

成城大学経済研究所
研究報告 No. 13

企業の資本構成と取引コストの理論

手塚 公 登

1997年3月

The Institute for Economic Studies
Seijo University

6-1-20, Seijo, Setagaya
Tokyo 157, Japan



企業の資本構成と取引コストの理論

手塚 公登

1. はじめに
2. 最適資本構成をめぐる論争
 2. 1 MM 理論とその修正
 2. 2 エージェンシー理論による展開
 2. 3 別の角度からの検討
3. 資本調達の方法と投資特性
 3. 1 取引コストアプローチ
 3. 2 統治構造としての負債と自己資本
 3. 3 資産の特殊性と資本コスト
4. わが国企業の資本構成の評価
 4. 1 自己資本比率の意味
 4. 2 資本構成の推移の評価

1. はじめに

企業がどのように経営活動に必要な資金を調達するかは、戦略的に極めて重要な意思決定事項である。株式会社の歴史的な生い立ちを振り返ってみても、本質的に不確実である事業に要する資金をいかに集めるかに企業家が多大の苦労を重ねていたことがわかる。資金の供給量が乏しかった過去においては、大規模な事業を企てることは企業家に恵まれた才能や野心があったとしても、非常に困難であった。現代の先進経済社会にあっては、銀行を始めとした金融機関が整い、証券市場も整備され、かつてとは比べものにならないほど、多様で数多い資金調達の場と手段が存在する。しかしそれにもかかわらず、どのような方法で、どれだけの資金を調達するのが、企業にとって最も望ましいのかという問題は残っており、財務戦略の大きな課題である。

できるだけ有利な方法で資金を調達し、事業に投入できれば、他社との競争

上優位に立てることは間違いない。しかし、どんな資金調達方法が企業にとって有利であるか、を論じることはそれほど簡単ではない。企業をどう捉えるか、金融・資本市場がどう機能していると考えるか、投資と資金調達の関係をどのように見るか、などで異なった結論が導かれる可能性がある。2節で検討するように実際多くの議論が展開されてきたのであるが、本稿では、財務論においてしばしば言及されてきた資本構成の問題について、取引コスト論の観点から接近を試みることにしたい。

取引コストアプローチは、簡単に言うと、代表的な統治構造 (governance structure) である市場と組織のいずれにおいて、取引が費用節約的になされるかを解明しようとする分析方法であるが、その判断の要は取引の特性と統治構造の性質の適合性にある。一般的にいずれの統治構造が効率的であるかは言えない。資金調達や資本構成の問題を考察する場合にも同様な観点から論じることができるのであり、基本的な論点は、最適な資本の構成を扱うには、同時にその資金が使用される投資の性格も考慮されねばならない、ということである。資金の調達方式は投資プロジェクトの性質に応じて決定されるべきであり、資本全体を合成して捉えて、まとめて論じることはできないことが強調される。

以下、第2節では、企業の最適な資本構成をめぐる論争が激しく展開された F. Modigliani=M. H. Miller (以下 MM と略記) の理論と、それに対する批判を要約的にとりあげ、その過程で何が明らかにされたかを検討する。続いて第3節では、資金調達の方法として負債と自己資本を考え、これを統治構造と捉えて資本構成の問題に接近する O. E. Williamson の議論を検討する。その検討を介して、適切な資本構成に関する一つの考え方の枠組みを与えることが試みられる。そして第4節において、わが国の企業の資本構成はこの枠組みからどう評価されるかを論じる。

2. 最適資本構成をめぐる論争

2.1 MM 理論とその修正

企業の資本構成に最適な水準が存在するかどうか、この問題の論争のきっかけを提供したのは MM の1958年の論文 “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment” であった。それまでの財務の理論

では、自己資本による資金調達と負債による資金調達にはベスト・ミックスがあると教えてきた。それは資本の調達に要するコスト——すなわち資本コスト¹⁾が最低となる負債と自己資本の組合せが得られる点である。負債と自己資本のコストはともに負債の調達比率に依存するので、両者を適切に組み合わせる使用することによって企業全体の最低資本コストを実現できる、というのがいわゆる伝統派の考え方であった。

これに対して、MM は投資家の合理的な行動、市場の完全性、企業価値の最大化など一定の仮定をおき、投資政策を所与とすると、資金調達の違いが企業価値の大きさに影響を及ぼさないことを証明した。つまり企業の総価値は、営業利益にのみ依存し、資本構成からは独立だということである。このことは伝統的な財務理論が主張してきた最低資本コストを負債と自己資本の適切な組み合わせによって達成できる、とする考え方を真っ向から否定することになった。企業の資本コストは、資本構成に依存しないのである。この MM の結論は当時のアメリカの財務学会に重大な衝撃を与え、その後幾多の論争が展開された。

MM 理論の命題は、市場の条件や投資家の行動、企業の目的等についていくつかの仮定を明示した上で、演繹的に結論を導き出しているのだから、その限りでは正当なものであり、現在においては財務の基本定理として広く認められていると言えよう。しかしながら、実際の企業の資金調達の仕方を説明できているのかという観点からみると、基本定理のままでは説得力に欠けると言わざるを得ない。そこで様々な現実的条件が考慮される必要性が出てくる。MM 自身もそれを試みており (Modigliani=Miller (1963)), 税制のあり方が負債と自己資本の資本コストに影響を及ぼすことを論証している。法人税が営業利益から利子費用を控除した後に課される場合、その分だけ負債は自己資本に比べて有利な資金調達方法となる。そうすると、この場合、理論的には、できるだけたくさん負債を使用した方が企業にとって望ましいことになる。それ故、この課税を考慮したケースでも、最適資本構成は存在せず、すべてを負債でということ

