

成城大学経済研究所
研究報告 No. 23

資本構成問題の再検討

花 枝 英 樹
吉 川 卓 也

1999年6月

The Institute for Economic Studies
Seijo University

6-1-20, Seijo, Setagaya
Tokyo 157-8511, Japan



資本構成問題の再検討

花 枝 英 樹

吉 川 卓 也

1. はじめに

株主資本と負債の割合をどうするかという資本構成の決定は、企業の財務構造の基本的骨格を決めてしまうという点で財務政策上最も重要な問題であり、依然として今日でも企業財務の研究の中心的テーマであり続けていると言っ
てよい。

ところで、この資本構成問題の理論的分析のスタートは、40年も前に発表されたモジリアーニ・ミラー (Modigliani and Miller (1958)) 理論に遡ることができる。その後、ジェンセン・メックリング (Jensen and Meckling (1976)) によって、企業を取り巻く利害関係者、特に、経営者、株主、債権者間の利害の不一致に焦点を当てた、エージェンシー・アプローチが主張され、今日ではこの考え方が資本構成問題、あるいは他の多くの企業財務の問題を考える場合の理論的基礎として承認されている。

確かに、ジェンセン・メックリングが、経営者は必ずしも株主や債権者の利益を最優先して行動しないという点を考慮に入れて、所有と経営の分離した現代の大規模株式会社の財務行動を分析したことは正鵠を得ていると言っ
てよいであろう。しかし、第2節で述べるように、このエージェンシー・アプローチには、議論の前提に若干の問題点が存在する。近年、Zwiebel (1996) らによっ
て、エージェンシー・アプローチの基本的考え方は踏襲しながら、その問題点を解消する意図から新たなアプローチが考え出されている。本稿では、その議論を紹介する形で、古くて新しい資本構成問題を再検討することにしたい。

2. エージェンシー・アプローチの特徴と問題点

(1) エージェンシー・アプローチの特徴

エージェンシー・アプローチの基本的な前提は、経営者は自らの利益を高める目的で、必ずしも株主や債権者などの資金提供者の利益に合致しない行動をとると考える点にある。しかし、それだけなら、資金提供者が資金の提供時、あるいは事後的に、様々な形で経営者をチェックしたり制裁を加えるなどして、経営者をコントロールすることが可能である。エージェンシー・アプローチのもう一つの基本的な前提は、そのような事前的、事後的なコントロールが、経営者と外部の資金提供者との間での情報の非対称性などのために、完全には行えないと考える点にある。

そのため、経営者の将来における裁量的行動の結果、株主や債権者が自分たちの利益が損なわれることを事前に考慮に入れて、資金提供時により低い価格での新株式の発行、より高い貸出金利あるいは社債発行利回りを要求することで資金提供者は対処しようとするであろう。さらに、財務制限条項に典型的に見られるように、資金提供時に様々な制約を企業に課すことも考えられる。

このような資金提供者の行動の結果、企業はより高いコストで資金を調達せざるを得なくなる。これらのコスト増は、企業が資金提供者と一種のエージェンシー関係に入ったことによって生ずるコストという意味で、エージェンシー・コストと呼ばれている。そして、このようなエージェンシー・コストが掛からない場合の企業価値に比べて、株式のエージェンシー・コストと、負債のエージェンシー・コスト分だけ、企業価値は低く評価されてしまう。

特に、最近のエージェンシー・アプローチでは、Jensen (1986)、Hart and Moore (1995) らによって主張されたように、経営者の裁量的行動を阻止するための負債の役割が強調される。彼らの主張のポイントは、つぎのようにまとめることができる。もしも、企業内に多額のフリーキャッシュフローが発生した場合には、経営者はそれらの資金を裁量的に無駄な投資等に利用してしまう誘因を持つ。それが、企業が大量の負債に依存していれば、利子や元本の返済が多額にのぼるために、このような多額のフリーキャッシュフローが発生する余地がなくなり、経営者の裁量的行動を阻止することが可能となるという議論である。

また、企業が負債の利子や元本の返済ができなくなれば債務不履行になり、経営権は経営者から債務者に移行してしまう。そのため、経営者は自らの地位を守るために、そのような債務不履行の状態になるような事態を防ぐために、経営の効率化を図ったり、無駄な投資を差し控えるといった形で、経営者の行動が律せられることになる。

