

ポストMM理論の展開：情報非対称性下の資本構成理論

翟，林瑜

<https://doi.org/10.15017/4493013>

出版情報：経済学研究. 56 (5/6), pp.445-458, 1992-04-10. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：

ポスト MM 理論の展開

— 情報非対称性下の資本構成理論 —

翟 林 瑜

I はじめに

企業財務論の一分野をなしている資本構成理論は、負債の税制度上の有利性と負債による債務不履行の発生を重要視する伝統的理論から、完全市場下の均衡分析に基礎を置く MM 理論へ、さらに MM 理論からポスト MM 理論へと展開と発展の道を辿ってきた。このポスト MM 理論は、MM の資本構成無関連命題や、法人税を考慮した場合の最大限他人資本利用命題といった論理的な帰結の非現実性を意識し、資本構成理論を現実と接近させるために展開され、情報の非対称性と企業の人的側面をとくに重視するものである。そこにこそ、従来の資本構成理論とまったく異なる分析論的特徴がみられる。またその結果として、企業の最適資本構成政策は、単なる資本コストが最小になるところのものではなく、統制と情報創造の道具として捉えられているのである。

情報の非対称性の重視を共通の特徴とするポスト MM 理論は、企業内部の経営者、株主と債権者といった経済主体間の異質性とそれを原因とする利害の不一致を分析の基礎としている。それに呼応して、主体的均衡理論であるポスト MM 理論は、経営者、株主と債権者の内の誰が資本構成の意思決定を行うかという決定主体の特定化をもしている。これは、また、資本構成

の決定主体を問題にしない MM 理論の裁定アプローチと大いに異なる。

そこで、経営者、株主、と債権者という三者間の関係の中で、分析のウェートをどちらに置くかによって、ポスト MM 理論を 2 種類に大別することができる。一つは株主と債権者間の情報非対称性と利害関係から分析を展開するものである。いま一つは、経営者と投資家間の情報非対称性と利害関係から資本構成問題を取り上げるものである。さらに、資本構成の意思決定主体を誰にするかによって、前者は、株主体仮説と債権者主体仮説に、後者は、経営者主体仮説と投資家主体仮説に、それぞれ二つに分けられうる。これらを要約しているのは、次頁の表である。

以下は、上記の分類法に即してポスト MM 理論の主な仮説を概観し、その特徴を吟味する。ただし、考察するに当たって、ごく最近のポスト MM 理論により大きいウェートをおくことにする。

II 株主対債権者の利害関係重視仮説

1. 株主決定主体仮説

1) agency theory 仮説 (Jensen and Meckling, 1976)

この仮説は、オーナー経営者と外部投資家と

ポストMMの資本構成理論

| 関係者 | 決定者 | ポストMM理論 | 市場均衡 | 適用企業 |
|-----------|-----|---|-----------------|------------|
| 株主対債権者仮説 | 株主 | 1 : agency theory 仮説 (Jensen and Meckling, 1976) 2 : 過小投資仮説 (Myers, 1977) 3 : リスク配分効果仮説 (翟, 1991) | 外部株式市場 と負債市場 | 成長+ 小規模 |
| | 債権者 | 信用割当と選別仮説 (Stiglitz, 1981, Bester and Hellwing, 1985) | 負債市場 | すべて |
| 経営者対投資家仮説 | 経営者 | 1 : signalling 仮説 (Ross, 1977, Leland and Pyle, 1977) 2 : bonding 仮説 (Jensen, 1986) | 信用割当下 の負債市場 | 資本市場 |
| | 投資家 | 1 : 取引コスト理論仮説 (Williamson, 1988) 2 : 情報創造仮説 (Harris and Raviv, 1990) 3 : 自由裁量仮説 (Stulz, 1990) 4 : 請求権優先順位仮説 (Hart and Moore, 1990) | 資本市場 | 負債市場 |

注：成長（成熟）=成長（成熟）企業；分離=所有と経営が分離している企業。

の利害不一致の観点から企業の資本構成を取り上げている。オーナー経営者以外の投資家に対する株式の発行は、オーナー経営者の残余利益請求シェアを減少させるため、経営者の役得に対する選好を強め、経営者の努力誘因を低下させる。合理的な外部株式投資家は、株式の発行に伴うこれらのマイナス効果を見込んでそれらを発行価格に織り込むに違いない。他方、負債の発行は、このインセンティブの低下を招かずにすむが、経営者には事後的にリスクの大きいプロジェクトを採用する誘因を与える¹⁾。合理的な債権投資家も、負債の利用に伴うこのリスク選好の増加を負債の発行条件に織り込み、リスクに見合うようなプレミアムを企業に要求す

1) 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、株主はリスクの大きいプロジェクトを採用することによって利益配分を自分に有利な方向に導くことができる。このことは、リスク選好モラル・ハザードもしくは資産代替 (asset substitution) 問題とも呼ばれている。

るはずである。したがって、最適の負債対株式資本の比率は、新規株式発行による役得選好の増加と努力誘因の低下の限界的マイナス効果が負債利用によるリスク選好の増加のマイナス効果に等しいところに決定される。換言すると、外部株式発行の限界的エージェンシー・コストが負債発行の限界的エージェンシー・コストに等しいところに最適の資本構成が見いだされるのである。

