

## エージェンシー・コストと資本構成、 設備投資の関係（2）

郭 麗 虹

### IV 実証分析

前稿(1)で述べたように、資金調達に伴うエージェンシー・コストは、企業価値の低下を意味する。それゆえ、資金市場が情報効率的であれば、エージェンシー・コストの負担は、結果的にすべて企業の内部者に帰着することになる。そして、こうしたコスト帰着のメカニズムが働くならば、企業の内部者は、資金調達の際に発生するエージェンシー・コストを考慮に入れて、資金調達の手段を決めると考えられる。

そこで本節では、前節のモデルを利用して、株式発行と負債発行のエージェンシー・コストが企業の資本構成の決定と投資の決定に及ぼす効果を検証する。

#### 1 データ

以下では、日本企業のクロスセクション・データを用いて回帰分析を行う。分析の対象となる企業は、全国の証券取引所に上場している製造業（598社）であり、対象期間は1986年から1996年までの11年間とする<sup>1)</sup>。また、データは日経 Needs の財務データと経済調査協会の『系列の研究』より取った。

企業の資本構成と実物資産投資を表す指標としては、企業ごとの規模の差を

1) 設備投資比率を計算する際に、前期有形固定資産残高というデータを利用するために、対象期間は1986年から1996年までの11年間となった。また、この期間内に途中上場あるいは退出した製造業は対象企業の中に含まれていない。データが利用可能でない企業もサンプルから取り除き、残った598社を分析の対象とした。

調整するために、負債発行量の総資産額に対する比率（負債比率 DEBT）、および設備投資額の資本ストックに対する比率（投資比率 I/K）を用いる。具体的には、負債比率 DEBT を、負債／総資産（簿価評価額）で計算する。投資比率 I/K を、（当期有形固定資産の増加額＋減価償却費）／前期有形固定資産残高で計算する。

## 2 推定式と推定方法

次に、資金調達に伴うエージェンシー・コストが企業の資本構成と投資決定に影響を与えるという仮説を、実証的に検討してみよう。株式や負債のエージェンシー・コストを直接計測することは困難なので、これらのコストに影響を及ぼす変数を選び、それらを説明変数、負債比率および投資比率を被説明変数として回帰分析を行う。まず、負債のエージェンシー・コストの代理変数として、次の4つを用いる。

### ① 資産の担保価値（ $ASSET = \text{固定資産} / \text{総資産}$ ）

有形固定資産が多いこと（したがって減価償却費額も多い）は担保が多いことを意味するので、仮に倒産があっても弁済の可能性が高くなり、倒産コストが低くなると考えることができる。そのため債権者（企業についての情報を一般に多く持たない外部者）は投資が行いやすくなる、つまり負債利用に伴うエージェンシー・コストが緩和される。この意味で負債比率と投資比率の間には正の関係が期待される。

### ② 研究開発・広告費比率（ $AR = (\text{研究開発費} + \text{広告宣伝費}) / \text{総資産}$ ）

負債発行のエージェンシー・コストの大きさは、債権者が企業の投資内容（リスクや投資水準など）をどれだけ容易にモニターできるかに依存する。そこで、企業の投資内容が外部者による評価が困難な性質を持つのであれば、負債のエージェンシー・コストは大きくなると考えられる。研究開発や広告などは、外部者による評価の難しい投資の代表的な例である。それゆえ、研究開発・広告費比率は負債比率と投資比率に負の影響をもつと考えられ

る<sup>2)</sup>。

③ 金融機関の株式保有比率 ( $BANK1 = \text{金融機関保有株式数} / \text{発行済株式数}$ )

日本では、銀行に代表される金融機関は企業に資金を貸出だけでなく、同時にその企業の株式を大量に保有する大株主であるケースが多い。これは金融機関と企業との間での、いわゆる株式の相互持合によって生じたものである。結果として、負債のエージェンシー・コストは金融機関がただの貸し手にとどまっている場合に比べて低下する。

その理由は、経営者が貸し手の利益を損なうことによって株主の利益を高めようとする行動をしても、貸し手は同時に株主であるため、自らの利益を守ることができるからである。そのため、発行済株式のうち金融機関が保有する比率が高い企業ほど負債のエージェンシー・コストは低く、その結果、負債比率は高くなると考えられる。また、エージェンシー・コストの引下げは設備投資額をより高水準にする可能性があると考えられる。

