

リスク・インセンティブ問題における債務免除のあり方
Risk Incentives and the Exemption of the Debt

Takafumi Yoshida

Associate Professor, Faculty of Economics, Nagasaki University

Abstract

We have already known that investment decisions might be inefficient when risk incentives arise on the side of stockholders. It has also been suggested that the control by the bondholders or lenders will have effects on solving the problems. This paper shows their rational behaviors and the fair allocation of the market value when the stockholders-bondholders conflict exists. Efficiency and fairness of the allocation will be realized through the market value rule and the side payments between them. We have to consider seriously in the case of renouncement of the debt.

Keywords : risk incentives, side payments, net return from investment,
exemption of the debt

JEL Classification : D23, G30, G33, P34

リスク・インセンティブ問題における債務免除のあり方

吉田高文

1 はじめに

企業のエージェンシー問題、とりわけ株主と債権者の間での利害の不一致に起因する「リスク・インセンティブ問題」については、Jensen and Meckling(1976)の先駆的研究をはじめとして、数多くの理論分析や実証研究が行われてきた。そこでの主要な問題は、債権者から株主への富の移転の可能性や過小投資、過大投資になることからの非効率性の存在である。そしてこれらの分析では、こうした問題を防ぐために、債権者によるコントロール・メカニズムについても考察される。小佐野(2001)によれば、その内容には、()企業が債務不履行に陥ったときの銀行の救済能力に着目するものと、()債権者による資産清算の可能性が経営者に対して経営規律を与えるというモニタリング能力に着目するもの、という二つの流れがある。¹

一方、議論の出発点となっている Jensen and Meckling(1976)の「エージェンシー・コストの理論」の考え方については、いくつかの根本的問題点も指摘されている。たとえば齊藤(1986)では、Jensen and Meckling(1976)における負債調達に伴う「動機コスト(負債のエージェンシー・コスト)」に関する議論の妥当性について詳細な検討が試みられているが、そこでの主要な結論は、「動機コスト」の存在に関しては健全な論理的根拠が存在しないという内容であった。² このような結論を受け入れるならば、上述の「リスク・インセンティブ問題」やそのコントロール・メカニズムについても、より慎重な検討が必要となるだろう。

本稿では、Jensen and Meckling(1976)や Myers(1977)等の所論を応用したその後の議論展開において、とくに負債利用に付随する非効率性を問題としその解決を論じている論説部分を取り上げる。そのため、本稿では、「エージェンシー・コストの理論」全体の妥当性を直接問いたすことはできないが、その議論に基づいて主張される「リスク・インセンティブ問題」の解決方法について、いくつかの重要な疑問を提示する。そして、こうした問題に対して、「エージェンシー・コスト」や「取引コスト」等の分析概念を用いずとも、的確な問題理解と適正な対応を示しうるところまでを明らかにしたい。その際、本稿で取り扱う中心概念は「サイド・ペイメント」である。そこで、はじめに、Fama and Miller(1972)で提示された「市場価値ルール」と「サイド・ペイメント」の考え方について簡単にその数値例で確認する。³

Fama and Miller(1972)は、企業の意思決定は当該企業の総市場価値を最大にするように行われるという「市場価値ルール」を主張する。そして、このルールの下で、かりに株主(あるいは債権者)の富の最大化が実現されるが、債権者(あるいは株主)の富は最大化されないものであったとしても、当該企業の意思決定としてはそれでかまわない。なぜ

¹ 小佐野(2001), 228 頁。

² 齊藤(1986), 412 頁。

³ Fama and Miller(1972), pp.176-181.

なら、株主・債権者間の「サイド・ペイメント」によって、当該企業的意思決定とは切り離した形で富の再配分を行えるからである。この内容は表1で説明される。

表1において、「市場価値ルール」では、総市場価値 $V(1)$ を最大にする生産計画 a が選択されることになる。しかし、計画 a は株主の受け取る価値では、計画 b よりも 0.5 ドル少ない。このとき、もしも計画 b が選択されようとするならば、債権者は株主に 0.5 ドルを「サイド・ペイメント」して計画 a の採用を促すことができる。すると、計画 a の下で、負債価値 4.5 ドル、自己資本価値 2.5 ドルという新たな配分を実現でき、株主・債権者間の利害の不一致の解消と効率的な経営計画の選択が同時に達成される。⁴ このように「市場価値ルール」と「サイド・ペイメント」によって、「リスク・インセンティブ問題」は解決される。

表1 市場価値ルールとサイド・ペイメントの説明数値例

生産計画	第2期支払可能総額		第1期市場価値		
	状態1	状態2	V(1)	B(1)	S(1)
a	7	7	7	5	2
b	1	10	5.5	3	2.5

(出所：Fama and Miller(1972),p180.)

