

# ドイツにおける「エージェンシー・コスト論争」の展開とその意義\*

小山 明 宏

## 目 次

1. エージェンシー・コストに関する従来の議論
2. エージェンシー・コストに対する否定的な見解
3. 現代におけるエージェンシー・コスト概念とその有用性
  - ①コストの計測可能性・観察可能性の問題
  - ②エージェンシー・コスト概念の「説明力」の問題
  - ③エージェンシー・コスト概念により説明されるもの
4. エージェンシー・コスト概念適用の試み
  - ①エージェンシー・コスト概念を利用した実証研究
  - ②日本における試み
5. 今後の発展の方向について

註

参考文献

## 1. エージェンシー・コストに関する従来の議論

ジェンセン&メックリングによる1976年の

パイオニア的論文以来<sup>①</sup>、経営財務論を中心とした広く経営学分野で、エージェンシー理論がとりあげられ続けている。それから15年の歳月が流れた現在、このエージェンシー理論、あるいはそのフレームワークによる分析は、かなり定着して来ているように見えるものである。ただしその間に、はたしてこの理論がどの程度、真に理解されて来たのか、という点については、かなりの議論の余地があるように思われる。1980年代半ば過ぎに、エージェンシー・コストの意味、あるいはその概念・意義をめぐるなされた論争は、筆者の目には、そのような混乱の代表的なものに映り、またそれだけ、未だに解決されていない問題もまだまだ多いことを認識させるものでもあると言えよう。本論では、エージェンシー・コスト概念をめぐる起きた、この議論を「エージェンシー・コスト論争」と呼び、そこでの各主張を再検討することによって、エージェンシー・コスト概念が、現代企業の経営学的分析にどのように貢献しうるのかを考えてみたい。

昨今は欧米、特に英語圏の諸国ではエージェンシー理論に言及している論文や文献は数多く見られ、そしてそれらにおけるエージェンシー理論やエージェンシー・コストに関する定義や考察にはほぼ共通したものが見られる。その最大公約数的なものを要約すると次のようになるであろう<sup>②</sup>。

まず、エージェンシー理論に関する議論は周知の通り、次のように2つに大きく分けら

れる<sup>3)</sup>。1つめは「プリンシパル・エージェント関係論」と呼ばれるもので、不確実性を伴った状況における最適なインセンティブ契約の設計に関する諸研究である。そこでは、プリンシパルとエージェントの間の関係のモデル分析が中心となり、そのフォーマルな考察を経て、主としてプリンシパルとエージェントの間の情報構造の検討から、いかに適切なインセンティブ契約が結ばれるかを追求してゆくものとなっている。これに対する2つめは、「ポジティブなエージェンシー理論」と呼ばれるもので、数学的な扱いよりも、「なぜ、あるタイプの組織フォームは、経済活動のある分野で支配的になるのか」という実際的な疑問に取り組むことが、そこでの主たる理論的な目標となっている。この派の代表的研究者であるファム&ジェンセンは、次のような議論を展開している。「様々な組織フォームが、自然界における『種(しゅ)』の生存競争と同様に経済活動の世界で生存をかけて競いあっている。そして、ある特定の活動において存続するような組織フォームは、消費者に製品をコストをカバーしつつ最も安価に提供できるようなフォームである」<sup>4)</sup>。そこでのコストはその中心となる参画者間の契約をモニターし、かつ実行する際に要するコストを含む。これらのコストがエージェンシー・コストと呼ばれるもので、利害の異なる参画者間の一連の契約を作り上げ、モニターして、また保証するためのコストである。そして更に、契約を完全に実行するのに要するコストが、それによる便益を上回ることによって失われてしまう差額の方も、エージェンシー・コストに含まれる。このような部分は、特にエージェンシー・コストのうちの「残余損失(residual loss)」と呼ばれるものに含まれる、とされる。

以上のような解釈の源流は前記ジェンセン&メックリングの論文にあると思われるが、これらは多くの場合さらに次のように要約さ

れることになる<sup>5)</sup>。すなわちエージェンシー・コストは次の3つの部分から成る。

- (1) 動機づけが行われたにもかかわらず、エージェントの努力がなお足りなかったために生産活動が低下したことによる逸失利益(残余損失)
- (2) エージェント自身が必要とする、エージェントの収益のうちの対プリンシパル保証的プレミアム(エージェントによる保証支出)
- (3) モニタリングに関して発生するコスト(プリンシパルによるモニタリング支出)