④ 銀行借入依存度 ( $BANK2 = \text{銀行借入額} / \text{負債}$ )

銀行など金融機関が、株主および債権者として両面から関与することによって、企業に関する情報生産がなされる。その結果、情報の非対称性が緩和され、株主による債権者の利益を損なうような行動が阻止されるとともに倒産コストも引下げられる。したがって、銀行借入依存度の高い企業ほど負債のエージェンシー・コストは低くなるであろう。すなわち、銀行借入依存度は負債比率と投資比率に正の影響を与えると考えられる。また短期借入を利用して、その更新ごとにモニタリングすることで非最適な投資が実行される可能性が減少し、負債のエージェンシー・コストが緩和されることも考えられる。

次に、株式のエージェンシー・コストの代理変数として、次の2つを用いる。

⑤ 役員持株比率 ( $EXE = \text{役員持株数} / \text{発行済株式数}$ )

経営者が株式の多くの割合を保有している場合には、経営者の努力水準の低

2) Long and Malitz [1985], Titman and Wessels [1988] は、この仮説がアメリカの場合について実証的に支持されることを示している。

下の誘因は緩和される。それゆえ、役員持株比率の上昇は、株式のエージェンシー・コストを低下させることを通じて株式発行を促進するであろう。すなわち、役員持株比率は、企業の負債比率に負の影響を与えると思われる。しかし、株式の発行により資金制約が緩和され、したがって投資比率とは正の関係が期待される。

⑥ 株式集中度 (TOP=10大株主持株数/発行済株式数)

少数の株主が多くの株式を保有しているときには、大株主は経営者を規律づけることによる利益が大きいために、株主総会などにコストがかかるとしてもフリー・ライダーの問題は深刻にならない。それゆえ、株式集中度の上昇は、株式発行のエージェンシー・コストを引下げることを通じて、負債比率に負の影響を与え、投資比率に正の影響を及ぼすと思われる。

以上の代理変数を用いて、負債比率 DEBT と投資比率 I/K に関する回帰式を推定してみよう。具体的な推定式は、次の(A1)、(A2)式である。

$$\text{DEBT} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ASSET} + \alpha_2 \text{AR} + \alpha_3 \text{BANK1} + \alpha_4 \text{BANK2} + \alpha_5 \text{EXE} + \alpha_6 \text{TOP} + \mu$$

(+)            (-)    (+)            (+)            (-)    (-)

(A1)

$$\text{I/K} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ASSET} + \alpha_2 \text{AR} + \alpha_3 \text{BANK1} + \alpha_4 \text{BANK2} + \alpha_5 \text{EXE} + \alpha_6 \text{TOP} + \mu$$

(+)            (-)    (+)            (+)            (+)    (+)

(A2)

ここで、 $\mu$ は誤差項、そして係数の下の+-は、モデルより予想される符号条件である。

さらに、情報の生産者としてのメインバンクはエージェンシー・コストを低下させる効果を持つと考えられる。これをより詳しく調べるために、上記の対象企業598社のうち、メインバンクが10年間固定している企業の282社だけを取り出し、以下の2つの変数を考慮して追加的な推定を行うことにする。

⑦ メインバンクの持株比率 (MAIN1=メインバンクの持株数/発行済株式数)

⑧ メインバンク借入依存度 (MAIN2=メインバンクからの借入額/負債)  
メインバンクの企業の株式保有または企業への貸出によって、企業に対する

モニタリングが強化されるならば、MAIN1、MAIN2 が大きいほど負債のエージェンシー・コストは低くなり、負債発行は促進されると考えられる。それゆえ、その場合には、MAIN1、MAIN2 の大きさは負債比率と投資比率に関して正の効果を持つはずである。そこで、(A1)、(A2)式の BANK1 を MAIN1 に、BANK2 を MAIN2 に置き換えた式を(B1)、(B2)式として、その推定を行うことにしよう。

$$\text{DEBT} = \beta_0 + \beta_1 \text{ASSET} + \beta_2 \text{AR} + \beta_3 \text{MAIN1} + \beta_4 \text{MAIN2} + \beta_5 \text{EXE} + \beta_6 \text{TOP} + \mu$$

(+)            (-)    (+)            (+)            (-)    (-)