資本構成に対するこの捉え方は、税制という制度的な要因と、特定の企業にしか問題にならない破産要因に依存せず、資本構成のオーナー経営者の行動に与える影響と、外部投資家の合理的期待を基礎にしている。この点こそ、MM理論を含む従来の資本構成理論と大いに異なるところである。しかし、この捉え方が、オーナー経営者が自分の資金では賄いきれないほど多くの投資機会に直面していることを前提にしていることを看過してはならない。ゆえに、この仮説は、オーナー経営者によって経営されてい

る成長企業に当てはまるが、経営者の持ち分比率がわずかな現代企業についてはそれほどの説明力があるとは思われない。

また、この仮説によれば、オーナー経営者にとっては自分の請求権と同じ請求順位をもつ普通株式ではなく、優先株式を外部に発行した方が有利である、という結論がその自然な帰結として導かれる。なぜなら、請求順位の高い優先株式の発行が、普通株式の発行ほど経営者の努力インセンティブの低下と役得の選好を招くことがないからである。この点からも、このエージェンシー理論アプローチは、普通株式をあまり発行していない中小企業にだけ当てはまると考えられる。

さらに、この仮説によれば、外部資本調達の際エージェンシー・コストが最小になるようオーナー経営者が資本構成を自主的に決定することを意味している。これは、オーナー経営者が資本構成政策をボンディング(自己防衛的自制)行動として捉えていることを意味している。

2) 過小投資仮説 (Myers, 1977)

この仮説は、負債を利用することによって発生する過小投資の問題から企業の資本構成問題を考えている。リスクー負債を利用し、かつ株主のために行動する企業は、負債を利用していない(あるいは安全負債しか利用していない)企業とは異なる投資決定を行う可能性が高い。後者の企業が全ての正のNPV(正味の現在価値)のプロジェクトに投資するはずなのに対して、前者の企業は、たとえ正のNPVをもつ投資機会であるとしても、株主が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。この過小投資は企業価値の低下をもたらす。これは、以下のように理解できる。

企業の投資機会コール・オプションと見な

されうる。このオプションの行使価格は、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、この投資機会に固有の価値だけではなく、このオプション権利が行使される可能性にも依存する。企業が負債を利用しないとき、正のNPVをもつ投資機会のオプションを行使する。しかし、負債を利用すると、債権者の優先請求権でこの正のNPVが債権者に帰属するという状態が発生しうる。この状態ではオプション権利の行使で株主が何の恩恵も受けないので、オプションの権利行使が断念され、投資機会の価値は0となり、企業価値も低下する²⁾。

合理的な債権者はクーポン・レート引き上げを要求して企業価値の低下による不利益を相殺しようとするので、この価値低下の損失は結局株主自身が負担することになる。税制度上の負債利用の有利性を考慮すると、最適の資本構成政策は、負債の税節約効果と上述の企業価値の低下分とのトレード・オフで決定されるはずである。

この仮説は、上述のエージェンシーの経済理論仮説と同様、株主がボンディング行動として自己抑制的に資本構成を決定するということを前提にしている。しかし、この仮説は、株主に内部株主と外部株主に分けずに、そして負債に

2) 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、そのオプションの行使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。

また、このモデルにおける意思決定と状態発生の際的順序は、負債調達→状態発生→投資決定(投資機会オプションの行使決定)→企業清算(負債の返済)となっていることに注意されたい。

よる過小投資の機会費用を負債のエージェンシー・コストとして捉え、それを負債の税制度上のメリットと均衡させることによって資本構成を決定する、という点においては前述のエージェンシー理論仮説と異なる。

3) リスク配分効果仮説 (翟, 1991a)

従来の資本構成理論のほとんどが、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、トレード・オフの問題、つまり最適の資本構成問題が存在しなくなる、ということの意味する。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、エージェンシーの経済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。

人間はそれぞれ異なる趣味や嗜好を持っているといわれている。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、富の賦存量と個人的性格によってそのリスクに対する態度がまちまちである。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。エージェンシーの経済理論からわかるように、一定の企業リスクに対する最適のリスク・シェアリング原則によれば、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残余請求権の株式を持たせ、高いリスク回避度のグループに優先請求権の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のリスクを、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が生じてくる。

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、その配分効果が低下する。したがって、たとえ非対称的税制度が存在しなくても、最適の資本構成は、負債のリスク配分効果が最大になる、すなわち企業の払ったリスク・プレミアムが最小になるところに見いだされるはずである³⁾。

資本構成問題をリスク配分の統制メカニズム

3) ここでの最適リスク配分概念が若杉(1981)の提起した資本のリスク負担構造問題とは異なる性格を有することに注意されたい。倒産回避とレバレッジ管理の見地から、資本のリスク負担構造の問題を取り上げている若杉は、企業リスク(営業リスク+財務リスク)がレバレッジの増加関数で、自己資本のみが営業リスクを負担し、負債はそれを負担しないべきである、と主張している。

として捉えるこの仮説は、リスク市場の均衡という意味での負債市場の均衡を前提としている。負債比率が低い段階では、リスクのほとんどが株主によって負担されるので、債権者の要求するプレミアムが株主の要求するそれより小さい。負債比率の増加に従って債権者の負担するリスクが大きくなり、そのうえ債権者のリスク回避度も高くなるので、債権者の要求するリスク・プレミアムの増え方は、株主のそれより急なはずである。負債のエージェンシー・コストを無視すると、株主の要求する限界リスク・プレミアムが債権者の要求するそれと等しいところに最適の資本構成 γ^* が決められる。上述のことを図示しているのは図1である。