2 サイド・ペイメント概念を用いた再検討

本節では、Haley and Schall(1979)の数値例を「サイド・ペイメント」概念を用いて再検討することを通じて、「リスク・インセンティブ問題」の解決のあり方を考察する。

Haley and Schall(1979)は、企業の投資意思決定が非効率になる「不採択の過誤」と「採択の過誤」について数値例で説明しており、その概略は以下ようになる。⁵ 税金の存在しない2時点1期間モデルにおいて、新規投資を行うかどうかの意思決定に直面する企業がある。当該投資資金は $I_0=20$ であり、それらはすべて時点0での配当可能額 $Y_0^S=100$ から支払われる。また、時点0における発行済み危険負債の時点1での返済金額は100と約束されている。時点1の正味キャッシュフローを \bar{X}_1 とすると $\bar{X}_1=\bar{Y}_1^S+\bar{Y}_1^B$ であり、株主への配当可能額 \bar{Y}_1^S と債権者への支払い可能額 \bar{Y}_1^B の合計で表される。さらに、2つの状態 a および b の生起確率はそれぞれ 0.5 である。これらの内容が表2および表3にまとめられてい

⁴ 「しかしながら、ファーマ=ミラーのこの解決策は、実際に社債発行に当り助成金をどう配分するかは不明である。」(柴川(1985),9頁。)との柴川教授の指摘にもあるように、Fama and Miller(1972)では、「サイド・ペイメント」に関するこれ以上の説明は行われていない。

⁵ Haley and Schall(1979),pp.405-412.

る。

表 2 総支払可能額が大きい投資案 J の採用が株主価値を毀損し負債価値を高める

	新規投資を行わない場合			投資案 J を行う場合		
	時点 1			時点 1		
	時点 0	状態 a	状態 b	時点 0	状態 a	状態 b
I_0	0			20		
Y_0^S	100			80		
\tilde{X}_1		120	60		140	100
\tilde{Y}_1^S		20	0		40	0
\tilde{Y}_1^B		100	60		100	100

(出所：Haley and Schall(1979),p.406.)

表 3 総支払可能額が小さい投資案 K の採用が株主価値を高め負債価値を毀損する

	新規投資を行わない場合			投資案 K を行う場合		
	時点 1			時点 1		
	時点 0	状態 a	状態 b	時点 0	状態 a	状態 b
I_0	0			20		
Y_0^S	100			80		
\tilde{X}_1		120	60		190	10
\tilde{Y}_1^S		20	0		90	0
\tilde{Y}_1^B		100	60		100	10

(出所：Haley and Schall(1979),p.407.)

以上の設定から、負債利用企業の非効率な投資決定が説明される。まず、表 2 の「不採択の過誤」については、仮に負債を利用しない企業であれば正味現在価値が正となる限り（割引率が 50%未満）投資案 J を採用するが、当該企業が負債を利用するためこの投資は株主によってあるいは株主の立場を重視する経営者によって見送られてしまう。この内容を、本稿では表 2 を表 4 のようにまとめ直して確認する。便宜上、割引率をゼロとすると、投資案 J を実行する場合の投資資金を差し引いた正味現在価値は最下段のように 100 となる。すなわち、投資案 J は、新規投資を行わない場合に比べて最大 10 の価値の純増を生む。ところが、新規投資を行わない方が株主が受け取る Y_1^S が大きいことから、この投資機会は採択されないのである。Haley and Schall(1979)に限らず、負債利用に伴う「リスク・インセンティブ問題」については総じてこのような説明が行われるが、はたしてこれらは適切であろうか。

表4 不採択の過誤（表2を書きあらためたもの）

状態	a		b			
	確率	0.5	0.5	X_1	Y_1^B	Y_1^S
新規投資を行わない場合		120	60	90	80	10
投資案Jを採用する場合		140	100	120	100	20
				$X_1 - I_0$	Y_1^B	$Y_1^S - I_0$
投資案Jを採用する場合		140	100	100	100	0

（出所：Haley and Schall(1979),p.406に基づき，筆者が作成。）

斎藤(1986)によれば，こうした事態が問題となるのは，そもそも社債保有者が合理的に行動しなかったり，株式保有が一部の人間に人為的に制限されるなどの状況があったためと説明される。⁶端的に言えば，「不採択の過誤」や後述する「採択の過誤」などは，もともと合理的でない状況を取り上げてそこで生じた非効率性を問題視しているわけである。ここで，現実はそのようである，情報の非対称性が存在する，あるいは（「取引コスト」論者が主張するような）「限定された合理性」や「機会主義的行動」が存在する，などこうした分析の必要性を強調するのが適当だろうか。さしあたり，この点について詳述することは避けておくが，その代わりに，このような状況での筆者が理解する合理的行動とはどのようなものであるのかを明らかにしておく。

表4の当該企業において，もしも新規投資を行わないという「不採択の過誤」が生じる状況では，債権者は株主へ10の「サイド・ペイメント」を行うことで投資案Jの採択を促すことができる。その結果，当初配分は表5のように変化し， $Y_1^S(-I_0)$ についてはどちらを選ぼうが10であり株主にとっては無差別となる。こうして当該企業は投資案Jを採用し，少なくともこの段階で効率性の問題は解決されたことになる。ただ，このとき債権者はなぜ上記の行動をとるのだろうか。筆者の理解では次のように説明できる。

表5 サイド・ペイメント後（不採択の過誤の場合）

状態	a		b			
	確率	0.5	0.5	$X_1 - I_0$	Y_1^B	$Y_1^S - I_0$
新規投資を行わない場合		120	60	90	80	10
投資案Jを採用する場合		140	100	100	90	10