(B1)

$$I/K = \beta_0 + \beta_1 \text{ASSET} + \beta_2 \text{AR} + \beta_3 \text{MAIN1} + \beta_4 \text{MAIN2} + \beta_5 \text{EXE} + \beta_6 \text{TOP} + \mu$$

(+)            (-)    (+)            (+)            (+)    (+)

(B2)

### 3 推定結果

(A1)式の推定結果は第1表、(A2)式の推定結果は第2表、(B1)式の推定結果は第3表、(B2)式の推定結果は第4表に、それぞれまとめられている。

まず、(A1)式の推定結果についてみよう。研究開発・広告費比率 (AR) の係数は有意に負であり期待通りであった。役員持株比率 (EXE) の係数の一部 (主にバブル期において) は有意に負となっている。金融機関株式保有比率 (BANK1) と株式集中度 (TOP) の係数について、ほとんど有意な結果が出ているが、符号は期待されるものとは逆になってしまった。また、銀行借入依存度 (BANK2) と資産の担保価値 (ASSET) の係数は、統計的に有意でない。この意味で、銀行の情報生産者としての役割は確認されなかった。(A2)式の推定結果では、資産担保価値と株式集中度のわずかな一部の係数は予想した符号と一致し、有意な結果が得られた。

この分析結果によると、資金調達のエージェンシー・コストは企業の資本構成に一定の影響を与えていること、および企業の投資決定に与える効果はかなり小さいことがわかった。

第 1 表 (A1) 式の推定結果

変数	87年	88年	89年	90年	91年	92年	93年	94年	95年	96年
定数項	0.71677** (31.6659)	0.6890** (28.6914)	0.69588** (30.3492)	0.67657** (29.4943)	0.71950** (30.3282)	0.70078** (28.3116)	0.67151** (24.5927)	0.63634** (22.8364)	0.63442** (24.1395)	0.64567** (24.2108)
ASSET	-0.0312 (-0.55451)	0.03033 (0.5456)	-0.03573 (-0.66899)	-0.05905 (-1.1474)	-0.14078** (-2.75186)	-0.09118* (-1.79032)	-0.03729 (-0.70239)	0.02218 (0.4195)	0.021079 (0.40458)	0.00645 (0.12008)
AR	-1.31816** (-4.72825)	-0.98063** (-3.6105)	-0.87101** (-3.24882)	-0.79587** (-2.84957)	-0.99391** (-3.43443)	-1.11349** (-3.9020)	-0.94714** (-3.16379)	-1.04725** (-3.22701)	-0.93721** (-3.0180)	-0.93623** (-2.89157)
BANK1	-0.01429** (-2.1247)	-0.10375** (-3.1938)	-0.08715** (-2.80641)	-0.06528** (-2.12994)	-0.06094* (-1.87690)	-0.04863 (-1.4245)	-0.06705 (-1.88894)	-0.06303* (-1.85697)	-0.06895** (-2.11443)	-0.08275** (-2.72736)
BANK2	0.00022 (0.04853)	-0.00195 (-0.51637)	-0.00329 (-0.97576)	-0.00412 (-1.34369)	-0.00613 (-1.57093)	-0.00461 (-1.01233)	-0.00535 (-1.14138)	-0.00448 (-1.08514)	-0.00565* (-1.78614)	-0.00426 (-1.11207)
EXE	-0.08151* (-1.85448)	-0.15405** (-2.81838)	-0.13877** (-2.57197)	-0.09785 (-1.58694)	-0.20048* (-1.87199)	-0.21871* (-1.69393)	-0.10026 (-0.78585)	-0.22168 (-1.54537)	-0.15457 (-1.48389)	-0.07081 (-0.67241)
TOP	0.0069** (2.17099)	0.05781** (3.78125)	0.05197** (3.47732)	0.04721** (2.80257)	0.03837** (2.25542)	0.02612* (1.6482)	0.03617** (2.13596)	0.04294** (2.43439)	0.03681** (2.40039)	0.02283 (1.50115)
Adjusted R <sup>2</sup>	0.03876	0.05609	0.04678	0.03313	0.04885	0.03914	0.02679	0.02906	0.03141	0.02713