このうちの(1)の概念が、その正確かつ厳密な定義が行われずに一人歩きしてしまったことから、問題が生じることとなった。

一般に(1)の残余損失は、いわゆる「機会損失」の概念に対応するとされる。しかし、このような機会損失の概念は、何らかの最適な状態との対応において初めて存在するものである。機会損失とは<sup>6)</sup>、不確実性下の意思決定問題において、事後的にみて(不確定変数の実現値が確定した後からみて)決定が最適でなかった時に、最適な場合と比べて少なくなっている利得指標の大きさであり、これは最適な決定をする機会を見逃したことによる損失であると言える。そこで機会損失は決定変数  $x$  と不確定な環境変数  $y$  の関数であるから、それを  $l(x, y)$  と記せば、利得指標  $z = f(x, y)$  との関係は次の式で与えられる。

$$l(x, y) = \max_x f(x, y) - f(x, y)$$

ここでの右辺第1項は、 $y$  の値が決まったときに  $x$  の値をいろいろに動かして得られる最大の利得指標の値を表す。従って、もし実際の決定が事後的に最適であったとすれば、 $l(x, y)$  はゼロとなる。決定理論の分野ではこれを完全情報の価値と対応させることがある。エージェンシー理論における残余損失の場合には、このような環境の不確実性のみならず、エージェントの努力水準にも左右さ

れるため、広い意味でのモラル・ハザードにより発生するコストということで、「モラル・ハザード・コスト」と呼ぶ論者もある<sup>7)</sup>。この機会損失をひとつの費用と考えれば、それを「機会費用」と呼ぶこともできよう。それは、見逃された機会の費用であり、選択された行動案のために犠牲になった行動案からの利益である。したがって機会費用は定義により財務会計記録には現れることはない<sup>8)</sup>。しかし、意思決定者にとっては常に認識される、あるいはされねばならないものである。

いずれにしてもエージェンシー・コストの概念の意味づけに、このように他の分野の用具を借り物として利用することは誤りとは言えないが、その点に対する意識が論者により一定していないところに、議論混乱の根があったといえるであろう。

## 2. エージェンシー・コストに対する否定的な見解

それがアメリカ生まれの概念であるためか、アメリカの研究者は全く疑念を持たずに、いわば「自動的に」その概念を受け入れているが、エージェンシー理論におけるこのようなエージェンシー・コスト概念の意義あるいは有用性に対して異論を唱える研究者が、ドイツには少なからず見られる。1989年5月にドイツ、ノルトライン・ヴェストファーレン州ミュンスター市のミュンスター大学で行われたドイツ経営学会<sup>9)</sup>第51回年次大会のシンポジウムにおける、ディーター・シュナイダー (Dieter Schneider, ルール・ボッフム大学) のコメント、1990年6月にフランクフルト/マイン大学で行われた同学会第52回年次大会におけるエーベルハルト・ヴィッテ (Eberhard Witte, ミュンヘン大学) の発表などは、筆者にはその代表であるように思われた。特にシュナイダーは、自身の大著においてエージェンシー理論に対する批判を広範に行っている<sup>10)</sup>。

シュナイダーによる主張は常に、議論の核心に即座には直接触れることなく、回り道をしつつ、その意味で非常に難解なものである。ここではエージェンシー・コスト概念に対する彼の批判を要約して紹介することにする。

まずシュナイダーは、コストというものは定量的かつ観察可能なものでなくてはならないと説く。そして、そのような定量性、観察可能性の成立が拠って立つコスト概念について、コスト測定に続いて行われる意思決定がどのようなものであるかに依存せぬ、観察可能な価格(尺度)にもとづくものでなくてはならない、としている。この点、エージェンシー・コストはこれらの条件を満たさず、「コスト」ではない単なる「隠喩(metaphor)」である、としている。

次にシュナイダーによると、エージェンシー・コストはエージェンシー問題のキー・コンセプトであり、エージェンシー・コストはエージェンシー問題を説明するために使われる概念であるにもかかわらず、そのような機能には全くたえないものである。シュナイダーの考えでは、エージェンシー・コストの概念は元来エージェンシー問題の説明に伴って現れたものであるが、それにもかかわらずそのような説明を十分に行えるものではない。間違いのない、正確な叙述を中心とした、演繹的かつ法律学的あるいは法文的な説明がなくてはならないし、ある状況において、目標に向かって活動する意思決定主体が合理的に行動するならば、その行動を説明する際には、前提となる「合理性」の仮定、そこでの意思決定状況が論理的に簡潔な叙述をもって、記されることが大切である。この点、エージェンシー・コストが実は非定量的で観察不可能なものであることは、致命的な欠陥であるという。諸代替案の評価の尺度としてエージェンシー・コストの総額を正確につかむことによって、初めてプリンシパルは最適なエージェントをみつけられ、およびエージェン

シー関係の最適な契約設定がなされ、そのような場合にのみ、エージェンシー・コスト・アプローチは現実の問題を解くことができ、とシュナイダーは考える。人々がエージェンシー・コストの総額を基準として、制度の選択を行う、という意味において、制度というものはエージェンシー・コストの結果であるといえる、としている。

