

## 科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 26 年 6 月 16 日現在

機関番号：24402

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2011～2013

課題番号：23530440

研究課題名(和文) エイジェンシー関係の結合効果と利益配分メカニズム

研究課題名(英文) Integration effect and mechanism for profit sharing of agency theory

研究代表者

宮川 壽夫 (Miyagawa, Hisao)

大阪市立大学・大学院経営学研究科・准教授

研究者番号：30584049

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,200,000円、(間接経費) 660,000円

研究成果の概要(和文)：本研究はエイジェンシーコストの発生を認識しつつも、株主と経営者がエイジェンシー関係を構築することによって産み出される効果に一定のインセンティブを持っているとの議論を展開した。そして、必ずしもフリーキャッシュフロー仮説のフレームワークでは説明できない現実を取り上げ、その背景に理論的な考察を加え3つの仮説(経営者自己抑制仮説、経営能力評価仮説、特殊性資産評価仮説)を構築し、実証的な検証を行った。本研究は現代の複雑化した企業組織や経済環境を重要視し、そのような条件下で株主と経営者の意思決定は何を優先するかという視点に着目したことが特徴である。以上を1冊の著書にまとめ、出版することができた。

研究成果の概要(英文)：This study demonstrated new hypotheses for the conventional agency theory. According to the agency theory, existing agency cost, between a manager and a stockholder, damages a corporate value. However, we paid our attention to an integration effect brought about by a manager and a stockholder building agency relations. And we took up the reality that we could not explain in the framework of the free cash flow hypothesis and built three hypotheses to explain the background theoretically. The first is a hypothesis of self-control by managers, second is a hypothesis of evaluation for management capability by stockholders, and third is a hypothesis of evaluation for human capital asset by stockholders. As a result, we succeeded to leave the results to summarize a process of an empirical process and the theory construction of three hypotheses built in one book.

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・経営学

キーワード：コーポレートファイナンス理論 所有権理論 エージェンシー理論 フリーキャッシュフロー ペイアウト政策

## 1. 研究開始当初の背景

本研究は、エイジェンシー理論 (Jensen/Meckling[1976])、所有権理論 (Coase[1937]、Grossman/Hart[1986]、Hart/Moore[1990]など) といったいわゆる「組織の経済学 (Organizational Economics)」の理論群に依拠して株主と経営者がエイジェンシー関係を構築するインセンティブに焦点を当てようとした。これまで行われてきた配当政策に関する数多くの研究はフリーキャッシュフロー仮説 (Jensen[1986]) を前提に、配当を支払うことがエイジェンシーコストの低下に寄与し、企業価値に対してポジティブであるとのフレームワークを主流としてきた。この考え方は実務においても、企業に配当を要求する投資家にとっていわば格好の拠り所になってきたとも思われる。

これに対して本研究はエイジェンシーコストの発生を認識しつつも、株主と経営者がエイジェンシー関係を構築することによって産み出される効果に一定のインセンティブを持っているとの議論を展開することを検討した。そして、必ずしもフリーキャッシュフロー仮説のフレームワークでは説明できない現実を取り上げ、その背景に理論的な考察を加えようと考えた。これまで企業金融論の分野においては配当金額と企業価値との関係を中心に多くの実証研究が行われてきたが、本研究は現代の複雑化した企業組織や経済環境を重要視し、そのような条件下で株主と経営者が配当政策の意思決定に対して何を優先するかという視点に着目することにある。これによって従来の配当政策の実証研究に新たなフレームワークを提供する貢献を目指してきたものである。

## 2. 研究の目的

本研究の目的は企業による利益配分 (ペイアウト政策) の意思決定メカニズムを解明す

ることにある。当該メカニズムは株主と経営者の利害対立を経て行われることから、企業が保有する人的資産等特殊資産への両者の評価並びに企業の株主構成の特殊性に着目し、仮に情報の非対称性が存在しないとしてもこれまで批判的に捉えられてきた安定配当政策が実際には企業価値拡大にとって合理的妥当性を有するとの結論を導くことに大きな特徴がある。

## 3. 研究の方法

本研究はわが国市場の実際の企業財務や株価に関するデータを用いて仮説検証を行うことを目的とした分析である。したがって、本研究においてはデータの収集、データベースの構築、実証分析の実施、さらには企業や投資家へのインタビューというプロセスを経て実施した。

本研究における初年度を第1フェーズと位置付け、データベース構築と情報収集及びアップデートを行動計画の基本とした。実行計画は大きく次の三つの局面に分かれる。すなわち、(1)次年度以降に実施する実証分析のためのデータ構築、(2)仮説設定のための機関投資家との意見交換、(3)先行研究サーベイのアップデート、である。

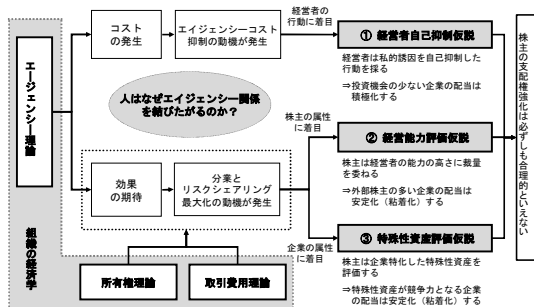
さらに次年度以降を第2フェーズと位置付け、本格的な実証分析段階とした。第2フェーズにおける実行計画は以下の局面に分類される。すなわち、(1)実際の仮説検証の作業、(2)関連研究の進展に関するアップデート作業、(3)研究成果の発表と以上を受けたまとめの作業、以上である。