第2表 (A2) 式の推定結果

変数	87年	88年	89年	90年	91年	92年	93年	94年	95年	96年
定数項	0.03812 (0.85711)	0.11034** (3.02233)	0.13948** (4.19305)	0.14615** (3.70943)	0.23497** (7.48759)	0.24451** (6.66204)	0.25789* (3.30963)	0.02491 (0.63346)	0.02425 (0.91731)	0.03616 (1.58464)
ASSET	0.25079** (2.26840)	0.10767 (1.27408)	0.06161 (0.79507)	0.17185* (1.94431)	0.0187 -0.27639	-0.01766 (-0.23389)	-0.10386 (-0.68542)	0.19465** (2.60891)	0.07616 (1.45324)	0.03066 (0.66713)
AR	0.73079 (1.33411)	0.53293 (1.29071)	0.67327** (1.73096)	-0.39338 (-0.82005)	-0.54674 (-1.42826)	-0.00883 (-0.02088)	-0.57998 (-0.67887)	0.40114 (0.87593)	0.67859** (2.17237)	0.76324** (2.75533)
BANK1	-0.00316 (-0.23877)	-0.03575 (-0.72389)	0.03520 (0.78138)	0.09335* (1.7732)	0.03503 -0.81556	-0.03905 (0.77143)	-0.08675 (-0.85631)	-0.09573** (-1.99848)	0.01186 (0.36145)	0.01469 (0.56607)
BANK2	0.02037** (2.31222)	-0.00865 (-1.50468)	-0.00548 (-1.11791)	-0.00832 (-1.58136)	-0.00678 (-1.31476)	-0.01148* (-1.70135)	-0.01239 (-0.92539)	-0.00539 (-0.92654)	-0.00424 (-1.33035)	-0.00488 (-1.48999)
EXE	-0.03043 (-0.35242)	0.08642 (1.04008)	0.07363 (0.94065)	0.03831 (0.36178)	-0.25504** (-1.80043)	-0.35872* (-1.87377)	0.17626 (0.48414)	-0.14086 (-0.69585)	0.05407 (0.5160)	-0.01014 (-0.11234)
TOP	0.00179 (0.28658)	0.00464 (0.19966)	-0.00668 (-0.30802)	0.00169 (0.05875)	0.01032 (0.45854)	0.04211* (1.79185)	0.00033 (0.00689)	0.04653** (1.86928)	-0.00179 (-0.11619)	0.00118 (0.09071)
Adjusted R <sup>2</sup>	0.01027	0.00161	0.00309	0.00865	0.00187	0.00596	-0.00639	0.01306	0.00689	0.01060

注 1) ( ) 内はt値。\*は10%水準で有意。\*\*は5%水準で有意。

- 2) ASSET: 資産の担保価値
- 3) AR: 研究開発・広告費比率
- 4) BANK1: 金融機関株式保有比率
- 5) BANK2: 銀行借入依存度
- 6) EXE: 役員持株比率
- 7) TOP: 株式集中度

第3表 (B1) 式の推定結果

変数	87年	88年	89年	90年	91年	92年	93年	94年	95年	96年
定数項	0.68838** (18.0638)	0.65558** (17.8292)	0.68103** (19.2254)	0.68665** (19.5404)	0.71952** (20.8353)	0.71942** (19.8048)	0.68479** (17.3297)	0.66244** (16.5147)	0.62199** (15.5865)	0.62526** (16.2810)
ASSET	-0.00063 (-0.00862)	0.02214 (0.31294)	-0.09459 (-1.36403)	-0.12155* (-1.77878)	-0.23204** (-3.58637)	-0.18055** (-2.74456)	-0.12439* (-1.80811)	-0.10590 (-1.52431)	-0.06015 (-0.84239)	-0.08934 (-1.25512)
AR	-1.20012** (-3.49275)	-1.07151** (-3.31896)	-0.85227** (-2.71355)	-0.86943** (-2.69714)	-0.85226** (-2.60366)	-1.09938** (-3.28957)	-1.04655** (-2.98601)	-1.18134** (-3.11968)	-0.99872** (-2.66579)	-0.90225** (-2.36927)
MAIN1	-0.00013 (-0.23708)	-0.00045 (-0.84596)	-0.00005 (-0.08718)	0.00013 (0.25271)	0.00016 (0.31308)	0.00051 (0.90521)	0.00081 (1.37580)	0.00091 (1.46363)	0.00129** (2.10405)	0.00127** (2.12287)
MAIN2	0.27879** (3.64740)	0.40018** (4.99125)	0.40975** (4.96446)	0.19544** (2.67943)	0.41915** (4.33180)	0.26836** (2.75071)	0.21712** (2.38295)	0.23684** (2.65445)	0.27572** (3.08423)	0.34579** (3.66112)
EXF.	-1.03342** (-4.16007)	-1.18914** (-4.99242)	-1.11209** (-4.16204)	-0.89034** (-3.08060)	-0.87301** (-3.00098)	-0.87989** (-2.86312)	-0.86647** (-2.57328)	-0.91419** (-2.62437)	-0.16793 (-1.18017)	-0.10227 (-0.80151)
TOP	0.03254 (0.94258)	0.04709 (1.40669)	0.02679 (0.80624)	0.01698 (0.50724)	-0.00235 (-0.07287)	-0.01716 (-0.49986)	-0.00078 (-0.02137)	0.00399 (0.11156)	-0.01059 (-0.29414)	-0.02987 (-1.18942)
Adjusted R <sup>2</sup>	0.16005	0.20608	0.18381	0.09262	0.15738	0.11687	0.08902	0.09793	0.09628	0.1120



