

組織スラックの形成に果たす利害関係者の役割：銀行の情報生産に焦点を当てて

田尻，敬昌
九州大学大学院経済学府経済システム専攻

<https://doi.org/10.15017/18736>

出版情報：経済論究. 138, pp.43-58, 2010-11. 九州大学大学院経済学会
バージョン：
権利関係：

組織スラックの形成に果たす利害関係者の役割

—銀行の情報生産に焦点を当てて—

Roles of the Stakeholders for Firms to Generate Organizational Slack
—focused on bank's information production—

田 尻 敬 昌[†]
Takamasa Tajiri

目次

1. はじめに
2. 組織スラックとは何か
 - 2.1. 組織スラックの機能
 - 2.2. 組織スラックの定量化
3. 銀行の情報生産能力と負債のFCF削減機能の対立
 - 3.1. 負債とエイジェンシー問題
 - 3.2. 銀行の情報生産
4. 検証
 - 4.1. サンプルデータ
 - 4.2. 組織スラック及び「債権者・株主の利害対立」因子の定量化
 - 4.3. 分析モデル
 - 4.4. 検証結果
 - 4.5. 追加検証
5. 総括

1. はじめに

企業とその利害関係者の間には情報の非対称性があり、そのため、企業が資金調達手段を証券市場に頼れない場合がある。そうした企業に対して、銀行が効果的なモニタリングを行い、情報の非対称性を緩和（情報生産）する役割が期待されている。本研究は、負債に関する従来の仮説に対して組織スラックの概念を導入することで、銀行の情報生産より導かれる「銀行が（組織）スラックを提供する」という仮説と、「負債がフリー・キャッシュフロー¹⁾（以下FCF）を削減する」という仮説を対立するものとして捉え、その是非を定量的に検証しているものである。

従来の負債に関する議論として、負債がエイジェンシー問題をもたらすという議論と、逆に負債がエイジェンシー問題を緩和するという議論がある。負債がもたらすエイジェンシー問題として、過少投資問題（Myers [1977]）、資産代替問題（Jensen and Meckling [1976] など）などがあげられる。一方、負債がエイジェンシー問題を緩和するという議論は、倒産の脅威による経営者規律づけや、負

[†] 九州大学大学院経済学府博士後期課程

1) 組織スラックは、財務スラックやフリー・キャッシュフローを包括する概念である。

債のFCF削減機能 (Jensen [1986]) が挙げられる。特に銀行は、決済口座の保有や他社との取引を通じて得られた経営ノウハウなどの点で、利害関係者間において情報優位な立場にあり、効率かつ効果的なモニタリングにより上記の問題を緩和 (情報生産) する役割が期待されている。

このように、銀行の情報生産能力や負債のFCF削減機能に関する仮説は、それらがエイジェンシー問題を緩和するということから、「負債による経営者規律づけ」(小佐野 [2001]) として論じられてきた。しかし、組織スラックの議論を持ち出すことで、負債の「経営者規律づけ」機能として一括りにされる銀行の情報生産機能と負債のFCF削減機能が対立することになる。

では、銀行が組織スラックを提供するとはどういうことであろうか。そこで、まず、組織スラックについて簡単に概観してみよう。組織スラックとは、Cyert and March [1963] の定義によれば、「組織が利用できる資源と組織が自身を維持するのに最低限必要とする資源との差」である。この組織スラックの機能として先行研究上で次の4つが指摘されている。①組織構成員をそのシステム内にとどめさせるための誘因機能、②コンフリクト解消のための資源機能、③ワークフロー・プロセスにおける緩衝材機能、④組織内において戦略的行動やイノベーションを促す機能 (Bourgeois [1981], 高橋 [2002]) などが挙げられる。①の機能は、利害関係者の「貢献」に対して、彼らの満足度を上回る対価を支払うことで、利害関係者を「連合体」としての組織に繋ぎとめておくことができるというものである。次に、②は、情報の非対称性により生まれる目標の不一致や利害対立を緩和するインセンティブ設計 (報酬制度など) において組織スラックを利用することを表している。③の機能では、材料在庫を増やすことで、サプライヤーの急な納期延長に対応して良好な関係を維持するといった例が挙げられる (Bourgeois [1981])。最後に④のように、組織スラックにより、企業がおかれている経営環境に柔軟に対応したり、その環境で競争的地位を確立することが可能になる。

これら組織スラックの機能を銀行の役割から考えると、情報の非対称性に直面し、株式発行や社債発行のみでは、資金調達が困難なときに、銀行が正当に投資機会を評価し融資することで、イノベーションや戦略的行動 (④) が可能になり、如いてはその獲得したキャッシュフローを適切に配分することで利害関係者を「連合体」内にとどめおくこと (①) が可能になる。さらに、銀行から借り入れた資金を適切に配分することで、「連合体」内のコンフリクトが緩和されたり (②)、コンフリクトを生じさせないための緩衝材 (③) を設定できるようになる。また、「企業が銀行から融資を受けた」という情報により、利害関係者が企業の信用についてある一定程度保障されていると捉えれば、銀行はコンフリクトの緩和に寄与するといえる。

Hadlock and James [2002] では、「銀行が財務スラック (financial slack)²⁾を提供できるか」を株式発行、銀行借入、社債発行の選択の観点から実証研究している。但し、これは、証券市場で過小評価されている企業が (株式発行や社債発行のアナウンスメントと比較して) 銀行借入をしたときのアナウンスメント効果を検証しており、財務スラックの代理変数を設定せず、銀行借入が財務スラックになるであろうと仮定されているだけである。また「負債のFCF削減機能」仮説を対立的に捉えていない。そこで、本研究では、高橋 [1999], [2002] を参考に組織スラックを定量化し、従来の負債

2) Myers and Majluf [1984] は、財務スラックを「現預金、市場性のある有価証券、デフォルト・リスクのない負債を発行する能力」と定義している。