そして、このエージェンシー・アプローチでは、エージェンシー・コスト分だけ差し引かれた企業価値が最大になるように、経営者は事前に資本構成を決定することが想定されている。例えば、Jensen and Meckling (1976, pp. 343-346) では、負債比率の減少関数である株式のエージェンシー・コストと、負債比率の増加関数である負債のエージェンシー・コストの和である総エージェンシー・コストが最小となる負債比率が経営者によって選択される。そのような負債比率は、エージェンシー・コストを差し引いた企業価値を最大にするものである。同様に、Hart and Moore (1995) でも、経営者は企業価値が最大になるように、最適な負債額を調達することが想定されている。

(2) エージェンシー・アプローチの問題点

このように、エージェンシー・アプローチでは、一方で、資金調達後には、外部資金提供者は適切に経営者をコントロールすることができず、経営者の自由裁量の余地が存在し、資金提供者の利益が損なわれる危険性を認めながら、他方で、資金調達時には、経営者に企業価値を最も高めるような資本構成を選択させるある種の規律者を暗黙の内に想定している。

しかし、事後的に経営者を適切に監視する規律者が存在しないことによってエージェンシー問題が発生してしまうのにもかかわらず、事前的には、そのような規律者の存在を想定することは、整合性に欠けると言わざるを得ない。もしも、事前にそのような規律者が存在するのであれば、資金調達後もそのような規律者によって経営者の行動はコントロールされることになる。他方、事後的にそのような規律者が存在しないのであれば、事前にも経営者が企業価値を最大にするように資本構成を選択させる規律者は存在しないはずである。

負債の役割を強調する議論においても、前もって企業が適切に負債調達をしていれば、事後的に規律者が存在しなくても、負債の存在があたかも規律者のように経営者の行動を律することが主張される。しかし、資本構成決定権は経

営者に属すると考えるなら、そもそもなぜ、経営者は資本構成を決定する段階で、将来、自分の行動を制限する、あるいは、自分の首を絞めることになる多額の負債を調達する誘因をもつのであろうか。また、たとえ経営者が何らかの理由で負債調達を事前に行わざるを得なかったとしても、規律者が存在しなくなった事後に、負債を株主資本に代替させることによって負債の規律から免れることができるのではないか。例えば、任意償還付き社債 (callable bond) を事前に発行していたとすれば、事後に新株発行によって得た資金で社債の任意償還を行うことによってそれが可能となる。

3. エントレンチメント・アプローチ

(1) コミットメントとしての負債

通常のエージェンシー・アプローチの前提における、このような非整合性を解決するひとつのアプローチとして、以下では Zwiebel (1996) のモデルを紹介したい。このモデルでは、経営者が資本構成を決定する際に規律者が存在しない場合でも、経営者は自ら進んで負債調達を選択する。それは、以下で詳しく述べるように、負債が資金提供者の不利益になるような行動を将来、経営者がとらないことを確約させる一種のコミットメントになり、経営者が事前にそのようなコミットメントを資金提供者に取り付けておくことは自分の利益にも合致するからである。

確かに、負債に依存した資本構成を事前を選ぶと、経営者の効用を高めるような将来の行動が制約されることになる。しかし、そのようなコミットメントは、現在と将来にわたって効率的経営が現経営者によって行われることを資金提供者を含めた外部者に確約させることになり、乗っ取りなどの資本市場での敵対的行動を抑える効果を持ち、そのことが現経営者の地位を確保することにつながる。そのため、敢えて、経営者は事前的に負債調達に依存するような資本構成を自発的に選択するのである。

通常のエージェンシー・アプローチでは、事前には規律者の存在を暗黙のうちに想定しながら、事後的にはそのような規律者は存在しなくなる。しかし、以下では、弱い形での外部からの規律付けは常に存在することを仮定している。弱い形とは、経営者の裁量的な行動を完全にコントロールするような外部から

の規律付けは不可能であるが、現経営者による非効率的な経営のために企業価値がある限度以上低下してしまう場合には、乗っ取りのような形で外部からのコントロールが働くという意味である。経営者は様々な仕方、仕組みを使って、外部からの干渉を排除することを考えるであろう。このようにある程度、外部からの干渉を食い止めることができる経営者をエントレンチ (entrench) された経営者と呼ぶ。エントレンチとは、もともと「塹壕で囲む」という意味であるが、現経営陣はこれによって、多少の企業価値の低下が起こる、あるいは予想されるときでも、経営権を維持し続けることが可能となる。

しかし、いくらエントレンチされた経営者といえども、企業が倒産の事態になってしまえば、経営権を他の者に委譲せざるを得なくなる。そのため、負債調達に依存することは、倒産の危険性を高めてしまうことになるが、敢えて経営者が進んでそのような資本構成を選択することは、倒産の危険性を防ぐために、採算に合わないような投資や非効率的な経営を将来行わないことを企業外部者に確約することになり、その結果乗っ取りを防ぐことが可能となる。そのため、経営者は負債に依存した資本構成を敢えて選択することを自らの利益の増大に結びつくと考えるのである。

