

第Ⅵ章

金融危機と企業②

― バランスシート調整

第1節 バランスシート調整と代理費用（エージェンシー・コスト）

1 比較的健全な企業の問題行動

これまでは、債務超過や支払不能に陥るか、その恐れや疑いが高くなってきた企業が起す問題行動と、それへの対策を考えてきた。しかし、アジア通貨危機により対外債務の負担増大を被った企業のすべてが倒産した（あるいはしつつある）わけではない。債務負担は大きくなつたが、債務超過などにはなっていない企業も多くある。そういった企業の問題については、あまり議論がなされていない。しかし、これら比較的健全な企業も債務の量が増えたことにより経済全体にとって問題となるような行動を起す可能性がある。

表17は、財務諸表のデータが得られる少数の企業に関するものという限界はあるが、たいへんおもしろい表である。この表からは、東アジア諸国の企業の営業キャッシュフロー（＝企業の本業にかかわる現金の収支）は通貨危機の前後でほとんど変化していないことがわかる。つまり、これら企業の本業の状況に関しては、通貨危機は大して影響を与えてい

表17 アジア通貨危機の企業への影響

(単位：企業数以外は%)

	サンプル 企業数	営業キャッシュフロー／総資産		危機により負債比率が 上昇した企業の割合
		危機前	危機後	
インドネシア	97	14.6	11.9	91.5
韓 国	236	9.6	9.1	83.3
マレーシア	312	12.2	9.6	64.1
フィリピン	67	15.1	10.2	77.2
タイ	194	11.5	10.6	80.6
中 国	71	9.0	7.7	54.4
香 港	273	10.7	9.9	41.0

(出所) 世界銀行 [2000], *East Asia: Recovery and beyond*, Table 4.4.
 Xu, Collin [1999], "Impacts of the East Asian Crisis on
 Corporations: Shocks, Institutions and Their Interactions,"
 World Bank, Washington, D. C..

ないと推察できる。一方で、危機により負債比率
 が上昇してしまった企業の割合はたいへんに高
 い。大まかにみて、通貨危機は企業活動の実態面
 (営業) には影響せず、バランスシート(貸借対照
 表)にのみ悪影響を与えたと考えられる。

もちろん、バランスシートへの影響がかなり大
 きい場合には、企業は債務超過になるので、第V
 章での分析が適用され、倒産処理が必要になるだ
 ろう(ただし、その場合も清算よりは再建するのが
 妥当な企業が多いということになる)。しかし、バ
 ランスシートは悪化したが債務超過にまでいたら
 ない比較的健全な企業も当然、かなりの数あるも
 のと考えても悪くはないだろう。以下この章では、
 そうした比較的健全な企業の行動について考察す
 る。

前提としては、これらの企業は、それ以前にはちょうど望ましい水準だけの債務をかかえていたとする（注意…何をもって「望ましい」とするかは説明が進むにしたがって明らかに、二三四ページ参照）。それが通貨危機の影響により、予想していなかったバランスシートの変化（悪化）をこうむって、望ましい水準を上回る債務をかかえるようになったと想定する。こうした変化の影響は、どのようにして現れるのであろうか？

直接的には、資金調達費用の上昇が起こるだろう。過大な債務をかかえている企業とそうでない企業とでは、新規資金調達の際に市場から要求される金利や配当の負担に差が出る（前者のほうが負担が高くなる）。例えば、債権者は過大な債務をかかえている企業に資金を提供する際には、より高い金利を要求するだろう。また、株式市場からの資金調達も困難になり、より低い売出し価格でしか株式の新規発行ができなくなるだろう。その結果、株式発行で調達できた資金量に比べて配当負担が大きくなるだろう。

このように新規資金調達費用が大きくなると、企業の投資意欲は低迷するだろう。なぜなら、新規投資で実行される事業の収益率が調達資金の利回りを上回る見込みがなければ、企業には新規投資の動機はないからだ。

また、この状況下で企業が（既存の事業活動により）利潤をあげたとしても、それを新規

投資に使うよりは、まずは過大な債務を減らすために借金の返済にあてようとする可能性も高くなる。例えば、企業の財務が悪化していると、既存の債務を借り換える際に、より高い金利を要求されるだろう。そのために将来増えると予想される財務費用の増大分が、新規投資よって得られると予想される収益の増大分を上回るならば、企業は新規投資を抑制して債務の返済を行う動機をもつだろう。

こうした現象を「**バランスシート調整**」と呼ぶことがある。これは、悪化したバランスシート（＝債務が過大）を回復しようとして起る調整過程というような意味である。

多くの企業が、同時に「**バランスシート調整**」を行うと、経済全体としても新規投資が減少することになる。これは経済全体（マクロ経済）の景気を悪化させるだろう。このように個々の企業の「**バランスシート調整**」が重なりあって不景気をまねくことを、「**バランスシート不況**」と呼ぶことがある。

アジア通貨危機後の状況だけではなく、バブル崩壊後の日本の長期にわたる経済不振も、この「**バランスシート調整**」や「**バランスシート不況**」という言葉で説明される場合もある。

「バランスシート調整」

財務状況（バランスシート）の悪化 ↓ 新規投資や生産の抑制

「バランスシート不況」

多くの企業が一斉にバランスシート調整を行うことにより起こる経済の低迷

バランスシート調整の典型的な例として、最近の日本企業の状況を端的に示した『日本経済新聞』の記事を示しておきたい。この記事によると、二〇〇〇年九月中旬期に上場企業の七割にあたる一一五二社で企業の資金調達・返済の収支（財務キャッシュフロー）が返済超過となった。全体で三兆九二〇〇億円もの資金返済超過となったという。そして、その理由として「企業が格づけや株価を意識」したことが指摘されている。格づけも株価も資金調達費用に直接的に関係するものであり、典型的なバランスシート調整の症状を示しているといつてよいだろう。

以下では、もっと掘り下げてバランスシート調整のメカニズムを検討したい。それは、どのような対策がありうるのかを考えるために有益だからだ。最初は、少し遠回りのよう

に思えるかもしれないが、**代理費用**（エージェンシー・コスト）という経済学の概念を用いて考えていくことにしたい。

ただし、この部分はやや専門的な話になるため、先を急ぐ読者は、ここを飛ばして本章末の「まとめ」（二六〇ページ）まで進んでもらってもかまわない。

2 代理費用

代理費用（エージェンシー・コスト）とは、**依頼主**（プリンシパル）と**代理人**（エージェンツ）の関係がある場合に発生する費用のことである。例えば、企業が事業活動を行うために資金を借り入れる際には、債権者が依頼主で企業経営者が代理人となるような**依頼・代理**（プリンシパル・エージェンシー）の関係が発生すると考えられる。また、事業資金を株式の発行によって調達する際には、株主が依頼主で企業経営者が代理人となるような**依頼・代理**関係が発生すると考えられる。いずれも、債権者や株主という他人の資金を企業経営者が利用するという構造になっているからだ。企業経営者は資金を有効に利用するように依頼を受けた代理人であると考えられるわけだ。