### 3. 現代におけるエージェンシー・コスト概念とその有用性

このようなシュナイダーの批判に対し、ラインハルト・H・シュミット (Reinhard H. Schmidt, フランクフルト/マイン大学) は論理の明確化を行い、また、その意味でエージェンシー・コスト概念の意義についての偏りのない評価を試みている<sup>(11)</sup>。彼によると、シュナイダーによる批判の論点は、大きく分けると次の3つに要約される。

- 1) 「コスト」の計測可能性・観察可能性の問題
- 2) エージェンシー・コスト概念の「説明力」の問題
- 3) エージェンシー・コスト概念により説明されるもの

以下では、この順序に従って検討してゆくこととする。

#### ① 「コスト」の計測可能性・観察可能性の問題

シュナイダーの主張によるとエージェンシー・コストは実体のない単なる「隠喩 (metaphor)」であり、その「計測不可能性」および「観察不可能性」のゆえに、「コスト」と名付けることさえ不適切であるとされる。シュミットは、コスト概念に関するシュナイダーの説については、誤りではないと認めている。シュナイダーの説は、理論的に十分裏づけがあり、かつコスト測定の対象が何であるかには影響を受けずにしかも実証的にも適

用可能であって、概念的には全く申し分ないものである、とする。

しかしながら、シュミットの言うとおり、このようなシュナイダーの叙述はエージェンシー・コスト・アプローチの評価とは関係があるだろうか、そして、そもそも観察可能性と測定可能性はシュナイダーの言う通り、同義だろうか。また、測定可能でなければ「存在しないもの」で、それは捨て去られるべきものなのだろうか<sup>(12)</sup>。

シュミットによると、確かにエージェンシー・コストは比喩的なものであるが、しかし問題はその概念がどのように使われるか、であり、それこそが重要である。すなわち、比喩的なものであることはエージェンシー・コストの「弱点」ではなく、むしろそれが、非対称な情報分布のゆえに人々がとりうる行動に関する結果の考慮および評価の問題へと目を向けさせるものである、という意味で、良い隠喩である、と考えることができるであろう。エージェンシー・コストが計測不可能であるゆえに概念として無意味だ、というシュナイダーの主張は、シュミットによると、それゆえ、2つの理由で正しくない。

- 1) エージェンシー・コストは元来、定義のうえでも観察可能でならないこと
- 2) エージェンシー・コスト概念は、「科学的適用」のうえでのどのように用いられているのかが、肝要なのだ、ということ

既出の「機会損失」、あるいは「機会費用」の議論でも取り上げられた通り、そこでの「コスト」はその金額が問題なのではなく、それが存在していることに対する認識が問題なのであり、意思決定に際してそれが考慮されることがコスト概念として重要なのである。更に重要なのは、機会費用についてはシュナイダー自身がシュミットと同じことを彼の有名な著書でも明確に述べている、ということである<sup>(13)</sup>。

## ② エージェンシー・コスト概念の「説明力」の問題

前節でも述べた通り、シュナイダーは「エージェンシー・コストは一般に、エージェンシー問題を説明するのに用いられている」としている。シュナイダーによると、そのような意図で登場しているにもかかわらず、エージェンシー・コスト概念はそのような説明機能を達成していないという。

しかし、はたしてエージェンシー理論におけるエージェンシー・コストの位置づけはそのようなものであろうか。ある組織フォームXが存在し、存続していることは、その組織フォームに伴うエージェンシー・コストが低いからだと説明できる。エージェンシー・コストが低いということの例としては、非対称な情報の分布に伴う困難に、他の組織フォームよりも、うまく対処できることなどがあげられる。シュミットの言うとおり、シュナイダーの、エージェンシー・コストの存在が、制度発生の「原因」であるとする主張は、この意味で正しいとは言えないことがわかり、更に、いかなる意味においても、エージェンシー状況における一般的関係に内在する諸問題をエージェンシー・コストが「説明する」とは思えない。シュミットによるとエージェンシー・コストは単なる「兆候(symptom)」であり、富の損失を説明するものでもなければ、保証や監視によってそれらを減らそうとする試みを説明するものでもない。

シュナイダーによる主張での重要な論点の中に、エージェンシー・コストの観察可能性あるいは計測可能性の問題があるのはすでに述べた通りである。現在では広く知られている通り、エージェンシー・コストは最も大きく分けて2つの部分から成っている。それは、「残余損失(residual loss)」と「保証及び監視費用(bonding and monitoring costs)」である。しかしながらそれらエージェンシー・コスト、とくに残余損失はすでにその定義に