選択の実証方法（Houston and James [1996] など）に組織スラックの代理変数を用いて、上記2仮説を対立的に捉えて検証する。また、この考察に加えて、因子分析による組織スラックの定量化時に得られた「債権者と株主の利害対立」因子の因子得点を情報の非対称性の代理変数として利用し、銀行の情報生産の頑健性を追加的に検討する。

検証の結果から次のようなことが明らかになった。銀行には情報生産能力があるといえる。組織スラックの議論を無視すれば、銀行は、その情報生産の対価としてさらなる利益の分配を要求し、企業に負の効果を与える可能性がある。逆に組織スラックの議論を持ち込むと、組織スラックを上手く活用している企業では銀行借入により成長機会を確保でき、社債発行ではそれが疑わしいといえる。スラックを創出できない企業は銀行借入でも社債発行でも、成長機会を得られていない。

本研究の特徴は次の3点にある。1点目は、前述のように、組織スラック概念の導入により、従来、「負債の経営者規律づけ」仮説としてまとめられていた先の2仮説が対立関係にあることを浮き彫りにさせていることである。また、従来の組織スラック研究において、「連合体（企業と利害関係者）」という概念が念頭に置かれているものの、利害関係者の中で誰が中心的な役割を担って企業を支援できるのかを考察しているものは極めて少ない。そこに注目したところに2点目の特徴がある。3点目は、スラック量を定量化するときに同時に得られた「債権者・株主の利害対立」因子の因子得点を情報の非対称性の代理変数として、銀行の情報生産に関する追加検証をしているところにある。

なお、本論文の構成は以下のようになっている。第2章では、組織スラックがどのようなものであるかを概観する。第3章では、銀行の組織スラック提供仮説と負債のFCF削減仮説が対立することを導いてくる。第4章では第3章で導かれた仮説を財務データ及び株価データを用いて定量的に検証する。第5章で、全体を総括している。

2. 組織スラックとは何か

ここでは、組織スラックがどのようなものかをその機能から読み解き、さらに、その定量化方法について概観する。

2.1. 組織スラックの機能

Cyert and March [1963] が、組織スラックを「組織が利用できる資源と組織を維持するのに必要な資源との差」と定義していることは前述した。ここでは、組織スラックがどのようなものかを概観するため、Bourgeois [1981] が提示した組織スラックの4つの機能を考察する。

- ①組織構成員をそのシステム内にとどめさせるための誘因
- ②コンフリクト解消のための資源
- ③ワークフロー・プロセスにおける緩衝材
- ④組織内において戦略的行動やイノベーションを促す機能（Bourgeois [1981], p.31）

Bourgeois [1981] によれば、①の機能とは、企業が、株主、債権者、取引相手、顧客、従業員を含めた利害関係者の「貢献」と等価な額を超過して「誘因 (inducement)」を与えることで、利害関係者を連合体としての組織に繋ぎとめることが可能になることを表している。ただし、「貢献」を企業の業績とし、「誘因」を貢献に対する配当、利息、材料購入量などの対価とすれば、良い業績を上げている企業は、みな連合体を維持できないことになってしまう (高橋 [2004])。よって、一般的に、業績等の目標達成するところからくる満足度を、給与や材料購入量等に対する満足度が上回ることで連合体が維持可能になると考えられている。

次に②におけるコンフリクトとは、上司と部下の対立や、相互に依存した部門間における対立が挙げられる。その対立関係により自己の利益を追求した目標を設定し、連合体内における目標の不一致がもたらされる。ここで統一した目標を設定し、その目標を達成できるように管理を行うことも1つの方策ではあるが、Bourgeois [1981] は、各自の目標に逐次的に注意を向けたり³⁾、長年温めてきたプロジェクトに投資したり、部分的に権限を委譲することでコンフリクトを解消・緩和させることが可能になると指摘している。このとき、組織スラックがコンフリクトの解消を促進させる役割を果たす。

③の機能により、企業は、材料在庫の保有量を増やしてサプライヤーの急な納期の延長に応じたり、急な需要の増加に対処するために完成品の在庫を増やして商品を顧客に滞りなく供給することで良好な関係を維持することができる。この棚卸材料や棚卸商品がまさに組織スラックであり、これらに投下する予定の現預金もこれに該当する。これらは、Cyert and March [1963] のいう「コンフリクトの擬似的な解決 (quasi resolution of conflict)」に加え、「不確実性の回避 (uncertainty avoidance)」と対応している。また、②の機能において指摘した相互に依存した部門間の例においても、スラックをつくることで、両者が余裕のない活動において調和⁴⁾を図る必要性を減少させることも可能となる (Bourgeois [1981])。但し、上流での過剰な生産能力は下流にボトルネックをもたらしことに注意を払う必要がある。

Bourgeois [1981] によれば、④の機能は、1) イノベーション機能、2) 満足化機能、3) 政治的機能という3つ⁵⁾に分解される。1) と異なり、2)、3) では戦略的行動における組織スラックの逆機能的な部分に焦点が当てられている。

1) のイノベーション機能は、組織スラックがあることで、不確実性の高い環境に柔軟に対応したり、その環境で競争的地位を確立できるというものである。つまり、スラックを生み出すことで、組織は、新製品の導入、新規市場の開拓といった新しい戦略を持った試みが可能となる (Bourgeois [1981])。しかし、Bourgeois [1981] は、スラックがイノベーションを生みだして好業績をもたらすが、この好業績がさらにスラックをもたらし、そのスラックにより、経営環境が好ましくないときに、通常、予算として認められないと予想される項目でも配分の対象になると指摘している。

3) Cyert and March [1963] のいう「コンフリクトの擬似的な解決」。「コンフリクトの擬似的な解決」、「不確実性の回避」、「問題志向の探索」などは、Cyert and March [1963] や岸田・田中 [2009] が詳しい。