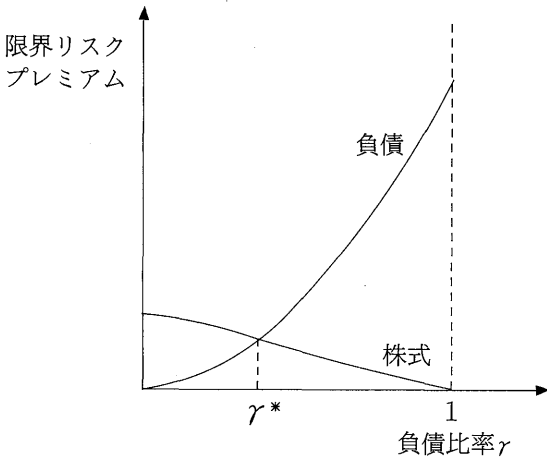


図1 リスクの最適配分

この仮説に即していえば、リスクの大きい企業ほど、リスク回避度の低いグループに多くのリスクを負担させるべきである。すなわち、企業の負債比率は、企業のリスクの増加にしたがって低くなるはずである。もし企業のリスクが企業規模に反比例するならば、これは、また企業規模と負債比率間の正の相関関係を意味することになる。

2. 債権者決定主体仮説—信用割当と信用選別仮説 (Stiglitz and Weiss, 1981, Bester and Hellwig, 1987) —

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。貸手資本市場のもとでは、主要な信用供与者である銀行とその資金の運用者である企業との関係は、一種のエージェンシー関係として捉えられる。

この両者間の企業行動に関する情報の非対称性のために、プリンシパルたる銀行からの借入れおよびその元利支払負担の増加は、エージェントに債権者からの富の収奪を目的とするリスク投資選好のモラル・ハザードと逆選抜の問題を生じさせる⁴⁾。銀行が利子率を高く設定すればするほど、潜在的借り手の逆選抜を誘発し、リスク投資選好のモラル・ハザードを刺激する可能性が高い。

ゆえに、債権者は、借り手の逆選抜とモラル・ハザードの発生防止に努めるはずである。信用供与前の信用選別 (screening) と信用割当はまさにその手段である。信用選別は、企業からの逆選抜を防止するのに有効である。情報の非対称性のもとでは、元利支払の確率が低いと予想している企業しか高い利子率での借入れを行わないので、ある点を超えた利子率の上昇が企業の逆選抜によるリスクの増加をもたらすと考えられる。銀行は、危険な借手と安全な借手とを識別するために、利子率について一定の選別水準を設けておいて、信用選別のメカニズムを設計する。それによって、その選別水準以上のクーポン・レートで行った借入れ要請が企業の逆

4) 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いるため、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。これはいわば逆選抜の問題である。

選抜行動によるものだと、一定の正確度で識別することができる。銀行がその逆選抜の動機からの借入れ申し出に応じないという意味で、企業の逆選抜の問題は防止される。

これに対し、信用割当は、リスク投資選好のモラル・ハザードを防止するのに有効である。銀行は、一定の利子率で信用供与の対象を決めた場合、その融資対象企業に対し、その企業の投資機会の質や担保可能資産の多寡で融資の上限額を決めることによって、企業のリスク投資選好行動を防止することができる。期待収益が同じだが、リスク（分布のばらつき）だけが違う二つの投資機会をもっている企業を想定してみよう。リスク回避的銀行にとっては明らかにリスクの小さい投資機会の方が望ましい。しかし、もし企業の元利返済額が著しく大きいならば、この企業は、あえてリスクの大きい投資機会を採用する。このリスク投資選好のモラル・ハザードを回避するために、企業に対する貸付額をある水準以下に抑える必要がある。

このように、貸手資本市場下における企業の資本構成は、企業の経営者や株主ではなく債権者によって決定されることとなる。この仮説は、負債利用にともなって発生するリスク投資選好を重視する点において、Jensen and Meckling (1976) のエージェンシー理論仮説に類似している。しかし、負債市場の均衡を背景に株主が自主的判断で資本構成を決定するか、それとも競争優位な債権者が自己防衛的に資本構成を決めるかについて根本的な違いが見られる。

III 経営者対投資家の利害関係重視仮説

1. 経営者決定主体仮説

1) signalling 仮説 (Ross, 1977, Leland and Pyle, 1977)

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」を知っているが、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投資家は、各企業に対し平均的な評価しか与えられない。このように、「質」のよい企業にとっては資金調達のコストが高すぎることになる。この場合、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、それだけの予想返済能力があることを市場に知らせ、投資機会についての予想を投資家にシグナルすることができる。

経営者の報酬は企業価値に連動すると考えられる。したがって、質のよい企業の経営者は上述のシグナリング行動をとる動機がある。しかし、多くの負債を利用すると、企業の破産の可能性が高くなる。経営者は企業の破産によって何らかの形で不利益やペナルティを受けると考えられる。経営者は、上述のシグナリング効果による報酬の増加と破産に関連する不利益の増加の両方に配慮しながら、自分の報酬を最大化するような資本構成を決めるはずである。