ちなみに、依頼・代理の関係は、これ以外にもさまざまな状況で発生していると考えられる。例えば、従業員は経営者からの依頼を受けた代理人とみることができる。銀行は預金者からの依頼を受けた代理人とみることができる。政治家は国民から依頼を受けた代理人、などこの関係は多くの事例に応用することができる。

依頼・代理（プリンシパル・エージェンシー）の関係

依頼主



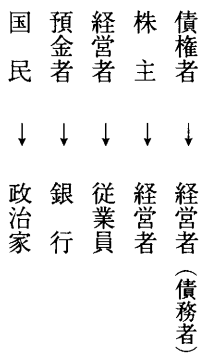
代理人

（プリンシパル）

依頼する

（エージェンシー）

（例）



依頼・代理関係の問題は、代理人が必ずしも依頼主の利益にかなう行動を行うとは言えないところにある。従業員はこっそり怠けるかもしれないし、銀行は乱脈な経営をするかもしれないし、政治家は私腹を肥やすかもしれない。同じように、企業経営者は債権者や株主の不利になる行動をとる可能性がある。

こうした、依頼・代理関係にともなう費用が代理費用であるが、これは、二つに大きく分けることができる。第一に、代理人が誠実に行動しないことによって生じた依頼主の損失（ただし得られなかった利益も損失と計算する）である。例えば、企業経営者が怠けたために本来ならば得られた利益よりも低い利益しか得られなかったとすれば、その差額が代理費用である。第二に、代理人が誠実に行動するようにし向けるために必要な費用である。例えば、経営者が怠けていないかどうかを監視するために株主が監査役を選任するとすれば、そのための費用も代理費用である（監査役への報酬を支払う分だけ株主への配当は少なくなる）。

このような代理費用の存在は企業の資金調達費用に影響を与える。例えば、株主と企業経営者との間の代理費用が高いと、投資家は株式取得に慎重になるだろう。その結果、株価は下がり、株式による資金調達費用は高くなる。また、債権者と企業経営者との間の代

理費用が高いと、債権者は貸出に慎重になるだろう。これは、貸出金利を上昇させ、負債による資金調達費用は高くなる。(後に二五四ページでも説明するように、この場合の代理費用はすべて代理人である経営者側が負担していると考えられる)

代理費用(エージェンシーコスト)とは、依頼・代理関係にともなう費用である

〔内訳〕

- (1) 代理人の不誠実な行動によって依頼主の受ける損失
- (2) 代理人の不誠実な行動を防止するための費用

3 これまでに出てきた概念との関連

議論を先に進める前に、これまでに出てきたいくつかの概念と代理費用の概念の關係について、少し整理しておこう。

まず、代理費用は「情報の非対称性」があるから発生すると言える。もし、依頼主が代理人の行動を(費用をかけずに)完全に知ることができたら、両者の間には情報の非対称

性がないと言えるだろう。このような場合には、依頼主は代理人が怠けることがないような契約を結ぶことができる。代理人の行動がどの程度誠実に行われたかに応じて代理報酬を支払う契約を結べばよいのである。しかし実際には、依頼主は代理人の行動を完全に知ることができないので、代理費用が発生することになる。さらに、代理人が怠けるという現象は「モラル・ハザード」の一種である。

また、代理費用は「利害の対立」があるから発生するとも言える。そして、代理人が怠けるという行為は「機会主義的行動」である。このようにしてみると、倒産処理の際にみた（第Ⅴ章コラム③参照）のと同じような構造があることがわかるだろう。つまり、「情報の非対称性」と「利害の対立」が相まって代理人の「機会主義的行動」を引き起こすのである。

ところで、株主を依頼主、代理人を企業経営者としたときの依頼・代理関係の問題というのは、第Ⅱ章で見た（狭義の）「企業統治」の問題そのものである。企業統治の問題を資金調達費用の観点から見たものが代理費用の議論であると言いかえてもよいだろう。

最後に、「倒産処理」のあり方は、債権者と企業経営者との間の代理費用に影響を与える。借入を行うということは、将来の時点で債務不履行や債務超過という事態をまねく可

能性を発生させる。万一、倒産という事態をまねいたときには、先に見たような「倒産処理」が必要になってくる。したがって、「倒産処理」にもなって企業経営者の不誠実な行動が債権者にもたらす損失や、それを防ぐために必要な費用も代理費用に含まれることになる。ただし、倒産は必ず生じるわけではない。将来の事態は不確定であり、せいぜい確率的に予想することしかできない。そこで、代理費用のこの部分は、

「倒産が起こりうる確率」×「倒産が起こった場合の費用」

という形で計算されることになる。

4 代理費用と企業の資本構成

次に、代理費用と企業の資本構成との間に一定の関係があることを説明しておこう。

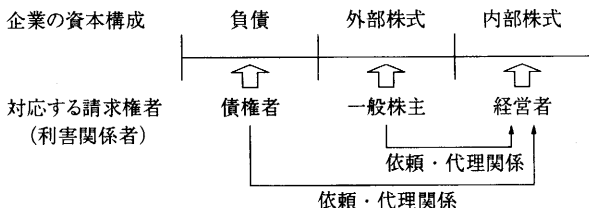
企業がどのような方法で資金調達を行ってきたかを、企業の**資本構成**という。企業は負債を発行したり、株式を発行して外部から資金を調達する（転換社債などの中間的なものも存在するが、ここでは考えない）。したがって、企業の資本構成は、大きく分けると負債と株式の比率によって表すことができる。

ここでは、さらに株式の部分を二つに分けて考えたい。ひとつは経営者自身が所有する株式や実質的な経営権を持つ大株主が所有する株式、もう一つは、それ以外の一般株主が所有する部分の二つである。前者を「内部株式」、後者を「外部株式」と呼んで区別する。「内部株式」の持ち主は経営者と経営者に非常に近い利害関係者であり、経営から遠い「外部株式」の持ち主と区別する必要があるからだ。依頼・代理関係の枠組みでは、「外部株式」の持ち主が依頼主で、「内部株式」の持ち主が代理人であると考えられる。また、債権者と「内部株式」の持ち主との間でも依頼・代理関係がある（債権者が依頼主）。