ここで注意しなくてはならないのは、ただ単に乗っ取りの脅威が潜在的に存在するだけでは、経営者に規律を与えることにはならない点である。既に取られた経営者の行動の結果、企業価値が低くなったとしても、それはサンクコスト (埋没費用) 的なものであり、これから先の乗っ取り行動を誘発するとは限らない。しかし、将来的に負債に依存する資本構成であれば、既に述べたように将来に渡って経営者を律する効果がある。

もう一つ注意する点は、負債が経営者の将来の行動に規律を与えるとは言っても、あまりにも負債が過剰になると、その効果は小さくなってしまうことである。なぜなら、どのような行動を取っても倒産の事態に遭遇してしまうほど負債が過大でありすぎると、良い投資だけが行われ、悪い投資は行われれないという風に経営者により良い行動を誘発するよう仕向けることができなくなるからである。

(2) モデルのフレームワーク

以下では、3期間存続する企業を考え、既存資産から每期、 y だけの収益が

発生するとする。3期後の既存資産の価値はゼロとする。経営者には各期に一つの新規投資を行うことができるチャンスがある。経営者、投資家はリスク中立的で、利子率はゼロとする。

4つのタイプの企業を考え、それぞれ、 A 、 B 、 C 、 D 企業とする。各企業の各期における新投資は、プラスの収益 r かマイナスの収益 $-r$ をもたらすとする。ただし、 $0 < r < y$ とする。そして、プラスの収益 r が生ずる確率 t は企業によって異なり、 A 企業が $t=3/15$ 、 B 企業が $t=4/15$ 、 C 企業が $t=6/15$ 、 D 企業が $t=8/15$ である。各企業の新投資の成功確率に関する情報は、投資家に既知であるとする。企業タイプの違いは、成長企業であるか否かを表しているとも考えることもできるし、あるいは、経営者の能力の違いを表しているとも考えることもできる。そして、各企業が各期に行う新投資が成功するか、失敗するかは、各期、独立であるとする。新投資からの収益が r であるのか、 $-r$ であるかは、投資決定時点では判明するとする。また、新投資には費用が掛からないとする。それゆえ、経営者はもし望むのであれば、不採算の投資を行うことができるが、それは将来の倒産の危険性を増大させることになる。

経営者は、経営権を維持することから每期 A の効用を、新投資を行うことから每期 B の効用を得るとする。現経営者の下での企業価値より、乗っ取り者が経営を行ったときの企業価値の増大が e の金額を上回らなければ、エントレンチされた現経営者は乗っ取りの脅威にさらされないとする（ただし、以下では $e=r/2$ と仮定する）。つまり、非効率的な経営による多少の企業価値の低下程度では、現経営者はその地位を維持し続けることが可能である。ただ、倒産の事態になれば、たとえエントレンチされた経営者といえども、そうすることが債権者の利益になるなら、その地位を剥奪されることになる。現経営者から替わった新経営者は、上で述べた新投資の機会を持っていないと仮定する。また、第3期以前に倒産が起こっても、企業再編によって3期末まで企業は存続するとする。

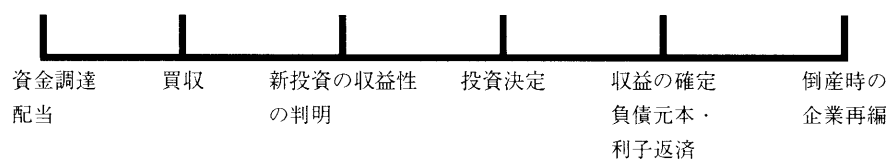
各期における意思決定の順序は、図1のように表される。まず、各期の初めに、経営者が資金調達決定と配当政策決定を行う。つぎに、外部の投資家なり企業によって、当該企業を乗っ取るかどうかの決定が行われる。つぎに、当期の新投資からどれだけの収益が発生するかが明らかになる。つぎに、新投資を実行するか否かの決定が経営者によって行われる。続いて、既存資産から

資本構成問題の再検討

の収益と、新投資を行った場合には新投資からの収益が確定する。そして、収益から負債に対する元本、利子の返済が行われる。もしも、元本、利子の支払いが完全に行えなければ倒産になり、現経営者の交代を含んだ企業再編が行われ、つぎの期に進む。

