九州大学学術情報リポジトリ
Kyushu University Institutional Repository

企業の資本構成に関する一考察

翟, 林瑜

https://doi.org/10.15017/2920791

出版情報：経済論究. 79, pp.171-187, 1991-03-26. 九州大学大学院経済学会
バージョン：
権利関係：

KYUSHU UNIVERSITY

企業の資本構成に関する一考察

翟　　林　瑜

I　はじめに

企業が調達する資本の形態は，自己資本と負債とに大別される。この企業の資本構成の問題は，古くから企業財務論の主要テーマであった。これに関するモジリアニ＝ミラー（Modigliani と Miller, 1958）の資本構成無関連命題が，企業財務論学界で大きな反響と論争を呼び起こしたのは，周知の通りである。

このMM理論と呼ばれている資本構成無関連命題の依拠している仮定は，おもに以下の四つに要約することができる。①情報の対称性：情報がコストなしですべての市場関係者にとって利用可能である。②市場の完全性：資本市場が完全競争市場で，取引費用がいっさい存在しない。③負債の安全性：企業の負債による資本調達が貸し倒れのない範囲内に限定される。④企業価値最大化行動：企業は企業価値の最大化を目的にしている。要するに，MMは，企業を取り巻く環境を対称情報と完全市場の世界として捉える一方，企業を，関係者間の利害不一致がなく，市場価値の最大化という単一の目的を持つブラック・ボックス（black box）と見なしている。MMは，ほかならぬこれらの諸仮定のもとで，資本構成が企業価値になんらの影響をも及ぼさない，すなわち，企業の投資政策と資本調達政策が分離できる，との結論を導いたのである。そのうえ，MM（Miller と Modigliani, 1961）は，投資政策を所与とすれば，企業の配当政策は株価および株主の富になんら影響を及ぼさない，との命題をもこれらの仮定に依拠して導出している。

MM理論の導出過程は確かに整合的であった。しかしながら，MM理論の前提にしている上述の諸仮定があまりにも理想化しているので，MM理論は，な

ぜ現実の企業が意識的に負債で資本を調達しているかを説明することができない。その後，MMは，その修正論文（Modigliani と Miller, 1963）で以上の諸仮定の枠組の中で負債の税節約効果をモデルに導入した。しかし，この場合，自己資本よりも他人資本による資本調達の方が有利となり，できるだけ多くの負債を利用した方がよいという論理的な帰結に達した。これもまた一定の負債しか利用していない現実を説明することができない[1]。

現実には，市場の不完全性があれば，情報の非対称性もある。また，企業の意志決定者と負債提供者との間に利害の不一致が存在する。近年，資本構成理論の現実への接近を図るために，より現実的な諸要因を導入することによって最適資本構成の存在や多様な資本調達方法の存在を究明する様々な試みは展開されてきた。こうした中で，市場の不完全性，情報の非対称性と意志決定者と債権者との利害不一致を重視するエージェンシー理論アプローチは，とくに大きな関心を集めている。本稿では，エージェンシー理論のアプローチからこの問題を考察する。本稿の構成は以下の通りである。まず次節では負債のエージェンシー・コストを検討する。つづいて第Ⅲ節では企業の最適資本構成問題を取り上げる。

Ⅱ　負債のエージェンシー・コスト

1.　モラル・ハザード・コスト

企業の利益請求権は，経営者の固定給与と役員賞与（株式オプション等）を無視すると，負債という固定請求権と株式という残余請求権に分けられる。企業の意思決定は，債権者と株主との利益配分に影響を与えることがある。意思決定者と株主との間のエージェンシー関係を無視すると，この影響は，多くの場合，債権者から株主への富の移転を意味するものである。

負債は，企業利益，あるいは企業資産に対する固定請求権である。しかし，株主の負担するリスクが株主の有限責任で限定されているために，負債は無危険の請求権ではない。他の条件が一定である限り，株主と債権者との間のリスク分担は，両者間の利益配分に大きな影響を与える。不確実性の世界で株主と

経営者の間に情報の非対称性が存在するとき，株主は，様々な機会主義的行動を取ることを通して，リスクの分担，したがって利益配分を自分に有利な方向に導くことができる。これらの機会主義的行動としては，主として資産代替，過小投資と過大配当が挙げられる。これらの行動は，負債を利用しないときの最適行動からの乖離を意味しており，一種の機会費用もしくはエージェンシー・コストを生じさせる。このコストは，情報の非対称性と株主のモラル・ハザードに起因するので，これをモラル・ハザード・コストと呼ぶことにする。