よって観察可能ではない。「エージェントが全く怠けなければ達成されたであろう成果」は、一般には実在しない、観察されえないものであり、しかし、だからといって理論的モデルにおいてエージェンシー・コストが明確に定義されえないわけではないし、実証研究において、エージェンシー・コストが推定されえないことを意味するものでもない。むしろ、「説明機能」をうまく果たす、ということの重要な点は、説明されるべくある現象が適切な仮定のもとで、論理的に、簡潔に記述されることと言えるであろう。

このような「説明力」は、シュナイダーが考えている概念とは矛盾しないと述べたうえで、シュミットは、シュナイダーが主張する「検証可能性」や、強い意味での「計測可能性」に基づく「観察可能性」は、それと相容れないという矛盾をもつことを指摘している。

エージェンシー・コスト概念は、我々の興味を誘因／情報問題及びその結果へと向け、更にそれらの結果に対処するために用いられるすべての「仕組み」にまつわる困難へと我々の目を向けさせる。このような「ヒューリスティックな機能」にとっては、エージェンシー・コスト（特に残余損失）を実証的に計測するなどという問題は細かなことで、ほとんど、大した問題ではない、とシュミットは結論づけており、この点については筆者も全く同感である。

## ③ エージェンシー・コスト概念により説明されるもの

シュナイダーは、エージェンシー・コスト概念が現実のエージェンシー状況における何らかの問題をうまく説明しえないとし、それを、その無意味さの1つの根拠として挙げている。しかしながらポジティブな理論のフレームワークで、すなわち、ある与えられた状況において人間が現実として合理的にどのようなふるまうかを分析するという見地から

は、そのような規範的な議論がなされうるだろうか、あるいはエージェント・コスト概念の「企業経営のツールとしての実務的適用」などということに、本当に興味を持たれているのだろうか。シュミットによると、そのような実務的適用は見たことがないという。筆者の知る限りにおいても、エージェント・コストの概念によってプリンシパルの立場から問題が解決されるという考え方自体、まことに奇妙な発想であるといえるであろう。

さらに、この点に関するシュナイダーの議論の混乱に拍車をかけているのが、彼が引き合いに出している、「プリンシパルのためにルーレット・ゲームを行うエージェント」なる例である<sup>(14)</sup>。企業家の役割を果たす経営者としてのエージェントをやとう、というリスクを伴った世界での選抜の問題として考えているというのだが、そこにはインセンティブの問題もなければ情報の非対称分布の問題もない。であるから、彼のこの例はエージェント・コストの問題と直接は関係はないが、そこには、筆者が本論の最初に述べた、エージェント・コスト概念を決定理論における「完全情報の価値」と結びつけて考えることによって生じる落とし穴と密接に関連した問題が見受けられる。

シュナイダーの主張によると、ある情報の価値を評価するには、それが何であるかを知らなくてはならない。シュナイダーは、エージェント・コストの評価（彼にとってはそれがそのままエージェント問題と理論の評価にあたっているようである）と、いわゆる権限委譲の決定理論的分析を同一視している。そしてそこでは、プリンシパルがエージェントに権限委譲を行った際に、プリンシパルがエージェントの評価を行うには彼はエージェントよりも優れた情報を持っていることが必要であると考え、エージェント問題というのはトートロジーだと説いているようである。しかしながら、シュミットの述べる通り、こ

れではエージェント問題の前提条件を否定することになる。エージェントは元来プリンシパルよりも多くの情報を持っていて、それゆえプリンシパルがエージェントを雇ってエージェント関係が発生するのである。そして、そこで権限委譲に伴って発生する長所と短所のトレード・オフが、そのような権限委譲に関する経済学的に意味のある考察の対象であると言うことができるであろう。そこでの短所とは、エージェントが必ずしもプリンシパルが同一情報下で行うであろう方法と全く同一のやり方では意思決定を行わないであろう、ということなのであって、しかも現実にはプリンシパルはエージェントと同じ情報を保有してはおらず、最適な意思決定などはできない。つまりエージェント問題として意味があるのは、乏しい情報に基づくプリンシパル自身による意思決定と、より多くの情報に基づくエージェントの（予想される）意思決定との間の比較なのであり、それを解決するべく利用されるのが情報システムである。

確かにフォーマルなエージェント理論では、最適解と次善解の区別を行い、そして次善解の改善を考えることになる。しかし、一般に最適解というものは入手不可能なものであって、プリンシパルにとっては知ることができないものである。それは理論研究をする者にとってのみ知りうるもので、その意味ではシュナイダーの言い通り、プリンシパルは残余損失を正確に計算することによってエージェント問題を解く、ということとはできない。しかしながら、シュミットによれば、現実においてエージェントを雇ったり、契約の設計やインセンティブ計画を作成したりする際、プリンシパルが行うのは厳密な意味での最適化ではなくて、近似で済ませることである。そこで近似されるのは理論上のみ存在する最適解との仮定的な差ではなく、諸代替案間の差異である。しかもかりにエージェン