なお、以下では、期首に調達する負債としては、その期末に元本と利子を返済する満期が1期間の短期負債を考える。また、前期末に確定した利益と、その期の期首の負債調達額から、同期首の配当が支払われる。もしも、残余があればそれを手持ち資金 L_t として、同期の負債の利子や元本の返済に充てる事が可能であるとする。

図1 各期における意思決定の順序



(3) 経営者の資金調達・投資決定

経営者や外部投資家は将来の相手の行動を予想して、現在の意思決定を行うので、時間の流れとは逆に、まず最初に、第3期に到達し、現経営者は第2期末までまだ経営権を握っているときの、第3期における経営者の意思決定を考えてみよう。第3期は最終期なので将来の経営権の維持を思い煩う必要はなく、新投資を行うことによって経営者は B の効用を得るので、悪い投資を含めたどのような投資でも行おうとする。そして、第3期、期首の負債調達額はゼロを選択し、 $D_3=0$ となる。

このとき第3期の初めには企業の乗っ取りは A 企業だけに起こる。その理由はつぎのようである。乗っ取り者が企業を乗っ取り、新株主になったときの株式価値は、企業の手持ち資金 L_3 と既存資産からの利益の合計であり、 L_3+y となる。これに対して、現経営者が経営をおこなったときの株式価値は、負債がゼロなので、企業の手持ち資金と第3期の期待利益の合計である。この金額は、 $L_3+y+r \cdot t+(-r) \cdot (1-t)=L_3+y+(2t-1)r$ となる。そして、乗っ取りによる株

式価値の増加は、 $L_3+y-[L_3+y+(2t-1)r]=(1-2t)r$ となる。この金額が $e(=r/2)$ を上回る A 企業だけが実際に乗っ取りされ、それ以外の企業は乗っ取りされない。

つぎに、第 2 期に話を進めよう。A 企業の現経営者がこの期の初めに経営権を保持しているとする。現経営者は、第 3 期には乗っ取りのために解雇されてしまうことを予想し、第 2 期にはどんな投資でも行う決定をする。今期乗っ取りが行われたときの株式価値は L_2+y+y であるのに対して、乗っ取りが行われなかったときは $L_2+y+(2t-1)r+y$ となる。両者の差額は $(1-2t)r$ となり、 $e(=r/2)$ より大きいので、乗っ取りが実際に起こる。

A 以外の企業はどうであろうか。A 以外の企業の現経営者が第 2 期の負債調達額をゼロとしたときには、悪い投資を行っても今期の倒産は起こらないので、どんな投資でも行う誘因を持つ。その場合の第 2 期での乗っ取りによる株式価値は L_2+y+y であるのに対して、乗っ取りが起こらない場合の株式価値は $L_2+2y+2(2t-1)r$ となる。両者の差額は $2(1-2t)r$ であり、B 企業については $e(=r/2)$ より大きいので、乗っ取りが実際に起こってしまう。しかし、C、D 企業については第 2 期の負債額がゼロでも乗っ取りは起こらない。

そこで、B 企業は第 2 期に悪い投資を行わないことを乗っ取り者に確約させるために、第 2 期の負債額をゼロではなく、もしも、悪い投資を行ったら第 2 期に倒産の事態が発生し、経営権を奪われてしまう程度に負債額を高めることが自分の利益になると判断するであろう。そこで、第 2 期の負債の償還額を D_2 と表したとき、 $y-r < D_2 \leq y$ であれば、悪い投資をしたときだけ債務の返済が完全に行えず、倒産の事態が発生してしまう。ただし、第 1 期末に生じた利益と第 2 期首に負債によって調達した金額は、すべて株主に配当として分配してしまうものとする。そのため、第 2 期首の手持ち資金 L_2 はゼロである。

実際、B 企業の経営者はこのとき悪い投資を行わない。なぜなら、もし、悪い投資を行ったとすれば倒産になり解雇されてしまうので、彼の効用は第 2 期分の $A+B$ だけであるのに対して、悪い投資を行わなかった場合には、第 2 期の効用は A であるが、第 3 期の効用が $A+B$ となり、合計すれば悪い投資を行わない方が高い効用を得られるからである。このようにして第 2 期に倒産が起こらず、償還額が確実に返済されると予想されるので、債権者は償還額 D_2 と同額の負債を企業に貸し出す。そして、B 企業が $y-r < D_2 \leq y$ を満たす短

資本構成問題の再検討

期負債を調達したときには、実際に、第2期に乗っ取りは起こらない。なぜなら、乗っ取りによる株式価値は L_2+y-D_2+y であるのに対して、乗っ取りが起こらない場合の株式価値は $L_2+y+r \cdot t-D_2+y+(2t-1)r$ となる。両者の差額は $(1-3t)r$ であり、この値は $e(=r/2)$ より小さいためである。(ただし、B企業については、 $L_2=0$ である。)