この仮説は、所有と経営が分離している企業に当てはまるが、異なる請求権者間の利害関係には触れていない。また、この仮説は、破産コストそのものではなく破産で経営者の被るペナルティをシグナリング効果のコストとしている。それは、従来の企業理論とやや異なるが、破産

の可能性を重視していることは確かである。

2) bonding 仮説 — フリー・キャッシュフロー
— 仮説 (Jensen, 1986) —

企業の経営者は、株主のエージェントで、株主と異なる目的をもっている。株主が企業価値の最大化を目的とするのに対して、経営者は最適規模以上に企業の成長を追求しようとする。なぜなら、企業の成長が経営者のコントロール下の資源を増やし、経営者の満足度の増加をもたらすからである。

完全競争的産出物市場と要素市場は、企業の産出物の価格をその最低可能のコストに接近させ、企業の利潤を平準化するが、非完全競争的生産物市場と要素市場においては、市場平均以上の利潤をあげることのできる企業やプロジェクトが存在する。この場合、市場からのディシプリンよりも企業内部からのモニタリングや企業の支配を競う市場の方がはるかに重要となる。

企業のフリー・キャッシュフローは、正のNPVをもつすべてのプロジェクトに投資した後なお余るキャッシュフローのことをいう。このフリー・キャッシュフローが存在するとき、それを株主に配分する方が望ましいにもかかわらず、負のNPVのプロジェクトにさえそれを投下する可能性がある。そこで、いかに経営者をしてそのフリー・キャッシュフローを負のNPVのプロジェクトに投資させるのではなく、それを出資者に還元させるかが重要な課題になってくる。

情報の非対称性のもとで、経営者は、将来の長期的な配当の増加を株主に約束することによってフリー・キャッシュフローで必要以上の企業成長を図ることができる。しかしながら、株主に対する配当支払い義務は法的効力を伴わないので、株主がそのまま経営者の許諾を信じる

ことはない。減配に対する大幅な株価下落は、このフリー・キャッシュフローのエージェンシー・コストを裏付けている。

現時点で資本構成の意思決定に直面し、かつ将来フリー・キャッシュフローの発生する可能性が高い企業を想定しよう。上述したことからわかるように、元本支払い義務に法的効力が伴う負債の利用の方が、将来のキャッシュフローを投資家に還元する、との保証を効果的に与える(ボンド(bond)する)ことができる。すなわち、経営者は、制約の厳しい負債を利用することによって過大投資を行う意思のないことを株主に伝達することができる。負債のこの統制道具としてのベニフィットの限界増加が破産コストをも含む負債のエージェンシー・コストの限界増加に等しいところに最適の負債-資本比率が見いだされるのである。

以上の考察からわかるように、この仮説は、大きいキャッシュフローを生み出すが、わずかな投資機会にしか恵まれていない成熟企業や衰退企業にしか当てはまらない。フリー・キャッシュフローを持たず、豊富な投資機会に恵まれている成長企業には適合しないであろう。また、この仮説が株主と債権者を同一の経済主体として取り扱っていることにも注意されたい。

2. 投資家決定主体仮説

1) 取引コスト理論仮説 (Williamson, 1988)

エージェンシー理論とならんで企業の契約理論と見なされている取引コスト理論は、企業の利害関係者間の相互作用を考慮するに当たって、取引に特有な資産という概念を取り入れている。企業固有の設備や経営者固有のノウハウは取引特有の資産として考えられる。このような資産の取引には限定された合理性と機会主義による取引コストがつきまとう。取引に特有の資産は

ど取引コストが高い⁵⁾。取引コスト理論の焦点は、取引コストを最小化するために、どういう統制 (governance) を行うべきかにある。

負債は、株式に比べ以下の四つの意味で制約の厳しい統制道具である。(1)利子が約定されており、決まった期間ごとに支払わなければならない。(2)企業が持続的に一定の流動性指標を満たさなければならない。(3)投資に使われた負債元本という埋没費用は満期時に返されなければならない。(4)債権は、債務不履行の場合における企業資産に対し先買権 (pre-emptive claims) を持っている。債務不履行が発生しない限り、債権者は企業の経営に口を出すことがないが、企業が約定利子の支払いや元本の償還に失敗すれば、債権者は企業の「乗っ取り」に乗り出す。

資産の特殊性は資産の再利用可能性を規定している。特殊性が高いほど、資産の再利用可能性が低くなり、先買権の価値 (清算価値と考えてよい) も低下する。したがって、資産特殊性の増加による先買権価値の低下を補うために、約定利子率を引き上げなければならない。しかし、この利子率の上昇は生産性向上のための設備更新や研究開発などに対する投資意欲を減退させる。

これに対して、残余請求証券で元本償還必要のない株式は、制約の緩い統制道具である。この株式の存在は、資産特殊性の高いプロジェクトの資本コストを低め、再利用可能性の低い投資を容易にする。さらに、株主の利益を代表する取締役会の存在を考慮すると、負債が市場か