「内部株式」…経営者自身や実質的な経営権を持つ大株主が所有する株式
「外部株式」…上記以外の一般株主が所有する株式

このように区別して考えると、企業の資本構成と企業をめぐる請求権者（利害関係者）が対応し、その間に依頼・代理関係が発生していることがわかる。図14で説明しよう。この図の上側は企業の資本構成、下側には資本構成の各部分に対する請求権者を対応して表示した。負債に対する請求権者は債権者、外部株式に対する請求権者は一般株主、内部株

図 14 資本構成と依頼・代理関係



(注) 負債による資金調達にも外部株式による資金調達にも、それぞれ代理費用が発生していると考えられる。

(出所) 筆者作成。

式に対する請求権者は経営者、というように対応している。このうち日常的な企業経営を行うのは経営者であり、他の請求権者は経営者に対し経営を依頼する関係になっている。すなわち、図の下側に記入したように債権者・経営者、一般株主・経営者という二種類の依頼・代理関係が発生していることになる。

以上をまとめると、企業の資本構成とそれぞれの請求権者が対応し、請求権者同士の間に依頼・代理関係があるということだ。したがって、企業の資本構成が変化すると、依頼・代理関係のあり方も変化する。そして、問題の代理費用も変化すると考えられる。例えば、「内部株式」に比べて「外部株式」が増大すると、——これは経営者の持ち分（＝企業への請求権）に対して一般株主の持ち分が大きくなることを意味するが——一般株主・経営者の間の依頼・代理関係において、経営者が怠けよ

うとする動機がより大きくなるだろう。それは、経営者の利害と一般株主の利害がより大きく相違するようになるからだ。結果として、（外部）株式発行の代理費用は増大するだろう。同様の理屈で、「内部株式」に比べて負債が増大すると、負債発行の代理費用が増大するだろう。

つまり、**企業の資本構成の変化は代理費用の変化を引き起こす**と考えられる。

5 限界的な代理費用と望ましい資本構成

このように負債であろうと株式であろうと資金調達にともなって代理費用が発生しているとする、代理費用は資金調達費用の一部として必ず含まれていることになる。そして、他の条件を一定とするならば（例えば、全般的な市場金利の変化など代理費用とは関係のない変化がなかったとする）、代理費用の増大は資金調達費用の増大を意味し、反対に資金調達費用の増大は代理費用の増大を意味する。つまり、代理費用の変化 \parallel 資金調達費用の変化である。

ところで、これから考えようとしていることに関しては、代理費用に加えて、ほんの少

し資金調達を増やしたときに、追加的に増える代理費用の大きさという概念にもふれておかねばならない。なぜかという、新規に資金調達を行う場合に関係してくるのは、代理費用の全体ではなく、追加的に増える部分であるからだ。この代理費用の「追加的に増える部分」が新規資金調達を行う際の資金調達費用の一部となると考えられる。新規資金調達とは、追加的に資金を調達することだから、それに対応する代理費用も追加的に増える部分でなければいけないというわけだ。

経済学では「追加的に増える部分」という意味で「限界的な……」という表現をよく使う（経済学に特有の用語法であるが、経済学の諸分野ではきわめて頻繁に使用されるのでぜひ覚えておいてほしい）。そこで、以下では「追加的に増える代理費用」のことを「**限界的な代理費用**」と書くことにしよう。

資金調達費用の変化 ≡ 代理費用の変化

新規資金調達費用の変化 ≡ 限界的な代理費用の変化

「限界的な」という言い回しは経済学特有の用語で「追加的な」という意味

すでに見たように外部株式・内部株式の比率の変化や、負債・内部株式の比率の変化は、それぞれ一般株主・経営者、債権者・経営者の間の代理費用を変化させる。同じことは「限界的な代理費用」に関しても、それぞれの場合に関して言えるだろう。（ここで「株式発行の限界的な代理費用」と「負債発行の限界的な代理費用」は別々のものであることに注意してもらいたい）

このように考えると、負債や株式の発行量が多くなるほど、これらの新規発行にともなう資金調達費用が上昇するという事実は、依頼・代理関係の枠組みを使って、限界的な代理費用が増大すると言い替えることができる（コラム⑤参照）。

負債の増加 ↓ 負債の限界的な代理費用が増大

外部株式の増大 ↓ 株式の限界的な代理費用が増大

└──────────┘
|| 新規資金調達
費用の上昇

★ただし、他の条件を一定とする（全般的な市場金利の変化などがない）

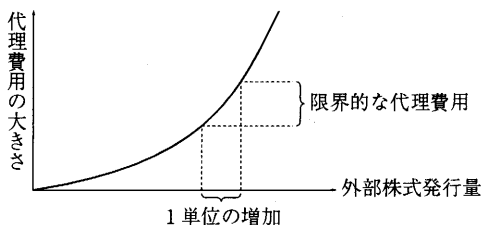
コラム
⑤

代理費用と限界的な代理費用

このコラムでは、代理費用と限界的な代理費用の関係を図示するとどうなるかを示しておこう。ただし、以下では外部株式発行の際の代理費用を例にとって説明する。負債発行に關してもまったく同様に図示できる。

下の図は縦軸に代理費用の大きさ、横軸に外部株式発行量をとってグラフを書いたものである（内部株式の量は図には出てこないが、一定であると仮定されている）。代理費用の大きさは外部株式発行量が増えるに従って大きくなると考えられるので、グラフは右上がりの曲線となる。

図には、「限界的な代理費用」の例も書き込んである。それを見ればわかるように、外部株式発行量の1単位の増加にともなって、追加的に増える代理費用の大きさが「限界的な代理費用」である。このように図示すると「代理費用」と「限界的な代理費用」が別の概念であることがよくわかるだろう。



ところで、この限界的な代理費用という概念を使って、企業にとって望ましい水準の資本構成がどのようなものを説明することができる。それは、負債と株式の限界的な代理費用がちょうど一致するような資本構成であると言える。

もしも、負債の限界的な代理費用が株式のそれを上回っている場合には、負債の量を少し減らして、その代わりに株式による資金調達を少し増やすことが望ましい。なぜなら、負債の量を少しだけ減らすことによって節約できる代理費用（＝負債の限界的な代理費用）のほうが、株式の量を少しだけ増やすことにより増加する代理費用（＝株式の限界的な代理費用）を上回っているからである。

その反対に株式の限界的な代理費用が負債のそれを上回っている場合には、株式の量を少し減らして、負債の量を少し増やすことが望ましい。

このように考えると、合理的に行動する企業であるならば、常に負債と株の限界的な代理費用が一致するような資本構成を選択すると言える。そして、そのような資本構成を「望ましい資本構成」と呼ぶことにする。このときの負債の量や一般株式の量も、それぞれ、望ましい負債、株式の量と呼ぶことにする。（これが、先に二二八ページで、後に説明するとした望ましきの基準である）