4) 交渉を行う当事者同士に余裕がない状況では、コンフリクトが生じやすいといえる。

5) 3つの呼び名は、高橋 [2004] に従った。

2) の満足化機能は、個人または組織の限定合理性に起因する。個人が、情報収集能力、情報処理能力、情報伝達能力に限界があることで、最善解となる行動をとることができず、どうにか満足のできる選択肢を探し出す。そして、そのような経営者は、不確実性が伴う「予測」を避け、問題を「短期化」し、対症療法的な解決策を図る（岸田・田中 [2009]）。このような対症療法的行動は、「問題志向の探索 (problemistic search)」へとつながる。問題が発生したときに、その解決策を探り、解決できなければ、目標を修正し、修正された問題の解で満足するのである（岸田・田中 [2009]）。このような経営者の行動は、長期的な観点を無視した機会主義的な行動にもなりうるし、最善解を毀損するものと考えられるし、次善解を探るものとも考えることができる。

2) でBourgeois [1981] が指摘しているのは、上記の問題志向の探索において、組織スラックの存在が実現可能な選択肢から、連合体の参加者にとって「受け入れることができる (満足できる)」選択肢へと探索が削減できるという利点である。一方で、業績がある一定の満足基準を超えたときに、連合体の中で意思決定に強く影響を及ぼすことのできるグループが、自己の好みにより一致した組織構造の配置を行う可能性も挙げている。

3) の機能は、「駆け引き」に関するものである。Bourgeois [1981] は、この点につき組織スラックが駆け引きをなくすという考え方と組織スラックの存在が駆け引きを助長するという考え方があることを指摘している。前者は、配賦する資源が豊富にあるほど、資源配分に対し多様な関心を持つ（個人合理的な）利害関係者に対して、十分な配分が可能となるためコンフリクトは少なくなり、連合体形成活動に費やす労力が減少し、スラック資源は、「駆け引き」を減らすのに役立つというものである。逆に後者は、スラックのような余剰資源があることで、公正な配分以上の資源を自分のコントロール下に置こうとする駆け引きが起こるといえるものである。

以上、組織スラックの4つの機能を概観してきたが、④の機能の1)～3) で言及されているように、組織スラックにも当然に逆機能が存在する。また、①～③の機能を果たすために、組織スラックをうまく配置したところで、企業外部の者にとって経営者のそのような行動が適切かどうか判断できないケースも当然に生じるであろう。

そこで、「組織スラックの逆機能」に対しては、企業の情報のある一定程度保有するものが企業をモニタリングすることで、経営者の機会主義的行動を是正することが求められる。「経営者による組織スラック配置の適切性」に対しては、情報優位にある利害関係者が、情報劣位にある利害関係者と企業の間にある情報の非対称性を緩和するという処置が必要とされる。これらの点につき、銀行に対してその役割が期待されていると考えられる⁶⁾。

組織スラックの機能を銀行の役割から考えると次のようになる。企業が情報の非対称性に直面し、株式発行や社債発行のみでは、資金調達が困難なときに、銀行が正当に投資機会を評価し融資することで、イノベーションや戦略的行動 (④) が可能になり、如いてはその獲得したキャッシュフローを適切に配分することで利害関係者を「連合体」内にとどめおくこと (①) が可能になる。さらに、銀行から借り入れた資金を適切に配分することで、「連合体」内のコンフリクトが緩和されたり (②)、

6) 利害関係者間で情報優位にある経済主体として銀行を想定している。銀行の情報優位性は第3章を参照していただきたい。

図表1 因子負荷行列

	因子1	因子2	因子3	因子4	因子5
流動負債	0.844		-0.262	0.136	-0.132
当座資産	0.833				0.145
売上債権	0.793	0.154	0.160		0.138
株主資本	0.144	0.809	0.207		
営業CF	0.179	0.718	-0.129	-0.274	
時価簿価比率		0.526	-0.165	0.368	
棚卸資産	0.275	0.366	0.263	0.260	-0.260
固定負債	-0.239	-0.161	0.821		0.154
固定資産	0.311	0.263	0.606	0.189	
販管費			-0.124	0.748	0.226
負債比率		0.129	-0.220	-0.541	
R&D	0.153	-0.244	0.133	0.195	0.684
配当性向		-0.242			-0.662

(出所) 高橋 [2002]

第1因子⇒利用可能性スラック, 第2因子⇒スラック量

第3因子⇒回復可能性スラック (棚卸資産, 固定資産)

第4因子⇒回復可能性スラック (費用項目), 第5因子⇒回復可能性スラック (R&D)

コンフリクトを生じさせないための緩衝材 (③) を設定できるようになる。また、「企業が銀行から融資を受けた」という情報を認識することで、利害関係者が、「企業の信用についてある一定程度保障されている」と捉えれば、銀行は情報の非対称性に起因するコンフリクトの緩和に寄与するといえる。

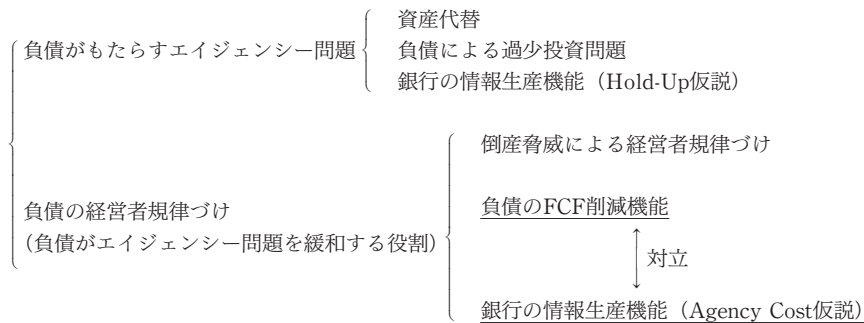
2.2. 組織スラックの定量化

組織スラックの定量化の先駆的な先行研究として、高橋 [1999] が挙げられる。それ以前の定量化に関する先行研究としては、Bourgeois and Singh [1983] の「回復の容易さ」に基づく分類が有名である。Bourgeois and Singh [1983] によれば、「すぐに利用可能なスラック (Available Slack)」、 「回復可能なスラック (Recoverable Slack)」、 「潜在的なスラック (Potential Slack)」がある。すぐに利用可能なスラックとは、留保利益、CF、市場性のある有価証券などである。回復可能なスラックとは、すぐには利用できないが比較的短い一定期間後に利用可能になるもの、または短い期間で投下資本を回収できるものをいい、売上債権、棚卸資産、販売費及び一般管理費などが該当する。潜在的なスラックとは、長期借入金、社債発行、株式発行などを通じて将来利用可能になるものである。