1) 資本コストの厳密な定義は、なかなかやっかいであり、かつては必ずしも財務の専門家の間でも共通の理解があるとは言えなかった。例えば、我が国では、内部留保の資本コストはゼロであるとの認識も強かったし、時価発行増資は企業にとって有利な資金調達手段であると考えられていたりした。しかし、そうした理解は正しくない。資本コストは、資本提供者が要求する投資の必要最低限の収益率であり、それがゼロであることなどはない。

になる。税制を考慮することで理論の修正が図られたのであるが、MMの結論はやや現実離れのした極端なものであり、どのように企業が資金調達すべきか、あるいはなぜ現実には、負債と自己資本を組み合わせる企業は資金調達をしているのか、という問いには満足いく答を提供することはできなかった。²⁾

2.2 エージェンシー理論による展開

負債が理論的にはコストが安い調達方法であるとしても、実際には99.99%それに依存する企業がないのはなぜか。その一つの答は、企業には倒産の可能性が存在することである。負債の提供者は、基本的には元本と利子の返済を約束されているのであるが、倒産時にはその保証はない。倒産とは債務が資産を超過し、支払不能に陥った状態であるから、負債が多くなればなるほど、倒産の可能性は高まる。したがって、負債権者は負債の割合が高まると、高い利子を要求するようになる。これは負債の資本コストを高める。それ故、MMの結論とは異なって、最適な負債と自己資本の組み合わせの存在が予想されるのである。

倒産の可能性は、資本構成が資本コストに影響を与え、ひいては企業価値を変える原因となるが、負債と自己資本の証券としての特性の基本的相違、企業の構成員のインセンティブを考慮すると、より体系的に最適資本構成の問題を扱うことができる。エージェンシーの理論 (Jensen=Meckling (1976), Jensen (1986) 等) がこの問題を精力的に検討してきた。MMの理論とどこが異なるのかということ、市場の完全性を前提としないこと、そして企業を構成員の契約の束とみていることである。不完全な市場とは、情報に非対称性があることを意味しており、それを解消するには費用がかかる。また、企業の目的は株式の価値の極大化であるが、様々な利害関係者の集団から成るため、その目的に従わせるためには、コストをかけることが必要になってくる。この二つが大きな理由となってエージェンシー・コストが発生する。こうした情報と行動の動機に関わる問題が、負債と自己資本の資本コストに差別的な影響を及ぼすと考えら

2) 現実の企業が負債と自己資本をいかに組み合わせているかについて、小宮・岩田 (1973) ではMMの考え方に従いつつ、目標負債比率という概念を持ちだして説明している。貸し手が借り手に課す様々な質的・量的な制約を考慮して、企業の経営の機動性・自主性が阻害されない範囲内に負債比率を留めようとすると論じている。しかし、ややアドホックな説明である感が否めない。

れるのである。

(1) 負債権者と株式所有者の利害の不一致

そこで、エージェンシー・コストの発生原因とその抑制方法の解明が資金調達問題の大きなテーマとなる。Jensen=Meckling (1976) の論文がこの分野の最初に位置づけられるが、そこでは、プリシパルの監視支出、エージェントの保証支出、及び残余費用（プリシパルとエージェントの目的や動機に相違があることから生じる諸々の費用）がエージェンシー・コストとして挙げられていた。こうした費用が発生する基本的理由は、企業家が、自ら事業活動に必要なすべての資金を提供し、経営を行うことができなくなるほどに企業規模を拡大させるからである。つまり、出資と経営の分離という事態の出現である。ここに至って、次のような対立が生じるのである。第一は、出資者内部での利害の不一致である。企業への資金の提供の仕方として、大別して負債と自己資本の2種類あるが、それぞれ企業の収益のリスクへの責任の負担の仕方が異なる。自己資本、すなわち株式保有者は、収益が増加した場合、それに応じて配当ないしキャピタルゲインの形で利得を受け取る。そして、損失が生じても最大限出資金を失うだけに過ぎない。一方、負債の提供者は、確定利子を約束されているので企業収益の増加からは直接的な便益は受けない。それ故、負債権者はたとえば高収益が期待されても、リスクの多い事業への投資は好まないのである。

このように負債と自己資本の性格の相違から、株式所有者と債権所有者との間で利害対立が発生する。これは負債のエージェンシー・コストとも呼ぶべきもので、株主の利益を高める目的で負債権者の利益を損なう行動をとる可能性があることから発生する。次の4種類の可能性がある（倉沢（1989）、花枝（1989）を参照）。

1) 配当の操作——投資政策を所与とした場合、既発行債券所有者から既発行株式所有者へ富を移転する唯一の方法は、既発行債券と同等以上の優先権益を持つ債券を新たに発行することである。それによって既発行債券の希薄化が生じ、既発行債券所有者の富が減少する。ここで希薄化とは、何らかの理由で株式、あるいは債券の価値が低められることを言う。配当を増加させ、その資金を債券の発行によって調達すれば、株式所有者の富を増加させうるのである。MMの定理から企業の総価値＝既発行株式所有者と既発行債券所有者の富の

和が、投資政策から独立であったとしてもこのことは成立する。

2) 資産代替——リスクの高いプロジェクトを選択することによって、債券所有者から株式所有者へ富を移転することができる。一般に、相対的にリスクの高いプロジェクトの選択は株式価値を高める傾向にあると言われている。その理由は有限責任制によって企業価値が債務を下回ったとき、出資額の範囲内で責任を負えばよいことにある。このことは、株式は企業価値を対象資産とし、債券の額面価値を行使価格とするコール・オプションである、として捉えることで説明できる。このコール・オプションの価値は一般的に、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ので、相対的にリスクの大きいプロジェクトに投資することが株式所有者にとって有利となるのである。