(1) 資産代替

株式所有者は，実行するプロジェクトを相対的にリスクの高いものへ変更することによって債権者からの富の移転を図ることができる。これは，資産代替 (asset substitution) の問題である[2]。

Black と Scholes (1973) によれば，株主の持っている株式は一種のコール・オプションである。たとえば，T期後に満期がくる割引債だけを発行している企業を想定してみよう。株主の有限責任制のために，負債満期時の株式価値Sは，

$$S=\mathrm{Max}(V-F,0) \qquad (1)$$

である。ただし，Fは企業の発行した割引債の額面価額である。Vは満期時における企業価値である。容易に分かるように，上式はコール・オプションの表現式である。すなわち，少なくとも形式的には，株式は，T期に企業の資産をFで購入する権利を表示する証書と考えられ，株式の現在価値は，この権利証書の市場価値と見なせる。換言すると，株式とは，企業価値を対象資産（原資産）とし，債権の額面価額を行使価格とし，満期日を権利実行日とするヨーロッパ型コール・オプションにほかならない。

一般に，コール・オプションの価値は，その対象資産の価格変化率の分散が大きいほど高くなる特徴をもつ。したがって，企業資産価値の変化率の分散が大きいほど，株式の価値が高くなるといえる。これは，よりリスクの大きいプロジェクトに投資する方が株式価値の増大につながることを意味する[3]。

このように，株主は，相対的にリスクの高い投資プロジェクトを選択し，株

式の価値だけを増加させようとする動機をもつ。たとえば，企業が，同一の期待価値をもつが，リスクだけが異なる二つの投資機会に直面している場合，株主がよりリスキーな投資プロジェクトを選択することは，債権者から株主への富の移転を意味することになる。また，たとえよりリスキーな投資機会が低い期待価値を持つとしても，この投資機会の採用が株式価値を上昇させさえすれば，株主は，高い期待価値を持つより安全な投資案を拒否し，リスキーな投資案を採用することすら考えられる。

このような負債利用に伴って生じる株主の危険資産選好動機は企業の投資行動の最適投資政策からの乖離をもたらす。企業全体の立場から見れば，この最適投資政策からの乖離は資産代替のモラル・ハザード・コストを生じさせる。

(2)　過小投資

企業が負債を利用しているとき，たとえ企業価値にプラスとなるような投資機会であっても，株主はそれを採用しない可能性がある。これはいわゆる過小投資の問題である。

Myers (1977) によれば，企業の投資機会も一つのコール・オプションと見なすことができる。このオプションの実行価格は，この投資機会を得るための将来の投資所要額である。投資機会の現在価値は，この投資機会固有の価値だけではなく，このオプションの実行の可能性にも依存する。負債がある場合，たとえ正の期待収益を持つ投資機会であっても，もしこの収益の大部分ないし全部が債権者に帰属するならば，このオプションの権利行使で株主は何の恩恵も受けないことになる。この場合，オプションの権利行使が断念されるので，投資機会の価値は0となり，企業価値も低下する。

2期間 ($t=0,1$) モデルで上述の過小投資問題を考えてみよう。1期に実現する状態を $s\in[0,s_{max}]$ で表す。0期では，株主は，1期の不確実な世界についての予想に基づいて1期の期末を満期とする割引債を発行する。この割引債の発行価格はBで，額面価額はFである。1期では状態sが発生する。株主はこの状態をみて投資するか否かを決定する。投資しないと決めれば，投資機会は実現されないことになり，その投資機会の価値はゼロとなる。もし投資機会に一定の資本Iを投資すると決定すれば，$\pi(s)$ というキャッシュ・フロー

が発生する。便宜上，$\pi(s)$ が s の単調増加関数となるよう s を順番付けることにする。

株主が債権者によって強制的に投資機会というオプション権利の行使を強いられる場合，債権者が1期に得られるのは，Min $\{F, \pi(s)\}$ である。これに対し，株主は，Max $\{\pi(s)-I, 0\}$ を得る。しかし，情報の非対称性のためオプション権利の行使が株主の自由裁量に委ねられている場合，株主は，$\pi(s)-I>0$ を満足するすべての状態下に投資するのではなく，投資収益 $\pi(s)-I$ が負債の額面価額F以上の時にしかオプションの権利を実行せず，それ以外の状態が発生するときにはこのオプションの権利を放棄する。したがって，キャッシュ・フローの分布は，

$$\pi(s)=\begin{cases}\pi(s) & \pi(s)-I>F \\ 0 & \pi(s)-I\leqq F\end{cases} \qquad (2)$$