（筆者が作成。）

投資案Jを採用し $Y_1^B=90$ ， $Y_1^S(-I_0)=10$ とする配分は，債権者から株主へ10の「サイド・ペイメント」，債権者による全株式の取得，市場参加者による全持分の取得のいずれの

⁶ 斎藤(1986)，408頁。

場合においても成り立つ。つまり、当該企業が新規投資を行わないならば、 Γ では債権者が株主に 10 を支払って全持分を手に入れ直ちに投資案 J を実行する。その結果、債権者は時点 1 での持分価値を 90 から 100 へと高めることができ、この行動によって 10 の価値の純増を手に入れることができる。あるいは、本質的には同内容であるが、 Γ では当該企業の正確な情報を知った市場参加者が、債権者に 80、株主に 10 を支払って全持分を取得し直ちに投資案 J を実行することで価値の純増を得られる。この結果成立する均衡では価値の純増はゼロとなり、 $Y_1^B=90$ 、 $Y_1^S(-I_0)=10$ の配分を実現すると考えられる。このように市場効率性の下で成立する配分結果が明らかであれば、それに照らしてあらかじめ Γ のようにルール化することがありえるのではないだろうか。また、 Γ がなかったとしても Γ のような当事者の合理的行動からも Γ と同一配分がもたらされるのであり、 Γ の内容で株主と債権者が合意に至ることは十分に可能だと考えられる。

以上の説明で、Fama and Miller(1972)の「市場価値ルール」および「サイド・ペイメント」の考え方が妥当性をもつものと理解できるだろう。なお、この説明では、実際の行動のあり方を決めようとしているのではなく、それに先立つルールを決めようとしているあるいは（既存の）ルールを明らかにしようとしている点に注意してほしい。つまり、実際には情報の非対称性等の市場不完全性があり、債権者や市場参加者の合理的行動は期待できない、そこでどうすべきかという問題の立て方はしていない。さらに言えば、あらゆる状況に対応する完備契約は書けない、あるいは書けたとしても非常に大きな「取引コスト」が発生するのでどうすべきかという問題についても全く意識していない。と言うよりも、 Γ の段階で「市場価値ルール」プラス「サイド・ペイメント」に合意ができていたのであれば、 Γ の場合での市場不完全性は問題とならない。また、筆者は、 Γ の段階での「市場価値ルール」プラス「サイド・ペイメント」は完備契約となりうるとも考えている。それでもなお問題があるとすれば、それはやはり斉藤(1986)の指摘どおりのことが起こっているのであろう。いずれにしても本稿では、そうした合理的でない行動やある種の歪みを前提としたまま、その事態での合理的行動を追究するといった議論の展開を行っていない。

次に、表 3 については表 6 のように書きあらためる。この場合も Y_1^S の大きい投資案 K が実行されると、新規投資を行わない場合に比べて $X_1 - I_0$ が小さくなりなおかつ債権者の価値が損なわれる。このような「採択の過誤」は、表 5 と同様に債権者から株主への「サイド・ペイメント」によって解決される。この内容は表 7 で理解できる。この状況で債権者は株主に 15 の「サイド・ペイメント」を行うことによって、当該企業が新規投資を行わないように働きかけることができる。株主にとっては、新規投資を行わない場合も行う場合も $Y_1^S(-I_0)=25$ であり、両者の間で無差別となる。また、このとき成立する $Y_1^B=55$ 、 $Y_1^S(-I_0)=25$ という配分は、 Γ 債権者から株主へ 15 の「サイド・ペイメント」、 Γ 債権者による全株式の取得、 Γ 市場参加者による全持分の取得のいずれの場合においても同一となる。結局、「不採択の過誤」と同様に、債権者や市場参加者の合理的行動を前提とすれば、当該

企業の意思決定としては、はじめから総市場価値最大化すなわち新規投資を行わないという選択肢しかなく、「採択の過誤」のような非効率的投資が行われることはありえない。

表 6 採択の過誤 (表 3 を書きあらためたもの)

	状態					
	a	b				
	確率	0.5	0.5	X_1	Y_1^B	Y_1^S
新規投資を行わない場合	120	60	90	80	10	
投資案 K を採用する場合	190	10	100	55	45	
			$X_1 - I_0$	Y_1^B	$Y_1^S - I_0$	
投資案 K を採用する場合	190	10	80	55	25	

(出所: Haley and Schall(1979),p.407 に基づき筆者が作成。)

表 7 サイド・ペイメント後 (採択の過誤の場合)

	状態					
	a	b				
	確率	0.5	0.5	$X_1 - I_0$	Y_1^B	$Y_1^S - I_0$
新規投資を行わない場合	120	60	90	65	25	
投資案 K を採用する場合	90	10	80	55	25	

(筆者が作成。)