第4表 (B2) 式の推定結果

変数	87年	88年	89年	90年	91年	92年	93年	94年	95年	96年
定数項	0.10755** (2.46528)	0.05479 (1.06562)	0.16905** (3.01359)	0.18548** (3.04029)	0.34789** (6.75885)	0.32986** (6.70565)	0.33653** (2.08340)	0.04862 (0.94044)	0.08947** (2.31855)	0.08119** (2.48834)
ASSET	0.15690* (1.88082)	0.14603 (1.47589)	-0.00129 (-0.01179)	0.21968* (1.85169)	-0.02033 (-0.21081)	-0.14503 (-1.62799)	-0.30039 (-1.06813)	0.21343** (2.38345)	-0.05044 (-0.73048)	-0.00723 (-0.11950)
AR	0.61181 (1.55539)	0.72133 (1.59760)	0.48964 (0.98448)	-0.43122 (-0.77052)	-1.18041** (-2.41946)	-0.58996 (-1.30358)	-0.91285 (-0.63716)	-0.44752 (-0.91692)	0.39139 (1.08035)	0.45717 (1.41290)
MAIN1	0.00015 (0.24517)	0.00153** (2.07436)	0.00033 (0.39691)	0.00165* (1.82615)	-0.00023 (-0.28717)	-0.00011 (-0.15044)	-0.00264 (-1.09899)	-0.00062 (-0.77735)	0.00019 (0.31667)	-0.00058 (-1.13894)
MAIN2	-0.33177** (-3.79163)	-0.28452** (-2.53744)	-0.37171** (-2.84389)	-0.41214** (-3.25470)	-0.47639** (-3.30324)	-0.23194* (-1.75556)	0.66343* (1.78123)	-0.12289 (-1.06862)	-0.13392 (-1.54914)	-0.19473** (-2.42651)
EXE	0.49015* (1.72359)	0.80805** (2.42576)	0.76496* (1.80789)	0.01948 (0.03882)	-0.69464 (-1.60205)	-0.92431** (-2.22097)	-0.86075 (-0.62535)	-0.56883 (-1.26693)	0.04175 (0.30344)	-0.11261 (-1.03862)
TOP	-0.02581 (-0.65302)	-0.00808 (-0.17251)	0.02088 (0.39685)	-0.05189 (-0.89289)	-0.03267 (-0.68098)	0.02161 (0.52932)	-0.02917 (-0.19592)	0.01872 (0.40612)	0.00105 (0.03006)	0.01962 (0.91981)
Adjusted R <sup>2</sup>	0.07759	0.04728	0.03214	0.03701	0.03872	0.02403	-0.00156	0.01174	-0.00159	0.03184

注 1) ( ) 内はt値。\*は10%水準で有意、\*\*は5%水準で有意。

2) ASSET: 資産の担保価値

3) AR: 研究開発・広告費比率

4) MAIN1: メインバンクの持株比率

5) MAIN2: メインバンク借入依存度

6) EXE: 役員持株比率

7) TOP: 株式集中度

企業金融にかかわるエージェンシー問題は、企業経営者と株主、株主と債権者などの間に潜在する利害不一致が不完全情報の状況の下で顕在化する現象である。しかし、日本の企業金融メカニズムをエージェンシー問題との関連で考察する場合には、株式会社制度や証券市場の実態に注意を払う必要がある<sup>3)</sup>。一般的に、日本の株式会社では、取締役は経営陣の主要スタッフが兼ねている。したがって、取締役会自体は、経営者に対するモニターの役割を十分に果たしていないといわざるを得ない。