となる。

しかし，株主が投資資本を全部自己資本で賄う（F=0）とき，投資するかしないかの境界は $\pi(s)-I=0$ である。明らかに投資資金の一部を負債で調達している場合，投資資金の金額を自己資本で賄う場合に比べると，$0<\pi(s)-I\leqq F$ だけの投資機会が放棄されることになる。その直感的な理由は，たとえその区間の投資機会が利用されたとしても，債権者の固定優先請求権のために投資収益が全部債権者に帰属するため，株主は投資機会を放棄するからである。

負債利用に伴う過小投資の問題は，ほかならぬ $0<\pi(s)-I\leqq F$ の場合の投資機会の放棄をさす。$\pi(s)-I=0$ を満足する状態を s_a，$\pi(s)-I-F=0$ を満足する状態を s_b とすると，負債を利用しない場合の投資機会の価値 V_a と利用する場合の投資機会の価値 V_b はそれぞれ以下のようになる。

$$V_a=\int_{s_a}^{s_{max}}[\pi(s)-I]f(s)ds; \quad V_b=\int_{s_b}^{s_{max}}[\pi(s)-I]f(s)ds \qquad (3)$$

ただし，f(s) は状態 s の確率密度関数である。$s_b>s_a$ より，$V_a>V_b$ が成立することが分かる。これは，負債を利用することにより，投資機会価値は，

$$\Delta V = V_a - V_b = \int_{S_a}^{S_b} [\pi(s) - I] f(s) ds \qquad (4)$$

だけ低くなることを意味する。これは，過小投資のモラル・ハザード・コストである。これを図示しているのは，図1の斜線部分である。

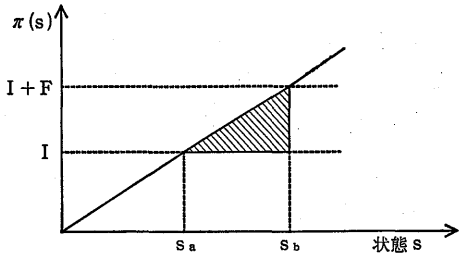

図1　過小投資問題

しかし，以上の議論では，次の仮定が決定的な役割を果たしていることに注意しなければならない。すなわち，株主の投資行動は債権者がまったく観察できないという仮定である。この仮定は，$S_a < S < S_b$ の時，投資すれば債権者がすこし利益を得るのに，株主は，投資せずに，あたかも投資したかのように見せかけ，その調達した負債を着服したり，転用したりすることが可能であることを意味する。これは，株主と債権者との間に極端な情報の非対称性が存在する場合にしか当てはまらない。現実には株主のこの富の移転動機はかなり制限されていると考えられる。

(3)　過大配当

MM (Miller と Modigliani, 1961) は，企業の配当政策は，企業価値と無関連である，と主張している。しかし，配当収入と資本利得に対する税制の非対称性を導入するまでもなく，情報の非対称性の世界では，企業の配当政策は，株主と債権者との間の利益配分および企業価値に少なからぬ影響を与えるのである。他の要因を無視すれば，株主は，企業のキャッシュ・フローを過大に配当の支払に回すことによって債権者からの富の移転を図る動機を持つ。

前述したように，株式は，企業の資産を対象資産に，負債の額面価額を実行価格とするコール・オプションと見なされうる。したがって，企業は，一定の

投資額をリスクの高い資産に投資することによって株式の価値を高めることができる。このような機会主義的な投資政策と同様，企業は，リスクを増大させるような配当政策を取ることによっても富の再配分を実現することができる。

Kalay (1982) によれば，株主は，配当政策では二つの方面からの富の移転を図ることができると考えられる。一つは，新規投資の圧縮，あるいは既存資産の処分で得られた資金を配当に回すことである。もう一つは，負債の発行で得られた代金を配当の支払に当てることである。前者は，企業の過小投資問題にもつながっている。株主が投資の削減で得られた資金を配当に回すと，企業内部の利用可能なキャッシュ・フローは減少し，負債のリスクは増大することになる。ことに，もともと企業のフリー・キャッシュ・フローがあまりない場合，過度の配当支払は，正の価値をもつ投資の断念を招来する可能性が高い。後者は，投資政策を変えずに企業のレバレッジを高める方法である。新たに上位ないし同等の請求権利を持つ負債が発行されると，既存の債権者はもとより，債権者全体の権利も希薄化され，企業のリスクは増大する。

