株の投資収益率から算出した株式ベータ。データは1976年～1983年の年次データである。各変数の意味づけは Rozeff の実証研究と同じであり、被説明変数は1976年～1983年の平均配当性向である。

さて、今回のパイロット・テストで実証研究の対象となった企業は以下の41社である。

麒麟麦酒、サッポロビール、朝日麦酒、雪印乳業、味の素、日清紡績、日本毛織、東

レ、帝人、十條製紙、本州製紙、大日本印刷、呉羽化学工業、ダイセル化学工業、日本化薬、大日本インキ化学工業、花王石鹼、武田薬品工業、藤沢薬品工業、東洋インキ製造、資生堂、小西六写真工業、ブリジストン、旭硝子、日本硝子、新日本製鉄、神戸製鋼所、日本製鋼所、東洋鋼板、日本鋳業、小松製作所、荏原製作所、日本精工、日立製作所、日本電気、東京電気化学、トヨタ自動車、本田技研工業、アイシン精機、三菱重工業、キャノン

各社ごとに、前記6変数について計算を行い、一覧表の形にしたものが表4-2である。なお、最初のサンプル数は56社で、上場企業の中から製造業全般をとりあげ、各産業にわたってまんべんなく、できるだけ偏りのないように企業をピックアップしたのであるが、各変数を計算するための原データの作成段階で、とくに少数特定者持株比率と、売上高成長率を計算するためのデータが入手しえない企業が現われ、それらを対象企業からはずしていくうちに、現在の企業数となった。41社という半端な企業数になったのはこのような理由による。なお、各変数の基本統計量、相関係数表はそれぞれ表4-3、表4-4のとおりである。まず表4-3の基本統計量を見ると、6つの変数のすべてが右にスノをひいた分布になっていることがわかる。とくに単位株株主数の分布は、歪みが大きいようである。表4-4の相関係数行列は、Yとの単相関に注目すると、INS、GROW 1、GROW 2そして BETA の係数がマイナスとなっていて、我々の感覚と一致していることがわかる。

表 4-2 データリスト

(サンプルノカズ41 ヘンスウノカズ6)

	1	2	3	4	5	6
1	18.000	97502.000	7.512	5.289	0.379	30.325
2	26.000	33680.000	9.500	4.437	0.217	42.075
3	43.000	19561.000	5.143	5.708	-0.017	69.550
4	41.000	17912.000	4.814	2.600	0.259	66.738
5	44.000	24549.000	4.047	4.797	0.319	42.488
6	36.000	13463.000	8.014	11.678	0.123	23.613
7	30.000	8571.000	1.806	4.880	-0.065	84.038
8	26.000	167596.000	4.863	3.402	0.110	119.613
9	24.000	71767.000	2.484	1.711	0.171	142.863
10	31.000	23892.000	4.547	4.037	0.148	70.788
11	34.000	13818.000	7.126	2.437	0.083	190.988
12	34.000	24260.000	9.849	13.237	0.341	25.075
13	46.000	10855.000	8.310	2.024	0.081	34.925
14	38.000	13620.000	6.451	6.750	0.106	43.300
15	32.000	15641.000	6.219	-1.242	0.052	42.438
16	45.000	21573.000	7.240	5.148	0.190	60.838
17	32.000	16781.000	9.406	-0.329	0.166	28.375
18	35.000	48052.000	5.843	-7.061	0.085	32.688
19	38.000	9018.000	9.130	9.360	-0.055	12.750
20	46.000	11336.000	7.607	2.781	0.100	32.800
21	38.000	14540.000	4.218	9.733	0.164	18.475
22	19.000	28664.000	11.924	8.100	0.048	21.463
23	41.000	23882.000	5.797	10.856	0.579	29.238
24	43.000	46028.000	8.014	9.881	0.269	40.475
25	42.000	17524.000	5.718	4.419	0.182	44.113
26	20.000	375523.000	0.746	1.528	0.238	203.338
27	31.000	96265.000	4.254	3.841	0.017	37.838
28	31.000	57310.000	8.765	1.213	-0.021	129.763
29	71.000	12102.000	5.758	5.702	0.136	42.625
30	35.000	7818.000	6.308	5.853	0.174	21.950
31	32.000	40149.000	8.626	-1.348	-0.066	28.913
32	36.000	18948.000	6.309	1.137	0.045	43.713
33	39.000	14603.000	6.530	18.821	0.173	58.775
34	18.000	195281.000	9.356	9.581	0.110	35.263
35	33.000	23247.000	14.740	21.362	0.165	40.788
36	40.000	4741.000	17.865	13.589	0.081	14.263
37	36.000	71064.000	11.861	13.474	0.198	15.725
38	28.000	45098.000	13.535	11.621	0.192	29.513
39	52.000	11706.000	9.624	6.517	0.046	20.500
40	24.000	162640.000	5.773	-2.875	0.213	76.500
41	31.000	27356.000	17.643	24.510	0.114	23.838