3) 過少投資——これは正味現在価値が正であるにもかかわらず、投資が実行されないことがある、ということである。投資機会に資金を投下するかどうかの決定に当たって、既発行債券の存在が影響を持つことがありうる。債券所有者にとっては資金投下が望まれる投資機会であっても、株式所有者の立場からみると富の純増がマイナスになるケースがありうるのである。

4) 負債の希薄化——既債券者の請求権の価値が、新たな債券の発行によって減少することを指す。上の1)で述べたケースもこれに該当するが、倒産の可能性を考慮するとかなり広い場面で希薄化が生じる。花枝 (1989) によると、旧負債より優先権が低い下位債務が増加しても、旧負債の希薄化は生じないと考えられがちだが、そうではないという。倒産時を考えると、旧負債権者も一定の割合で倒産費用を負担しなければならない。そうすると旧負債の価値が低下する。

以上のような要因によって、株式所有者と負債権者の利害の不一致の説明ができるのであるが、それは負債権者によって予測できるものであるから予め負債の価値に反映され、市場においてその分低く評価されることになる。この負債の価値の低下は最終的には株式所有者が負担しなければならないものなので、その価値の減耗をできるだけ少なくすべく何らかの工夫がされることになる。

(2) 株主と経営者の利害の不一致

ところで、企業を契約の束としてみた場合、もう一つの有力なプレイヤーがいる。経営者である。上の負債権者と株式所有者との利害対立の議論では、経

営者は株主であるか、あるいは株主の忠実な代理人であることを暗黙の内に仮定していた。しかし、これは一般的ではないであろう。企業の創業のごく初期の段階では、資本家がそのまま経営者であった。しかし周知のように企業規模が大きくなるにつれて、資本と経営の分離という事態が生じた。そうすると、資本家＝所有者と実際に経営に携わる人、ないしグループとの間に委任関係が生まれる。新古典派の市場の世界では、経営者は株主の忠実な代理人であるはずであるが、実際には常にそのように行動するとは限らない。経営者はそれ独自の効用関数を有しており、必ずしも株式の価値の極大化の原理に従わないからである。ここに株主と経営者との間のエージェンシー関係の樹立に伴う費用が発生する。

これは経営者が非金銭利得から効用を得ることから派生する。株式所有の価値から得られる金銭的報酬と、非金銭的利益との合計が経営者の効用を規定するので、経営者は発行済み株式価値の極大化を図るのが得策ではないのである。それ故、株主と経営者の利害の対立が生じる。非金銭的利得の追求が企業価値を低下させる。この低下分が株式のエージェンシー・コストである。そこで株主は監視活動を行うことによって、その余地を狭めようとする。そのためには監視費用がかかるが、それを考慮してもエージェンシー・コスト全体が節約されれば、株主にとっても経営者にとっても望ましい結果が得られる。また逆に、経営者による保証活動もエージェンシー・コストの減少に有用な政策となる。

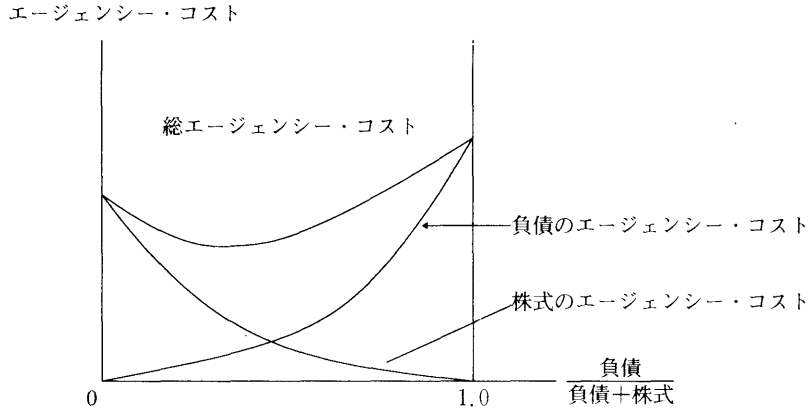
(3) エージェンシー理論による最適資本構成

結局、企業を株主と経営者と負債権者の三者の連合体とみた場合、株主と経営者、株主と負債権者との間でエージェンシー関係が成立し、オーナー所有者が直接企業を自らのためだけに経営しているときとは違った状況となる。この場合、もはや株式＝自己資本と負債は無差別な資金調達手段とは言えなくなるのである。

その結果、負債比率が変化するにつれて、負債と自己資本の資本コストも変化し、また税制や倒産という事態の影響をあわせ考えることで最適資本構成の存在が示されうるのである。

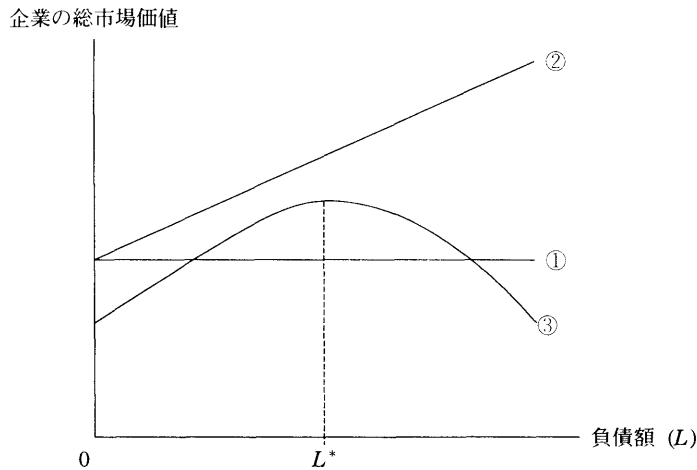
総エージェンシー・コストは、負債のエージェンシー・コストと株式のエージェンシー・コストの合計である。株式のエージェンシー・コストは、負債の