ところで、これまでの説明から、市場合理性の帰結に照らして、たとえば表 5 では $B(1)=90$ 、 $Y_1^S=10$ の配分が成立するとは言え、それでも債権者が株主に 10 の「サイド・ペイメント」を行うのは合理的でないと感じられるかもしれない。それは当初の債務契約では 100 を返済することになっており、それは投資案 J の生み出す $X_1 - I_0=100$ の全額を使って完済されるのに、なぜ債権者はそれを要求しないのかという内容でもある。この点、筆者は次のように二つの段階に分けて考えている。まずは価値の増分の配分についてであり、次いで当初契約の履行についてである。このように問題を区別することによって、各段階での配分の公正性を考えることができる。

前者については、とくに論証する必要もないほど明快なものと思われる。それは、「投資から得られる価値の純増は、その投資を実行しようとする主体が受け取るべきである」という一つの約束事項が、まずはじめに確認されることである。事前に当事者間でこの内容に合意できるならば、事後的な配分を極めて明確に記述することができる。もちろん、その結果、「リスク・インセンティブ問題」における利害の不一致や非効率性の問題は解決されることになる。この点を、引き続き Haley and Schall(1979)の数値例で説明する。

Haley and Schall(1979)は、表 8 のように投資案 J と投資案 K の粗収益が正であるにもかかわらず、負債の存在によって「不採択の過誤」や「採択の過誤」が起こることを明ら

かにした。⁷これに対して、筆者は、非効率性の問題についてはそれでよいとしても、配分上の利害の不一致に関しては、投資からの期待純収益を検討すべきと考える。この内容は表9で示される。

表8 投資案Jと投資案Kの期待粗収益

	投資案J	投資案K
初期投資額(株主負担)	20	20
時点1での投資からの期待粗収益	30	10
時点1での株主の期待粗収益	10	35
時点1での債権者の期待粗収益	20	-25

(出所：Haley and Schall(1979),p.407.)

表9 期待純収益とサイド・ペイメント

	投資案Jの採用	サイド・ペイメント後
初期投資額(株主負担)	-20	-20(便宜上、負の値とした。)
時点1での投資からの期待純収益	10	10
時点1での株主の期待純収益	-10	0
時点1での債権者の期待純収益	20	10

	投資案Kの採用	サイド・ペイメント後
初期投資額(株主負担)	-20	-20(便宜上、負の値とした。)
時点1での投資からの期待純収益	-10	-10
時点1での株主の期待純収益	15	-10
時点1での債権者の期待純収益	-25	0

	投資案Kの不採用	サイド・ペイメント後
初期投資額(株主負担)	0	0
時点1での投資からの期待純収益	10	10
時点1での株主の期待純収益	-15	0
時点1での債権者の期待純収益	25	10

(筆者が作成。)

まず、表9の において、投資案Jからの期待純収益10は、株主に-10、債権者に20配分されていることがわかる。投資からの期待純収益が10であるにもかかわらず、債権者が20を受け取ることができるのは、株主が初期投資額の負担という形で-10の犠牲を払っているからにほかならない。筆者には、この場合にどのような配分が実現されるべきかは、ほとんど自明のことと思われる。すなわち、価値の純増を受け取ることができるのは

⁷ Haley and Schall(1979),p.407.

その投資の実行主体であり、その主体が受け取ることのできる期待純収益はちょうどその価値の純増分に等しい、このような配分の実現である。この場合、株主は投資案Jを実行しようとはしない。ここで投資案Jを実行しようとする主体は債権者であり、当該債権者がこの投資を実行することで得られる期待純収益は、ちょうど10でなければならない。実際に、こうした配分は、債権者から株主への10の「サイド・ペイメント」を通じて達成される。

また、投資案Kのケースでは、表9の において、もしも投資案Kを採用するならば投資からの期待純収益が-10であるにもかかわらず、それを実行しようとする株主の期待純収益が15となる。このとき、株主の期待純収益はちょうど-10でなければならない。この場合、株主から債権者へ25の「サイド・ペイメント」が必要となるが、当然ながらこうした「サイド・ペイメント」は実現されない。つまり、両者間の合意としてこうした「サイド・ペイメント」が必要とされている限り、株主の手によって投資案Kが採用されることはない。したがって、このときには投資案Kを採用しないケースである表9の のように、採用しないという投資決定を行う主体である債権者の期待純収益がちょうど10となるよう、債権者から株主へ15の「サイド・ペイメント」が必要とされる。

こうして「サイド・ペイメント」を通じてもたらされる配分は、価値の純増の配分という点においては、疑いなく公正であると考えられる。また、そこで採用される投資案は必ず効率的である。したがって、投資案がもたらす価値の純増の配分に関する合意と「サイド・ペイメント」がありさえすれば、あるいはこれと全く同内容となるが「市場価値ルール」と「サイド・ペイメント」がありさえすれば、この体系の下では株主・債権者間の「リスク・インセンティブ問題」が顕在化することはない。

ただし、その次の段階として、当初の債務契約の履行という点では、明らかに問題が残っている。すなわち、Haley and Schall(1979)の数値例では債務金額は100であり、株主は有限責任の下で、その債務を債権者に返済する義務があるはずである。株主は、返済しうる金額が手元にあるならば、本来はその金額を債権者に返済すべきであろう。具体的には、表5において、株主は債権者から受け取る10の「サイド・ペイメント」を、再び債権者に「サイド・ペイメント」することができるだろう。同様に、表7では、株主は債権者から受け取る15の「サイド・ペイメント」を加えることで、総額90を再度債権者に「サイド・ペイメント」できるだろう。この状況は、表10および表11で示される。