同じような考え方で、第1期の経営者の意思決定を調べてみよう。最初にA企業を取り上げると、第2期での議論と同様に、どんな資金調達でも乗っ取りが起こる。それはつぎの理由による。A企業の現経営者は、第2期には乗っ取りのために解雇されてしまうことを予想し、第1期にはどんな投資でも行う決定をする。そして、今期乗っ取りが行われたときの株式価値は $L_1+y+y+y$ であるのに対して、乗っ取りが行われなかったときは $L_1+y+(2t-1)r+y+y$ となる。両者の差額は $(1-2t)r$ となり、 $e(=r/2)$ より大きいので、乗っ取りが実際に起こるからである。

つぎに、B企業を考えよう。第1期の負債額をゼロにすると、この期に倒産が起こらないので経営者はどんな投資でも行おうとする誘因を持つ。第1期に乗っ取りが起こると、株式価値は L_1+3y となる。これに対して、第1期に乗っ取りがないとき、株主が受け取る利益は、第1期が $L_1+y+(2t-1)r$ 、第2期が $y-r < D_2 \leq y$ を満たす短期負債を調達し、悪い投資は行われないので $D_2+y+t \cdot r-D_2$ 、第3期が $y+(2t-1)r$ となり、3期間合計した利益は $L_1+3y+(5t-2)r$ となる。(ここで、第2期の利益の第1項目に D_2 が付け加わっているのは、第2期の負債調達額も配当として株主に分配されてしまうからである。) 両者の差額は、 $(2-5t)r$ となり、 $e(=r/2)$ より大きくなるので、負債額がゼロだと実際に乗っ取りが起こってしまう。

そのため、第2期のときと同様、B企業は第1期でもある程度の負債調達を行い、悪い投資を行わないことを外部投資家にコミットしようとするであろう。そこで、第1期の負債の償還額 D_1 が $y-r < D_1 \leq y$ を満たすように、負債調達を行う。ただし、0期の利益と第1期の負債調達額はすべて株主に配当として分配してしまうものとする。そのため、第1期首の手持ち資金は $L_1=0$ となる。

実際、B企業の経営者はこのとき悪い投資を行わない。なぜなら、もし、悪い投資を行ったとすれば倒産になり解雇されてしまうので、彼の効用は第1

期分の $A+B$ だけであるのに対して、悪い投資を行わなかった場合には、第1期の効用は A であるが、第2期の効用は A あるいは $A+B$ で、3期の効用は $A+B$ となり、合計すれば悪い投資を行わない方が高い効用を得られるからである。このようにして第1期に倒産が起こらず、償還額が確実に返済されると予想されるので、債権者は償還額 D_1 と同額の負債を企業に貸し出す。

そして、 $y-r < D_1 \leq y$ を満たすように、 B 企業が短期負債調達を行えば、実際にも乗っ取りが起こらない。もし、乗っ取りが起これば株式価値は $y-D_1+2y$ である。一方、乗っ取りが起こらないときの株主の利益は、第1期が $y+r-t-D_1$ 、第2期が $D_2+y+r-t-D_2$ 、第3期が $y+(2t-1)r$ となり、3期間合計した利益は、 $3y-D_1+(4t-1)r$ となる。両者の差額は $(1-4t)r$ となり、 $e(=r/2)$ より小さいので乗っ取りが起こらないからである。

最後に、 C 企業と D 企業を見てみよう。両企業とも、第2期、第3期には、負債額はゼロで、どんな新投資も実行する。第1期に同じように負債額をゼロとした場合には、経営者は第1期に倒産の危険性がないので悪い投資でも行う誘因を持つ。このとき、株主の3期間合計した利益は、 $L_1+3y+3(2t-1)r$ となる。これに対して、乗っ取りが起こった場合の利益合計は L_1+3y である。乗っ取りによる利益増は $3(1-2t)r$ となる。 D 企業については、この値は $e(=r/2)$ より小さくなるので乗っ取りが起こらず、第1期の負債調達額はゼロになる。しかし、 C 企業については、乗っ取りによる株主の利益増は $e(=r/2)$ より大きくなり、第1期の負債がゼロであると実際に乗っ取りが起こることになる。

そのため、 C 企業は第1期での乗っ取りを防ぐために、 $y-r < D_1 \leq y$ を満たすように、短期負債調達を行う。ただし、0期の利益と第1期の負債調達額はすべて株主に配当として分配してしまうものとする。そのため、第1期首の手持ち資金は $L_1=0$ となる。