図1 総エージェンシー・コスト



出所) 花枝 (1989), 46頁より (一部変更)。

図2 最適資本構成の決定



出所) 花枝 (1989), 46頁を基に作成。

割合が100%のときゼロであり、自己資本構成比率が増大するにつれて逡増的に増える。外部株主の増加は、経営者との利害対立の可能性を深刻にし、エージェンシー・コストを増加させると考えられるのである。一方、負債の増加は、負債のエージェンシー・コストを高める。過少投資の問題や配当の操作は、負債の価値を低め、最終的には市場の評価に反映されて、企業が負担しなければならない。それを避けるために、例えば、転換条項付きの債券の発行などの措置を採り得るが、すべての費用を消滅させることはできない。負債に頼る割合

が高ければ高いほど、このエージェンシー・コストは増加する。そうすると、図1のような曲線を想定することができ、ある負債比率の点でエージェンシー・コストは最低となる。

このエージェンシー・コストに税制と倒産の可能性を考慮すると、ある資本構成比率で資本コストは最低となる。その結果、MMの基本定理では否定された最適資本構成の存在が浮かび上がってくる。図2がそれを示している。MMが想定した完全競争市場では負債と自己資本の構成比に関わらず、資本コストは一定である。この世界では、自己資本だけの企業も負債100%の企業も同じ企業価値である(図の①)。次に、税制を考慮した場合、利子は損金扱いされるので負債の資本コストはその分常に増資によるよりも安い。このときには負債比率が高まるにつれて、比例的に企業価値は上昇する(図の②)。それ故、負債をできるだけ利用するのが得策かという点、必ずしもそうはならない。第一に、倒産の可能性を考えると、負債の比率が著しく高まると負債のコストは高まる。第二に、上述したような経営者と株式保有者、株式保有者と負債権者の利害対立に伴って発生するエージェンシー・コストを考慮すると、資金調達方法として一方のみを採用することは、資本コストを上昇させることは明らかである。適度な資本の組み合わせ比率の存在が曲線③のように予想される(詳しくは花枝(1989)を参照せよ)。

以上が最適な資本構成をめぐる議論の紹介である。MMの結論は当時の財務学会、実務界に衝撃的な内容であった。純理論的にはそれが正しいことは、その後の批判、反批判を通じて次第に明確になってきた。しかし、実際の企業の資本構成を説明する上ではまったく不十分であった。そのため、現実の企業の負債と自己資本の選択については、彼らの議論では資本コスト以外の要因から説明することにならざるを得なかった。これに対して、エージェンシーの理論は、企業構成員の行動動機と不完全市場の仮定を織り込むことによって、理論的に最適資本構成の存在の可能性を証明したと位置づけられよう。

2.3 別の角度からの検討

しかしながら、これらの議論は、資金調達と投資それ自体の性格との関係を見ていない点で不十分である。投資をリスクの相違を除いては、無差別な性格のものとして論じている。だが、より現実的に資本構成を検討しようとする

き、資金調達と投資案件の内容は、同時に勘案されてしかるべきだとの立場もあり得よう。例えば、吉戸 (1984) によれば、次のような記述がみられる。

「設備投資計画のための合理的分類を考察」し、「以下の如く分類することが適切であると思われる」とし、設備投資を三種類に大別している。

- (1) 拡張投資…現存製品および新製品の開発
- (2) 更新投資…同じ設備との取替および近代化 (合理化, 省力化, 省エネ化) の両方を含む
- (3) 戦略的投資…利益を評価する定量的方法が十分に開発されていない投資, 福利厚生投資や研究開発投資および公害防止投資等

そして「かかる分類は、設備の資金源が異なることや、経済性の性格が異なるので」、「更新投資は内部資金、特に減価償却によらねばならないのに対し、拡張投資の場合は、必ずしも内部資金のみによる必要はない」。また「研究開発投資や福利厚生投資および公害防止投資等の戦略的投資は、直接の利益を目的とするものではなく、もっと広い見地に立って、企業の成長とか安定とかいう立場から考えられるべきものである」とし、投資と資金源の関係を表1のようにまとめている。

表1 投資の種類と資金源

	投資の種類	よるべき資金源
拡張投資	既存製品の生産能力拡大のための投資……増産投資	自己資本+固定負債
	新製品の生産のための投資……新製品生産投資	自己資本+固定負債
更新投資	既存設備と同機種設備への取替投資……取替投資	原価償却費
	既存設備と異機種設備への取替投資……近代化投資 (合理化, 省力化, 省エネ化含む)	内部資金
戦略的投資	研究開発のための投資……研究開発投資	内部資金
	従業員の福利厚生のための投資……福利厚生投資	内部資金
	企業の社会的責任上必要な投資……公害防止投資	内部資金

出所) 吉戸 (1984), 154頁より (一部省略)。

この議論は投資の内容に応じて使用すべき資金の種類も変えるのが良い、との判断から導かれる。こうした議論は、現実の企業の資本構成を考察していく上で有用な見方であると思われる。しかしながら、なぜある種の投資が内部資金で、別の投資が固定負債なのか、必ずしも理由がはっきりしていない。そこ

で、投資プロジェクトの中身を企業に特定のであるかどうかという観点から分類して、それに応じた資金調達のある方を考えることによってより体系的な理論が展開されるであろう。それが次に述べる取引コストアプローチである。