どちらにせよ，この過大配当は，最適の配当政策もしくは投資政策からの乖離を意味し，企業価値の低下をもたらすと考えられる。この企業価値の低下は過大配当のモラル・ハザード・コストと考えられる[4]。

上述の資産代替，過小投資と過大配当によるモラル・ハザード・コストは負債利用に伴う狭義のエージェンシー・コストである。資本市場が貸手市場である場合，合理的な債権者が，これらのモラル・ハザード・コストを割り引いた発行価格しか払わないので，このモラル・ハザード・コストは，結局，株主に跳ね返ってくるかもしれない。この場合，明らかに株主は機会主義的な行動を取らない方が望ましい。これは，情報の非対称性が全く存在しないことに等しい。しかし，現実には，情報の非対称性が存在し，株主の行動が債権者に観察されえない。したがって，株主はこのモラル・ハザード・コストの全部を負担することがない。このモラル・ハザード・コストは株主と経営者双方に分担されていると考える方が妥当である。一般的に，株主よりも債権者側の方が情報の非対称性の減少に強い関心を持っていることは，債権者側が負債の発行価格だけでは株主のモラル・ハザード・コストを株主に転嫁させることができない

ことの証拠とも考えられる。したがって，債権者と株主はともにこのモラル・ハザード・コストを削減する動機を持つ。このモラル・ハザード・コストの引き下げで，株式価値と社債価値のいずれも引き上げられうる。すなわち，このモラル・ハザード・コストの軽減のメリットは，社債の高い発行価格で株主に帰する一方，後述の信用選別とモニタリングのコストの削減および富収奪からの回避の形で債権者も潤うわけである。

2. 契約費用と情報費用

以上から分かるように，株主のモラル・ハザード・コストは，私的利益を追求する人間の本能的な動機という内在誘因と情報の非対称性という外部条件の結合で生起するコストである。そのどちらか一方を完全に消滅させることができれば，モラル・ハザードの存在する余地が自然に消失するはずである。自分だけに利するような機会主義的な行動を選好するというモラルの問題は，普遍的なもので，完全には除去することが不可能だが，当事者双方の義務・責任と利益・リスクの配分を明記する負債契約は，そのモラル・ハザードの問題を緩和することができる[5]。他方，情報の非対称性に関しても，債権者がモニタリング（monitoring）と選別（screening）を，株主がボンディング（bonding）とシグナリング（signalling）を通してそれを軽減することができる。

(1) 契約費用

企業価値の最大化ないし株主と債権者全体の効用最大化に反するような活動を制限する負債契約は，法的効力をもち，株主のモラル・ハザードを抑止する作用を持つ。しかし，この負債契約の締結と管理・履行には契約費用を要する。負債契約の記述・承認にかかる費用（非金銭的費用も含む）と，社債の発行・償還時にかかる費用等がそれである。また，周知のように，負債の利用に伴って企業の破産する可能性が生じてくる。多くの場合，企業の破産には資産の所有者変更と空間的移転が伴う。所有者変更には，資産の評価・判定と法的手続きが必要で，それには一定の費用がかかる。資産の空間的移転にもかなりの移転費用を要する。これらの費用は破産の直接費用として考えられる。さらに，企業の破産に伴って，企業の暖簾価値がなくなり，本来の利用可能なタッ

クス・シールド（tax shield）と投資機会の放棄による資産価値の低下も生じてくる。これらの費用は破産の間接費用として考えられる。以上の破産にかかわる直接・間接コストは，負債契約履行時にかかる一種の取引コストに相当し，契約費用の一部として考えられる[6]。

(2) 情報費用

情報の伝達のない市場はうまく機能するはずがない。たとえば，次のケースを想定してみよう。各企業がそれぞれ異なる投資機会ないしパフォーマンスを持っており，そして企業の経営者だけが自分の企業の“質”知っているが，債券投資家はそれを知ることができない。この場合，企業のよしあしを区別できない債券投資家は，各企業に対し平均的な評価しか与えられない。したがって，“質”のよい企業にとっては負債利用のコストが高すぎることになる。これは，結局“質”の低い企業だけが負債の借り手になるというレモン（lemon）の市場の形成をもたらす。