トの知識や努力を完全に知ることができなくても、プリンシパルとしては契約関係をいかに都合よく設計するか、どのエージェントを選ぶか、などの意思決定が全くできなくなるわけではない。

以上の議論は結局次のようにまとめられるであろう。すなわち、エージェンシー問題への対処にあたって、プリンシパルは自らの問題を検討し、理想的な、あるいは理論上のみ存在する状態との比較において、非対称に分布した情報の下で様々な利益、その結果を考える。しかし保証あるいは監視などの現実の活動を行うには、最適解というものの「存在」は頭におき、そのうえで様々な次善的な諸代替案が互いに評価される、と考えることができる。すなわちプリンシパルとしては、少なくとも陰伏的には、あたかもエージェンシー・コストの総額を最小化する「方向」へ行動するであろう、ということになる。その際、最適解は存在していても、それが厳密に知られないからといって、ここで、エージェンシー・コストをあたかも最小化するかのような行動が誤りであるとか、あるいは矛盾しているというとかいうことにはならない。

#### 4. エージェンシー・コスト概念適用の試み

シュミットが再三説明しているように、プリンシパルはエージェンシー関係の成立・存続に伴ってエージェンシー・コストが発生していることを知っており、その「総エージェンシー・コスト」を低める方向へと意思決定を行っていると考えることができる。このような発想がポジティブなエージェンシー理論研究の基礎になっていることは既に述べた。そして、それを拠り所にした実証研究は、実は既にいくつか発表されてきている。それは、配当政策の決定要因の研究のプロセスで現れてきたものを始めとして、少なからず見受けられる<sup>15)</sup>。

##### ① エージェンシー・コスト概念を利用した実証研究…アメリカにおける試み

企業内におけるエージェンシー関係に注目して、それを現実の財務政策の説明に適用した実証研究の最も初期の例として、ローゼフ[1981]を挙げることができる<sup>16)</sup>。ローゼフによれば、アメリカの企業の配当性向を横断面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るのではないかと、ということである。エージェンシー問題のコントロールのためのコストが、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、経営者は必ずか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、そこで経営者に対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ことが考えられる。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外部資本提供者が「アウトサイダー」として経営者に対してモニターを行う、という意味で大きな効果がある可能性がある。また、一貫して資金調達を続ける必要のある経

営者は、より投資家の利益に沿って行動することになるであろう。新しく証券を発行するたびに企業としては、株主、債権者とも自らのグループに有利な方向へ動いたりしないような資本構成へと修正をすることもできる。継続的に配当が支払われ、それを市場が当然のこととして期待するようになるならば、企業としては、その配当を維持するべく、自らの活動を遂行するために継続的に新規の資金を十分に調達せざるを得なくなる。そのような配当は株主にとって利益となるようなモニタリングや、資本構成の修正を促進する。つまり配当のおかげで、経営者にまつわるエージェンシー・コストを減少させるようなメカニズムが動き出すことになる。

以上のような仮説のもとにローゼフは、次のような実証研究を試みた。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) GROW1: 1974年から1979年までの売上高成長率 (2) GROW2: 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

これらの変数が設定される背後には3つの命題が存在しているが、エージェンシー・コスト関連の命題は、「インサイダーの持株比率が低かったり、外部自己資本の所有者たる株主の数が多ければ多いほど企業は支払配当を増やし、株主によるモニタリング活動が強化されることを回避しようとするのではないか」というもので、配当の支払いというものが、企業にとって最適な対株主モニタリング／ボンディング手段のセットであり、エージェンシー・コストの減少に役立つという考え方に基づくものである。

さて、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。合理的な

株主は、他の条件が一定ならば、外部証券の発行による資金調達によって発生する取引費用を経営者が最小化することを望むであろう。そして株主は、経営者が株主の利益をそこねるような使途へ、利益を廻さないような制限を設ける動機をもつ。このとき、他の条件が等しければ、株主は、前述の制限を明示的にコストをかけて経営者に要求するよりも(外部自己資本のエージェンシー・コスト)経営者が自らの能力・高い成果を示すべく配当を行うことを要求する、ということである。

すなわち(3)(4)の2つの変数は、配当性向を上げることに伴うエージェンシー・コストの減少の程度を表す代理変数ということである。外部の自己資本所有者の持株比率が高ければ高いほど、彼らが要求する、最適なモニタリングセットの一部としての「配当」はより多くなるであろう。アウトサイダーが所有する持株の比率以外にも、例えばそのようなアウトサイダーの数が少なければ、彼らの所有権というものは集中的なものとなり、インサイダーに影響を与えることはより容易になるであろう。その場合、エージェンシー・コストは減少し、最適な配当性向は低くなることになる。すなわち、所有権が外部株主へと広く散らばっているのであれば、それは配当の決定に影響をおよぼすことがありうる。散らばりの程度が大きければ大きいほど、配当は多いことになる。こ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。