高橋 [1999] は、Bourgeois and Singh [1983] の「回復の容易さ」を基にした組織スラック定量化の問題点として、組織スラックを「形成」と「利用」という段階にわけると、利用部分に焦点が置かれており、形成というものが無視されていることを指摘している。つまり、組織スラックの形成段階といえるその源泉と相応するものとして、「組織スラック量」を定量化すべきであると述べている。

図表1をみると、株主からの払い込みや当期の営業過程で稼いだキャッシュフローが組織スラックの源泉になる。また、時価簿価比率が、成長機会を示すと考えれば、それは将来の組織スラックの源泉を表していると解釈できる。よって、図表1では、因子2がスラック量を示す因子であると考えられる。

図表2 負債をめぐる諸仮説（一部）



(出所) 筆者作成

なお、本研究の因子分析結果は、第4章で確認できる。第3章では、本章で考察した組織スラックの概念の導入で、「負債の経営者規律づけ」として一括りにされてきた2仮説が対立することを検討する。

3. 銀行の情報生産能力と負債のFCF削減機能の対立

顧客、取引先企業、株主、社債権者、銀行などの企業外部の各利害関係者⁷⁾と企業との情報の非対称性の程度に差が存在している。一般に公開されている情報を除けば、顧客には商品・サービスの質、取引先企業には継続的取引関係、株主には株主に認められた情報アクセス権などが意思決定に影響を及ぼす情報といえる。銀行は、決済口座の保有、継続的取引関係、(銀行と取引関係にある)他社との取引を通じて得られた経営ノウハウなどにより情報を得ている。

上記のことから、利害関係者間の情報の収集力に差が生じていると類推できる。この中で特に株主、社債権者、銀行などが情報優位にあると考えられる。しかし、分散化された株式では委任状などを集めるのにコストや時間がかかり、機関投資家や大株主がいても、少数株主がモニタリング・コストをフリー・ライディングする可能性があり、モニタリングのモチベーションが維持できるか疑問でもある。また、社債権者も株式同様分散化されており効率・効果的なモニタリングが期待できない。よって、取引口座による資金の流れが把握できることや、他社から得られた経営ノウハウを蓄積できることから総合的に判断すると銀行に情報優位性が存在するといえる。

次の3.1.では、銀行の情報優位に基づくその情報生産能力と負債のFCF削減機能が組織スラック概念の導入により対立することになる点を示したい。

3.1. 負債とエイジェンシー問題

ここでは負債がエイジェンシー問題もたらすという議論と負債がエイジェンシー問題を緩和すると

7) 株主も企業外部者とみなしている。

いう議論を考察した上で、そこにおいて銀行がどのように位置づけられるのかを説明する。

(1) 負債がもたらすエイジェンシー問題

負債がもたらすエイジェンシー問題は、資産代替問題と過少投資問題が挙げられる。

Jensen and Meckling [1976] によれば、資産代替とは、経営者が融資後にリスクの低いプロジェクトから高いプロジェクトに変えることをいう。債権者は、貸し出す資金が投資されるプロジェクトのリスクに応じて、債券発行時に利子率を決定している。利子率は固定されているので、リスクが高まれば債券の価値は低下すると考えられる。このようなケースでは、債権者は損害を被る。債権者がこのような経営者の行動を予測し、その分高い金利を設定することも考えられる。債権者がこのように高い金利を設定しながら、経営者がリスクの高い投資を行わなければ、逆に株主の富が債権者に流れる。

過少投資問題とは、 $NPV > 0$ のプロジェクトであるにも関わらず、その投資を実行しないことをいう。Myers [1977] は、ある企業が、投資プロジェクトの実施時期よりも後に返済期限を迎える負債を抱えているとき、この投資を行うのに内部留保または外部への株式発行によって賄わなければならない場合、プロジェクトの利益の一部が債権者に回ることや、債権者のためにリスクを負うことを嫌って投資がなされない可能性があることを指摘している。

(2) 負債が緩和するエイジェンシー問題

一般的に、負債によって資金調達を行うことで倒産リスクが高まり、経営者が機会主義的な行動に走りにくくなると考えられる。

また、Jensen [1986] は、企業に過剰投資問題が生じている場合、負債による資金調達を行えば、将来に負債の返済や利払いする必要が生じるので、その分過剰な投資を引き起こす可能性のあるフリー・キャッシュフローが減り、過剰投資が抑制されると述べている。

銀行は、その情報優位性により、(1)で指摘された資産代替問題や過少投資問題を緩和する役割が期待されている (内田 [2004])。

3.2. 銀行の情報生産

Hadlock and James [2002] は「銀行が財務スラックを提供できるか」どうかを検証している。この考え方は、Myers and Majluf [1984] が財務スラックを「現預金、市場性のある有価証券、デフォルト・リスクの低い負債を発行する能力」と定義しているところから来ている。Hadlock and James [2002] はこのデフォルト・リスクの低い負債として、企業外部者の中で相対的に情報優位にある銀行からの借入を想定している⁸⁾。但し、この財務スラックについて、組織スラックのような包括的な概念として捉えられているわけではない。ゆえに財務スラックはその定義からあくまでも組織スラックの一部にすぎず、組織スラックの機能の範疇でその役割を果たすものと思われる。以降、財務スラ

8) コミットメント契約という形態とモニタリング能力によりあくまでも相対的にデフォルト・リスクが低いということにすぎない。

クは組織スラックと読み替える⁹⁾。

一方、Jensen [1986] は負債全般にフリー・キャッシュフロー（以下FCF）削減機能があると指摘しており、このFCFもその定義より明らかに組織スラックの一部であり、銀行が組織スラックを提供するという仮説と対立することがわかる。