表10 投資案Jの採用とサイド・ペイメント

	$X_1 - I_0$	Y_1^B	$Y_1^S - I_0$
投資案Jを採用しサイド・ペイメントなし	100	100	0
サイド・ペイメント後(債権者から株主へ)	100	90	10
再びサイド・ペイメント(株主から債権者へ)	100	100	0(債務履行)

(筆者が作成。)

表11 投資案Kの不採用とサイド・ペイメント

	$X_1 - I_0$	Y_1^B	$Y_1^S - I_0$
新規投資案Kを採用せずサイド・ペイメントなし	90	80	10
サイド・ペイメント後（債権者から株主へ）	90	65	25
再びサイド・ペイメント（株主から債権者へ）	90	90	0（ただし、債務不履行）

（筆者が作成。）

以上のように、価値の増分の配分と当初契約の履行とに問題を分けて議論すれば、こうした「リスク・インセンティブ問題」において、どのような配分が公正であるのか、ひいてはどのような制度設計が適当であるのかを理解することができる。そして、従来の議論において、この問題に対して現実に行われていると説明されてきたさまざまな対処方法、たとえば財務制限条項の付加であるとか転換社債やワラント債の利用であるとかは、上述の表 10 および表 11 の株主から債権者への「サイド・ペイメント」部分に関わっている。また、実際のところ、表 10 および表 11 における債権者から株主への「サイド・ペイメント」については何らデザインする必要がない。この体系では、サイド・ペイメントなしの状況から直ちに株主から債権者への「サイド・ペイメント」を設計しても差しつかえない。途中の債権者から株主への「サイド・ペイメント」はあくまで「仮想的支払い」と見なすことができる。

さらに付言すると、株主から債権者へ再び「サイド・ペイメント」することは、本来当該企業や当該利害関係者の個々の問題であり、それが財務制限条項で行われるのか他の方法で行われるのか、あるいはそもそも行われる必要があるのかも含めて、これにどう対処するかは各主体に委ねられていると考えるべきであろう。いずれにしても、そのような株主から債権者への「サイド・ペイメント」それ自体は健全であるし、その方法に優劣をつける必要もあまりないだろう。

これに対して、債権者から株主への「サイド・ペイメント」が「仮想的支払い」ではなく実際に行われるのであれば、筆者は、その方法やその配分の結果については、より慎重な考察が必要になるものと考えている。すなわち、その具体的方法は債務免除（＝債権放棄）になるが、その実施の可否やそれがもたらす配分結果については、適切な方法でその効率性や公正性が保たれていなければならない。この点を次節で検討する。

3 債務免除に関する議論

本節では、「リスク・インセンティブ問題」における債務免除のあり方について、山本・蜂谷(2005)および砂川・山下(2004)のモデルを引用しながら、これらに修正を加えるという形で筆者の見解を提示する。とくに、債権者である金融機関の役割を重視したり当該金融機関に対する公的資金投入の必要性を論及するなどの何らかの政策的含意を引き出すといった場合での、上記両論文と本稿での「サイド・ペイメント」を用いた考察との相違を明らかにする。

山本・蜂谷(2005)は、財務危機に陥った企業の処理プロセスに関して、筆者の理解ではおおよそ次の三点を主張する。それは、財務危機処理における金融機関の役割変化、倒産法制の見直し、企業買収ファンド主体の財務危機処理への期待である。当該論文は、数値

例を中心にしたモデル分析によって、従来の金融機関および現行法制の変化と制度再設計の必要性に言及するものである。以下では、その数値例を検討する。⁸

財務危機下にある企業の社会的過小投資と社会的過大投資という二つの非効率性について、次の設定で説明する。t = 0, 1, 2の3時点を考え、t = 0で開始されたプロジェクトがt = 1にy₁のキャッシュフローを生むものとする。当該企業経営者は、t = 1で当該企業を清算するか存続するかの判断を行うが、t = 1での清算価値はLであり、一方で存続時にはt = 2で確率50%でy₂H、確率50%でy₂Lのキャッシュフローを生む。当該企業は銀行からの優先ローンで資金調達し、その返済予定額はt = 1でP₁、t = 2でP₂である。さらに、リスク中立、ゼロ金利、情報の非対称性の不存在などを仮定し、t = 1でP₁ > y₁となる財務危機の状況を想定する。

以上から、まず社会的過小投資の具体例があげられている。各パラメータの数値は、

$$y_1 = 20, y_2H = 200, y_2L = 20, P_1 = 30, P_2 = 50, L = 60$$

である。山本・蜂谷(2005)の記述のしかたとは異なるが、本稿ではこの内容を表12の形式にまとめる。この場合、山本・蜂谷(2005)によれば、銀行には財務危機発生時点で負債のリストラチャリングに応じず、プロジェクトの清算を強制するインセンティブが働くことになる。このとき、一つの解決策として、銀行が「財務危機が発生した以上、プロジェクトを継続したければ、銀行への債務を全額返済せよ。さもなければプロジェクトを清算する」といった「最後通牒型」の要求を行うことが提案される。⁹この数値例を表13で示す。ここでは、当該企業は新たに外部資金60を調達することで銀行へ80の一括返済を行い、その上で当該プロジェクトを継続する。この対応策の結果、「t = 1で清算」といった事態は回避され、したがって効率的投資が行われ、また銀行と当該企業との間の利害対立も解決されている。しかし、筆者は、これらの議論にいくつかの疑問をもつ。