らの制約に類似するのに対し、株式は、管理 (administration) と保険の性格をもつより積極的な内部統制メカニズムに類似する。

各投資プロジェクトがその資産の特殊性によって特徴づけられている。一般の目的に使われる資産、すなわち特殊性の低い資産に関しては、負債が株式に比べて相対的に単純な統制メカニズムなので、その取引コストは低い。しかし、資産の特殊性の上昇に伴う負債の取引コストの増え方は株式のそれより速い。なぜなら、株式が企業の更生などの企業価値増加につながるような調整可能範囲を拡大できるのに対して、負債はその範囲を縮小し企業の調整に制限を加えるからである。したがって、図2の示すように、負債の取引コストが株式の取引コストに等しいところの資産の特殊性を k_a とすると、企業は、最適統制政策として、プロジェクト資産特殊性が k_a 以下のとき、負債という統制メカニズムを、資産の特殊性が k_a 以上のとき、株式という統制メカニズムを利用すべきである。

このように、資産特殊性の異なる資産 (もしくはプロジェクト) には異なる調達方法で所要資本を調達すべきで、企業の資本構成がすべての資産の加重平均となる、という結論がこの取

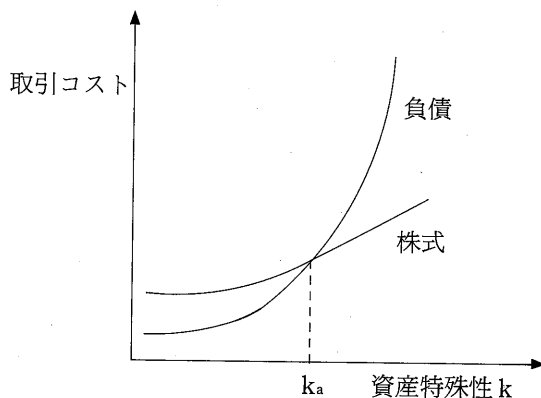


図2 資産の特殊性と最適統制メカニズム

5) 限定された合理性は、限られた程度でしか合理的ではありえない人間行動をいう。機会主義は、情報の偏在と経済主体のモラル・ハザードに起因するもので、経済主体が、与えられた裁量権を利用して自己の利益を図ることをいう。資産の特殊性が高いほどその資産の取引に伴う上述の二つのハンディが大きいと考えられる。

引コスト理論の帰結として導かれる。プロジェクト別に資本調達の方法を選択すべきであるというこの仮説の結論は、これまでの資本構成理論とは大いに異なるものである。しかし、その説明力が、企業投資の分割可能性や請求権の特定の資産に対する請求可能性に大きく依存していることが容易に想像できる。また、この仮説から企業全体の負債比率が企業資産全体の特殊性に反比例していることがわかる。もし資産の特殊性を資産のリスクと同一視できれば、この仮説の結論は、負債比率が企業リスクに反比例している、としているリスク配分効果仮説と等価であると考えられる。

2) 情報創造仮説 (Harris and Raviv, 1990)

投資家と経営者間に利害の不一致がある。経営者は、企業に対する支配を永久的なものにしようとするので、企業の清算をできるだけ回避し、そのような状態をもたらさうような情報をできるだけ漏らさないようにする。企業の清算が投資家の利益に合致する場合、経営者のこういう過度の清算回避行動は、投資家の利益に反することになる。

投資家は企業収益もしくは資産に対して異なる請求順位を有する請求証券（株式と負債）の構成を変えることによって経営者の過度の清算回避行動に抑制力を行使することができる。これは、おもに負債の以下の二つの役割に依存している。

第一に、経営者の私的裁量行動に対する負債のディシプリン作用である。負債の存在は、債務不履行に陥った企業を強制的に清算することを可能にする。第二に、負債の情報創造作用である。この作用はさらに二つに分けられる。一つは、元利返済の約定額そのものが投資家に企業の収益能力についての情報を提供していると

いう効果である。もう一つは、債務不履行の場合における経営者の対処の仕方（債権者との非公式交渉、公式的な倒産手続きなど）が投資家に清算と更生のどちらが最適かについての情報を提供するという効果である。ただし、後者の効果を得るためには調査費用などの費用が必要である。

このように、負債のディシプリン作用と情報創造作用は、企業の清算－更生の意思決定をより投資家の利益に接近させる。最適の負債水準の決定は、負債の上述のディシプリン効果と情報創造効果との合計、すなわち清算－更生の意思決定の改善による企業価値の上昇から債務不履行時の調査費用を差し引いたものを最大化することによって行われる。その主な結論は、負債水準ないし負債比率は、清算価値の増大にしたがって増加し、債務不履行時の費用の増加にしたがって減少する。

この仮説は、債務不履行時の調査費用を負債のディシプリン効果と情報創造効果のトレードオフとしている点で、従来の破産コストアプローチとは異なる。しかし、他の破産コストアプローチと同じように、この仮説も、豊富な投資機会をもたない企業に当てはまるが、債務不履行に陥る可能性の小さい企業にはあまり説明力がないと思われる。

3) 自由裁量仮説 (Stulz, 1990)

Stulz (1990) は、所有と経営が完全に分離しており、かつ株主と経営者間に情報の非対称性がある場合、経営者の自由裁量権を望ましい範囲に抑えるために、株主がいかに最適の資本構成を決定するかとの関連で企業の資本構成問題を取り上げている。

Stulz は、企業の株主が原子論的 (atomistic) 株主から構成されており、その株主が企業のキ

キャッシュフローや経営者の投資行動を観察することができない場合の企業を想定している。原子論的株主が共同に行動するにはあまりにもコストがかかるため、彼らは、キャッシュフロー発生後の経営者の利益配分と投資の意思決定を直接に左右することができない。