表 4-3 各変数の基本統計量

VARIABLE INS		
MEAN	=35.09756	STD ERR =1.554225
VARIANCE	=99.04024	KURTOSIS =3.097013
RANGE	=53.00000	MINIMUM =18.00000
SUM	=1439.000	MAXIMUM =71.00000
VALID CASES=41		MISSING CASES=0
VARIABLE STOCK		
MEAN	=47754.54	STD ERR =10769.57
VARIANCE	=.4755325E 10	KURTOSIS =12.74074
RANGE	=370782.0	MINIMUM =4741.000
SUM	=1957936.	MAXIMUM =375523.0
VALID CASES=41		MISSING CASES=0
VARIABLE GROW 1		
MEAN	=7.640854	SDT ERR =.5797384
VARIANCE	=13.77996	KURTOSIS =1.396974
RANGE	=17.11900	MINIMUM =.7460000
SUM	=313.2749	MAXJMUM =17.86501
VALID CASES=41		MISSING CASES=0
VARIABLE GROW 2		
MEAN	=6.320951	STD ERR =.9895585
VARIANCE	=40.14825	KURTOSIS =1.206503
RANGE	=31.57098	MINIMUM =-7.061000
SUM	=259.1589	MAXIMUM =24.50999
VALID CASES=41		MISSING CASES=0
VARIABLE BETA		
MEAN	=.1426829	SDT ERR =.1960212E-01
VARIANCE	=.1575397E-01	KURTOSIS =2.585611
RANGE	=.6450000	MINIMUM =-.6599998E-01
SUM	=5.850000	MAXIMUM =.5790000
VALID CASES=41		MISSING CASES=0
VARIABLE PR		
MEAN	=53.00822	STD ERR =6.948014
VARIANCE	=1979.271	KURTOSIS =4.249321
RANGE	=190.5880	MINIMUM =12.75000
SUM	=2173.337	MAXIMUM =203.3380
VALID CASES=41		MISSING CASES=0

表 4-4 各変数間の相関係数表

R MATRIX						
	X(1)	X(2)	X(3)	X(4)	X(5)	Y
X(1)	1.0000	-0.5326	-0.0260	0.0669	-0.0159	-0.2747
X(2)	-0.5326	1.0000	-0.2828	-0.1938	0.1444	0.5282
X(3)	-0.0260	-0.2828	1.0000	0.6044	-0.0743	-0.4796
X(4)	0.0669	-0.1938	0.6044	1.0000	0.2038	-0.3351
X(5)	-0.0159	0.1444	-0.0742	0.2038	1.0000	-0.0535
Y	-0.2747	0.5282	-0.4796	-0.3351	-0.0535	1.0000

〔注〕 ここでは、 X1:INS X2:STOCK X3:GROW1 X4:GROW2 X5:BETA Y:PR
となっている。

表 4-5 配当性向に関する横断面回帰分析の結果

定数項	X1	X2	X3	X4	X5	\bar{R}^2
(1) 93.9412	-0.3248 (-0.4641)	-4.5954 (-2.2069)	0.0625 (0.0521)	-50.7685 (-1.0432)	0.0003 (2.4618)	0.3390
(2) 93.6045	-0.3216 (-0.4678)	-4.5289 (-2.7905)	—	-49.9699 (-1.0972)	0.0003 (2.4962)	0.3573
(3) 79.9518	—	-4.3652 (-2.7840)	—	-51.3924 (-1.1430)	0.0003 (3.3835)	0.3709
(4) 72.7350	—	-4.3022 (-2.7345)	—	—	0.0003 (3.2502)	0.3658