実際、 C 企業の経営者はこのとき悪い投資を行わない。なぜなら、もし、悪い投資を行ったとすれば倒産になり解雇されてしまうので、彼の効用は第1期分の $A+B$ だけであるのに対して、悪い投資を行わなかった場合には、第1期の効用は A であるが、第2期の効用は $A+B$ 、3期の効用は $A+B$ となり、合計すれば悪い投資を行わない方が高い効用を得られるからである。このようにして第1期に倒産が起こらず、償還額が確実に返済されると予想されるので、債権者は償還額 D_1 と同額の負債を企業に貸し出す。実際にも乗っ取りが起こ

らないのはつぎの理由による。乗っ取りが起こって現経営者が交代されたときの、株主の利益は $y - D_1 + y + y$ であるのに対して、乗っ取りが起こらないときの株主の利益は $y - D_1 + r \cdot t + 2y + 2(2t - 1)r$ である。両者の差額は $(1 - 4t)r$ となり、 $e (= r/2)$ より小さいので乗っ取りが起こらないからである。

以上のことをまとめると、 A, B, C, D 企業の第1期から第3期までの各期の意思決定はつぎのようになる。

(i) A 企業：第1期首にどのような資金調達を行っても、第1期に現経営者は乗っ取りに会い、交代させられてしまう。

(ii) B 企業：第1期と第2期にそれぞれ、 $y - r < D_1 \leq y$, $y - r < D_2 \leq y$ を満たすような短期負債調達を行う。そして、第1期と第2期には悪い投資は行われず、経営者の交代もない。第3期は、短期負債調達はゼロで、経営者の交代はなく、悪い投資も行われる。0期末の利益と第1期の負債調達額合計が、第1期首の配当として分配される。同様に、1期末の利益と第2期の負債調達額合計が、第2期首の配当として分配される。第3期首の配当については、特に条件はない。

(iii) C 企業：第1期に $y - r < D_1 \leq y$ を満たす短期負債調達が行われる。第1期には悪い投資は行われない。第2期、第3期の短期負債調達はゼロで、悪い投資も行われる。すべての期について、経営者の交代はない。0期末の利益と第1期の負債調達額合計が、第1期首の配当として分配される。第2期、第3期首の配当については、特に条件はない。

(iv) D 企業：第1期から第3期まで短期負債調達はゼロで、悪い投資も行われる。すべての期で経営者の交代はない。また、すべての期について、配当について条件はない。

上のモデルについて、いくつかの留意点を述べておこう。まず第1は、負債の元本や利子の支払いがいつかが問題であり、いつ調達が行われるかは問題ではない。例えば、第2期に短期負債を発行することは、第1期に満期が第2期である長期負債を行ったと見なすことができる。そのため、第1期と第2期に短期負債調達をそれぞれ行う B 企業は、これを第1期に短期債と長期債を同時に発行したと考えることもできる。

第2の留意点は、負債が将来の経営者の行動を制約するのは、悪い投資を行

うと負債元本や利子の支払いができなくなり、倒産になる危険性が存在するからである。悪い投資からの収益が低くても手持ち資金 L_t が豊富だと、負債元本や利子の支払いが可能となり倒産を回避できるので、悪い投資でも行う誘因を経営者は持つてしまう。そのため、利益を株主に分配してしまい、手持ち資金を持たない形での配当政策が、負債調達と同時に取られることが必要である。 B 企業や C 企業が負債調達を行うときに、利益を全額、配当として株主に分配してしまい、手持ち資金をゼロにしているのはこのためである。

第3の留意点は、経営者が自発的に手持ち資金を抑えるような行動を取るということでの結論は、Jensen (1986) などが主張する通常のフリーキャッシュフローの議論とは異なることに注意しよう。フリーキャッシュフローの議論では、経営者はできるだけ手持ち資金を確保し、それを自分の効用を高めるために無駄な投資に使ってしまうことが強調されるからである。この点に関しては、次節でも詳しく述べることにする。

4. モデルの含意

つぎに、上のモデル分析から得られる含意を考えてみよう。

(1) 成長機会と資本構成

A 企業から B 企業、 B 企業から C 企業、 C 企業から D 企業になるにつれ、新投資の成功確率 t の大きさが高くなっている。それゆえ、企業タイプの違いは成長機会の有無を表しており、 A 企業から D 企業にいくにつれ成長企業であると考えられる。そして、 B 企業では、第1期と第2期で負債調達が行われたのに対して、 C 企業では第1期だけ、 D 企業では、すべての期についてゼロというように、成長企業であるほど負債に依存しない結果が得られた。このことから、成長企業ほど負債比率は低いという結論が得られる。また、このことは、成長産業に属する企業ほど負債比率が低く、成熟産業や衰退産業に属する企業ほど負債比率は高いということを含意している。