3. 資金調達の方法と投資特性

3.1 取引コストアプローチ

取引の統治構造として、典型的には市場と階層組織の2種類が存在することを Williamson (1975, 1985) は指摘した。どんな取引がそれぞれの統治構造に適合的か、はいくつかの次元で区分できる。例えば、不確実性の程度、取引主体の数、取引の頻度そして投資の特異性などである。この議論は、財そのものの取引に関連させて展開されたのであるが、投資の資金調達のあり方を考察する場合もやはりそうした要因が関係してくる。特に、財の投資の特性が非常に大きな影響を持つ。これまでの財務の理論では、投資の問題と資金調達の問題が独立的に議論され、個々の投資プロジェクトごとの適切な資金調達方法という観点は、比較的乏しかった。³⁾

ところが、取引コスト論の観点からは、自己資本や負債、あるいはリースなどの様々な資金調達手段は、それぞれ取引の制御方法の異なった統治構造とみることができる。そうした立場からは、それぞれの資金調達手段とそれが使用されるべき投資プロジェクトの性格との適合性が問題となる。⁴⁾

以下では、Williamson (1988, 1991) の負債と自己資本を一種の統治構造として把握する議論に基づいて、投資と資金調達方式の同時決定的な理論をみていくことにする。

3) エージェンシーの理論では、資本構成に資金調達のあり方が影響を及ぼすことが論証された。したがって、負債か自己資本かによって採択される投資が異なってくることもあるが、それは基本的には投資の収益とリスクだけが問題とされ、投資の性格と資金調達の関係をみたものではない。

4) エージェンシーの理論でも、債権と株式の証券の特性の違いはもちろん意識されているが、本稿で扱うような統治構造として把握されているわけではない。また、投資の性格という意味では有形固定資産が多いかどうか、資本構成の決定要因として問題とされることもある。しかし、そこでは有形設備の担保力が問題とされているが、企業に特殊かどうかという観点は入っていない。取引コストアプローチでは、資産の無形、有形が問題なのではなく、企業特殊性がキーポイントとなる。

まず、企業の行う投資であるが、非常に一般的、つまり汎用的で移動が容易なものから、非常に特殊で、当該企業にしか通用しないものまで順に並んでいるとしよう。また、資金調達的手段としては、負債と自己資本の二つのみで、最初は負債だけ利用できると仮定する。負債と自己資本は単に異なった性格の資金調達手段というだけでなく、投資家と企業との間を結ぶ取引の統治構造としても異なった内容を有すると想定する。

3. 2 統治構造としての負債と自己資本

まず、負債は次のような特性を有する統治構造であると考えられる。⁵⁾

(1)一定の間隔で固定的な利子支払がなされ、(2)その事業によって常に一定の流動性を満たされ、(3)負債償却基金が設定され、期限の終わりに元本が返済されなければならない、(4)倒産時には、負債所有者は、対象資産に対して優先的に請求権を行使する。この負債という統治構造の特徴は、事業が順調に運営されているときは企業にとって何ら問題がないが、事業が危機に陥り、予定通りに返済ができないとき、清算という結果をもたらす。この時に、どの程度の資金を回収できるかは、問題となる資産の移転可能性 (redeployability) の程度による。すなわち資産の特殊性が、請求権の価値を決めるので、負債による資金調達の条件は、その資金が投下される資産の特殊性の逆関数となる。企業特定の投資に対する貸出条件は、利子や返済期限などの条件で不利となる。そこで、企業としてはそれを避けるために、移転可能性を増大させて特殊性を犠牲にするという方法を採用することが考えられる。しかしこの方法では、生産コストが上昇する可能性が高い。このトレードオフを逃れるための新たな資金調達の方法が株式発行——自己資本である。

自己資本は、以下のような特性を有する統治構造である。(1)収益と資産清算の両者において残余請求者の地位にある、(2)企業の寿命の全期間にわたって契約する、(3)(a)株式所有者の所有割合に応じた投票によって選出され、(b)経営者を変更する権利を有し、(c)経営者の報酬を決め、(d)業績に関する内部情報を得ることができ、(e)特別な目的のために詳細に監査でき、(f)事前に重要な投資について評価し、(g)他の問題についても企業の経営陣の決定の見直しや監視をする、取締役会が創設され、自己資本の権利が確保される。

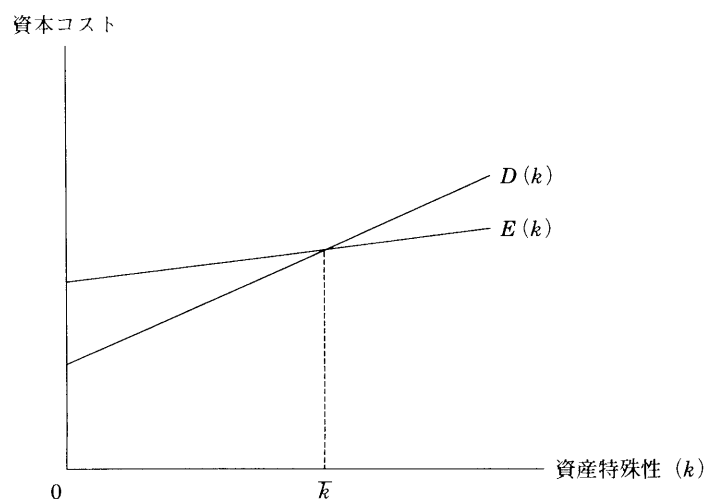
5) 以下の議論は、Williamson (1988) pp. 580-581 による。

