

第II部

理 論 編

第3章

最適資本構成と最適破綻処理の考え方

はじめに

通貨危機にせよ、移行経済による要因にせよ、経済危機によって、企業や金融機関の経営悪化が進んだとき、企業のバランスシートの改善が必要となる。しかし、本書第1章でもすでに述べられているように、バランスシートの改善といっても、総資産・負債比率を例えば50%に固定すればよい、という問題でもない。それでは、どのような資本と負債の比率を達成すればよいのであろうか。また、破綻した企業は、どのように処理を行えば効率的なのであろうか。

この問題を考える軸として、インセンティブ問題の枠組みがあり、具体的には、最適資本構成の議論と呼ばれる分野がある。この議論の中心となっている概念は、インセンティブ問題を考慮した代理費用（エージェンシー・コスト）という概念である（Jensen and Meckling [1976], Jensen [1986], Myers and Majluf [1984]）。また、破綻処理に関しても、このインセンティブ問題の枠組みを用い、最適な破綻処理の条件を整理されるようになっている（Hart [1995], 池尾・瀬下 [1998]）。

また、企業金融をめぐる議論の整理として、アメリカに関する実証分析の成果を含めて、包括的にまとめたのがHarris and Raviv [1991]である。企業の資金調達構造を国際的に比較しているものとしてMayer [1988]がある。Graham and Harvey [1999]は、アメリカ企業の財務政策がどのような

議論に即しているのかを整理している。また1990年代以降の企業金融に関する議論の展開について、日本語で読めるものとして、野間 [2000]、谷川 [2000]、フルート [2000] がある。

第1節 最適資本構造の議論⁽¹⁾

1. 代理費用

Modigliani and Miller [1958]は、税金の歪みがない場合は、企業の資本構成が企業の価値に影響を与えないと議論し、当時の企業金融の分野に衝撃を与えた。このモディリアーニ＝ミラーの議論の世界は「最適な」資本構成の存在を否定するものであったのである。この考えを再び覆し、「最適資本構成」が存在することを示したのが、代理費用（エージェンシー・コスト）という概念である。現在の企業理論では、企業はさまざまな利害関係者（ステーク・ホルダー）と結ぶ契約の束として捉えられている。株主と経営者、経営者と従業員、経営者と債権者などの間の契約が交差する場所が、企業なのである。

こうした多様な契約の形が存在する理由として、私的情報(private information)の存在がある。例えば、労働者がどの程度一生懸命働くかは、結局当の労働者自身しかわからない私的な情報である。こうした状況で、あまりに高すぎる賃金を提示すると、この労働者は努力を往々にして放棄する。あまりに低い賃金では、労働者は困窮し勤務に就くことすら困難になる。彼を経営者が満足する水準まで努力させるには、それを可能にする制度的な取り決めが必要となる。このように、私的情報が存在するために、情報の非対称性があるとき、個別の契約関係は完全なものとならない。この点をもう少し具体的にみてみよう。

企業（委託者）とサラリーマン（代理人）との間にある契約は、典型的な不完備契約である。雇用契約期間はどのくらいに設定すべきなのか、年功賃

金の形で約束している賃金制度が維持されるのか、といったことは、実は企業業績に左右されるため、条件を明示した契約を結ぶことは実質的に不可能である。このため、契約は必要な情報をすべて書き込むことはできない形になっている。例えば、サラリーマンが怠けるかどうかは私的情報であり、経営者はこの点について、情報が得られないか、得ようとしても莫大なコストがかかることになる。このように企業（委託者）がサラリーマン（代理人）に仕事を任せ成果を上げる契約をする、エージェンシー（委託-代理）関係があるとき、そこで代理人を規律づけるために発生するコストをエージェンシー・コスト（代理費用）と呼ぶ。そして、契約が確実に執行されるかどうか、代理費用を減らすことができるかどうかは、契約以外の制度に頼るしかなくなるのである。この契約執行を担保する仕組み、つまりガバナンス構造（governance structure）がどのように設計されているかが、その契約がどのように履行されるかを決定する要因となるのである。