負債が増える → 負債による新規資金調達費用が増える

(限界的な代理費用が増える)

外部株式が増える → 外部株式による新規資金調達費用が増える

(限界的な代理費用が増える)

負債が多すぎても、外部株式が多すぎても損である



負債と外部株式のほどよい(望ましい)組合わせが存在する

★その条件は負債と外部株式の限界的な代理費用が等しくなることである。

6 企業の価値と企業の資本構成

ところで、企業の資本構成の考え方に関して注意すべき点があるので、ここで述べておく。それは、企業の資本構成を会計上のものとみるか、実態上のものとみるかという違い

である。会計上のものとみる方法は、企業の貸借対照表（バランスシート）に表れた負債や株式の価値を使つて考える方法である。一方、実態上のものとみる方法は、企業価値の内訳から考える方法である。ここでの議論に適しているのは後者の方法なので、もう少し詳しく説明しておきたい。

企業の価値を表現するには、いくとおりかの方法がある。一つは、企業が将来にわたつて生み出すと予想される現金収支の合計を計算するという方法である（ただし、将来の現金収支は現在割引価値に直して合計する）。これは、倒産処理の項でみた「存続価値」の計算とほぼ同じことである（ただし、こんどの場合には企業は倒産処理に直面しているわけではない）。しかし、この方法には将来の収益予想をするのは難しいという難点がある。

もう一つは、負債総額と株式総額という観測しやすい情報を用いる方法である。理論的には、株式の価値は将来にわたつて受け取ることができると予想される配当の合計だと考えられる（ただし、株式市場ではバブルと言われるような企業の実態から乖離した価格づけが起こっていないとする）。したがつて、これは企業価値の一部を構成しているといつてよいだろう。しかし、配当支払いの前に、企業は債務の元利返済を行う必要がある。つまり、企業の価値から配分を受ける権利を持つているのは株主だけではなく債権者もいるというこ

とである。しかも、債権者のほうが先に配分を受ける権利を持っている（これを優先請求権と言う）。この部分の価値は負債総額として観測することができる。

企業の価値は、以上の二つ負債総額と株式総額（いずれも市場価格で計算する）の合計で表されると考えられる。（ただし、債務超過に陥っている企業を除く。それは、株式価値がマイナスになることはないからである）

この方法は、第一の方法に比べて、観測可能であり計算しやすいという利点をもっている。また、この方法による企業価値の表現は、企業の資本構成と対応していると見なすことができる。まとめると、次のようになる。

企業の価値 \parallel 負債総額 + 株式総額

★負債、株式ともに市場価格で計算する

★右式の下側は、企業の資本構成を示していると読むことができる

このように、企業の資本構成と企業価値とは密接に関連している。ただし、先にも述べたように、ここでは、企業会計上の手続きに従って計算・表記される貸借対照表上の資本

構成を問題にしているのではないという点に注意が必要だ。貸借対照表上での資本構成と、市場価格により計算される企業価値の内訳とは必ずしも一致しない。例えば、企業の収益見通しが改善され、株価が上昇した場合には、企業価値は増大したと考えられる。しかし、これがただちに貸借対照表に影響を与えることはない。時間が経って、実際に企業収益が増大したときになって始めて、貸借対照表上の資産や自己資本が増えることになるだろう。また、いわゆる「含み損」や「含み益」が存在する場合にも市場価格により計算される企業価値と会計上の価値は一致しないだろう。

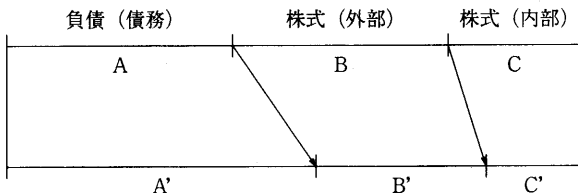
このようなくい違いがあるわけだが、代理費用の議論では会計上の数字よりは、実質的な企業に対する請求権の変化に関心がある。したがって、これまで本章で考えてきた「資本構成」は、実は企業価値の内訳から計算される資本構成のことであって、会計上の資本構成のことではないと解されるべきである。以下でも同様に、市場価格から計算される企業価値の内訳を資本構成と同一視して議論を進める。注意深い読者ほど、これを会計上の資本構成と考えると混乱する可能性があるので注意してもらいたい。

第2節 通貨危機による資本構成の変化と資金調達費用の増大

以上前置きが長くなってしまったが、いよいよアジア通貨危機に則して考えることにしよう。この場合に、最も重要な前提は、通貨危機によってバランスシートの変化が起こる直前には、各企業においては代理費用の観点から見て最適な（望ましい）資本構成が達成されていたと想定することである。通貨危機による変化は、こうした望ましい状態からの乖離を引き起こすということになるが、それがどのような企業行動の変化をまねくのかを検討する。

前掲表17を見ながら議論したように（二一六ページ）、アジア通貨危機は企業の本業の状況に対しては大きな影響を与えなかったが、企業債務の比率を引き上げたと考えられる。そこで以下では、通貨危機による直接的な変化は、（外貨建てで借入を行っていたために）金融機関や一般企業がかかえていた既存の負債総額が突然に膨張してしまったことだけであり、企業価値の全体は変化しなかったと想定する。（実際には、債務の膨張以外の部分での通貨危機の影響で企業価値自身が低下した可能性はある。しかし、ここでは簡単に考えるため

図15 アジア通貨危機による企業価値内訳（資本構成）の変化



（出所） 筆者作成。

に、企業価値全体は変化しなかったと想定して話を進める。なお、企業価値全体が縮小したと想定しても、議論が複雑になるだけで結論はほとんど変わらない。

このように企業価値が一定で、負債総額だけが増大すると何が起ころうか。先に見たように企業価値は負債総額と株式総額の合計と考えられるので、負債総額の増分と同額だけ株式価値は減少するだろう。株式数には変化はないので、これは株価の下落を意味する。現実の経緯においても、アジア通貨危機直後に、アジアの株式市場では株価暴落が起きている。

以上を図示すると図15のようになる。この図の上半分は通貨危機直前の企業の資本構成を、下半分は通貨危機後の資本構成を示している。

また、株式をさらに外部株式と内部株式に分けて図示しているが、株価値下がりの影響はどちらにも等しく働くので、外部株式と内部株式の相互の比は同じのまま、両者共に縮小する。

要するに、負債の膨張の割をくって外部株式、内部株式の価値が同じ比率で減少する。

以上のような資本構成（企業価値の内訳）の変化が起こると、資金調達費用にはどのような影響があるだろうか。特に、新規資金調達費用への影響が知りたいところである。

先に見たように、負債の内部株式に対する比率が上昇すると代理費用や限界的な代理費用は上昇すると考える。また、同じことであるが負債による資金調達費用や新規資金調達費用も上昇すると考える。