この統治構造は、プロジェクトの移転可能性が限られているために資本コストが上昇するのを避けるために生まれる。自己資本は上述のような機構であるので、企業に対して追加的な統制手段を持つばかりでなく、負債よりも寛容である。環境に対する不適応が生じた場合、できるだけ事業を継続させ、その価値を保持しようとする。そうした意味で負債は、市場に近く、自己資本は管理に近い。中間生産物の取引になぞらえると、負債は市場経由の外部調達に相当し、自己資本は垂直的統合に相当することになる。別の表現を使うと、負債はルールに基づく統治構造であり、契約に則って厳格に履行されるが、一方株式は状況に応じて自由裁量の余地が認められた統治構造である。

3.3 資産の特殊性と資本コスト

以上の議論を基に、資産の特殊性⁶⁾と、負債及び自己資本の資本コストとの関係を図示すると以下のようなになる。ここで k は、資産特殊性を示す指標であり、負債と株式資本の資本コストは、それぞれ $D(k)$ 、 $E(k)$ のように資産特殊性の関数として表現される。そして、 $D(0) < E(0)$ で、 $D' > E' > 0$ である。 $D(0) < E(0)$ である理由は、負債は自己資本に比べて簡単な統治構造だからである。中間生産物の取引における市場と同じように、負債は規則が支

図3 資産特殊性と資本コスト



6) 資産特殊性と無形・有形資産の区別とは、必ずしも一致しない。例えば、労働という資産は無形であるが、その技能には企業に特殊的なものとそうでない汎用性を持つものがある。

配する利用の容易な統治構造なのである。それに対して自己資本は、開設費用が高く、プロジェクトへの関与を許容する複雑な制御関係である。垂直的統合が市場よりも複雑な統治構造であるのと同様である。また、両者とも資産特殊性とともにコストは上昇するが、負債のコストの方が急速に上がる。負債は時に企業を清算に追い込んだり、企業価値の増大につながる行動を不可能にするからである。したがって、企業特定の投資を断念して、より標準的な投資に切り替えなければならない場合もありうる。⁷⁾

このように取引コスト論的分析からは、負債が最初に使用されるべき資金調達的手段であり、株式によるファイナンスは最後の手段ということになる。

このことから資本構成は、投資の性格を抜きにしては論じられないという結論になる。したがって、資本コストの大きさは、ある企業の所属する産業のリスクや成長性に規定される部分よりも、戦略的に投資を実施することを通して、企業が個別に決定する部分の大きいともいえる。実際、S. Balakrishnan = I. Fox (1993)は、企業間の資本構成の差異を説明する要因として、企業に特殊な資産の存在が有力であることを実証している。⁸⁾

この取引コスト理論からの結論は、投資を合成した一つのまとめりとして捉え、投資の中味を問わないアプローチとは異なるし、また、最近財務の分野でエージェンシー理論の考え方を基によく唱えられているペッキング・オーダー理論、ないしファイナンシャル・ヒエラルキー論とも違っている。ペッキング・オーダー理論によれば、(1)内部留保、(2)負債、(3)株式の順に資金調達的手段が選好される。内部留保は、経営者が自由に、好きな時に使用でき、また情報の不完全性のために、外部の投資家が企業の直面する投資機会を正確に理解しない、といった問題を避けることができるため、最も好まれるという。そして、内部留保が尽きたときに始めて、外部資金に依存すべきである。その場合、株式よりも負債の方が先に使われる。その理由は、投資家と企業との間に情報の

7) 不確実性の程度が変わると、負債と自己資本のコストの優位性も変わる。不確実性が高くなると、自己資本の優位性が強まる。本文の図3で考えると、*D* 曲線と *E* 曲線の交差する点が左側にくる。

8) 先の吉戸 (1984) の表では、生産に直結した投資とそれ以外の投資に分けて論じているが、企業に特殊であるかどうかという視点は、まったくない。また、どちらかというと、自己資本、ないし内部資金が重視されているが、それには必ずしも十分な理由付けがあるとは言えないと考えられる。

非対称性があるため増資は、負債よりも、コストがかかるからであるという。

この後の方の増資と負債の順番については取引コスト論と同様であるが、内部留保に関しては異なる。取引コストの観点からは、内部留保が特に選好される理由はない。内部留保にしる増資にしる自己資本であり、同じ統治構造として同一の特性をもつからである。特殊性の薄い投資に内部留保を当てることは、取引コスト論の観点からは正当性を持たない、と考えられる。しかし、いずれにしる、資金調達には順序付けができるという点で両者には共通点があり、しかも、株式は最後の手段であるというところが興味深い。⁹⁾

結局、取引コストアプローチから資本構成の問題に関して、何が言えるかという、負債と自己資本のコストは、対象となる投資プロジェクトによって異なるということであり、それを抜きにして、一般的に論じることは意味がないし、したがって、最適資本構成なるものも論じられないことになる。この立場からは、資本を合成して捉えて論ずることは、企業の投資政策と資金調達の関連を分析するためのミクロ的基礎を欠くと言わざるを得ない。前に述べたように、市場と階層組織の効率性が一般論として議論できないのと同じことが、資金調達問題でも妥当するのである。

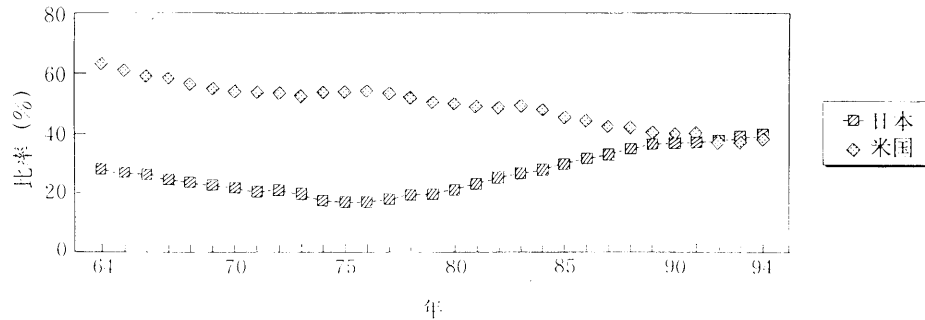
4. わが国企業の資本構成の評価

4.1 自己資本比率の意味

戦後一貫してわが国企業の自己資本構成比率の低さが財務分析上問題とされてきた。自己資本の比率は、企業の財務構成の重要なポイントであり、本質的な競争力や基礎体力を測る指標とみられてきた。図4は米国と日本の資本構成の推移を示したものであるが、つい最近まで一貫して米国のそれは高く、日本は低かった。その理由についてはさまざまなことが指摘されてきた。戦後の急成長に伴う資金需要にもかかわらずわが国の証券市場が未整備であったこと、そ