2. 資本構成と代理費用

この代理費用の考え方を企業の資本構成に当てはめると、モディリアーニ=ミラーの世界から離れ、資本コストを最小化する最適資本構成が存在する世界へ移る（Jensen and Meckling [1976]）。ジェンセン=メックリングが考えた枠組みは、次のようなものである。あるオーナー経営者の企業が、外部からの資金調達を検討しはじめたとする。このとき、新たな請求権者として加わると考えられるのが、外部株主と債権者である。それぞれ、外部株主とオーナー経営者、債権者とオーナー経営者との間には、委託-代理関係が成立し、代理人であるオーナー経営者を規律づけるための代理費用が発生する。そして外部株主とオーナー経営者の間の代理費用（外部資本の代理費用）、債権者とオーナーの間の代理費用（負債の代理費用）を考慮した実質総資本コストに注目する。外部資本の代理費用を考慮した実質外部資本コストは、外部資金・負債比率（負債／[負債+外部資本]）が上昇するにつれ、低下する。一

方、負債の代理費用を考慮した実質負債コストは、外部資金・負債比率が上昇するにつれて上昇する。そして、それぞれの代理費用の限界値が交差するところで、総代理費用（外部資本の代理費用+負債の代理費用）、つまり実質総資本コストが最小化される。そして、このとき達成される負債比率が、最適な負債比率であり、こうして最適な資本構成が決定される。以上の説明は、第1章でもなされたとおりであり、ここでは代理費用の具体的な内容などについては説明を省く。

3. 最適資本構成への調整、フリー・キャッシュ・フロー問題

最適資本構成が存在すると考えると、企業の実際の資本構成がこの最適な水準から乖離すれば、企業の負担する代理費用は上昇するはずである。このため、企業の利害関係者は最適な資本構成比率を回復し、代理費用を削減しようというインセンティブをもつ。例えば、「過度に」高い負債比率にあるとき、金融逼迫を起こす代理費用が上昇する可能性が高まる。または経営者がリスクを債権者に負わせる形で、ハイリスクな投資を選択する可能性が高まる。こうした可能性を排除するため、債権者は負債比率を引き下げることがを期待する。具体的には、新たな貸付を拒否するかもしれないし、極端な場合には貸付資金の回収を始めるかもしれない。債権者がモニタリングを行った結果としてこうした対抗措置を適切にとることができれば、負債の代理費用は企業側が負担することになり、過剰な投資を抑制することができる。しかし、債権者が適切なモニタリングをするためには、コストがかかることはすでに指摘してきたとおりである。

逆に、負債比率を高めることがもたらすメリットもあるという議論もある。フリー・キャッシュ・フロー（free cash flow）をめぐる問題である。フリー・キャッシュ・フローとは、ある企業にとって、正の現在価値をもつ投資プロジェクトにすべて投資しても、残るキャッシュ・フロー、余剰資金のことである。このフリー・キャッシュ・フローが経営者の手元にあるとき、経営者

は採算のあわない投資をしたり、浪費をしたり、という行動をとる。フリー・キャッシュ・フローも代理費用を発生させると考えられるのである。こうした経営者の行動を抑制するために、株主への配当の拡大、自社株の買い戻し・償却という形でフリー・キャッシュ・フローを減らすことができる。しかし、経営者がたとえ「永遠に」一定比率の株式配当をすることを約束しても、状況が変化すれば、この約束が変化する可能性がある。これに比べ、株式調達による資金調達の一部を負債に切りかえると、経営者は一定比率のキャッシュ・フローを外部に支払う義務が生まれ、フリー・キャッシュ・フローが減ることになる。このためフリー・キャッシュ・フローの代理費用は、負債比率の上昇にともなって減少する (Jensen [1986])。