なお、銀行が組織スラックを提供するとは、企業と利害関係者間（銀行以外の潜在的投資家を含む）に情報の非対称性があると仮定して、銀行がスクリーニングまたはモニタリングを行って情報の非対称性を緩和（情報生産¹⁰⁾）して、貸出がなされることで、前述の組織スラックの4つの機能が果たされることをいう。

銀行の情報生産をめぐる議論でも複数の仮説が展開されている。ここでは、第4章で銀行の情報生産性を検証するために、負債選択の観点を中心に考察する。銀行借入と社債の選択に関する議論は、大きく分けて2つある。それはAgency Cost仮説とHold-up仮説と呼ばれるものである。

Diamond [1991] やRajan [1992] が指摘しているAgency Cost仮説は次のように説明できる。Diamond [1991] やRajan [1992] によれば、銀行はモニタリングを行って資金を貸し付けており、資金を借り入れた企業を取り巻く利害関係者は、その貸付により当該企業の「成長性」が一定程度保証されたと捉える。逆に社債権者には、銀行のように企業の決済口座を通じたモニタリングができず、従って、モニタリング能力が劣り上記のような「情報生産機能」を有していないといえる。よって銀行借入と企業の成長機会は正の相関があり、社債とは負の相関がある。

Sharpe [1990] やRajan [1992] が指摘しているHold-up仮説は以下のようなものである。上述のように銀行には、「情報生産能力」があり、その情報生産の対価として銀行は、企業に対し利益の分配を要求する。そうすると経営者の努力インセンティブは下がり、企業の成長可能性に負の効果をもたらす恐れがある。よって銀行借入と企業の成長機会は負の相関があり、社債と成長機会は正の相関があると考えられる。

この負債選択に関する実証研究の結果としては、Peterson and Rajan [1994]、Anderson and Makhija [1999] がAgency Cost仮説を支持する結果を得ている。一方、Houston and James [1996] は、（全サンプルではAgency Cost仮説の結果を得ているものの）1つの銀行と取引している企業のサンプルにおいてHold-Up仮説が支持されるという結果を得ている。これは1銀行としか取引をしていないことから、複数銀行と取引をしている企業と比べて、銀行からの要求に弱いということを示しているものと考えられる。

以上、本章では、銀行の組織スラック提供仮説と負債のFCF削減機能に対立することを考察した。次章において、これら仮説のうちどちらが支持されるのかを財務データ及び株価データを用いて定量的に検証する。

9) 銀行借入は、注8のような理由で株式ほど資本コストが高くないため、銀行借入が企業に一定程度の余裕（のあるCF）をもたらすというぐらいにしか財務スラックの議論がなされておらず、明らかに、組織スラックほど理論が展開されていないと考えられる。

10) 銀行が貸出を行うことで、利害関係者は「企業にある一定程度の信用や成長性が期待される」と認識する局面も情報生産と考える。

図表 3 因子負荷行列

変数名	因子 1	因子 2	因子 3	因子 4	因子 5	独自性
当期利益	-0.7289	-0.0006	0.0027	0.0002	-0.0768	0.4628
株主資本	-0.0003	0.2072	<u>0.5558</u>	0.2027	-0.0672	0.6026
配当性向	0.0176	-0.0185	0.0359	0.0527	<u>-0.6283</u>	0.6000
当座資産	-0.0009	0.8190	0.0335	0.0223	0.0135	0.3275
棚卸資産	0.0008	0.4598	-0.2356	0.4875	-0.0507	0.4928
固定資産	-0.0017	0.1812	0.8483	0.0971	0.0009	0.2381
流動負債	0.0000	0.8173	0.2942	-0.1813	0.0099	0.2125
固定負債	-0.0016	-0.2691	0.1433	0.7809	0.0757	0.2915
売上債権	-0.0015	0.7542	0.3310	-0.1609	0.0131	0.2955
販管費	0.9543	0.0011	-0.0009	-0.0017	-0.0197	0.0889
R&D	0.9614	-0.0025	0.0018	0.0004	-0.0093	0.0756
CFO	0.0011	0.2222	<u>0.7613</u>	-0.1312	0.0075	0.3538
負債比率	0.0126	0.0156	0.0207	0.0756	<u>0.7708</u>	0.3993
運転資本	-0.0019	-0.1076	-0.6054	0.5957	-0.0356	0.2658

※主成分法，Varimax回転を採用

第 1 因子⇒回復可能性，第 2 因子⇒回復可能性，第 3 因子⇒スラック量

第 4 因子⇒回復可能性，第 5 因子⇒債権者と株主の利害対立

4. 検証

本研究における仮説は、「銀行がその情報生産能力により，組織スラックを提供できる。つまり，負債の組織スラック削減機能が否定される」というものである。

銀行がその情報優位性を利用して情報の非対称性を緩和（情報生産）し，企業に貸出しを行うことで，組織スラックが提供できるかどうかを考察する。そこで，その銀行の情報生産能力を確認するために，負債選択の検証を行う。具体的には，銀行借入，社債を従属変数とする 2 組の重回帰分析の（時価簿価比率の）偏回帰係数の符号の違いにより負債選択が行われているかを判断する。

4.1. サンプルデータ

財務データ及び株価データは，日経NEEDS Financial Quest2.0からを取得した。日経業種分類の製造業に属し，3月決算企業のデータを1993年3月期から2009年3月期までを対象にして抽出した結果，18536サンプル得られた。記述統計は巻末の別表を参照してほしい。

4.2. 組織スラック及び「債権者・株主の利害対立」因子の定量化

高橋[1999]，[2002]を参考にして，図表3にある14個の財務指標¹¹⁾を使ってスラック量を定量化している。図表3の因子負荷行列をみると因子3において，株主資本が0.5558，営業CFが0.7613という値を示しており，「スラック量」因子であると判断できる。また，固定資産も高い値を示しており，顕