9) 取引コストアプローチの議論立てにもいくつかの限界はある。1)自己資本と負債だけを対象とした議論であること。この点については、現実的には両者の中間的な統治構造もあるし、負債より簡便なリースという手段もある。2)一つのプロジェクトには、一つの統治構造、つまり負債か自己資本かのいずれかというを想定しているが、現実には両者の組み合わせがあるかもしれない。3)企業を個別の投資プロジェクトの束として単純な機構と捉えている、などである。(Williamson (1988), pp. 583-584.)

図4 自己資本比率の推移：日本と米国



出所) 日本銀行『国際比較統計』。

のかわりにメイン・バンク制¹⁰⁾と呼ばれる独特の銀行を經由した間接金融仲介システムが発達したこと、銀行間の貸出の過当競争ともいえる状態が存在したこと、規制金利によって低コストで貸付を受けられたこと、などである。

こうした理由がどの程度妥当であるかは実証に待たねばならないが、大方の論者は、自己資本比率の低いことをもって日本企業の財務状態を問題視してきた。しかし、かつて小宮・岩田（1973）はMMの理論に基いて、そうした観念を痛烈に批判した。資本コストを考える限り、負債による資金調達自己資本によるそれより劣るということはなく、税制を考慮するなら99.99%負債であって良いことになる。しかし上で述べたように、それは極端な議論であり、情報の不完全性を取り入れて議論を進めれば、最適な負債・自己資本比率が想定されることになる。そうだとすれば、自己資本比率の低さそのものだけで財務の健全性を論ずることはできないし、さらにいえば無意味ですらある。

10) メインバンク制の定義やその役割を巡っては多くの見解がある。近年の成果としては青木・パトリック（1994）をみよ。一般的には、リスク・シェアリング機能や融資先企業に関する情報生産機能があげられている。それによってエージェント・コストが節約され、社会的にも望ましい機能をこれまでは果たしてきたとみられている。取引コスト論的な表現では、負債と自己資本とを兼ねあわせた統治構造であったといえるかもしれない。企業の経営危機に際しては、機械的に清算するのではなく、できる限りの支援策を講じるという点では、ルールではなく、裁量にも依存した統治構造である。こうした統治構造がこれまではかなり有効であったというのが、一般的な評価であるように思われるが、次第にその優位性は失われているようである。

銀行は情報上の優位性を活用しながら、ルールと裁量を巧みに使い分けてきたのであるが、それがこれからも有効に機能するとは限らない。下手をするとその両者の悪い面だけが現れる可能性もあることに注意する必要がある。

エージェンシーの理論によれば、経営者の行動への信頼の欠如から負債のコストが発生し、それが負債の利用に限界を画することになるが、取引コストアプローチからも理由は異なるが同様なことが言える。企業がどんな投資をするのかによって、最適な資金調達手段は違うのである。いずれにしろ、先験的に負債の利用が問題視される必要はない。さらに、取引コスト論の観点からは、負債が最初に活用されるべき資金調達方法であり、その後投資内容の特殊化に応じて自己資本に依存すべきであるということであった。その意味からすれば、わが国企業と米国との自己資本比率の差異は、企業の発展過程における投資の内容の差の反映であったかも知れず、自己資本比率の高低だけを取り出して議論することは全く無意味である、と改めて結論せざるを得ないのである。¹¹⁾

4. 2 資本構成の推移の評価

上の議論からすれば、わが国の資本構成はかつて論じられていたような不健全な内容でなかった可能性が高い。証券市場の発達が立ち後れていたことにより、利用できる資金調達手段は限られていたが、その中で合理的な選択をしていたと考えられる。

技術的に遅れたわが国にあっては、創造的で企業特殊な投資は少なく、そのため負債による資金調達が合理的な選択であった可能性がある。取引コスト論の立場からは、内部資金が特に外部資金より選好される理由はない。したがって、わが国企業の内部蓄積の乏しさを嘆く論調は必ずしも的を射たものとは言えない。この点では、ペッキング・オーダー理論からの評価とも異なるかもしれない。それによれば、内部留保が最も低コストの資金調達手段であり、その蓄積の有無が投資のしやすさを左右し、まず最初に使用されるべきだというのであるが、仮にそうだとすれば、内部留保の少なさはコスト競争上不利という

11) かつては米国企業の自己資本比率の高さを賞賛する向きもあったが、近年いちじるしく低下している。自己資本比率の高さそれ自体に価値があるものとすれば、これは憂うべき兆候ということになるが、これまで述べてきたようにそうした議論は説得力に欠ける。何が米国企業の自己資本比率の低下をもたらしたかは、これも実証を必要とするが、1980年代後半から経済成長が比較的高い水準で続いていること、産業構造が変化しつつあること、レバレッジド・バイアウト（買収先企業の資産を担保とする借入れによる買収）と呼ばれる企業買収活動が盛んに行われていることなどが影響し、そうした状況の中で負債という統治構造に適合した投資活動が行われているのではないか、というのが一つの仮説として考えられよう。