4. ペッキング・オーダーの理論

ところで、最適資本構造の議論は、企業の資金調達について、代理費用を最小化することが可能であり、このとき最適な資本構成を導き出すことができるという演繹的な議論である。しかし、実際に資金調達方法がどのように行われているのか、行われるべきかについては、まだ多くの議論がある。その中で有力なものとして、ペッキング・オーダーの議論と呼ばれる経験知的な議論がある。企業経営者は、資金調達の必要に直面したとき、一定の選好順序 (ペッキング・オーダー (pecking order)) にしたがって資金調達を行うと主張する。具体的には、(1)自己資金、つぎに(2)銀行借入、そして(3)社債、最後に(4)株式発行という順序である。この順序は、強いて言えば経営者の裁量の高さに応じた順序といえる。この見方は、経験的に受け入れられやすいものである。また実証研究によっても経営者がこうした認識をもっていることが確かめられている (Graham and Harvey [1999])。そして、ペッキング・オーダーの理論も、代理費用の考え方で説明できるともいえる。つまり、外部資金には代理費用がかならず発生するため、内部資金に比べ外部資金は、少なくとも代理費用分だけ高コストになるからである (フルート [2000])。

5. 残る問題

現在のところ、資本構成の決定をめぐる議論は、まだ発展途上であり、次のような経験知を統一的に理解する枠組みがない。まず第一に、産業によって平均的な負債比率は異なる。例えば、「日銭が入る」といわれる流通業は、運転資金の回転が速いため、負債を導入し利払いを行う形にしても経営の安定性をすぐに損なうことはない。一方景気変動の波に大きく影響される工作機械産業では、借入を避けるのが一般的である。また、第二に同じ産業内でも、リーディング・カンパニーほど、自己資本比率が高い。日本の例でいえば、スーパーではイトーヨーカ堂、自動車ではトヨタといった売上高第1位の企業の自己資本比率が最も高い(新井・渡辺・太田 [1999])。こうした現象が起こるのは、産業ごとに異なる投資の懐妊期間の長短、キャッシュ・フローの流れが、資金調達構造の選択に影響を与えているためと推測できる。

こうした投資期間やキャッシュ・フローの流れという実物部門の性格が、適切な資金調達行動にどのような影響を与えるかについてまだ議論の余地がある。そして、これは、開発金融の考え方にも大きな影響を与えよう。途上国の特有な現象に対応した資金供給の形を考慮することができるようになるからである。例えば1年に1回、多くても数回しか生産物の出荷のできない農業が主となる産業構造のもとでは、運転資金の回転も相対的に遅くなり、生産物の価格や数量のリスクも高まる。製造期間の短い製造業主導の経済と比べ、資金の回転が遅く、かつリスクが高くなる実物部門の性格は、金融にもより長期的な資金提供能力および高いリスク負担力を求めることになる。また、途上国では企業間信用の果たす役割が大きいと考えられるが、これも同様に実物部門との関連の枠組みで整理することができる。例えば、日銭の入る(小売り)流通業者と、リスクの大きい農産物を生産している農家が取引している場合、日銭の流入で経営が安定している流通業者が、農家のリスクの一部を負担することが合理的になるといった議論も成り立つかもしれない。

こうした方向で、開発金融の議論を進めることは大変重要である。

以上の代理費用をベースとした最適資本構成の議論は、企業の資本構成が極端な状態に陥ったとき、最適な水準に戻そうとする調整インセンティブを誰がもっているのか、どういう方向に調整しようとするのか、を考える枠組みを提供している。具体的には、第1章および第4章でアジア通貨危機後の文脈で分析されているので参照されたい。ここで、もう一つの問題が残る。この資本構成の調整プロセスは、かならず効率的になるのであろうか、という点である。破綻企業処理のプロセスは、資本構成の調整の最もドラスチックな例といえる。この破綻企業処理プロセスが、効率的であるための条件を次節で説明する。

第2節 最適破綻企業処理

1. 破綻処理の効率性の定義

資本構成の調整を行う必要があり、目標となる最適資本構成のレベルが明らかになったとき、どのようなプロセスで破綻企業処理を行えば、効率的なものとなるであろうか。何をもって効率的な破綻処理というかについて、Hart [1995] は次のように定義している。