表12 社会的過小投資の具体例

	H:確率 0.5	L:確率 0.5	V(1)	B(1)	S(1)
t = 1で清算	20+60	20+60	80	80	0
t = 1で継続	20+200	20+20	130	60	70

(出所：山本・蜂谷(2005), 22頁に基づき、筆者が作成。)

表13 社会的過小投資の対応策

	V(1)	B(1)	株主へのP ₁ +P ₂ 買取資金提供者	S(1)
t = 1で清算	80	80	-	0
t = 1で継続	130+60	80 (一括返済)	60 (不足調達分)	50

(出所：山本・蜂谷(2005), 25頁に基づき、筆者が作成。)

第一に、銀行が「最後通牒型」の要求をするというのは、一つの解決策と言うよりも、単に自己の最適化行動にすぎないのではないだろうか。この設定では、銀行は常に「t =

⁸ 山本・蜂谷(2005), 20-29頁。

⁹ 同上, 24頁。

1で清算」を選び、債権全額を回収するのが最善である。そして、銀行によるいわば「貸しはがし」にあった当該企業が、他の資金提供者への「借り換え」を行わざるをえないといった一連の対応を、全体として一つの有効なスキームと見なしてよいのだろうか。

この設定で、筆者が考える銀行の取るべき行動は、次のようになる。銀行は、企業総市場価値が大きい「 $t = 1$ で継続」を選択するよう当該企業に働きかける。その場合、実現する企業価値の配分は、表 12 のように $B(1) = 60$, $S(1) = 70$ とするのではなく、状態 H では $B(1) = 120$, $S(1) = 100$, 状態 L では $B(1) = 40$, $S(1) = 0$ となるように要求するのが筋である。この配分は、 $B(1) = 120 \times 0.5 + 40 \times 0.5 = 80$, $S(1) = 100 \times 0.5 = 50$ であり、銀行および当該企業の持分は表 13 と全く変わらない。つまり、リスク中立的行動を仮定するのであれば、銀行は「最後通牒型」要求で 80 の一括返済を迫るのではなく、まずは「 $t = 1$ で継続」を促した上で、 $B(1) = 80$, $S(1) = 50$ となるようなスキームを提案すべきである。銀行がこの時点で債権者あるいは投資家としての役割を放棄し、他の買取資金提供者にその役割を押しつけるというのは不自然である。どうしてもそうせざるをえないのであれば、この銀行は最初から貸し付けを行うべきではないだろう。

第二に、表 13 の対応策で、「株主への $P_1 + P_2$ 買取資金提供者」は確かに 60 を資金提供しちょうど 60 の配分を受けるリスク中立者であるが、こうした第三者すなわち市場参加者はいてもいなくてもかまわない。わざわざ市場参加者を加えなくても、当事者間で $B(1) = 80$, $S(1) = 50$ の配分が実現できればそれでよいはずである。もちろん、山本・蜂谷(2005)では、そうした調整ができない、つまりそれは合理的行動ではないと見なされているのだろう。ただし、この場合の合理的行動についてもどのようなものであるのかは、必ずしも明確ではない。たとえば、表 12 において「 $t = 1$ で継続」を選ぶのが株主にとっての合理的行動であるとして、それは事実上債権者持分の 20 を「収奪」するものでもあるが、当該株主が表 13 で登場する新たな資金提供者に対しては、なぜそうした「収奪」を行おうとしないのかは理解しにくい。ここでも、「株主への $P_1 + P_2$ 買取資金提供者持分」= 60, $S(1) = 50$ といった配分ではなく、「株主への $P_1 + P_2$ 買取資金提供者持分」= 40, $S(1) = 70$ のように、あくまで 20 の「収奪」を行うことも可能なはずである。しかし、そのようには考えられていない。

したがって、第三に、ここで重要なのは負債のリストラクチャリングの契約内容だけであって、他の一切のことがらがこの問題の解決に機能しているわけではない。すなわち、 $B(1) = 80$, $S(1) = 50$ の配分が実現されればそれでよいのであり、山本・蜂谷(2005)では、(銀行の合理的行動を前提とすれば,)そうしたリストラクチャリング契約がもとの債権者である銀行との間では結べず、新たな資金提供者を入れることでこれを結ぶことができると判断されているのである。おそらくこれはモデル上の仮定の問題であり、そこから引き出せる含意が重要であることは言うまでもないが、なぜ $t = 1$ (あるいは $t = 0$) では当該銀行とそうした契約が結べなかったのか、なぜ株主は新規資金提供者との間ではそうした契約を結ぶことができるのかについては、少し不自然に感じられる。