図15で見ると、通貨危機以前の負債と内部株式の比率は $\frac{B}{A}$ であり、通貨危機後の比率は $\frac{B'}{A'}$ であるが、明らかに $\frac{B'}{A'} > \frac{B}{A}$ となっている。したがって、通貨危機後の負債発行の代理費用も限界的な代理費用も上昇したと考えられる。

一方、外部株式発行に関しては、代理費用は変化しないが、限界的な代理費用は上昇すると考えられる。

やはり、前図で確認すると、通貨危機の前後の外部株式と内部株式の比率は、それぞれ $\frac{B}{A}$ と $\frac{B'}{A'}$ であるが、 $\frac{B'}{A'} > \frac{B}{A}$ となるので、危機の前後で変化しない。したがって、代理費用は変化しないと考えられる。

しかし、限界的な代理費用に関しては上昇するということが示せる。これについては、

ほんの少しの変化に関して考察する必要がある。ここでは、 x 円の資金を新規株式（外部株式）の発行によつて調達した後の外部株式／内部株式の比率がどうなるかを見ることにしよう。それが危機以前ならば $\frac{B}{C}$ となり、危機以後ならば $\frac{B+x}{C+x}$ となる。この二つを比べると、 $\frac{B+x}{C+x} > \frac{B}{C}$ であるから、危機以後の新規株式発行のほうが、外部株式の内部株式に対する比率をより大きく上昇させることがわかる。したがつて、外部株式発行の限界的な代理費用は危機以後のほうが大きいことがわかる。

以上のように負債も株式も限界的な代理費用は増大したと考えられる。したがつて、新規資金調達費用は負債、株式の双方ともに増大すると言える。

通貨危機による債務負担の増大（負債の増大）

↓ 負債および（外部）株式の新規発行の限界的な代理費用を増大させる

|| 新規資金調達費用を増大させる

新規資金調達費用が増大するということは、企業は通貨危機が起こらなかった場合に比べて、新規に資金を調達して既存の事業を拡大したり、新しい事業を開始したりすること

が少なくなると言える。つまり、「借り渋り」が起こり、企業の新規投資が抑制される。このようにして、この章の最初に紹介した「バランスシート調整」が起こったと考えられる。さらに、通貨危機は経済全体に存在する企業に多かれ少なかれ同じような影響を与えると考えられるから、一度に多くの企業の「バランスシート調整」が始まることにより、経済全体の新規投資量も落ち込んで「バランスシート不況」が起こったと考えられる。⁽³⁾

第3節 さまざまな対策の評価

次に、こうした「バランスシート調整」あるいは「バランスシート不況」に対する対応策を考えよう。

読者のみなさんのなかには、代理費用というような概念をわざわざ持ちだして説明をしてきたことを不審に思った方もいただろう。そんなことをしなくても、「企業の債務が増える ↓ 減らそうとする ↓ 投資が減る」という説明で十分ではないかと思ったかもしれない。

しかし、そういう単純な説明では、何が適切な対応策であるかを判断することができなくなる。企業債務を減らすにはいくとおりもの方法があるが、どんな手段を使っても債務さえ減ればよい、という乱暴な結論しか導くことができなくなるだろう。

これに対して、代理費用という軸にそって考えると、企業債務を減らす種々の手段それぞれに、利害得失を一定の基準に従って評価することができるようになる。

例えば、「債務を減らしさえすればよい」ということならば、古代から中世にかけての日本で行われたという「徳政令」という手段がある。政府が強権的に債務を帳消しにするという方法だ。しかし、歴史が教えるところによれば、これは経済をますます混乱させるだけのようである。

これは、代理費用の考え方からは明らかに悪い方法だと説明できる。「徳政令」は負債の代理費用（と限界的な代理費用）を大幅に上昇させると考えられるからだ。将来的にも再び債務の帳消しがあり得ると債務者が考えるならば、債務者は債権者の資金を預かる代理人として、今までよりもっと不誠実に行動するようになるだろう。そうすると以前と同じあるいはより低い負債／内部株式の比率であっても、代理費用（と限界的な代理費用）は以前よりも大きくなるだろう。これは新規資金調達費用の上昇を意味するので、資金を

借りることはますます難しくなる。したがって、バランスシート調整は、なくなるところか、もっとひどくなる可能性が高い。

以下では、代理費用の考え方に従って、代表的な対応策を評価してみよう。

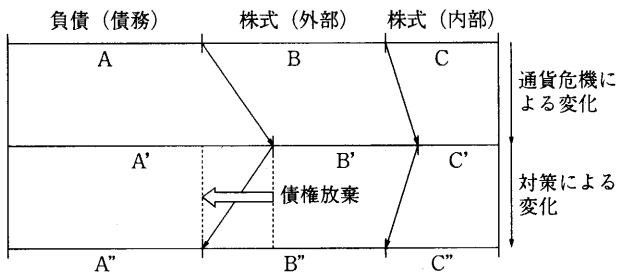
1 債権放棄

まず、思い浮かぶのは、資本構成の変化を元に戻すような方策である。資本構成が元に戻れば、代理費用や資金調達費用なども元の望ましい水準に戻るだろう。

そのなかでも、最も単純な方法は通貨危機によって増大したのと同じだけ負債を削減することである。要するに債権者が債権放棄するという方法である。

図16を使って説明しよう。当初の資本構成 A:B:C

図16 債権放棄による解決法



(出所) 筆者作成。

は通貨危機によって $A':B':C'$ に変化するが、債権放棄という対策によって $A'':B'':C''$ とすることができる。ここで $A'':B'':C''$ が当初の $A:B:C$ と同じになるように債権放棄の額をうまく調節してやればよい。それは、債権放棄の額を $A'-A$ とすることである。このようにすれば、手っ取り早く資本構成を当初のとおりに戻元することが可能である。

しかし、問題はそうあっさりとは債権者が債権放棄に応じるとは思えないということである。かといってなんらかの形で債権放棄を強制したのでは、先に見た「徳政令」となんらかの変わりはない。ここで考えている債権放棄はあくまでも債権者と債務者が交渉によって実現するという前提のものである。したがって、債権者の側にもなんらかのメリットがないと交渉はあり得ない。しかし、単純な債権放棄では、資本構成を回復させるための負担を債権者だけに負担させる方策となってしまうので、債権者のメリットはかなり小さくなってしまう。