これに対し，対称情報の世界では，債権者と株主との間の契約は first-best 契約となる。この場合，債権者が株主の行動を完全かつコストなしに観察することができるので，前述したようなモラル・ハザードの問題も存在しなければ，上述のようなレモンの市場も防止される。しかし，現実の世界では，情報の非対称性を完全に除去することは，たとえ可能としても，きわめて非経済的に違いない。なぜなら，情報非対称性を軽減するのには情報費用がかかるからである。合理的な債権者ないし株主は，情報非対称性削減行動によるモラル・ハザード・コストの限界減少が情報非対称性削減行動による情報費用の限界増加に等しいところで，最適の情報非対称性削減行動を取る，と考えられる。以下は，情報の非対称性削減行動を，債権者による信用選別およびモニタリングと株主によるボンディングおよびシグナリングに分けて考察する。

1) 債権者の選別とモニタリング

情報劣位な立場にある債権者の信用供与は，資金の所有者からの一時分離を意味する。上述したように，不確実性の世界と借り手の有限責任下においては，債権者は，借り手のモラル・ハザードと貸し倒れのリスクにさらされている。したがって，債権者は，借り手の企業の信用状態と行動に重大な関心を示

すはずである。この関心は，多くの場合，信用供与前の信用選別（screening）と信用供与後の企業行動に対するモニタリングの形で現れてくる。

前者は企業からの逆選抜を防止するのに有効である。情報優位な立場にある企業は，企業の置かれている状態を知り尽くしており，したがって，負債で資本を調達するとき，企業のパフォーマンスが悪いほど，高いクーポン・レートを出しがちである。もし貸手が信用選別を行わずに，この逆選抜による企業の負債調達に応じるならば，貸手は大きな損失を被ることになる。貸手は，信用選別を通して，高いクーポン・レートの許諾が企業の逆選抜行動によるものと識別することができれば，その信用供与の申し出に応じない。これによって，企業の逆選抜の問題は防止される。後者のモニタリングは，株主を負債契約条項を遵守させるための行動である。債権者は，負債契約が締結された後，企業が資産代替，過小投資と過大配当等の機会主義的な行動を行ったかどうかを監視し，契約違反の行動がある場合，契約の一方的な廃棄を求めたり，訴訟を起こしたりすることによって株主のモラル・ハザードを抑止することができる。

2）株主のボンディングとシグナリング

情報優位な立場にある負債の利用者，つまり株主側にも，信用供与側の懸念を和らげ，よりよい条件で負債での調達を行うために，何らかの形で情報の非対称性を軽減する動機があると考えられる。株主のボンディングとシグナリング行動はそのためのものである。

ボンディング行動は，債権者の利益に反するような行動を取らないと保証する行動である。一定の会計基準の使用，公認会計士による会計審査，監査人承認付きの財務諸表の作成と公開ならびに公的機関による信用審査等はそれである。シグナリング行動は，債権者の懸念を解消し，債権者からの評価を高めるために何らかの信号を債権者に送るという行動である。企業の配当政策，自社株買い戻し，投資政策と資本調達政策はいずれもシグナリングの道具として使われる。しかし，企業の送ったシグナルを，市場あるいは債権者が“よいニュース”として受け止める可能性もあれば，“悪いニュース”として受け止める可能性もある。もちろん，送ったシグナルは，“よいニュース”として受け止められるときにのみシグナリングの価値が期待できる[7]。

情報費用は，以上で検討した情報非対称性削減行動にかかる費用である。債権者がモニタリングと信用選別を行うために，一定の費用（非金銭的費用も含む）を投下しなければならない。株主もボンディングとシグナリング行動を行うために，監査人への報酬と情報開示でもたらされうる競争相手の参入等の形で一定の費用を覚悟しなければならない。われわれは，債権者と株主双方が費やした情報費用を企業の負債利用に伴う情報費用と呼ぶことにする。

3. 総エージェンシー・コスト

負債の総エージェンシー・コストは，上述のモラル・ハザード・コストと契約・情報費用の合計である。前者は，負債の利用に伴う自然発生的なもので，株主の利己心と情報の非対称性に起因するものである。後者は，債権者の合理的な行動と株主の自律心によるものである。この両者は一種のトレード・オフの関係にある。すなわち，負債契約の最適化と情報の完全化に多くの費用をかけると，モラル・ハザード・コストは小さくなるが，その逆も真である。

したがって，合理的な当事者は，図2の示すように，負債利用の総エージェンシー・コストを最小化するために，τ で表している情報の非対称性を完全に除去するのではなく，それを $\tau^{\#}$ の付近に抑える方がもっとも望ましい。$\tau^{\#}$ 点では，契約・情報費用の限界増加がちょうどモラル・ハザード・コストの限界減少に等しい。