成長企業であるほど資金需要が旺盛であるが、戦後わが国の高度成長期のよように株式市場がそれほど発達していないときには、株式市場での株式発行による資金調達が十分行えず、資金のアベイラビリティの面から銀行借入などの負債に依存しなくてはならない状況では、成長企業ほど負債比率が高くなる可

能性がある。しかし、店頭市場を含めた株式市場で以前に比べて自由に必要資金が調達できる現在では、ここでのモデル分析が前提としているような、株主資本であろうが負債であろうが、自由に必要資金を調達できる状況は以前にまして妥当するであろう。そのようなときには、成長企業ほど負債に依存する割合は低下すると予想されるのである。

また、収益性が高い企業ほど負債比率が低いというように、収益性と負債比率の間にも負の関係にあると予想される。A 企業から D 企業に行くにつれ、新投資から高い収益が得られる確率が增大するからである。

(2) 株式市場の動向と資金調達

株式市場が活況で多くの企業の株価が上昇しているようなブームのときは、投資家が個々の企業の新投資の成功確率 r をより高く予想している状況であろう。そのようなときには、例えば B 企業は C 企業と投資家に見なされ、B 企業は負債よりも新株式発行によって必要資金を調達する割合が高くなる。このように、株式市場が上昇局面にあるときには、増資が増えることが予想される。逆に、株式市場が低迷しているようなときには増資が抑えられ、負債調達が增大する。

さらに、企業が負債比率を高くするような資本構成に変えたとき、財務安全性が低まったと危惧され、株式市場で株価が低下すると一般には予想される。しかし、負債比率を高くしたとき株価の上昇をもたらすことがある。これは通常の予想に反することのようであるが、ここでの分析結果から合理的に説明がつくことである。

企業が負債比率を上げたことを市場の投資家がつぎのように判断した場合には、通常とは逆に、当該企業の株価は上昇する。例えば、乗っ取りの脅威が増大したため、経営者が経営の効率化、無駄な投資を抑えることを市場に確約する目的で負債依存度を高めたと投資家が判断したようなときである。モデルで再三述べてきたように、負債依存度を高めることは将来の無駄な投資を抑える効果があり、経営者自ら効率的な経営をコミットしたと投資家が判断するからである。逆に、負債比率を下げたときには、株価が低下することが予想される。

収益性の低い企業は負債比率を高くすることを、上の(1)で述べた。そのため、ある企業が負債比率を高くしたときには、市場の投資家はそのことを収益性の

低下と判断し、株価が低下する可能性が予想される。しかし、米国での多くの実証分析では、予期しない負債比率の上昇は株価にプラスの影響を及ぼしている。この一見、理論と整合的でないような実証結果を、負債比率の上昇によって経営者に規律を与えることができると市場が判断し、株価の上昇が起こったと解釈すれば、理論と矛盾なく説明できるというわけである。

（3）資本構成と配当政策

ここでのモデルの特徴は、資本構成の決定と配当政策とが密接に結びついていることを明らかにしている点である。そして、負債比率が高い企業ほど、配当性向が高いという結論が得られる。例えば、B 企業は第1期と第2期に負債調達を行うが、同時に利益をすべて配当として株主に分配してしまう。同様に、C 企業は第1期に負債調達を行うと同時に、利益をすべて配当してしまう。これに対して、D 企業はすべての期で負債調達がないと同時に、利益を配当に回してしまう決定をする必要はなかった。

負債調達したときに、利益を内部留保して手持ち資金を抱えていると、将来、経営者が悪い投資をすることを抑えるといった負債の役割が半減してしまう。そして、市場の投資家に対して、将来悪い投資を行わないということをコミットする役割を負荷が果たせなくなってしまう。そのため、経営者は負債調達と同時に、利益を内部留保せず配当として支払ってしまうのである。

ここでのエントレンチメント・アプローチと通常のエージェンシー・アプローチとの違いが最も際だって出てくるのは、配当政策に絡んだ点なので、このことをつぎに述べよう。

通常のエージェンシー・アプローチでは、経営者は利益を配当せず内部留保してフリーキャッシュフローを増大させ、その資金を無駄な投資に使ってしまう危険性を指摘している。そのため、エージェンシー・アプローチからは、なぜ、経営者が自発的に配当を支払うのかを説明できない。そこで、このようなフリーキャッシュフローの増大を防ぐための負債の役割が、他方で、エージェンシー・アプローチでは強調される。