よって、資本構成を通貨危機以前の状態に戻すという観点からは、債権放棄は合理的な方法であるが、あまり現実的な方法だとは言えない。

そこで、次に株主による増資という債権放棄と同じような効果をもった別の方法を検討する。

2 増資（による負債の消却）

債権放棄と同じような効果を得るためには、既存の株主による増資によって債権者から債権を買い取ることが考えられる（その分、負債は消滅する）。これならば債権者側には負担が生じない。その代わり、今度は株主の側が資本構成回復のための負担をかぶることになる。

細かな方法の違いを言うと、同じ増資でも外部株式の持ち主と内部株式の持ち主を区別せずに、すべての株主に持ち分に応じた増資を要求するやり方もあれば、内部株式の持ち主にだけ増資を要求するやり方もある。この他にもいろいろなバリエーションが考えられるだろう。ちなみに、図17に示してあるのは、すべての株主に対して均等に増資を要求する場合の資本構成の変化である。

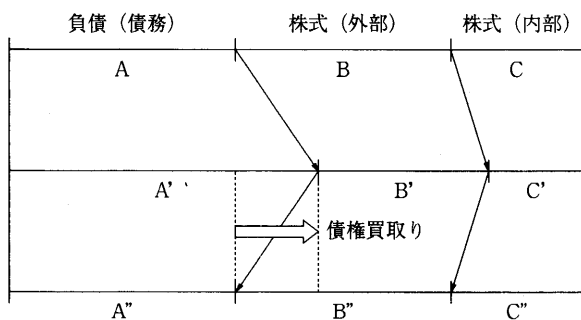
債権買取額の大きさは、債権放棄の場合と同じムームとすればよい。債権買取後の一般株主（外部株式の持ち主）と経営者（内部株式の持ち主）の持ち分比率が同じになるようにするには、両者が持ち分の比率に応じて増資を行う必要がある。つまり、B:Cの比率

で増資負担を按分するのである。このとき、一般株主は $\frac{(A'-A)B'}{B+C'}$ 、経営者は $\frac{(A'-A)C'}{B+C'}$ だけの新規資金を投入することになる。

この方法には単純だが、場合によっては決定的とも言える欠点もある。それは、株主の手元に増資に応じるだけの資金があるかどうかということだ。特に、通貨危機後のように全般的な経済状況が悪化しているときには、この欠点は深刻である。よって、この方法もやはり現実性にやや難があると言えるだろう。

そこで、次に新規資金を投入する必要がない債務株式交換という方法を検討してみよう。

図 17 増資と債権買取り



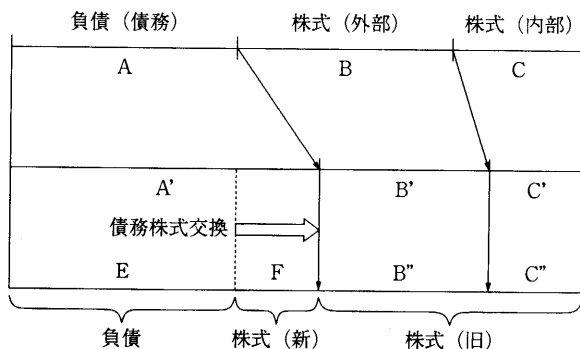
（出所） 筆者作成。

3 債務株式交換

債務株式交換（デット・エクイティ・スワップ、またはデット・エクイティ・コンバージョン）とは、債権者に対して債権と株式を交換するよう求めることである。新株を発行して交換することもありうるし、既存の株主から株式を供出させて交換することもありうるだろう。いずれの方法であつたとしても、交換する債権総額と株式総額が（市場評価額で見て）同じになるように適切な交換比率を設定するならば、債権者の実質的な負担はなくて済むだろう。

図18で説明しよう。債権者の持つ負債 B の一部を株式と取り替えることにより、交換後の債権者の持ち分は負債 B' と新株式 X の合計になる。このときに $B' = B$ で $F = A - A'$ となるようにうまく調節すれば、債権者は損も得もしないようにすることができる。新株の発行を前提とし、旧株式の発行株式数を X としておくと、それは、新規発行株式数を $\frac{A - A'}{B + C} \cdot X$ とすることである。この新規発行株と全体の $\frac{A - A'}{A}$ 分だけの割合に相当する負債を交換すればよいということになる。

図 18 債務株式交換



(出所) 筆者作成。

前項の増資のように新規の資金を投入する必要があることは、この方法の利点である。

しかし、この方法の決定的な問題点は、債権放棄（や増資）のように危機以前の資本構成を再現することはできないということである。図で明らかのように、内部株式の持ち主の持ち分は増えないのである（ $C'' \parallel C' \Delta G$ ）。

なぜかという、負債は減るのだが、その分は債権者が持つ外部株式の増大に振り変わるという特徴があるからだ。よって、既存の株主の持ち分は増えないから、内部株式の持ち主の持ち分も増えない。債務株式交換の以前と以後を比べると負債の比率は小さくなる。しかし、危機以前の状態に戻ったとは言えない。それは、債務株式交換後の負債や外部株式の内部株式に

対する比率は、危機以前と比べるならば、まだ高いことになるからだ。

図でいうと、危機以前の負債／内部株式の比率は $\frac{A}{C}$ 、債務株式交換後の同比率は $\frac{A'}{C'}$ となる。 $A=E$ で、 $C > C'$ なので、 $\frac{A}{C} < \frac{A'}{C'}$ である。また、危機以前の外部株式／内部株式の比率は $\frac{B}{C}$ 、債務株式交換後の同比率は $\frac{B+F+B''}{C'}$ である。 $B+C=E+F+B'+C'$ であり、 $C > C'$ なので、 $B < F+B''$ となる。よって、 $\frac{B}{C}$ と $\frac{B+F+B''}{C'}$ を比べると、前者のほうが、分母が大きく分子が小さいから $\frac{B}{C} < \frac{B+F+B''}{C'}$ である。

このように債務株式交換のみによつては、危機以前のバランスシートの状態を復元することはできない（コラム⑥参照）。よつて、新規資金調達費用を危機以前の水準まで引き下げることができるとは限らないのである。（ここで用いた例では、負債発行、株式発行ともに新規資金調達費用は、危機以前の状態よりも大きくなっている）

タイ・ペトロケミカル社（TPI）の債務整理

二〇〇〇年十二月十五日タイの破産法廷は、タイ・ペトロケミカル社の債務整理に關する債權銀行団側提案を承認した。この提案によると、債權者たちは未払い利息七億五六〇〇万ドルとTPIの総株式の七五％分とを交換する。その結果、TPIのオーナー經營者で六〇％の株式を保有しているプラチャイ氏の持ち分は一五％に減少する。