筆者は、前節と同様の「サイド・ペイメント」の考え方をを用いて、これらの問題に対する山本・蜂谷(2005)とは異なる合理的対応策を示すことができる。筆者が考える対応策は表 14 となる。すなわち、 $t = 1$ で「サイド・ペイメント」によって負債をリストラクチャリングすればよい。もちろん、そうした契約内容を $t = 0$ で結んでおいてもよいのであ

る。この場合、株主は銀行に 20 の「サイド・ペイメント」を行うことになるが、その根拠や具体的方法についてはすでに説明したとおりである。

表 14 サイド・ペイメントによる社会的過小投資の対応策

	サイド・ペイメントなし			サイド・ペイメント後		
	V(1)	B(1)	S(1)	V(1)	B(1)	S(1)
t = 1 で清算	80	80	0	80	80	0
t = 1 で継続	130	60	70	130	80	50

(筆者が作成。)

すなわち、当該企業は V(1)の最大化を図るべくプロジェクトの継続を選択する。このとき、そうした投資決定を行う主体は株主であり、当該株主がプロジェクトから得られる価値の純増 50 をちょうど受け取るように再配分が行われる。それは具体的には、先述のように株式への転換条項やワラントの付与などといった形で、株主から銀行への「サイド・ペイメント」によって実現される。社会的過小投資の対応としてはこれで十分であろう。ただし、既述のように当初契約の履行という点では、さらに株主から銀行へ追加的「サイド・ペイメント」が必要となるかもしれない。いずれにしても、筆者が考えるこの状況での合理的行動とは、株主にしる銀行にしる、この時点で(あるいは事前に)こうした契約内容に合意することである。

さらに、山本・蜂谷(2005)は、社会的過大投資の具体例とその対応策を示している。その帰結は、やはり銀行の「最後通牒型」要求が非効率的投資の回避に有効であるとするものである。この場合には、銀行は実際にプロジェクトを清算し、したがって銀行による経済合理性のない債権放棄が避けられるので、市場に再建可能性に関する誤ったシグナルが伝達されるのを防ぐことができるというメリットがあることも指摘されている。¹⁰

しかし、筆者はさらにここでも疑問を抱く。たとえば、当該企業が「最後通牒型」要求を飲んでも飲まなくても、あるいはその要求があろうがなかろうが、社会的過大投資を避けるべく当該プロジェクトは清算されるべきである。本来、効率性が問題であるならば、それは銀行の行動とは無関係に解決される道筋がある。ここでは、銀行の行動として、経済合理性のない債権放棄で問題企業を延命させてしまうよりは、「最後通牒型」要求を通告する方がまだしも適切である、という意味内容が確認されたものと理解するのがよいのではなかろうか。確かに「最後通牒型」要求は一つの解決策であるが、これを中心的スキームとすることには無理があるだろう。それよりも、山本・蜂谷(2005)の結論部分でも指摘されていることだが、企業買収ファンド主体での財務危機処理を進める方が、市場を通じた再配分が実現されるという点で、「最後通牒型」要求よりも勝っていると考えられる。もちろん、これはさまざまな摩擦要因を無視すれば、本稿の文脈に沿った関係者間の「サイド・ペイメント」による再配分と同一の結果をもたらすことになる。

次に、砂川・山下(2004)の所論を取り上げる。砂川・山下(2004)では、金融機関が債務免除に応じる場合と応じない場合、および後者のときに公的資金が投入される場合に

¹⁰ 山本・蜂谷(2005), 28 頁。

ついて、借手企業の「リスク・インセンティブ問題」および金融機関の「リスク・インセンティブ問題」がどのように解決されるべきかが、以下のような定式化と命題の提示、そして数値例でも説明されている。¹¹

リスク中立、ゼロ金利の下で、相互排他的投資プロジェクトに直面する企業を考える。プロジェクトRは確率 p で X 、確率 $1-p$ でゼロの収益を生み、プロジェクトSは確実に Y の収益を生む。当該企業と金融機関の間では額面 D の負債契約が結ばれている。このとき、

$$0 < pX < Y < D < X \quad (1)$$

が成り立っていると仮定する。この仮定の下では債務不履行の可能性があり、借手企業はリスク・インセンティブをもつ。そこで、こうした借手企業のリスク・インセンティブを回避するには、金融機関は債務水準をどこまで下げてやればよいのだろうか。この水準を D^* ($D^* < D$) とすると、最終的には次式が導出される。

$$pD = D^* (Y - pX) / (1 - p) \quad (2)$$

この定式化の後に、砂川・山下 (2004) では、 $X=120$ 、 $Y=80$ 、 $D=100$ 、 $p=0.4$ の数値例が示されている。本稿ではこの内容を、これまでの形式にあわせて表 15 にまとめる。この場合、株主価値を重視する借手企業は、当該企業総市場価値の大きいプロジェクトSではなく、リスクの高いプロジェクトRの方を選択するというインセンティブをもつ。

表 15 借手企業のリスク・インセンティブ問題

	確率 0.6	確率 0.4	V(1)	B(1)	S(1)
プロジェクトR	0	120	48	40	8
プロジェクトS	80	80	80	80	0

(出所：砂川・山下 (2004) 83-84 頁に基づき、筆者が作成。)