また、日本企業、とくに有力企業は相互に株式を保有し合う。とりわけ、銀行などの金融機関が株式保有者として重要なシェアを占めているが、彼らは個々の企業の経営に対して、よほどのことがない限り、積極的にかかわることを差し控えるのが通常だといわれる。それによって、資産保有者としての株主による支配力が弱くなると思われる。

次に、(B1)、(B2)式の推定結果を見てみよう。第3表において研究開発・広告費比率の係数は依然として有意に負となっている。メインバンク借入依存度(MAIN2)と役員持株比率の係数は有意な結果が得られ、符号も期待したものと一致している。この結果は、企業情報の生産におけるメインバンクの役割および役員モニタリング機能を確認するものであろう。一方、メインバンク持株比率(MAIN1)の係数はほとんど正の符号を示しているものの統計的に有意でない。この意味で、本分析においては、メインバンクの株式保有が負債のエージェンシー・コストを引下げるという実証的結論は得られなかったことになる。また、株式集中度の係数は統計的に有意ではなかった。

一方、第4表において、資産担保価値やメインバンク持株比率、役員持株比率の係数の一部は期待した符号条件と一致し、かつ有意な結果が得られた。また、メインバンク借入依存度の係数推定値は予想に反し、有意に負となった。株式集中度の係数については有意ではない。

以上の結果からわかるように、メインバンクの変数を推定式に入れることに

3) 堀内 [1990] を参照のこと。

よって、より正確な推定結果をもたらした。メインバンクは借り手企業の経営内容についての固有の情報を収集しており、その情報が企業の経営危機に際して役に立つ。メインバンクは、経営危機に陥った企業を処理するための重要な調停者として活動することによって、倒産の費用を節約することに貢献する<sup>4)</sup>。したがって、メインバンクの企業情報の生産が、負債のエージェンシー・コストを引下げることによって、(他の事情を一定として)負債発行を促進する効果を持っていることがわかった。

また、研究開発・広告費比率の推定結果は、エージェンシー問題が深刻な企業ほど負債発行が抑制されることを意味している。しかし、株式集中度の係数は有意ではなかった。この実証的結論は、日本においてフリー・ライダー問題の深刻さの如何にもかかわらず、株主総会やTOBによる経営者の規律づけが有効なメカニズムとして機能していないことを示唆している<sup>5)</sup>。あるいは、このことは、経営者の規律づけに関する代替的なメカニズムが存在し、それが株主総会やTOBといったメカニズムが機能する必要性を減少させていることによると解釈できるのかもしれない<sup>6)</sup>。

しかしながら、以上の分析結果からは、資金調達に伴うエージェンシー・コストが投資決定に影響を与えるという理論的仮説がほとんど支持されなかったことになる。このことは、エージェンシー・コストと投資決定の間に直接的な依存関係が存在していないことを意味する。むしろ、外部資金に付随するエージェンシー・コストの上昇(または低下)は資金調達手段に影響することを通じて、最終的に投資決定に影響を及ぼすと考えられる。

## V お わ り に

以上のように、本稿では、日本の製造業を対象として、資本構成と投資決定

4) たとえば、堀内 [1990]、大庭・堀内 [1990] など。

5) 詳しくは、古川 [1999] 171-172ページを参照されたい。

6) 堀内・広田 [1992] を参照。

をエージェンシー・コストの観点から分析することを試みた。実証分析を行った結果、負債のエージェンシー・コストの大きな企業ほど、そして株式のエージェンシー・コストの小さな企業ほど、それぞれ負債比率を低下させることが確認された。また、メインバンク借入の増加が、負債発行を促進する効果を持つこともわかった。しかし、外部資金調達の際に、企業の内部者と資金供給者との間に生ずるエージェンシー・コストの変動は投資比率に与える効果がほとんど確認されなかった。その理由としては、エージェンシー・コストの代理変数が説明変数として適格性を欠いているのかもしれない。この仮説が現実の説明としてどの程度妥当するかについては、他の代理変数により検証する必要がある。