今後のTPIの經營は、債權銀行団の委託を受け債務整理提案を作成したイフエクテイブ・プランナー社に委ねられる予定である（プラチャイ氏は經營權を失う）。しかし、依然として一五％の株式を保有するプラチャイ氏と債權銀行団の關係は、債務整理をめぐる三年越しの泥仕合を通じて、きわめて險惡なものとなっている。これが、今後の企業運営を混乱させる要因になることが強く懸念されている。（以上、二〇〇〇年十二月十八日付『ウォールストリート・ジャーナル』アジア版記事の筆者による要約）

このように債務株式交換による債務整理では、企業の株主構成が変化してしまう。TPIの例では、債權銀行団が大株主として經營權を取得し、經營權の移転が発生するほどの変化があったことがわかる。

これまで債權銀行団は、經營者としてとどまろうとしてあらゆる手段を画策して粘るプラチャイ氏と対決しながら債務交渉を進めてきた。しかし、今後もその結束が保たれるという保証はない。債權者数は非常に多い（その数は一四八）ので、債務株式交換後

の株主構成は以前よりも複雑になったことだろう。その間で利害対立が発生する可能性もある。多くの株主間で今後の経営に関して一致した行動がとれるかどうかはわからない。特に、記事にあるように経営者としての地位は失ったものの元オーナーであるブラチャイ氏が株主の一人としては依然として残る。彼と他の株主の間での対立が予想される。

この例から言えるのは、債務株式交換を主軸とする債務整理が、株主構成を変化させることにより、株主による企業統治の構造を、それ以前よりも複雑かつ難しいものにしてしまう危険性があるということだ。そうなったときには、かえって代理費用の上昇をきたす危険性もある。

4 なぜ、債務交渉が可能なのか？

ところで、この場合の債務の再構成を行う交渉は、前章で考えた倒産処理とは違い、関係する当事者どうしの任意ベースのものにならざるを得ない（企業は債務超過にまではいたっていないと想定しているから）。しかし、そうであれば、任意ベースによる債務交渉が、そもそも可能なのかどうかを考えておく必要がある。

おしなべて交渉というものは、交渉当事者がそれぞれなんらかの便益を得られる（あるいは不便益を回避できる）ものでなければ成立しないだろう。

債務交渉によって代理費用を低減させることができれば、債務者の側には十分に便益があるだろう。特に、限界的な代理費用の低減は、新規資金調達費用に反映されるわけなので、これは明らかに債務者にとって便益をもたらす。

一方、既存の債権者や既存の一般株主にとっては、どんな便益があるだろうか。実は通常の代理費用の議論では、代理費用の負担者は債権者や一般株主ではなく、債務者ないしは経営者側であると想定されている。例えば、株式の取得後に一般株主が企業の経営を監視するために支払う費用（例えば株主総会に参加する費用）は代理費用の一部である。一見するとこの費用は一般株主によって負担されているようにみえる。しかし、通常の代理費用に関する議論では、一般株主が株式を購入する際には、後に必要となる経営監視のための費用などを織り込んだ上で株式の売出し価格が決まると考える。これは、要するに、その分だけ安い価格で株式が発行されるということである。よって、一見すると一般株主によって負担されているようにみえる費用も含めて、すべて企業経営側が実質的にはすべての代理費用を負担しているとされるのである。このことは、負債発行に関する代理費用に

ついてもまったく同様に成立する。

このように代理費用が債権者や一般株主によって一切負担されていないとすると、彼らにとつては債務交渉によつて代理費用を低減させることによる便益はまったくないことになる。これでは、交渉はあり得ないことになる。

しかし、ここで考えようとしている通貨危機後の特殊な状況では、既存の債権者および一般株主にも債務交渉による便益はあると考えられる。それは、ここでは通貨危機の影響によつて代理費用に予想しなかった変化が起こったと考えられるからだ。これまでの説明でおわかりのように企業の資本構成の変化は代理費用の変化を引き起こすが、通貨危機による企業の資本構成の変化はすべての利害関係者にとつて予想外の出来事であるので、それによる代理費用の変化も予想外のものである。こうした予想外の変化は負債や株式の発行時点では価格に織り込まれてはいなかったと考えられる。だから、この変化により増加した負債や株式の代理費用の少なくとも一部は、既存の債権者および一般株主も負担することになる。そして、債務交渉により代理費用が低減するのであれば、彼らにも便益があると言えるのだ。

例えば、当初予想した以上に貸出にともなう代理費用が大きくなったからといって、債

権者が事後的に貸出金利を引き上げるのは難しいだろう。一方で、負債／内部株式の比率上昇により今までよりも借り手の問題行動（モラル・ハザード）が深刻化すると考えられるので、債権管理部門を強化するなどの対応が必要となり、貸し手側では追加的な費用の支出が迫られるだろう。これは、事後的な代理費用の増大の少なくとも一部が債権者によって負担されていることを示す。一般株主に関しても同様に考えることができる。

このように交渉当事者のそれぞれになんらかの便益があると言えるので、任意ベースの債務交渉はあり得る。

5 政府による民間債務交渉の仲介・促進

以上見てきたのは、債権放棄にしても、増資や債務株式交換にしても、交渉によって直接的に企業の資本構成を変化させ、元の資本構成に近づけようとする方法である。これらには、それぞれ一長一短があつて、いずれも決定打とは言えないことがわかった。

もつとも、以上ではそれぞれ単独で、かつ最も単純な方法を紹介しただけである。そうではなく、これらの単純な方法をうまく組み合わせ、利害関係者の間で負担を分担するよ

うな方法を考えることはできる。例えば、債権放棄と増資による債権買取りを組み合わせるなどの工夫である。

こうした交渉の本質は、資本構成を変化させるための負担を利害関係者間でどのように分担するかということになるだろう。したがって、統一的に適用できるような唯一の解決方法があるわけではない。交渉当事者間の力関係（バーゲニング・パワー）などの状況に応じて、さまざまな解決方法が実際には採用されることになるだろう。当然、それぞれの交渉にともなう困難も大きいと考えられる。多くの場合、交渉にのぞむ各主体の機会主義的な行動の発生などにより、簡単にはまとまらないだろう。

よって、政府がなんらかの形で民間の債務交渉を仲介し、交渉費用を引き下げするような援助を行うことは有効な政策だと言える。

ちなみに、こうした直接的な方法はいずれも民間債務交渉の一種である。したがって、前節で見た私的な倒産処理の一環としての債務交渉との区別は、実際上は困難となる。理念的にはバランスシート調整の問題は債務超過や支払不能の問題とは区別されるので、倒産処理とは言えない。しかし、民間債務交渉という対応をとった場合には、現象的にはそれが私的倒産処理なのかバランスシート調整への対応として起こっているものなのか区別