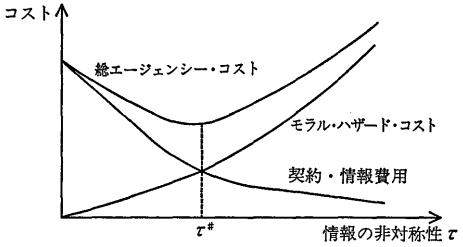

図2　エージェンシー・コストの最小化

Ⅲ　最適資本構成

図2からも分かるように，情報の非対称性のもとでは，負債を利用している

レバレッジ企業は，負債の総エージェンシー・コストを最小化することができるが，それを完全に除去することが不可能である。したがって，負債で資本を調達しようとする株主は，一定のエージェンシー・コストの発生を覚悟しなければならない。それでは，株主は，なぜこのエージェンシー・コストの発生を招くまで負債を利用しなければならないのであろうか。現実にほとんどの企業がレバレッジ企業であることは，負債利用によって何らかのメリットを得ているはずであることを意味している。まず考えられるのは負債の税節約効果という税制度上の要因であろう。

1. 税節約効果と資本構成

米国や日本等の国の現行税制度では，負債利子の費用算入が認められている。したがって，負債には自己資本に比べると一種の税節約効果がある。負債の利用額が大きければ，この税節約効果も大きくなる。Modigliani と Miller (1963) によれば，企業が永久債を発行している場合における税節約効果の現在価値は，法人税率とその負債の市場価値との積である。しかし，かりに負債の税節約効果を最大限に利用しようとする100%の負債比率の企業が存在するとしても，政府は，その利子の損金算入を一定水準以上は認めないことになっている。これを考慮すると，負債の税節約効果は，負債比率の線形増加関数ではなく，おおむね凹関数の形をとるのが妥当である。

エージェンシー理論アプローチで企業の資本構成問題を取り上げる多くの研究は，負債の上述の総エージェンシー・コストと税節約効果とのトレード・オフを行うことによって最適の資本構成を見いだそうとしてきた。以上の議論に

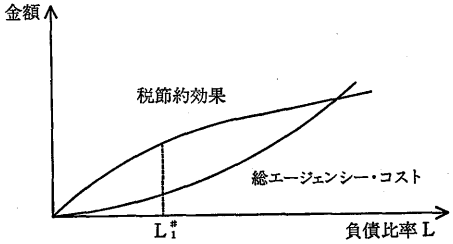

図3　負債の税節約効果

即して言えば，負債比率の上昇につれて，期待の破産コストのような負債契約履行コスト等が急上昇することが考えられるので，上述の最小化された総エージェンシー・コストは負債比率の逓増的増加関数と考えられる。したがって，企業の最適資本構成は，負債の限界税節約効果がその限界の総エージェンシー・コストに等しいところで決められるはずである。前頁の図3の $L_1^{\#}$ は，この最適の負債比率を表している。

2. リスク配分効果と資本構成

以上は，負債の税節約効果と総エージェンシー・コストの見地から企業の最適資本構成問題を検討した。しかし，ここで一つの素朴な疑問が自然に生まれてくる。すなわち，負債の税節約効果だけが負債利用の唯一のメリットであると見てよいであろうかという疑問である。

以上の最適資本構成についての検討に当たっては支払利子の損金算入を前提にしている。これは，もしもこのような負債優遇の税政策が存在しなかったら，上述のようなトレード・オフ，つまり最適の資本構成問題は存在しなくなる，ということを意味している。この場合，明らかに企業が負債をまったく利用しない方がよいという結論に到達する。しかし，かりに支払利子の損金算入の税政策が撤廃されたとしても，企業の負債での資本調達と銀行等のような貸手がただちに消えるはずがないと思われる。したがって，負債には，税節約効果以外にも何らかの非制度的なメリットが存在していると考えられる。これは，とりもなおさず，エージェンシー理論が示唆してくれるプリンシパルとエージェントの間のリスク最適配分効果である，と考えられる[8]。