ところで、第2節のエージェンシー・アプローチの問題点で指摘したように、通常のエージェンシー・アプローチでは、一方で、資金調達後には、外部資金提供者は適切に経営者をコントロールすることができず、経営者の自由裁量の

余地が存在し、資金提供者の利益が損なわれる危険性を認めながら、他方で、資金調達時には、経営者に企業価値を最も高めるような資本構成を選択させるある種の規律者を暗黙の内に想定していた。

しかし、事後的に経営者を適切に監視する規律者が存在しなくなるのであれば、経営者は将来、利益が上がったときにそれを配当しようとはしないであろう。逆に、もし、経営者に配当を強要させる規律者が事後的に存在するのであれば、将来の経営者の行動を律するための事前における負債調達は必要なくなるはずである。

(4) 経営者の効用と資本構成

モデルでは、経営者は経営権を維持することと、新投資を行うことの両者から効用を得ることを想定している。しかし、この両者の効用を同時に高めることはできない。経営権を維持し続けようとするれば、採算に合わないような投資は控えなくてはならない。逆に、企業規模拡大のためにどんな投資でも行えば、新投資からの効用は高まるが、経営権の維持が難しくなる恐れが出てくる。

低い負債比率だと、どんな新投資でも可能であろうが、経営権の維持が難しくなる。一方、負債比率を高めれば、将来の新投資は抑えなくてはならなくなるが、経営権の維持は可能になる。両者の釣り合いを考えて、経営者は長期にわたる両者の効用の和が最大になるように自分にとって最も望ましい資本構成を選択するわけである。

ところで、企業のタイプなり、企業の成長性が同じでも、経営者が新投資からの効用と、経営権の維持からの効用のどちらに重点を置くかによって、企業の資本構成に違いが出てくると考えられる。

新投資からの効用に比べて経営権の維持からの効用が高いと感じる経営者ほど、負債比率を高くする必要はない。そのような経営者は、負債水準が低くても、経営権の維持のために悪い投資を控えようとする市場の投資家が判断するからである。そのため、非効率的投資を抑えるコミットメントとしての負債水準が低くてもよくなる。

逆に、企業規模拡大のための投資により高い効用を感じる経営者ほど、負債比率を高くする。もし、負債比率が低いと、どんな投資でも行う可能性がより強まると市場は判断する。そのため、経営者はより負債水準を高くし、将来、

非効率的な投資を抑えることを市場に確約しなければならないからである。

以上のことと関連して、経営者の在任期間の長さや資本構成について、マイナスの関係を予測することが可能である。まだ経営陣に成り立ての経営者にとっては、経営権の維持が彼の最大の関心事であろう。そのような新米の経営者は、負債比率を低くし、負債にはあまり依存しない選択を行うと予想される。これに対して、在任期間が長く、退職が間近な経営者ほど、経営権の維持より、残り少ない在任期間中の新投資を含めた企業規模拡大に熱意を感じるであろう。そのため、負債比率を高めることを市場から要請される。

最後に、株式所有構造の違いが資本構成に及ぼす影響について、モデルから得られる含意をひとつ述べておこう。

株式が広く多数の投資家に分散されて保有されているような株式所有構造の企業では、経営者のエンタレチメントが有効に働き、乗っ取りの危険性が小さいため、経営者はコミットメントとしての負債に多くを依存しなくてもよい。そのため、分散化された株式所有構造の企業であればあるほど、負債比率が小さいことが予想される。

(はなえだ・ひでき 一橋大学教授)

(きっかわ・たくや (注)日本経済調査協議会主任研究員・成城大学非常勤講師・経済研究所研究員)

参 考 文 献

- Hart, Oliver and John Moore, "Debt and Seniority : An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management," *American Economic Review*, June, 1995, pp. 567-585.
- Jensen, Michael, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, May, 1986, pp. 323-329.
- Jensen, Michael and William Meckling, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, October, 1976, pp. 305-360.
- Modigliani, Franco and Merton Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment," *American Economic Review*, June, 1958, pp. 261-297.
- Zwiebel, Jeffrey, "Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment," *American Economic Review*, December, 1996, pp. 1197-1215.

資本構成問題の再検討

(研究報告 No. 23)

平成11年6月20日 印刷

平成11年6月25日 発行

非売品

著者 花 枝 英 樹
吉 川 卓 也

発行所 成城大学経済研究所
〒157-8511 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