(カッコ内は各変数のT値)

日本の企業41社についての、配当性向に関する横断面回帰分析の結果は表4-5のとおりである。回帰分析の手続きは Rozeff の場合と同様で、各変数の説明力を判断基準として、ステップワイズ回帰を行った。表4-5に掲載されている4つの式のうちで最も説明力の高い式は(3)式で、次のような形になっている。

$$Y = 79.9518 - 4.3652 \cdot X2 - 51.3924 \cdot X4 + 0.0003 \cdot X5$$

(-2.7840) (-1.1430)
(3.3835)

$$\bar{R}^2 = 0.3709$$

各変数の対応関係は以下のとおりである。

Y: 平均配当性向

X1: 少数特定者持株比率

X2: GROW1 X3: GROW2

X4: BETA X5: 単位株株主数

すなわち(3)式では企業の平均配当性向は、平

均売上高成長率、企業のリスク(株式ベータ),そして単位株株主数の3つの変数によって最も良く説明されることがわかる。しかも各変数の係数符号は、理論的予測によるものとすべて一致している。

ただし、このパイロット・テストでめざした、エージェンシー関係を表す代理変数と、平均配当性向との関係を調べるための計測という意味ではいまひとつははっきりとしないところがある。すなわち、(2)式においてはX1の係数が、符号は予想どおりではあるものの、T値が十分な値を示してはいないのである。このケースでは、有意水準5%とした場合のT分布の基準値は1.69であるから、X1はまちがいがなく帰無仮説が棄却されないことがわかる。この点については、今後より深く検討すべき大きな課題であるといえる。ちなみに、

全変数を取り入れたいいわゆる「フル・モデル」では、次のような形になっている ((1)式)。

$$Y = 93.9412 - 0.3248 \cdot X1 - 4.5954 \cdot X2 \\ (-0.4641) \quad (-2.2069) \\ + 0.0625 \cdot X3 - 50.7685 \cdot X4 \\ (0.0521) \quad (-1.0432) \\ + 0.0003 \cdot X5 \\ (2.4618) \\ \bar{R}^2 = 0.3390$$

X3 の係数が予想とは逆になっているが、これは原データの予想売上高の値そのものに内在する問題と考えることができる。

ここでは、経済学的な意味づけを行う対象とするのは(2)~(4)式までとするのが無難であると思われる。

[5] 今後の課題

エージェンシー問題が企業の経営政策とどのように対応しているのか、あるいは更に、今後どのように対応してゆくのかという問題は、その解明のためには様々な切り口が考えられる。しかし、モデルによる分析のみならず、問題全体を構成する各コンポーネント間の関係を、できうるかぎりのシンプリフィケーションのもとに、目に見える形にすることは、経営学としてこの研究を進めてゆくうえで不可欠な姿勢であると考えられる。

本論文においては、第3節までで、エージェンシー問題と経営政策にかかわる必要不可欠なサーベイを行い、第4節で試論的計測を行った。今後の課題は、この第4節に関して数多く存在する。まず、配当政策との関連から企業におけるエージェンシー関係をとりあげて計測を行おうとする場合、日本企業に特有の配当政策の特徴をいかにしてとり入れ、その影響を明示するか、という問題がある。たとえば、はたして被説明変数は配当性向でよいかという点は疑問の余地なしとしない。津村教授の著書(津村(1981))に詳しいとお