GROW1 及び GROW2	-
INS	-
STOCK	+
BETA	-

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が、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。

$$\begin{aligned} PR = & 47.81 - 0.090 \cdot INS - 0.321 \cdot GROW1 \\ & (-4.10) \quad (-6.38) \\ & -0.526 \cdot GROW2 - 26.543 \cdot BETA + 2.584 \cdot STOCK \\ & (-6.43) \quad (-17.05) \quad (7.73) \\ R^2 = & 0.48 \quad F \text{比 } 185.47 \end{aligned}$$

このモデルでは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、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なくてはならないであろう。

いずれにしても、これを見るかぎり、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。しかも各々の係数の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。

ローゼフの研究以外では、たとえばアーノルド[1985]があげられる。そこでは、銀行経営者の支出選好行動の解明にエージェンシー・コストの概念を補助的に用いている。手続きとしては、経営者の俸給を独立変数とし、複数の変数で回帰分析を行うというものである。ただしそこでは経営者をめぐるエージェンシー関係に対応させた変数は、MCONTという、取締役会にコントロールされる株式の比率のみである。むしろ、いわゆる経営者報酬制度の分析フレームワークに従い、経験・勤続年数や業界の競争の程度等を重視した他の11個の変数により、エージェンシー関係以外の要因を主たる説明要因として解明を試みている。

## ② 日本における試み

前述のローゼフの実証研究にならない、日本企業について行った実証パイロット・テストに小山・上田[1986a]がある。データの取り

扱い、及び関係の検討方法についてはローゼフの研究に準じている。ただし、これは小規模のサンプルによる実験的計測である。変数の定義は、以下の通りである。

(1)GROW1:1976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)GROW2: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GROW2と同様に、幾何平均化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ローゼフ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。サンプル数は41社であり、各産業にわたる日本の企業41社についての配当性向に関する横断面回帰分析の手続きはローゼフの場合と同様で、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。このステップワイズ回帰の式のうちで最も説明力の高い式は、次のような形になっている。

$$\begin{aligned} Y = & 79.9518 - 4.3652 \cdot GROW1 - 51.3924 \cdot BETA + \\ & (-2.7840) \quad (-1.1430) \\ & 0.0003 \cdot STOCK \\ & (3.3835) \\ R^2 = & 0.3709 \quad Y: \text{平均配当性向} \end{aligned}$$

すなわちこの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

タ)、そして単位株主数の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。なお、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。

$$Y = 93.9412 - 0.3248 \cdot \text{INS} - 4.5954 \cdot \text{GROW1} \\ (-0.4641) \quad (-2.2069) \\ + 0.0625 \cdot \text{GROW2} - 50.7685 \cdot \text{BETA} + 0.0003 \cdot \text{STOCK} \\ (0.0521) \quad (-1.0432) \quad (2.4618) \\ R^2 = 0.3390$$

GROW2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。また回帰係数の信頼性等に関しても、問題点が存在しており、改良の余地がある。

## 5. 今後の発展の方向について

ドイツで起こったエージェンシー・コスト論争は、思わぬところでエージェンシー理論、エージェンシー・コスト概念の有用性を明らかにしてくれた、と言えるであろう。シュミットの言う意味でのエージェンシー・コスト概念は、初めて使用されて以来様々な使われ方がされてきたこの用語に、とりあえず、定まった解釈を与え、現実の企業経営における意思決定を分析する際の助けとなるものと思われる。エージェンシー・コストの中でも特にモニタリング・コストは、とりわけ観察しやすいものであり、エージェンシー関係の維持・発展に必要なコストという意味でこれに注目し、計測して、意味づけしようとする試みが考えられる。紙幅の関係で本論ではふれることができなかったが、ドイツ企業における共同決定(Mitbestimmung)のコストはその例として注目されつつある。また、間接的な計測ではあっても、エージェンシー・コストの存在の結果、経営者の意思決定変数がど

のように動くかを実証的に分析することは、可能である。花枝他[1989]はその典型例であろう。今後はこの意味でますます、既成の概念に拘われない思い切った分析が必要とされると思われる。