11) 本検証では重回帰分析において時価簿価比率を成長機会の代理変数として利用するため，それを除いて因子分析を行っている。

在的かつ潜在的な組織スラック量を示している¹²⁾。

また、因子5は、配当性向が-0.6283、負債比率が0.7708という値になっており、「債権者と株主の利害対立」因子であると考えられる。この「債権者・株主の利害対立」因子の因子得点は、4.5の追加検証で情報の非対称性の代理変数として利用される。

4.3. 分析モデル

$$\begin{aligned} \text{current_bank_debt}_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{MTB}_{it} + \beta_2 \text{MTB}_{it} * \text{high_slack}_{it} + \beta_3 \text{MTB}_{it} * \text{low_slack}_{it} + \beta_4 \text{COV}_{it} \\ & + \beta_5 \text{PPE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots(1) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{bond_issue}_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{MTB}_{it} + \beta_2 \text{MTB}_{it} * \text{high_slack}_{it} + \beta_3 \text{MTB}_{it} * \text{low_slack}_{it} + \beta_4 \text{COV}_{it} \\ & + \beta_5 \text{PPE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots(2) \end{aligned}$$

$\text{current_bank_debt}_{it}$ = (当期銀行借入残高 - 前期銀行借入残高) / 総資産

bond_issue = (当期社債発行残高 - 前期社債発行残高) / 総資産

MTB (Market To Book ratio) = 時価簿価比率

high_slack_{it} = スラック量が1番大きいグループに1を与え、それ以外には0を与えるダミー変数

low_slack_{it} = スラック量が1番小さいグループに1を与え、それ以外には0を与えるダミー変数

COV = {(当期利益 + 支払利息) / 支払利息} / 売上高, PPE = 有形固定資産 / 総資産

前述したように、当期の銀行借入額、当期の社債発行高を従属変数とする2組の重回帰式において、時価簿価比率の偏回帰係数の符号がそれぞれ異なれば負債選択（銀行の情報生産）が行われていると判断する。なお、当期銀行借入額と当期社債発行高は、当期末の残高と前期末の残高の差をとることで計算されている。

また、 high_slack_{it} は、スラック量を示す因子の因子得点を四分位で分けて、スラック量が一番大きいグループに属する企業に1を、それ以外には0を与えるダミー変数である。 low_slack_{it} はスラック量を示す因子の因子得点を四分位で分けて、スラック量が一番小さいグループに属する企業に1を、それ以外には0を与えるダミー変数である。よって、 $\text{MTB}_{it} * \text{high_slack}_{it}$ はスラックが多い企業の成長機会を示し、 $\text{MTB}_{it} * \text{low_slack}_{it}$ はスラックが少ない企業の成長機会を示しているといえる。

コントロール変数に関して、財務困窮度を示すカバレッジ・レシオ (COV) はフロー項目であるため売上高で、担保の保有量を示す有形固定資産 (PPE) はストック項目であるため総資産で除している。

次に解釈方法であるが、銀行借入額と社債発行高を別々の重回帰式の従属変数にして、独立変数である時価簿価比率の偏回帰係数（成長機会の代理変数）が各重回帰式で異なれば、銀行の情報生産力が確かめられたといえる。

銀行借入の回帰式で時価簿価比率の係数が正、社債の回帰式で時価簿価比率の係数が負であれば Agency Cost 仮説（銀行借入に正の効果あること）が支持されたと考える。逆に、銀行借入の式で時価簿価比率の係数が負、社債で正ならば Hold-Up 仮説（銀行借入に負の効果があること）が支持された

12) 詳しくは、高橋 [2002] または [2004] を参照されたい。

ことになる。

4.4. 検証結果

図表4をみると、銀行借入を従属変数とする時価簿価比率の偏回帰係数は1%水準で有意な負であり、時価簿価比率と高スラックの交差項の偏回帰係数は1%水準で有意な正であり、時価簿価比率と低スラックの交差項は1%水準で有意な負となっている。一方、社債発行を従属変数とする時価簿価比率の偏回帰係数は5%水準で有意な正、時価簿価比率と高スラックの交差項の偏回帰係数は有意な値になっていない。時価簿価比率と低スラックの交差項は1%水準で有意な負になっている。

全サンプルを使った検定結果から、「銀行借入か社債発行か」という負債選択が行われていることがわかる。つまり、銀行の情報生産が確認されたといえる。但し、銀行借入は企業にとって負の効果をもたらすという仮説 (hold-up仮説) が支持されている。

図表5では、銀行借入が長期と短期で違いが出るかどうかを考察している。長期は短期に比べて長

	銀行借入				社債			
	偏回帰係数	標準誤差	t 値	P 値	偏回帰係数	標準誤差	t 値	P 値
α	0.00645	0.00127	5.08	0.000	-0.00338	0.000732	-4.61	0.000
MTB	-0.00257	0.000446	-5.76	0.000	0.000538	0.000257	2.09	0.036
MTB * high_slack	0.00427	0.000498	8.59	0.000	0.0000885	0.000287	0.310	0.758
MTB * low_slack	-0.00511	0.00513	-9.96	0.000	-0.00128	0.000296	-4.34	0.000
COV	-0.00658	0.00602	-1.09	0.274	0.000508	0.00347	0.150	0.884
PPE	-0.0148	0.00382	-3.89	0.000	-0.00199	0.00221	-0.900	0.368

	銀行借入(長期)				銀行借入(短期)			
	偏回帰係数	標準誤差	t 値	P 値	偏回帰係数	標準誤差	t 値	P 値
α	0.00338	0.000898	3.76	0.000	0.00205	0.00102	2.01	0.0440
MTB	-0.00112	0.000315	-3.55	0.000	-0.000934	0.000357	-2.61	0.009
MTB * high_slack	0.00284	0.000352	8.06	0.000	0.00128	0.000399	3.22	0.001
MTB * low_slack	-0.00154	0.000363	-4.26	0.000	-0.00350	0.000411	-8.52	0.000
COV	0.00144	0.00426	0.34	0.735	-0.00865	0.00482	-1.79	0.073
PPE	-0.00563	0.00270	-2.08	0.037	-0.00650	0.00306	-2.12	0.034