しがたい。

したがって、第V章において倒産処理への特例的な対応として紹介した政府による民間債務交渉の仲介（第2節第5項の④）は、バランスシート調整への対応策としての意味ももっていると言えるだろう。

6 間接的な方法

以上のような直接的に資本構成を変化させる方策以外に、もっと別の方法はないか考えよう。

代理費用の観点からみると、発想を少し転換するだけで、直接的に企業の資本構成を変化させる政策以外にも打つ手はあるということがわかるだろう。それは、なんらかの間接的な方法で、（限界的な）代理費用を低下させることである。そういうことが可能であれば、何も難しい交渉によって資本構成を直接的に変化させなくても、バランスシート調整の必要性を少なくすることができるだろう。

例えば、倒産処理においても方策としてあげた企業統治の改善（会計基準の整備など）

は、債権者による企業財務の監視をしやすくし、負債発行の際の限界的な代理費用を引き下げる方策にもなる。したがって、これはバランスシート調整に対する間接的な対策としても有効である。

また、一般的に倒産処理を改善する方策は、同時にバランスシート調整への対策になっている。これは、負債の代理費用のなかには、本章の第1節で説明したように、将来において万一、倒産が発生した場合の倒産費用の期待値が含まれるからである。このため、倒産処理が改善されることにより、倒産が発生した際の費用が低減することが予想できるならば、負債の代理費用は間接的に引き下げられることになる。したがって、第V章で考えた倒産処理を改善するための方策はすべて、バランスシート調整への間接的な対策のなかに含まれることになる。その意味では、これらは一石二鳥の政策である。

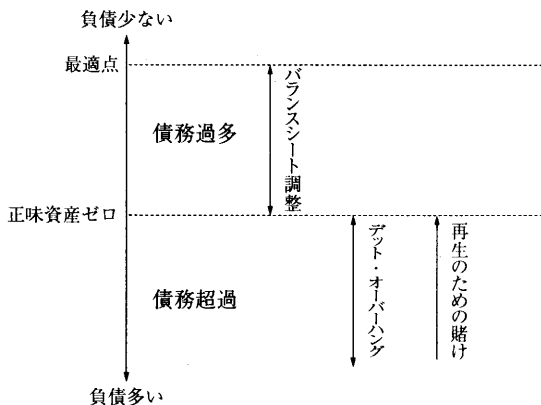
さらに、以上のような間接的対策は、間接的であるがゆえに、あらゆる企業にあまねく影響を与えることができる。これは、先の直接的な方法が問題となっている企業だけに影響を与えるのに対して、より優れた特徴であると言えるだろう。

まとめ

以上、本章では比較的健全な企業の問題を代理費用の観点から考えた。これと前章での倒産処理に関する議論を合わせて、ここでまとめておきたい。

まず、企業の問題行動についてまとめておこう。図19は、企業財務が悪化してくるにつれて、どのような問題行動が発生するかを示したものである。この図は前章の図12と対応しているので見比べてもらいたい。前

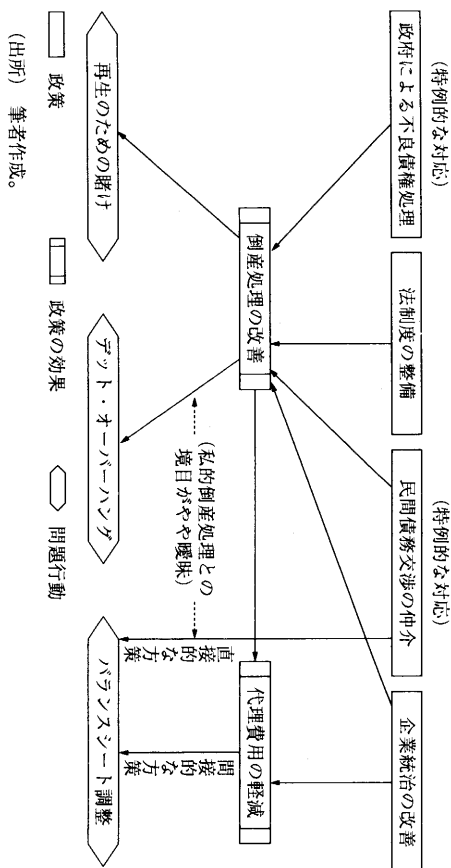
図19 企業財務の悪化と問題行動



(注) 図中の「最適点」とは、企業の資本構成がちょうどよい点という意味。この点では、負債および外部株式発行の限界的な代理費用と新規投資の限界効率の三者が等しくなっている。企業は資本構成を変化させようとする要因をもたない。

(出所) 筆者作成

図 20 問題行動と対応策



章では「？」としておいた部分に「バランスシート調整」新たに書き加えたものである。

次に、対応策については、前章の図13に追加項目を書き入れた表である図20を示す。付け加えられたものは、問題行動として「バランスシート調整」、政策の効果として「代理費用の軽減」である。また、この二つの追加項目と他の項目との相互関係を表す矢印が付け加えられている。

本章の第3節以下で検討した対応策のうち「債権放棄」「増資」「債務株式交換」などはすべて、任意ベースの民間債務交渉によって直接的に資本構成を変化させる方策である。政府のできることは、こうした民間債務交渉の仲介や促進といった政策である。第3節第5項で述べたように、民間債務交渉による解決は、私的倒産処理との境目がやや曖昧である。

政府ができる間接的な政策としては、一般的に代理費用を低下させるような政策がある。実はこれは前章であげた倒産処理の改善にかかわる四つの政策のすべてが当てはまることになる。ただし、企業統治の改善は直接的にも代理費用の軽減に関係するのに対し、それ以外の政策（および企業統治の改善）は倒産処理を改善することにより間接的に代理費用の軽減に寄与する（これは、主に負債の代理費用の軽減）。

注 (1) 負債の価値も株式ほどではないが変動するので、発行済み社債の流通市場（があれば）

での評価額により負債総額を計算することが望ましい。

(2) しかし、不確実性の存在を前提とすれば、事後的に両者が一致する必要もなくなる。株価に反映される事前的な予想は、あくまで期待値であって、事後的に確定するものとはくい違っていてもかまわないからだ。

(3) ところで、ここでは通貨危機によつて起こるバランスシート不況を説明したが、同じような理屈は、日本のバブル崩壊後の長期不況に関しても当てはまる。

ただし、その場合には、通貨危機のように負債総額が膨張することから説明が始まるのではなく、土地などの企業の持つてゐる資産の価値が下落することから説明を始める必要がある（企業価値の全体が縮小）。そういう違いはあるが、企業の資本構成に占める負債の価値が、相対的に上昇し限界的な代理費用を引き上げるといふ点では、いずれも同じことになる。この後に見る対応策についても同様の議論ができる。