また、エージェンシー・コストの概念に関するこのような根本的、あるいは基礎的な考察を軽んじる風潮が、未だになお根強く残っていることは大いに警戒しなくてはならない。本論の最初に述べた通り、エージェンシー・コストの概念は元来アメリカで考案され、そのため当然、その概念を使った実証研究もアメリカに多いのは確かである。しかし、だからといってアメリカにおける研究だけを重視し、それ以外の国々、たとえばドイツにおける研究を頭から無価値と決めつけるのは科学の一分野としての経営学の研究に携わる者としてけっして許されない、あるまじき態度であり、慨嘆にたえない<sup>(17)</sup>。たとえば、本論文のようなテーマを取り上げることに対し、「米国を中心とした活発な研究状況をみれば、エージェンシー・コストの概念に意義はないといった主張そのものが、いわば事実をもって反駁されているのであり、かなりのはずれなものであると思われる。換言すると、とり上げられている「ドイツにおけるエージェンシー・コスト論争」なるものの重要性自体について、疑問を感じざるをえない。」などというあからさまな偏見に満ちた意見を放つ輩も見受けられるほどである。これらの輩には、ここでなぜこのような議論が出て来たのか、ということについて考えることが、できないのであろう。エージェンシー・コスト概念のおかげで、すでに色々な説明ができて来ているのではないか、だから有用なのだ、などという安直な次元の、「結果として」の問題ではない。つまり概念規定を厳密に行わずに「適用」していたことが、まず問題なのであり、「いわば事実をもって反駁されている」などという、途中のプロセスをすべて省略した乱

暴な議論は、驚きを禁じ得ないものがある。すなわち、そのような輩は、それこそ、「いわば」、ここで議論を放棄しようとしていることになると言わざるを得ない。ここでは、その問題にふみこんだこと自体が重要なのだ、ということに気がつかなくては、およそ科学とは言えないであろう。そもそも、経営財務は経営学の重要な一分野であるし、経営学は社会科学の一大コンポーネントであることを考えると、対象への接し方は当然、科学的でなくてはならない。近代科学の方法は、ある具体的な問題を出発点として、仮説を立てて、それを絶えず出来事によって検証しながら修正し、また新たな仮説を立ててゆく、というものであり、その際の仮説設定のフレームワークたりうるものが何であるか、ということは、避けて通れない、あるいは通ってはならないものだと考えられる。元来アメリカの研究者（そしてそれをそのまま受け入れる傾向のある日本の研究者たち）には、十分な吟味を行わないで分析道具や用語を安易にそのまま使ってしまうという傾向が否定できないようである。そして、アメリカでこれだけ使われているんだから、それでいいんだ、などというのはその意味で最も日本的な議論の筋道と言わざるを得ず、これこそあるまじき事態といえよう。また、この種の輩にはドイツに対して偏見があると思われるも仕方がないような発言が目立ち、偶然ドイツに関して知識が不足していることで拒否反応を示しているのではないかと思われるほどである。

傾向としては、「エコノミスト」と名乗る研究者に、そのような人物が比較的多く見受けられるようである。経済学とは異なり、経営学においては現実の身近な経営現象を適切な理論を用いて現実的に説明・解明することが要求される。その意味で、前述の輩は、経営学的考察におけるこのような細やかな考察について行くことができず、結果として拒否反応を示してしまうことになりがちであると

思われるが、これは甚だ残念なことである。

すべての偏見と予断から解放され、純粹に理論的に、あるいはそのような興味を出発点として、エージェンシー・コスト概念に基づく、現実の経営現象の解明を試みるのが、経営学者に課せられた使命であると言えるであろう。

\* 本論文の基礎となったアイデアは、筆者が1989年3月から1991年3月までドイツ、ラインランド・プファルツ州トリアー市のトリアー大学第Ⅳ専門学群経営経済学部門に、Gast-professorとして滞在していた間に得られたものである。その間に、同大学のラインハルト・H・シュミット (Reinhard H. Schmidt) 教授 (現フランクフルト/マイン大学)、及びハルトムート・ヴェヒター (Hartmut Wächter) 教授には、数々の議論を通じて貴重な示唆をいただいた。また、本稿の初期の段階で京都大学の浅沼萬里教授その他からは数多くのコメントがあり、本論のような立場、テーマでの考察がいかに重要であることを痛切に再認識させられることとなった。ここに記して本論の貴重な *fordreier* として感謝する。

#### 註

- (1) Jensen M. C. & Meckling W. H. [1976]
- (2) ただし、この概念は、実はアメリカにおいてさえも論者によりかなりフレキシブルに使われてきた傾向がある。しかもその概念の意義あるいは有効性自体については、国民性もあってかアメリカではその後あらためて検討されたことはないようである。
- (3) この分類は、今や教科書レベルのものにも掲載されているが、たとえば、Strong N. & Walker M. [1987], pp. 166-167
- (4) Fama E. F. & Jensen M. C. [1983a, b]
- (5) Spremann K. [1987] p. 347
- (6) 宮川[1970] p. 45
- (7) 翟[1991] p. 14