経営者の役得は彼の支配下にある資産の増加に従って増加する。したがって、経営者はできるだけ投資を増やす誘因をもつ。企業のキャッシュフローが大きくて、良好な投資機会に恵まれていない場合、経営者はそのキャッシュフローを株主に還元するよりも貧弱な投資機会にそのフリー・キャッシュフローを使い込む方が経営者の役得増加につながる。

しかし、キャッシュフローが低い、良好な投資機会に恵まれている場合、経営者と株主間の情報非対称性は、過小投資という投資不足の問題をもたらす恐れがある。なぜなら、情報の非対称性のもとでは、経営者は、当期のキャッシュフローだけでは賄えないほど多くの投資機会があるということを株主に信じさせることが難しいからである。

負債の返済は、強制的に経営者をしてキャッシュフローを企業外部へ配分させる作用がある。しかし一方、これは、また任意状態下の投資可能性を低める。したがって、投資に対する負債の影響は、負のNPVをもつプロジェクトへの投資の可能性を低くするプラスの影響と、正のNPVをもつプロジェクトへの投資を妨げるマイナスの影響とに分けられる。もし企業価値を最大化するような最適の負債水準が存在するならば、負債の返済額で測られるこの最適の負債水準は、上述のプラスの影響による負債利用のベニフィットとマイナスの影響による負債利用のコストとのトレード・オフで決定されるもの

でなければならない。

かくして、負債の最適水準は企業のキャッシュフローの確率分布と投資機会の多寡の双方に依存することになる。キャッシュフローの期待値が大きい、貧弱な投資機会しかもっていない企業の株主は、経営者の裁量下の資源を少なくし、そのフリー・キャッシュフローを企業外部へ配分させるために、負債の増加を企業に望むと考えられる。他方、良好な投資機会に恵まれている企業の株主は、正のNPVの投資機会が放棄される可能性を減らすために、経営者の裁量下の資源を増やし、経営者に対して株式での資本調達を要請するであろう。

Stulzは、経営者の自由裁量権のコストを上述の過大投資と過小投資のコストとの関連で捉えている。また、Stulzの議論が所有と経営の分離（厳密に言うと、原子論的株主が共同歩調をとることによって直接に経営者の行動をコントロールすることができないこと）を前提にしているので、この自由裁量権のコストは、エージェンシー理論における株主と経営者間のエージェンシーコストとしても捉えられる。この自由裁量権のコストは環境の不確実性に依存している。環境の不確実性は、キャッシュフローの変動性と投資機会の不確実性の双方を含んでいる。一定の負債水準下において、キャッシュフローの分布ないし投資機会の収益分布のばらつきが大きいほど、過大もしくは過小投資の発生する可能性が高くなり、自由裁量権のコストも大きくなる。第一次確率優位なキャッシュフロー、もしくは第一次確率優位な投資機会の分布であるほど、経営者の自由裁量コストが低い。もちろん、環境の不確実性が存在しないという理想的な世界においては、株主が正確に最適投資水準に等しい資本需要すなわちキャッシュフロー

と調達額との合計を予測できるので、経営者の自由裁量のコストの存在する余地がもはやなくなる。その場合、経営者の自由裁量のコストを最小化する道具としての負債の利用価値はなくなり、企業の資本構成ももはや株主の関心事でなくなる、すなわち、MMの資本構成無関連命題がその理想的な確実性の世界での理論的な帰結として成り立つことになるのである。

しかし、この仮説は、経営者の自由裁量権のコストに主眼を置いている反面、負債を private debt に限定し、株主と債権者を同一の投資家として捉えている。リスクの概念を導入していない Stulz の研究では、これは、経営者の行動が債権者の富に何ら影響を与えないことを意味する。また、同様に、この仮説は、新規の投資家が市場均衡価格で企業の新規発行の株式ないし債権を買うという仮定によって、既存の株主と新規の投資家との間の利害不一致をも無視している。投資家は、単なる制約性の強い負債と制約性の緩い株式を両手に、過大投資と過小投資のコストの合計を最小化するようこの二つの請求権をうまく使い分けているに過ぎない。

また、Stulz は、2 期に発生しうる債務不履行には一定の債務不履行コストが伴うと仮定している。この仮定のもとでは、負債にこの債務不履行のコストを十分相殺できるようなメリットがない限り、企業が負債を利用しないことを意味している。したがって、2 期に企業を清算するという Stulz の 2 期間モデルでは、2 期を満期とする負債が経営者の裁量的行動を抑止する効果がなく、債務不履行コスト発生の可能性だけを招くので、1 期の投資に必要な資本をもつばら株式資本で賄う方が望ましい。したがって、もし 1 期に最適投資額からキャッシュフローを差し引いた純調達額が正であるならば、この純

調達額は全部株式資本で調達されるべきである。そういう意味で、1 期に純調達額が負である、すなわちフリー・キャッシュフローが存在する場合にのみ、そのフリー・キャッシュフローを投資家に還元させるために、負債が利用されるのである。換言すると、株主は、1 期のフリー・キャッシュフローの期待値がちょうど 1 期の負債元利返済額に等しくなるよう 0 期の負債額を決めるのである。その場合、そしてその場合にのみ、負債の、経営者の裁量行動をコントロールする手段としての作用が働くのである。