人間はそれぞれ異なる趣味や嗜好を持っていると言われている。不確実性の世界における不可避なリスクに対しても，人々は，富の賦存量や個人的性格の違いなどでそれぞれ異なる態度を持っていると考えられる。たとえば，お金をリスクの高い投機的な資産に投資する人もいれば，それをほとんどリスクのない預貯金に投資する人もいる。また，火災保険に加入したい人もいれば，自ら他人の火災発生のリスクを引き受けるような保険業者もいる。これらのリスクに対する異なる行動は，おもに異なるリスク回避度に起因すると考えられる。

単純化のために，投資家が低いリスク回避度を持つグループと，高いリスク回避度を持つグループとに分けられるとする。エージェンシー理論から分かるように，一定の企業リスクに対する最適のリスク・シェアリング・ルールによれば，低いリスク回避度のグループに多くのリスクを，高いリスク回避度のグループに少ないリスクを，分担させるべきである。株式という残余請求権と負債という固定請求権の存在は，まさしくこのような異なるリスク回避度のグループのニーズを満足させる。すなわち，低いリスク回避度のグループに株式を持たせ，高いリスク回避度のグループに債権を持たせることによってリスクの効率的配分が実現される。もし企業の利益に対する請求権が一種類しかないならば，この両グループが同程度のリスクを負担することになる。この場合，低いリスク回避度を持つグループに過小なリスクを，高いリスク回避度を持つグループに過大なリスクを負担させることになり，リスク配分の非効率性は生じてくる。

リスクの効率的配分効果は，最初のうちは負債比率の上昇につれて高くなるが，負債比率の上昇で負債のリスクが最適の負担すべきリスクを上回ると，その配分効果は低下する。したがって，リスクの配分効果と負債比率の関係は，図4のように表される。ただし，$L_2^{\#}$ は負債のリスク配分効果とその総エージェンシー・コストのトレード・オフで決められる最適負債比率である。

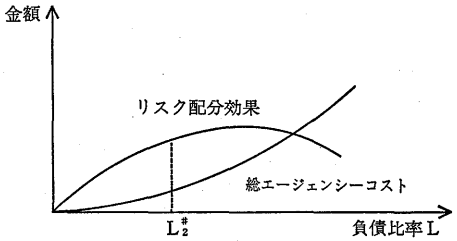

図4　負債のリスク配分効果

3.　最適資本構成の決定

エージェンシー理論のアプローチから見れば，企業の最適資本構成は，負債のリスク配分・税節約効果とその総エージェンシー・コストとの差を最大化す

るものでなければならない。換言すると，最適の負債比率 $L^{\#}$ では，負債の限界のリスク配分・税節約効果がその限界の総エージェンシー・コストに等しくなければならない。これを示しているのは図5である。

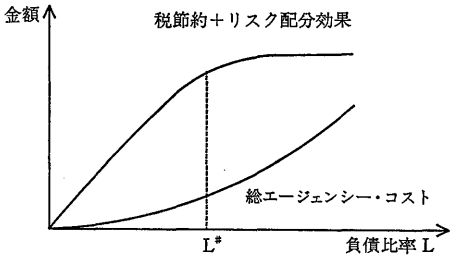

図5　最適資本構成

以上の議論と図5から分かるように，負債の総エージェンシー・コストが小さいほど，最適負債比率が高くなる。一般的に，一定の負債比率のもとでは，企業規模が大きいほど，負債の単位当りエージェンシー・コストは小さい。これは以下の二つの理由から言える。第一に，大企業では所有と経営が分離しているので，経営者は，株主ほど資産代替，過小投資と過大配当を行う動機が強くない。第二に，大企業ほど企業破産の可能性が低いので，リスクの債権者への移転を意図する機会主義的な行動の意味があまりない。したがって，大企業ほど最適の負債比率が高いと考えられる。また，企業が銀行の系列融資の対象である場合，情報の非対称性とモラル・ハザードが低く抑えられるので，負債比率が相対的に高いことが考えられる。

これに対し，小規模企業は負債利用のエージェンシー・コストが大きい。したがって，資産代替，過小投資と過大配当等の機会主義的な行動を制限する負債契約は極めて重要な意味を持つ。中小企業が短期負債の借り替えと担保付き負債でしか他人資本を調達できないのは，企業のモラル・ハザードを回避するという債権者の動機が働いていると考えられる。

注

(1)　もちろん，MMはその他の諸要因で目標負債比率の存在を力説している。

(2) 最初にこの問題を提起したのは Jensen と Meckling (1976) であった。その後，Gavish と Kalay (1983) と，Green と Talmor (1986) がこの問題を取り上げた。