## 4. 研究成果

本研究はエイジェンシーコストの発生を認識しつつも、株主と経営者がエイジェンシー関係を構築することによって産み出される効果に一定のインセンティブを持っているとの議論を展開し

た。そして、必ずしもフリーキャッシュフロー仮説のフレームワークでは説明できない現実を取り上げ、その背景に理論的な考察を加え3つの仮説(経営者自己抑制仮説、経営能力評価仮説、特殊性資産評価仮説)を構築し、実証的な検証を行った。本研究は現代の複雑化した企業組織や経済環境を重要視し、そのような条件下で株主と経営者の意思決定は何を優先するかという視点に着目したことが特徴である。以上を1冊の著書にまとめ、出版することができた。以下、それぞれの仮説とその検証内容について説明する。

下図は3つの仮説の関係を示している(宮川(2013)より)。



最初の「経営者自己抑制仮説」は、日本企業の配当政策の意思決定メカニズムをエージェンシー理論のフレームワークを用いて検証を行ったものである。すなわち、経営者は株主からの信用を獲得して株主による過剰な監視を緩和することを目的に自己抑制的な行動を採ると考えられる。そのために利用されるのが配当であり、経営者の自己抑制的行動は配当政策の意思決定に現れるというのが本研究が検証した仮説である。検証によって当仮説を支持する結果を得ることができた。

本検証は1996年から2005年という日本企業の変革期を分析対象とし、いくつかの先行研究とは異なる結果を得ることができた。当該期間の日本企業の配当政策はかつてと比べて変化を遂げた可能性がある。本仮説では

これを経営者が自己抑制しながら経営の自由度を確保しようとしていると説明した。自由度の高まった資本市場を活発に利用し、より積極的な経営を行っていくためにも企業が株主への利益配分をある程度合理的に検討している側面が明らかになったといえる。

次の仮説「経営能力評価仮説」は、外部株主は経営者や従業員の能力を評価し、経営者の裁量を尊重するため「外部株主が相当量の株式を保有する企業では、配当は利益やキャッシュフローの増減に強く連動しない」というものであった。仮説検証の前提となる株主として、Myers[2000]や倉澤[2004]のモデルに登場するような外部株主を想定し、企業の株主名簿から外国人株主を抽出した。また、同時に外国人株主のベンチマークとして金融機関を設定した。

検証結果は、日本企業の配当は収益性指標と有意に正の関係を持つ、すなわち収益性が高い企業では積極的な配当支払いが行われるが、外部株主の保有割合が高いと収益性と配当の連動性は失われ、また金融機関が多い企業ではその連動性は依然として高いという事実を証拠付けるものである。

最後は「特殊性資産評価仮説」である。これは研究開発投資が効果的に収益を生んでいる企業はエージェンシー関係から得られる結合効果が大きいと、株主の支配力を強めるより人的資産の努力インセンティブを重視する結果、利益やキャッシュの拡大に連動した配当ではなく粘着化するというものであった。

検証にあたっては2001年から2005年まで継続して東京証券取引所第一部に上場した企業を対象とし、従属変数を配当変化率、独立変数を売上高成長率、当期利益成長率、負債比率、総資産利益率とする重回帰分析を行った。また、研究開発効率を算出し、ダミー変数を作成、総資産利益率との交差項を加えた重回帰分析を行うことによって研究開発

効率が配当の粘着性に影響していることを実証した。以上、宮川(2013)より抜粋して説明している。

## 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 2 件)

- ① 宮川 壽夫「株主優待制度のパズルに関する考察」『証券アナリストジャーナル』第 51 巻 第 10 号、96-106 頁 (2013 年 10 月) 日本証券アナリスト協会、単著、査読有
- ② 宮川 壽夫「投資家のパワーと経営者裁量のコンフリクト」『会計』第 179 巻、第 5 号、660-674 頁 (2011 年 5 月)、単著、査読無

[学会発表] (計 3 件)

- ① 「ペイアウト政策と経営者の選択動機」に対する討論、日本経営財務研究学会 (2013 年 10 月 15 日)、於：兵庫県立大学
- ② 「経営者の年齢はなぜ重要なのか」に対する討論、日本経営財務研究学会 (2012 年 10 月 6 日)、於：専修大学
- ③ “Controlling Shareholders and Dividends: Evidence from Japan” に対する討論、日本ファイナンス学会 (2012 年 5 月 26 日)、於：一橋大学

[図書] (計 1 件)

- ① 宮川 壽夫『配当政策とコーポレート・ガバナンス ～株主所有権の限界』中央経済社 (2013 年 1 月)、単著、208 頁

[産業財産権]

○出願状況 (計 0 件)

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
出願年月日：  
国内外の別：

○取得状況 (計 0 件)

名称：  
発明者：

権利者：  
種類：  
番号：  
取得年月日：  
国内外の別：

[その他]  
ホームページ等

## 6. 研究組織

(1) 研究代表者  
宮川 壽夫 (MIYAGAWA, Hisao)  
大阪市立大学・大学院経営学研究科  
准教授  
研究者番号：30584049

(2) 研究分担者  
( )

研究者番号：

(3) 連携研究者  
( )

研究者番号：