明らかに、この仮説に即していえば、次期にフリー・キャッシュフローが発生するだろうと予期される場合にのみ、今期の投資所要額が負債で賄われることになる。したがって、この仮説は、Jensen (1986) のフリー・キャッシュフロー仮説と同様、投資機会の少ない成熟企業や衰退企業に当てはまるが、その他の企業に関しては、それほど説明力があるとは思われない。

4) 請求権順位仮説 (Hart and Moor, 1990)

企業の発行した異なる請求権間の本質的な違いは、企業の将来のキャッシュフローに対する請求の優先順位にある。負債元利が優先的に返済され、株主がその約定返済額を超えた分のキャッシュフローに対してしか請求できないという意味において、債権は株式に比べ優先請求権である。

企業に対する請求権の優先順位構造は、将来の企業の投資行動に大きな影響を及ぼす。これは、次のように理解することができる。まず、所要資本が全部株式で賄われている企業を想定しよう。この場合、企業が既存の株式より高い優先順位の負債を容易に発行できるために、潜在的投資家は企業からの資本調達に応じる可能性が高く、それで企業が新規投資を実行に移す

可能性も高くなる。

次は、既に大量の請求上位の長期負債を利用している企業を想定してみよう。この場合、新規の請求権が既存の請求権より下位の請求順位にあるので、他の条件を所与とすれば、新規の請求権の期待収益が比較的到低いと考えられる。そのため、企業の新規調達に困難となり、新しい投資プロジェクトを採用する可能性が低くなる。

企業の所有と経営が分離している場合、経営者は忠実に請求権者たる投資家のために行動するとは限らず、それよりむしろ、自分の目的を企業の投資行動のなかで実現しようとする。投資家は、経営者のこういう利己的投資行動を見越して、企業の新規投資をコントロールしようとする。この場合、投資家は、新規投資を容易にするか困難にするかの選択に直面することになるが、請求権の優先順位構造を、経営者の投資行動を自分の利益に合致するように誘導する道具として用いることができる。

このアイデアは以下の簡単な例で明らかにすることができる。次のような企業を想定する。1期における企業の既存資産が2期に不確実な収益を生み出す。2期に好況か不況かという二つの事象しか発生しない。好況なら、2億円の収益が実現され、不況なら、1億円の収益が発生する。1期の期末においては経営者が2期に発生する事象を正確に予測でき、かつ新しい投資機会に直面しているとしよう。この新規投資は、2,000万円の投資が必要で、2期が好況か不況かによってそれぞれ3,000万円と1,000万円の収益を生み出す。

明らかに、投資家は、好況の時、新規投資を行い、不況の時投資を行わないよう経営者に要求すると考えられる。これは、1期において2

期の元利返済約定額がちょうど1億円に等しくなるような負債を有する資本構成をデザインすることによって実現できる。このような資本構成のもとでは、経営者は不況の時でも投資を断行するということはもはやできなくなる。なぜなら、不況の時、経営者があえて投資を行おうとすれば、2,000万円の資本を調達しなければならないが、新規の投資家に1,000万円(収益合計の1億1,000万円から既存の債権者の取り分の1億円を差し引いたもの)の収益しか支払えないからである。他方、好況の時は、経営者は、新規の投資をファイナンスすることができる。なぜなら、経営者が、新規投資家の2,000万円の出資に対し、2期に1億3,000万円(20,000+3,000-10,000)までの見返りを約束することができるからである。

しかし、以上の議論が2つのことを前提にしていることを看過してはならない。第1に、既存の負債は無危険証券でなければならない。これは、異なる請求順位の請求権(株式と債権)の持ち主の間に利害の不一致が存在せず、投資家全体と経営者間の利害不一致だけを問題にしていることを意味する。すなわち、企業利益の請求権者たる投資家は、株式と負債という異なる請求権を、経営者の投資行動をコントロールするための道具として用いている、ということができる。

もし1期の長期負債がなければ、つまりもし企業の1期の資本がもっぱら株式資本で賄われているならば、経営者は不況の場合でさえ新規投資を行うことができる。なぜなら、株式の請求権者が下位であることを理由に新規の請求権者に2期に確実な1億1,000万円の支払を約定することができるからである。このように、負債をまったく利用していない、もしくは僅かし

か利用していない企業には過大投資が起りやすいことが十分想像できる。

第2に、負債の高度利用は企業の将来の資金調達を困難にする。1期の負債水準が高く、その2期の返済額が1億円以上である場合想定しよう。この時、新規の負債に比べ既存の負債の方が高い請求の優先順位を持っているために、たとえ新規投資が正の正味価値を持つものであるとしても、それが新規負債の約定返済額だけでなく、既存負債に対する債務不履行の分までカバーできるほど高い収益性を持つ投資でない限り、潜在的な投資家はこの投資を賄うための新規調達には応じない。したがって、高い水準の負債は企業の将来の負債調達にきびしい制約を加え、正のNPVを持つプロジェクトの採用を困難にするといえる。これは、いわば過度の負債利用による過小投資問題である。

以上からわかるように企業の負債水準は企業の投資機会のよしあしに大きく依存しており、投資機会の収益性が高いほど、企業の負債水準が高くなるはずである。投資機会が一定である場合、企業の最適負債水準は上述の過大投資をも過小投資をも誘発しないような負債水準である。投資機会が不確実なものである場合、最適の負債水準は、過大投資コストの期待値と過小投資コストの期待値間のトレード・オフを行うことによって求められる。