り、わが国の企業の配当政策の特徴として、配当率の重視、そしていわゆる「横並び現象」があまねく存在することがあげられる。すなわち、まず、企業の配当政策における意思決定変数がはたして「配当性向」であるかどうかという問題、そして、その問題を解くべく、かりに配当率を企業の配当政策における意思決定変数であるとして、計測に際して被説明変数としてとりあげた場合に、配当率の横並び現象をいかに考慮し、とり入れるかという難問がまちかまえている。これに対するひとつの解決策として、「産業ダミー変数」の利用という方法も考えられなくはないが、しかし、企業の事業活動の多角化現象が極度に進展した現代においては、産業分類自体がかなりむずかしい処理となることが予想される。なお、今回のパイロット・テストにおいても、試みに説明変数のひとつとして産業ダミー変数を独自にくふうして利用してみたが、説明力には見るべきものは発見できなかった。これがダミー変数値の設定の不適切さによるものなのか、あるいは被説明変数の不適切さ自体に起因するものなのかは定かではない。

さて、次に対処されなくてはならない課題として、当然エージェンシー関係の代理変数の定義の問題がある。本論文のパイロット・テストで用いられた変数においては、基本的なアイデアとして企業の株式の所有構造を数量化しようという試みをあげることができる。すなわち、企業の株式所有構造における、インサイダーとアウトサイダーの相対的な関係を、たとえば特定株主の比率をもって代替し、表そうというものであった。これは、見方を変えれば、株式所有の集中度をもって企業内のエージェンシー関係の強弱の尺度としようという発想なのであり、その意味では、むしろダイレクトに、ジニの集中指数やパレート定数などの、所得分布の不均等(集中度)を表す尺度を、株式所有の集中度を表す尺度として利用する方が望ましいのかもしれない。

これは、このパイロット・テストを踏み台にして、今後より大規模な研究を行う際には、ぜひとも生かされるべき事項である。

最後に、エージェンシー問題という用語についてもう一度考えてみると、すでに述べたとおり、それは従来から存在し、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いうことを常に意識する必要があるといわなくてはならない。とくに、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、次へのステップのためのスタートとして欠くことのできないものであると、筆者らは考えている。

注 記

- 注1) 一般に組織内部からの情報収集コストは外部からのそれと比較して低いことが期待できるが、従って、日本のように内部経営者労働市場が発達しているところでは、相対的にかなり Fama の言うモニタリングが行われていると考えることができるかもしれない。
- 注2) このような統合化を経営政策論の立場から行ったものとして、Mintzberg (1983) をあげることができるであろう。
- 注3) 本論文における実証研究では、データ加工の段階で、学習院大学経済学部の鹿嶋康司君の助力を得た。記して感謝したい。

参 考 文 献

- 1) Alchian, A. A., and Demsetz, H., Production, Information Costs, and Economic Organization, *American Economic Review* 62, No. 5 December 1972, pp. 777-795
- 2) Easterbrook, F. H., Two Agency-Cost Explanations of Dividends, *American Economic Review* 74 No. 4, September 1984, pp. 650-659
- 3) Fama, E. F., Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, 88, No. 2, April 1980, pp. 287-307
- 4) Fama, E. F., and Jensen, M. C., Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics* 26, June 1983a, pp. 301-325
- 5) Fama, E. F., and Jensen, M. C., Agency Problems and Residual Claims, *Journal of Law and Economics* 26, June 1983b, pp. 327-349
- 6) Jensen, M. C., and Meckling, W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics* 3, No. 4, October 1976, pp. 305-360
- 7) Lintner, J., Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes, *American Economic Review* 46 No. 3, May 1956, pp. 97-113
- 8) Mintzberg, H., *Power in and around Organization*, Prentice-Hall, 1983
- 9) Rozeff, M. S., Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios, *Journal of Financial Research*, Fall 1982, 5, pp. 249-259
- 10) Titman, S., The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision, *Journal of Financial Economics* 13, No. 2, March 1984, pp. 137-151
- 11) 花枝英樹, エージェンシー費用と企業の資本構成, 関東学院大学経済学部ワーキング・ペーパー No. 2, 1984. 9
- 12) 細井 卓, 配当政策, 森山書店, 1958
- 13) 津村英文, 配当——その光と影——, 税務経理協会, 1981
- 14) 津村英文, 証券市場論, 税務経理協会, 1979