	銀行借入				社債			
	偏回帰係数	標準誤差	t 値	P 値	偏回帰係数	標準誤差	t 値	P 値
α	0.00643	0.00127	5.08	0.000	-0.00338	0.000732	-4.61	0.000
MTB	-0.00257	0.000445	-5.77	0.000	0.000538	0.000257	2.09	0.036
MTB * high_slack	0.00428	0.000498	8.60	0.000	0.0000885	0.000287	0.310	0.758
MTB * low_slack	-0.00508	0.000493	-10.30	0.000	-0.00128	0.000296	-4.34	0.000
COV	-0.00656	0.00602	-1.09	0.276	0.000508	0.00347	0.150	0.884
PPE	-0.0149	0.00382	-3.89	0.000	-0.00199	0.00221	-0.900	0.368

図表7 Tobit回帰分析 銀行借入(長期) 銀行借入(短期)

	偏回帰係数	標準誤差	t 値	P 値	偏回帰係数	標準誤差	t 値	P 値
α	0.00338	0.000893	3.79	0.000	0.00199	0.00101	1.97	0.049
MTB	-0.00112	0.000315	-3.55	0.000	-0.000917	0.000355	-2.59	0.01
MTB * high_slack	0.00284	0.000352	8.07	0.000	0.00127	0.000396	3.21	0.001
MTB * low_slack	-0.00154	0.000361	-4.28	0.000	-0.00340	0.000400	-8.50	0.000
COV	0.00144	0.00426	0.34	0.735	-0.00856	0.00479	-1.79	0.074
PPE	-0.00564	0.00269	-2.10	0.036	-0.00645	0.00304	-2.12	0.034

期的視点に立った意思決定が促されやすいと考えられる一方で、長期契約よりも短期契約の方が経営者の行動を律しやすいとも考えられる。検証結果は、ほぼ差が生じなかった。このことは、銀行のモニタリング機能がプラスの効果かマイナスの効果どちらに働くかということは別にして、そのモニタリング能力自体は有効に機能していると考えられる。

また、銀行借入や社債発行を行っていない企業が想定されるので、Tobit回帰分析も実施している。結果は、図表4とほぼ同様の結果が得られていることがわかる。

以上のことから、次のように結果を解釈できる。銀行には情報生産能力がある。組織スラックの議論を無視すれば、銀行は、その情報生産の対価としてさらなる利益の分配を要求し、企業に負の効果を与える可能性がある。逆に組織スラックの議論を持ち込むと、組織スラックを上手く活用している企業では銀行借入により成長機会を確保でき¹³⁾、社債発行ではそれが疑わしいといえる。スラックを創出できない企業は銀行借入でも社債発行でも、成長機会を得られていない。

4.5. 追加検証

ここでは、銀行の情報生産性について追加検証を行う。因子分析の際に抽出された「債権者と株主の利害対立」因子の因子得点を情報の非対称性の代理変数とみなし、4.4の頑健性を検討する。

第5因子の因子得点を四分位で分けてグループ変数を設定する。情報の非対称性が大きいほど、債

【平均値の差の検定】

図表8 銀行借入

	平均値	標準偏差	最小値	中央値	最大値	t 値	P 値	サンプル数
利害対立大	0.00134	0.0638	-0.606	-0.000640	0.327	-2.01	0.0446	816
利害対立小	-0.00441	0.0524	-0.332	-0.00360	0.254			861

図表9 社債

	平均値	標準偏差	最小値	中央値	最大値	t 値	P 値	サンプル数
利害対立大	-0.0169	0.0579	-0.331	-0.0122	0.200	2.63	0.00860	816
利害対立小	-0.00964	0.0547	-0.335	-0.00846	0.220			861

13) 重回帰分析では、時価簿価比率を外生変数と取り扱っており、ここではその外生変数を内生変数であるかのように説明しているが、分析結果より本説明のように解釈できると考えられる。

【ウィルコクソン符号順位和検定】

図表10 銀行借入

	平均値	標準偏差	最小値	中央値	最大値	z 値	P 値	サンプル数
利害対立大	0.00134	0.0638	-0.606	-0.000640	0.327	-2.91	0.00360	816
利害対立小	-0.00441	0.0524	-0.332	-0.00360	0.254			861

図表11 社債

	平均値	標準偏差	最小値	中央値	最大値	z 値	P 値	サンプル数
利害対立大	-0.0169	0.0579	-0.331	-0.0122	0.200	2.57	0.0103	816
利害対立小	-0.00964	0.0547	-0.335	-0.00846	0.220			861

権者と株主の利害対立が大きいと考えられるので、その因子得点が高いほど情報の非対称性が大きく、逆に因子得点が低いほど情報の非対称性が小さいと判断する。

つまり、本検証では、利害対立が情報の非対称性によって生じると仮定し、「期首」の情報の非対称性の程度により、銀行借入か社債発行の選択が生じることを別の角度から検証するものといえる。なお、ここでは、1会計年度において銀行借入と社債発行を両方行っている企業を対象にしている¹⁴⁾。つまり、銀行借入、社債発行が「どちらか」及び「両方とも」0のサンプルを除外している。

図表8をみると、銀行借入は、期首に利害対立が大きいグループでは増加し、低いグループでは減少している。図表9の社債発行は、期首に利害対立が大きいグループも小さいグループもともに減少しているものの、利害対立が大きいグループの方が減少の程度が大きい。

また、各グループ間について、平均値の差の検定、ウィルコクソン符号順位和検定の結果、有意に差があることがわかる。

このことから、銀行の情報生産能力の頑健性が確かめられたとえいる。

5. 総括

本研究では、組織スラック概念の導入により、従来の「負債による経営者規律づけ」の仮説における、銀行の情報生産（とりわけ組織スラック提供）仮説と負債のFCF削減仮説が対立することを確認し、どちらが支持されるのかを定量的に検証してきた。