また、エクイティ・ファイナンスはエージェンシー・コストを削減する方法として知られている<sup>7)</sup>。現実の企業は、これらの各種の負債の発行額を調整して、エージェンシー・コストの削減を図っていると考えられる。これらの負債の構成比率を分析することは大きな意味がある。さらに、エクイティ・ファイナンスの増加が設備投資動向にどんな影響をもたらすのかを分析することも必要であろう。これらは今後の研究課題である。

#### 参考文献

- Auerbach, A. J. [1985] "Real Determinants of Corporate Leverage" in *Corporate Capital Structures in the United States*, ed. by B. Friedman, University Chicago Press, pp. 301-324.
- Barnea, A. & R. A. Haugen & I. W. Senbet [1985] *Agency Problems and Financial Contracting*, Prentice-Hall, Inc.
- Bernanke, B. S. & M. Gertler [1989] "Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations," *American Economic Review*, Vol. 79, No. 1, pp. 14-31.
- Bradley, M. & G. A. Jarrell & E. Han Kim [1984] "On the Existence of a Optimal Capital Structure: Theory and Evidence," *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, pp. 857-880.

---

7) Barnea et al. [1985] を参照されたい。

- Castanias, R. [1983] "Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure," *Journal of Finance*, Vol. 38, No. 5, pp. 1617-1635.
- Fama, E. F. [1978] "The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of its Security Holders," *American Economic Review*, Vol. 68, No. 3, pp. 272-284.
- [1980] "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, pp. 288-307.
- Harris, M. & A. Raviv [1991] "The Theory of Capital Structure," *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 1, pp. 297-355.
- Hoshi, T. & A. Kashyap & D. Scharfstein [1990] "Bank Monitoring and Investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationships" in *Asymmetric, Information, Corporate Finance and Investment*, ed. by G. Hubbard, University of Chicago Press, pp. 105-125.
- Jensen, M. [1986] "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Jensen, M. & W. H. Meckling [1976] "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, No. 3, pp. 305-360.
- Long, M. S. & I. B. Malitz [1985] "Investment Patterns and Financial Leverage" in *Corporate Capital Structures in the United States*, ed. by B. Friedman, University Chicago Press, pp. 325-351.
- Myers, S. C. [1977] "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, No. 5, pp. 147-175.
- Myers, S. C. & N. S. Majluf [1984] "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187-221.
- Titman, S. & R. Wessels [1988] "The Determinants of Capital Structure Choice," *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 1, pp. 1-19.
- 赤石雅弘 [1990] 「エージェンシー・コストと最適資本構成」『甲南経営研究』甲南大学経営学会, 第30巻3・4号, 47-74ページ。
- 大庭竜子・堀内昭義 [1990] 「本邦企業のメインバンク関係と設備投資行動の関係について—理論的整理」『金融研究』日本銀行金融研究所, 第9巻4号, 23-50ページ。
- 岡崎竜子・堀内昭義 [1992] 「企業の設備投資とメインバンク関係」『金融研究』日本銀行金融研究所, 第11巻3号, 37-59ページ。

- 萩野拓也 [2000] 「わが国製造業における資本構成決定要因の影響」『商学研究科紀要』早稲田大学大学院商学研究科, 第50号, 163-181ページ。
- 倉澤資成 [1989] 「企業金融理論とエージェンシー・アプローチ」(伊藤元重・西村和雄『応用ミクロ経済学』東京大学出版会)。
- 花枝英樹・小山明宏・松井美樹・上田 泰 [1989] 「わが国企業における資本構成の決定要因について」(日本経営財務研究学会編『経営財務と情報』中央経済社)。
- 広田真一・福田充男 [1994] 「自己資本, 負債, メインバンク借入」『金融経済研究』金融学会, 第7号, 42-52ページ。
- 古川 顕 [1999] 『テキストブック 現代の金融』東洋経済新報社。
- 堀 彰三 [1986] 『最適資本構成の理論』中央経済社。
- 堀内昭義 [1990] 「金融システムは如何に機能するか」『フィナンシャル・レビュー』大蔵省財政金融研究所, 第16号, 8-47ページ。
- 堀内昭義・広田真一 [1992] 「企業の資本構成とメインバンク」(堀内昭義・吉野直行『現代日本の金融分析』東京大学出版会)。