第一の条件が、社会的資源利用の効率性である。(1)企業を解散し清算したときの清算価値(L)と、(2)継続したときの継続価値(G)を比べたとき、前者が後者を上回ったときには清算が決定され($L > G$ = 清算)、清算価値が継続価値を下回ったときには継続が決定される($L < G$ = 継続)。これは、全体の資源利用が効率的に行われているかどうかに関する基準である。第二の条件が、所得分配序列の維持である。これは、破綻企業の処理を進める際に、事前に決められていた利害関係者の間の所得分配を(できるかぎり)変化させない、という条件である。

池尾・瀬下 [1998] は、理想的な破綻処理手続きの条件として、第一に、事前には、負債のボンディング機能⁽²⁾を維持しつつ、第二に事後的には、企業の価値を最大化する意思決定が達成されること、と定義している。ハートの定義と表現が若干異なるものの、ほぼ同じ要件をあげている。しかし、この効率的なプロセスを達成するには、(1)利益相反(本書では、利害対立とする)の問題、(2)情報制約の問題、そして(3)交渉費用の問題をクリアする必要があることを指摘している(池尾・瀬下 [1998] 第3節第1項)。

2. 利害対立と再交渉⁽³⁾

第一の利害対立の問題は、優先請求権者(単純には、債権者)と劣後請求権者(単純には、出資者)の間の利害が対立するとき、非効率な決定が選択される可能性が生じるという問題である。これは、とくに決定の権限を誰がもっているかによって左右される。

具体的に、清算価値(L)が負債総額(D)より大きい場合を考えてみよう。このとき、継続価値(G)が清算価値(L)を上回っているとしても、優先請求権者は、債権の弁済が繰り延べられるだけで、継続そのものから得られる利益はない。それどころか、継続によって企業経営が失敗し、将来的には清算価値が負債総額を下回ってしまうリスクもある。このため、優先請求権者は期待収益に変化がないにもかかわらず、継続から追加的リスクを負うことになるのである。このため、たとえ継続価値が清算価値を上回ったとしても、清算を選択してしまうことが起きる。つまり、清算価値(L) > 負債総額(D)のとき、優先請求権者が破綻処理の決定権限をもっていれば、たとえ清算価値(L) < 継続価値(G)であって社会的には継続が望ましいにもかかわらず、優先請求権者が自己の利益を考えた結果清算が選択され、継続価値(G) - 清算価値(L) > 0という社会的損失が発生する可能性が生まれる。つまり、優先請求権者に権限がある場合、非効率な清算が選択される可能性が生まれるのである。

一方の劣後請求権者の利害を考えてみよう。劣後請求権者は、清算価値(L)が負債総額(D)を上回っていたとしても、清算価値を手にする可能性は大変低い(劣後債権者の場合)、もしくはまったく何も得られない(出資者の場合)。これに対し、継続価値(G)がわずかであっても正の値であれば、将来の分配にあずかれる可能性がある。また、継続を選択したのちに再び経営が破綻したとしても、そのときの期待所得はゼロであり、清算された場合との違いが少ない(とくに出資者の場合は、どちらもゼロとなる)。このため、劣後請求権者(とくに出資者)は企業の継続によっても、追加的なリスクを負担することはないのである。つまり、期待所得はあがる一方で、リスクは不変なのである。このとき、劣後請求権者が破綻処理の決定権をもっていたとすると、たとえ清算価値(L) > 継続価値(G)であって社会的には清算が望ましいにもかかわらず、劣後請求権者が自己の利益を考えた結果継続が選択され、清算価値(L) - 継続価値(G) > 0という社会的損失が発生する可能性が生まれる。劣後請求権者に権限がある場合は、非効率的な継続が選択される可能性が生まれる。

この優先請求権者と劣後請求権者間の利害対立は、実は解消する方法がある。両者の間で、所得の再分配が行われればよいのである。上のケースでは、次のような再分配がのぞましい。一般には慣習的にせよ、法律で決められるにせよ、優先請求権者が破綻処理の決定権を握っている。このとき、劣後請求権者が、継続価値(G) - 清算価値(L) > 0と認識し、みずからが継続によって所得を得られると考えたとしよう。一方の優先債権者は、継続によって追加的なリスクを抱えることになっている。このとき、企業の継続による優先請求権者の追加的リスクを劣後請求権者が補償するという形での所得移転を提示することで、優先請求権者が企業の継続を選択するようにもとめればよい。こうして再交渉によって効率的な破綻処理が選択されるように設定することは可能である。また、もし劣後請求権者が清算価値(L) - 継続価値(G) > 0と認識した場合には、再交渉を提示する必要はなく、優先請求権者も清算を選択すると予測され、劣後請求権者は再交渉を提示する必要はなく、