- (8) 宮川[1969] p.365
- (9) Verband der Hochschullehrer für Betriebswirtschaft e. V.
- (10) Schneider D. [1987a] pp. 553-558
- (11) Schmidt R. H. [1987]
- (12) この点は、いわゆる「効用」概念と似た面があると主張する論者も見られる。たとえばスティグラー[1950]などに見られる効用理論の発展の歴史のうえでも可測性の問題、測定単位の問題などを経て、今日のような精密な議論の構築にまで至っているからである。
- (13) Schneider D. [1987a] p. 390
- (14) Schneider D. [1987b] p. 484
- (15) ただし、そのうち資本構成関係の研究にあたるものかなりを占めており、それらについてはすでに花枝他[1989]で筆者を含めたグループが紹介しているので、そちらを参照されたい。
- (16) このローゼフの研究に関しては、Easterbrook[1984]との関連性を重視する論者もあるが、そこでの議論は方向性に差異があり、筆者はあまり高く評価はしない。なお、以下の叙述は、小山・上田[1986a]の一部を若干の修正のうえ、引用したものであり、ここではEasterbrook[1984]に依った議論も若干あったが、ここでは省かれている。
- (17) 確かにドイツ企業に関する研究などにはドイツ語の理解、あるいはドイツ語の原典にあたって行われる研究が不可欠ではあるが、英語による文献も存在するし、ある程度はドイツ語の知識がなくてもドイツ企業の分析は可能である。さらに日本の経営の重要なコンポーネントであるSenioritätsprinzipは残念ながらわが国学界においてもひとときわ勢力的であり、偏見（あるいは理解力不足）による誤解に対するリジョインダーは「失礼なもの」として受け入れられない。不偏的な立場からの研究評価がなされる土壌の早急な育成が望まれると言えよう。なお、このようなわが国学界の体質に関しては、Koyama, A.,

Senioritätsprinzip in der akademischen Gesellschaft in Japan——Das oberflächliche ‚Referee-System‘ anhand des Vorurteils”及びその英訳が準備されている。

#### 参考文献

- [1]Arnould R. J., "Agency Costs in Banking Firms : An Analysis of Expense Preference Behavior", Journal of Economics and Business 37, 1985, pp. 103-112
- [2]Bamberg G. et. al.(eds.), "Agency Theory, Information and Incentives", Springer-Verlag, 1987
- [3]Clarke R. and McGuinness T.(eds.), "The Economics of the Firm", Blackwell, 1987
- [4]Easterbrook, F. H., "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", American Economic Review 74, No. 4, September 1984, pp.650-659
- [5]Fama E. F. and Jensen M. C., "Separation of Ownership and Control", Journal of Law and Economics 26, June 1983a, pp. 301-325
- [6]Fama E. F. and Jensen M. C., "Agency Problems and Residual Claims", Journal of Law and Economics 26, June 1983b, 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, 小山 明宏, 松井 美樹, 上田 泰, "わが国企業の資本構成の決定要因について", 日本経営財務研究会研究叢書第9巻所収, 1989, 9月 pp.37-57
- [9]Jensen M. C. and Meckling W. H., "Theory of the Firm : Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics 3, No. 4, October 1976, pp.305-360
- [10]小山明宏・上田 泰, "エージェンシー

- 問題と経営政策（Ⅰ）、（Ⅱ）”、学習院大学経済論集 第22巻第3号、第23巻第3号、1986a, b
- [11]Koyama, A., "Eigenarten des japanischen Managements", Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 43, 1991. 3, pp. 275-284
- [12]宮川公男、オペレーションズ・リサーチ、1970、春秋社
- [13]宮川公男、意思決定の経済学 Ⅰ、Ⅱ、1969、丸善
- [14]Rozeff M., "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", Journal of Financial Research, Fall, 1982, pp. 249-259.
- [15]Schmidt R. H., "Agency Costs are not a 'Flop'!", in : Bamberg G. et. al. (eds.), 1987, pp. 495-509
- [16]Schneider, D., "Allgemeine Betriebswirtschaftslehre", 3.Auflage, Oldenbourg, 1987a
- [17]Schneider D., "Agency Costs and Transaction Costs : Flops in the Principal-Agent-Theory of Financial Markets", in : Bamberg G. et. al.(eds.), 1987b, pp. 481-494
- [18]Schneider D.(ed.), "Kapitalmarkt und Finanzierung, 1987c, Berlin
- [19]Spremann K., "Zur Reduktion von Agency-Kosten", in Schneider D.(ed.), 1987c, pp. 341-350
- [20]Stigler G. J., "The Development of Utility Theory", Journal of Political Economy Vol. LVIII, August and October, 1950(邦訳、丸山 徹訳:効用理論の発展 日本経済新聞社、1979)
- [21]Strong N. and Walker M.(eds.), "Information and Capital Markets", Blackwell, 1987
- [22]翟 林瑜、企業のエージェンシー理論、同文館、1991