実証研究の結果、次のことが明らかになった。銀行には情報生産能力があると確認された。組織スラックの議論を無視すれば、銀行は、その情報生産の対価としてさらなる利益の分配を要求し、企業に負の効果を与える可能性がある。逆に組織スラックの議論を持ち込むと、組織スラックを上手く活用している企業では銀行借入により成長機会を確保でき、社債発行ではそれが疑わしいといえる。スラックを創出できない企業は銀行借入でも社債発行でも、成長機会を得られていない。また、「債権者・株主の利害対立」因子の因子得点を情報の非対称性の代理変数とした追加検証でも銀行の情報生産が

14) 「借入・発行をしない」ということも意思決定ではあるものの、「負債の許容量に達して負債発行をやめる」という可能性を排除して、より選択性の頑健性を持たせるために、そのような処理を行っている。

確認された。

上記のように本研究の仮説を支持する結果が得られたが、いくつかの課題も存在する。1点目が、企業と顧客、企業と取引企業、企業と株主の間における利害対立を、銀行がどのように緩和するのか、また、どの程度関与すべきなのかは未だ明らかにされていない。この点に関連するところで、メインバンクの議論（保険提供機能、状態依存型ガバナンスなど）の議論を扱っていないことも今後の課題といえる。

2点目として、スラック量の多寡で、スラックの形成・利用がうまくなされているかどうかを仮定しているところに課題がある。但し、高橋 [2002] が収益性などと直接的な関係を考察しており、この結果から上記のような仮定をおいてもさほど問題がないと思われる。いずれにせよ、検証対象としたサンプルの違いには注意する必要がある。

3点目に、銀行の情報生産をみるために、負債選択を取り上げたが、株式発行についても考察対象にすべきかもしれない。この点につき、サンプル抽出の期間を93年以前にも広げる必要があると考えられる。

4点目に、「債権者・株主の利害対立」因子において、配当性向の指標が重要になっていたが、これにつき配当政策に関わる検証（配当のFCF削減仮説など）も追加として必要であるかもしれない。また、配当性向にマイナス、負債比率にプラスという因子分析結果であったが、この符号と「0」が意味するところの解釈にも検討の余地があり、当該因子得点の変化量の検証も必要といえよう。

そのほかに、金融機関が社債を引き受けるケースがあるが、本稿はこれを考慮にいれた研究ではないことが挙げられる。また、借入金を銀行借入の代理変数にしている点なども修正する必要がある。

これらは、今後の課題として鋭意取り組んでいきたい。

<参 考 文 献>

- Anderson, C.W. and A.K. Makhija. [1999] “Deregulation, Disintermediation, and Agency Costs of Debt: Evidence from Japan,” *Journal of Financial Economics* 51, pp.309-339.
- Bourgeois, L.J. [1981] “On the measurement of organizational slack.” *Academy of Management Review* 6, pp.29-39.
- Bourgeois, L.J. and J.V. Singh [1981] “Organizational Slack and Political Behavior Among Top Management Teams” *Academy of Management Proceedings* pp.43-47.
- Cyert, R.M. and J.G. March [1963] *A Behavioral Theory of Firm*, Englewood Cliffs: Prentice-Hall. (サイアート, R. M.=J.G.マーチ [松田武彦監訳] [1967] 『企業の行動理論』ダイヤモンド社)
- Diamond, D. [1991] Debt Maturity and Liquidity Risk, *Quarterly Journal of Economics* 106, pp.710-737.
- Hadlock, C.J. and C.M James. [2002] “Do Banks Provide Financial Slack?” *Journal of Finance* 57, pp.1383-1419.

別表 記述統計

	平均値	標準偏差	最小値	p25	中央値	p75	最大値	サンプル数
銀行借入	-0.00144	0.0595	-1.73	-0.0177	0	0.0111	0.512381	17282
社債発行	-0.00323	0.0367	-0.403	0	0	0	0.312	17282
時価/簿価	$1.56 \times 10^{(-11)}$	2.36	-21.7	0.737	1.18	1.83	135.3	18536
スラック量	$4.98 \times 10^{(-11)}$	1.00	-66.1	-0.0269	-0.0230	-0.0187	54.6	14766

- Houston, J. and C. James [1996] “Bank Information Monopolies and the Mix of Public and Private Debt Claims,” *Journal of Finance* 51, pp.1863-1889.
- Jensen, M.C. [1986] “Agency Cost of Free Cash Flow.” *American Economic Review* 76, pp.323-339.
- Jensen, M.C and W.H Meckling [1976] “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure” *Journal of Financial Economics* 3, pp.305-360.
- Myers, S.C. [1977] “Determinants of Corporate Borrowing,” *Journal of Financial Economics* 5, pp.147-175.
- Myers, S.C. and N.S. Majluf [1984] “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have” *Journal of Financial Economics* 13, pp.305-360.
- Peterson, M.A. and R.G.Rajan [1994] “The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data.” *Journal of Finance* 49, pp.3-37.
- Rajan, R.G. [1992] “Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm’s-Length Debt.” *Journal of Finance* 47, pp.1367-1400.
- 内田交謹 [2004] 『すらすら読めて奥までわかるコーポレート・ファイナンス』創成社, 192頁。
- 小佐野広 [2001] 『コーポレート・ガバナンスの経済学』中央経済社, 125-177頁。
- 岸田民樹・田中政光 [2009] 『経営学説史』有斐閣アルマ, 128-134頁。
- 高橋邦丸 [1999] 「業績安定化要因としての組織スラックに関する実証研究」『原価計算研究』第23巻第2号, pp.34-45。
- 高橋邦丸 [2002] 「戦略的行動のための組織スラック」『原価計算研究』第26巻第1号 20-31頁。
- 高橋邦丸 [2004] 『資源ベースの企業行動と会計情報』同文館出版。