この仮説は、Stulzの自由裁量仮説にかなり類似している。しかし、HartとMooreの仮説とStulz仮説の適用企業に関しては、かなりの相違がみられる。Stulzのモデルでは、株主は負債をもって企業の利益配分つまり企業外部への利益還元と投資行動をコントロールしようとする。この意味でStulzのモデルは、投資機会が少なく、フリー・キャッシュフローをもつ成熟企

業に適合するといえる。これに対し、HartとMooreのモデルでは、破産の可能性を無視したうえで企業への資金流入と投資行動をコントロールする負債の役割を議論している。この意味において、HartとMooreのモデルは、比較的成長企業に適していると思われる。

IV む す び

企業の負債での資本調達は一見単純で常識めいたことだが、その経済的意味およびその延長線上にある資本構成についての解釈は、実に多種多様で、決着のつかない論争的になっている。MM理論以降、ことに最近の資本構成理論の傾向として、資本構成政策を情報非対称性下の統制と情報創造の道具として捉える研究が盛んになってきたといえることができる。

しかし、これらのポストMM理論をも含むこれまでの資本構成理論は、誰が資本調達政策もしくは資本構成政策を決めるか、または誰がそれを決めるべきかについては意外に見落としていると思われる。もちろん、各仮説はモデル構築の前提として誰が意思決定の主体であるかを暗黙の内に想定しているが、それをはっきりとした形で言明し、理由づけているものはきわめて少ない。そこで、経営者、株主と債権者との間のどちらの利害関係に分析のスポットを当てているのか、そしてその中の誰を決定主体としているのかを分類の基準として、ポストMM理論をグループ分けして、それを概観し吟味したのが本研究の目的であった。

このように資本構成政策を情報非対称性下における統制と情報創造の道具として考えると、ポストMM理論は、非協力ゲーム理論的性格を色濃く帯びるようになると思われる。ゲームの

一方側のプレイヤーである負債（資本）の使用
者—株主（経営者）—がシグナリングとボンディ
ングの道具として資本政策を利用する。これに
対して、ゲームのもう一方側のプレイヤーであ
る負債（資本）の提供者—債権者（投資家全体）—
は、資本構成政策を用いて、負債（資本）の所
有と使用の分離に伴う使用者の自由裁量的行動
を統制し、関連情報を引き出そうとする。決定
主体が先手のプレイヤーで、非決定主体が後手
のプレイヤーと考えられる。このような過程を
経て決定された資本構成比率はシュタッケルベ
ルク（Stackelberg）均衡値と考えられる。

これらの資本構成理論は情報理論とゲーム理
論的手法を新たに取り入れることによってさら
に精緻化されていく余地が大きい。また、それ
ぞれの仮説にはどれだけの説明力があるかにつ
いて実証的に研究してみる必要もある。これら
はわれわれに課せられるこれからの課題となら
う。

参 考 文 献

- Berkovitch, E. and E. Han Kim, "Financial Contracting and Leverage Induced Over- and Under-Investment Incentives", *Journal of Finance*, Vol. 45, No. 3 (1990), pp. 765-94.
- Berkovitch, E. and S. Greenbaum, "The Loan Commitment as an Optimal Financing Contract", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 26, No. 1 (1991), pp. 83-95.
- Bester, H., "Screening vs. Rationing in Credit Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, Vol. 75 (1985), pp. 850-55.
- Bester, H. and M. Hellwig, "Moral Hazard and Equilibrium Credit Rationing: An Overview of the Issues", in: Bamberg, G. and K. Spremann, eds., *Agency Theory, Information, and Incentives* (Springer, Berlin), 1987, pp. 135-66.
- Darrrough, M. N. and N. Stoughton, "Moral Hazard and Adverse Selection: The Question of Financial Structure", *Journal of Finance*, Vol. 41 (1986), pp. 501-13.
- Harris, M. and A. Raviv, "Capital Structure and the Informational Role of Debt", *Journal of Finance*, Vol. 45, No. 2 (1990), pp. 321-49.
- Hart, O. and J. Moore, "A Theory of Corporate Financial Structure Based on the Seniority of Claims", Working Paper No. 3431 (1990).
- 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。
- Jensen, M., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover", *American Economic Review*, Vol. 76 (1986), pp. 323-29.
- 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.
- Leland, H. and D. Pyle, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, Vol. 32 (1977), pp. 371-87.
- 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", *Bell Journal of Economics*, Vol. 8 (1977), pp. 23-40.
- Stiglitz, J. E. and A. Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, Vol. 71, No. 3 (1981), pp. 393-410.
- Stulz, R. M., "Managerial Discretion and Optimal Financial Policies", *Journal of Financial Economics*, Vol. 26 (1990), pp. 3-27.
- 若杉敬明「企業」貝塚啓明他編『金融・証券市場の機能と役割』（金融証券講座，第III巻），東洋経済新報社，1981年，115頁。
- Williamson, O., "Corporate Finance and Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol. 43, No. 3 (1988), pp. 567-91.
- 翟 林瑜「企業のエージェンシー理論」同文館，1991年5月(a)。
- 翟 林瑜「最適債務契約とエージェンシー問題」『現代財務論の潮流』（経済財務研究双書・12）中央経済社，1991年9月(b)。