ことになる。そして、内部留保が多いほど財務管理上望ましいことになる。これは市場か組織かという選択に於いて、組織が有利であるという議論と似ている。いつでも自由に外部からの干渉を受けることなく意思決定できるというためには、垂直的統合による組織化が望ましいかも知れないが、常にそうだとはいえない。取引される財や資産の特殊性による。資金調達の場合も同様であり、内部に資金を抱えておくことがいつも良いとは限らない。

さらに、わが国にあっては、自己資本が望ましい場合でも、メイン・バンクという負債と自己資本の両者の統治構造の特性を兼ね備えているとみられる中間的な資金調達の統治構造の存在が、負債利用を高めてきたのかも知れない。いずれにしても、自己資本の比率それだけを論じること、あるいは資金調達手段それだけを単独に取り出して議論することには無理がある。調達された資金をどんなことのために使うのかということと併せて考えなければならない。小宮・岩田（1973）がいみじくも指摘したように、家計と企業は目的が異なるのであり、企業にとって自己資本の比率を高め、健全性の維持に汲々とすることは本末転倒である。成長の機会に恵まれている企業は、時には負債を大いに活用して成長を追求すべきである。繰り返しになるが、負債は市場であり、自己資本は内部組織である。市場と組織は状況に応じて使いわけるべきである。

まとめると、我が国の企業は戦後一貫してつい最近まで負債比率がきわめて高かった。これは証券市場の未整備といった制度的環境に影響されるところが大であったが、投資の内容が標準的、あるいは汎用的なものであったことによると推測できる部分もあるとみられる。後発国としてスタートしたわが国の技術水準は低く、しばしば指摘されるように、特にアメリカの技術に依存するところが大きかった。したがって、米国と類似した産業であっても、わが国企業の行う投資は、すでに確立された技術に基づくものであることが多く、その意味でリスクが低く、かつ汎用性が高いのであったと判断して良い。そうであるとすれば、自己資本が少ないことは、資本コストの面からみて何等問題視されるべきではないということになる。そして、近時エクイティ・ファイナンスが隆盛を極めたが、これは企業の投資の中に企業に特定の、あるいは創造的な設備や技術が増えたことの反映であるかもしれない、と取引コストアプローチからは解釈できよう。

1980年代後半の株式市場の異常なブームが自己資本の構成を高めるのに貢献

したが、どんな投資でも自己資本が負債による調達より有利であるわけではない。投資プロジェクトの性格に適合した統治構造を持つ資金調達手段を冷静に判断することが企業の価値を高める上で重要であると考えられるのである。

(てづか・きみと 成城大学教授 経済研究所主事)

(付記) 本稿は日本私学振興財団の平成8年度学術研究振興資金の援助を受けて、刊行したものである。

〔参 考 文 献〕

- 井手正介・高橋文郎 (1992), 『企業財務入門』, 日本経済新聞社。
- 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」, 『金融研究』, 第9巻第4号, 23-50頁。
- 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』, 第11巻第1号, 37-59頁。
- 倉沢資成 (1989) 「証券：企業金融論とエージェンシー・アプローチ」, 伊藤元重・西村和雄編 『応用ミクロ経済学』 (東京大学出版会) 所収, 89-120頁。
- 小宮隆太郎・岩田規久男 (1973), 『企業金融の理論』, 日本経済新聞社。
- 小山明宏 (1996), 『経営財務論』三訂版, 創成社。
- 重原久美春・佐藤節也 (1990), 「企業の資本コストを巡る問題について」 『金融研究』, 第9巻第2号, 49-59頁。
- 花枝英樹 (1989) 『経営財務の理論と戦略』, 東洋経済新報社。
- 野間敏克・花枝英樹・米沢康博 (1992), 『企業金融』, 東洋経済新報社。
- 吉戸昌昭 (1984), 『現代企業行動論』, 同文館。
- Aoki, M. and H. Patrick (eds.) (1994), *Japanese Main Bank System*, Oxford University Press, New York. (青木昌彦・ヒュー・パトリック (1996), 『日本のメインバンクシステム』, 東洋経済新報社。白鳥正喜監訳, 東銀リサーチインターナショナル訳)
- Balakrishnan, S. and I. Fox (1993), "Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure", *Strategic Management Journal*, 14, pp. 4-16.
- Jensen, M (1986), "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 76, pp. 323-29.
- Jensen, M. and W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managrial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Long, M. S. and Malitz, H. B. (1985), "Investment Patterns and Finacial Leverage", In *Corporate Capital Structures in the United States*, ed. by B. M. Friedman, pp. 325-351.
- Modigliani, F and M. H. Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 48(3), pp. 261-97.
- Modigliani, F and M. H. Miller (1963), "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, 53(3), pp. 433-43.
- Myers, S. C (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 147-175.

- Myers, S. C (1984), "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, 36(3), pp. 575-592.
- Williamson, O. E. (1975), *Markets and Hierarkies : Analysis and Antitrust Implications*, Free press, New York.
- Williamson, O. E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press, New York.
- Williamson, O. E. (1988), "Corporate Finance and Corporate Governance", *Journal of Finance*, 43, pp. 567-591.
- Williamson, O. E. (1991), "Stratezing, Economizing, and Economic Organization", *Strategic Management Journal*, 12, pp. 75-94.

企業の資本構成と取引コストの理論 (研究報告 No. 13)

平成9年3月20日 印刷

平成9年3月25日 発行

非売品

著者 手塚 公 登

発行所 成城大学経済研究所

〒157 東京都世田谷区成城 6-1-20

電話 03 (3482) 1181 番

印刷所 白陽舎印刷工業株式会社