優先請求権者の判断どおりに清算を進めればよい。

3. 情報制約と交渉費用

しかし再交渉が完全に問題を解決するわけではない。情報制約と交渉費用の問題が、再交渉を困難にする可能性が高い。継続価値(G)の認識は非常に難しく、優先請求権者と劣後請求権者の間で、認識が大きくずれる可能性がある。とくに企業の継続価値は、企業の内部情報に大きく左右され、これを公開することで、価値自体が変化する可能性もある。この情報制約の問題が、破綻処理を困難にする第二の問題である。そしてこの情報制約が存在するために、優先請求権者と劣後請求権者の対立を生み、再交渉を失敗させる可能性があるのである。また、第三の問題として、再交渉にかかる交渉コストの存在も問題となる。これが、禁止的に高い場合、再交渉は不可能となる。

この第二の情報制約、第三の交渉費用という問題は存在するものの、請求権者間での再交渉を想定することで、資源の効率的利用と所得分配を維持しながら破綻企業を処理するプロセスを考案することはできる。以上の効率性の原則に従いながら、最適資本構成を回復することが、最も効率的かつ望ましい破綻企業処理といえる。本書第10章では、この再交渉が可能であることを前提として、実際の破綻企業処理が効率的であったかどうかを中国のケースについて検討した。

[注] _____

- (1) 第1章では、アジア通貨危機後の状況を、代理費用をベースとした最適資本構成の理論を用いて分析している。代理費用がどのように資本構成に影響を与えるかについて、本章とほぼ同じ説明をしている。
- (2) 借入を行った結果、返済計画にコミットすることで、企業は一定のキャッシュ・フローをあげなければならなくなる。このように負債には、企業に一定の制約を加える役割がある。
- (3) この2, 3項の議論は、池尾・瀬下 [1998] 第3節第1項に依拠している。

〔参考文献〕

〈日本語文献〉

- 新井富雄・渡辺茂・太田智之 [1999]『資本市場とコーポレートファイナンス』（現代ファイナンス講座3）中央経済社。
- 池尾和人・瀬下博之 [1998]「日本における企業破綻処理の制度的枠組み」（三輪芳朗・神田秀樹・柳川範之編『会社法の経済学』東京大学出版会）。
- 谷川寧彦 [2000]「コーポレートガバナンス」（筒井義郎編『金融分析の最先端』東洋経済新報社）。
- 野間敏克 [2000]「日本の企業金融」（筒井義郎編『金融分析の最先端』東洋経済新報社）。
- フルート，ケネス・A [2000]「金融契約におけるインセンティブ問題」（クレインほか『金融の本質』野村総合研究所）。

〈外国語文献〉

- Graham, J. and C. Harvey [1999] “The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field,” Duke University Working Paper, December 1999.
- Harris, M. and A. Raviv [1991] “The Theory of Capital Structure,” *Journal of Finance*, March 1991.
- Hart, Oliver [1995] “Bankruptcy Procedure,” *Firms Contracts and Financial Structure*, Oxford: Clarendon Press.
- Jensen, M.C. [1986] “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers,” AEA Papers proceedings, May 1986.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling [1976] “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3 (1976), pp. 305-360.
- Mayer, C. [1988] “Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development,” R.G. Hubbard ed., *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, Chicago: University of Chicago Press.
- Modigliani, F. and M.H. Miller [1958] “The cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment,” *American Economic Review*, 48(3), pp. 261-297.
- Myers, S.C. and Majluf [1984] “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not have,” *Journal of Financial Economics*, 13 (1984), pp. 187-221.