(3) これは次のように直感的に理解することができる。投資プロジェクトのリスクが高くなると，企業の資産価値が高くなる可能性も，逆に低くなる可能性も，ともに増加する。企業の資産価値が高くなる場合，株主は，オプションの実行権利を行使することによって，その資産価値の上昇分を全部手に入れることができる。しかし逆に，企業の資産価値が低くなるときには，有限責任しか負わない株主は，そのオプションの実行権利を放棄すればよいので出資資金以上の損失を被らなくてすむ。この場合，資産価値の低下分は，コール・オプションの売り手たる債権者が負担することになる。

(4) もちろん，配当と資本利得に対する非対称税制度は，この過大配当の問題を軽減すると考えられる。

(5) 詳しいことは翟 (1990) を参照。

(6) 企業の破産コストと後ほど検討する負債の税節約効果とのトレード・オフから最適の資本構成問題を考察する試みが展開されている。たとえば，Miller (1977), Warner (1977), Haugen と Senbet (1978), Kim (1978) と Altman (1984) 等が挙げられる。しかしここでは，破産コストを負債利用の唯一のデメリットと認識するのではなく，それを契約費用，したがってエージェンシー・コストの一部分であるにすぎないとしている。

(7) Ross (1977) と Leland と Pyle (1977) は，シグナリング・モデルを使って資本構成の問題を検討している。二つの企業がそれぞれ異なる投資機会を持ち，その投資機会が当該企業の経営者だけに知られている場合，よりよい投資機会を持つ企業は，より多くの負債を利用することによって，市場に投資機会についての予想をシグナリングすることができる。しかし，情報均衡条件としては，よくない投資機会を持つ企業からの逆選抜は，いずれ市場からペナルティを受けることを前提にしている。

(8) 企業の所有と経営との分離のリスク配分効果に関しては，Fama (1980) と Fama と Jensen (1983) がそれを検討している。

参考文献

Altman, E., "A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question," *The Journal of Finance*, Vol. 39 (1984), pp. 1067–89.

Black, F. and M. Scholes, "The Pricing of Options and Corporate Liabilities," *Journal of Political Economy*, Vol. 81 (1973), pp. 637–54.

Fama, E., "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, Vol. 88 (1980), pp. 288–307.

—— and M. Jensen, "Agency Problems and Residual Claims," *Journal of Law and Economics*, Vol. 26 (1983), pp. 327–49.

Gavish, B. and A. Kalay, "On the Asset Substitution Problem," *Journal of Financial*

and Quantitative Analysis, Vol. 18 (1983), pp. 21-30.

Green, R. and E. Talmor, "Asset Substitution and the Agency Costs of Debt Financing," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 10 (1986), pp. 391-99.

Haugen, R. and L. Senbet, "The Insignificance of Bankruptcy Cost Question," *The Journal of Finance*, Vol. 33 (1978), pp. 383-93.

市村昭三「資本構成理論の新展開の模索」『経済学研究』(九州大学経済学会) Vol. 49, 1984年7月。

市村昭三「資本構成の決定要因の比較静学的分析」『経済学研究』(九州大学経済学会), Vol. 52, 1987年2月。

Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 (1976) pp. 305-60.

Kalay, A., "Stockholder-Bondholder Conflict and Divident Constrints," *Journal of Financial Economics*, Vol. 10 (1982), pp. 211-33.

Kim, E., "A Mean Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity," *The Journal of Finance*, Vol. 33 (1978), pp. 45-63.

Leland, H. and D. Pyle, "Informational Asymmetries, Financial Sturcture, and Financial Intermediation," *The Journal of Finance*, Vol. 32 (1977), pp. 371-87.

Miller, M., "Debts and Taxes," *The Journal of Finance*, Vol. 32 (1977), pp. 261-75.

——and F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," *Jounal of Business*, Vol. 34 (1961), pp. 411-33.

Modigliani, F. and M. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment," *American Economic Review*, Vol. 48 (1958), pp. 261-97.

——"Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction," *American Economic Review*, Vol. 53 (1963), pp. 433-43.

Myers, S., "The Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, Vol. 5 (1977), pp. 147-75.

Ross, S., "The Determination of Financial Structures: The Incentive-signalling Approach," *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8 (1977), pp. 23-40.

Warner, J., "Bankruptcy Costs: Some Evidence," *The Journal of Finance*, Vol. 32 (1977), pp. 337-47.

翟　林瑜「株主，経営者と債権者間のエージェンシー関係」『経済論究』(九州大学大学院経済学会) 第77号，1990年7月。