このとき、砂川・山下 (2004) によれば、この「リスク・インセンティブ問題」は、当該金融機関が少なくとも 53.3 ($40 < D^* < 53.3$) の債務水準となるような債務免除を行うならば、解決が可能だとされる。¹² このケースが表 16 である。表 16 では、当該企業がプロジェクトRを選択する理由はなくなり、プロジェクトSを実行することで当該借手企業の株主にとっても金融機関にとっても債務免除前の価値よりも高い価値を実現できることになる。こうして、金融機関による債務免除の合理性が説明されている。

表 16 債務水準を $D^* = 53.3$ にあらためたとき

	確率 0.6	確率 0.4	V(1)	B(1)	S(1)
プロジェクトR	0	120	48	21.32	26.68
プロジェクトS	80	80	80	53.3	26.7

(出所：砂川・山下 (2004) 83-84 頁に基づき、筆者が作成。)

その次に、砂川・山下 (2004) は、金融機関の側でも同様の「リスク・インセンティブ問題」が存在するとき、すなわち当該金融機関が自社の株主価値を考慮するときには、そ

¹¹ 砂川・山下 (2004), 79-86 頁。

¹² 同上, 84 頁。

うした債務免除が期待できないことになる」と指摘する。¹³ここで、当該金融機関の負債資本の額面を B 、当該借手企業への融資を除く資産からの収益を A 、両者の差を $B - A = C$ と表すと、当該金融機関の「リスク・インセンティブ問題」を含めてこれを解決しうる D^* の水準は、

$$pD + (1 - p)C = D^* = (Y - pX) / (1 - p) \quad (3)$$

で与えられることになる。(3)式から、金融機関が債務免除に合意するのは、

$$0 < C \leq C^*, \text{ または } D \leq C, \text{ ただし } C^* = (Y - pX) / (1 - p)^2 - pD / (1 - p) \quad (4)$$

のときとなる。

このケースの数値例は、 $B=1000$ 、 $A=940$ 、 $C=60$ で示されており、この内容は表 17 となる。ただし、プロジェクト R および S は表 16 と同じく当該借手企業が直面する投資機会であるが、そこから得られる価値は当該金融機関の側で受け取る値を示している。また、免除後の債務水準は表 16 の解であった $D^*=53.3$ としている。表 17 では、当該借手企業にプロジェクト R を選択させる方が金融機関の $S(1)$ を高めることになり、当該金融機関はこの状況では債務免除に応じない。

表 17 C=60 のケース、借手企業の選択問題と当該金融機関の受け取る価値

		金融機関の受取価値				
		確率 0.6	確率 0.4	V(1)	B(1)	S(1)
借手企業の 選択問題	プロジェクト R	0	100	40	24	16
	プロジェクト S	53.3	53.3	53.3	53.3	0

(出所：砂川・山下(2004) 84 頁に基づき、筆者が作成。)

同様に、たとえば表 18 の $C=50$ のケースでも債務免除は行われぬ。しかし、表 19 の $C=20$ のケースでは、当該金融機関の「リスク・インセンティブ問題」は発生せず、当該借手企業に対する債務免除が行われる。以下は砂川・山下(2004)では示されていないが、 $D^*=53.3$ の場合は、表 20 のように C が約 22.2 を下回れば当該金融機関は債務免除に応じることになる。ただし、こうした債務免除が可能となる C の範囲は D^* の値に応じて変わってくる。たとえば、 $D^*=50$ であれば C の上限 C^* の値は約 16.6 となる。このケースは表 21 となる。

表 18 C=50 のケース、借手企業の選択問題と当該金融機関の受け取る価値

		金融機関の受取価値				
		確率 0.6	確率 0.4	V(1)	B(1)	S(1)
借手企業の 選択問題	プロジェクト R	0	100	40	20	20
	プロジェクト S	53.3	53.3	53.3	50	3.3

(出所：砂川・山下(2004) 84 頁に基づき、筆者が作成。)

表 19 C=20 のケース、借手企業の選択問題と当該金融機関の受け取る価値

金融機関の受取価値

¹³ 砂川・山下(2004), 81-83 頁。

		確率 0.6	確率 0.4	V(1)	B(1)	S(1)
借手企業の 選択問題	プロジェクトR	0	100	40	8	32
	プロジェクトS	53.3	53.3	53.3	20	33.3

(出所：砂川・山下(2004) 84 頁に基づき，筆者が作成。)

表 20 $C^*=22.2$ のケース，借手企業の選択問題と当該金融機関の受け取る価値

		金融機関の受取価値				
		確率 0.6	確率 0.4	V(1)	B(1)	S(1)
借手企業の 選択問題	プロジェクトR	0	100	40	8.9	31.1
	プロジェクトS	53.3	53.3	53.3	22.2	31.1

(出所：砂川・山下(2004) 84 頁に基づき，筆者が作成。)

表 21 $D^*=50$ のケースでは， $C^*=16.6$ となる

		金融機関の受取価値				
		確率 0.6	確率 0.4	V(1)	B(1)	S(1)
借手企業の 選択問題	プロジェクトR	0	100	40	6.6	33.4
	プロジェクトS	50	50	50	16.6	33.4

(出所：砂川・山下(2004) 84 頁に基づき，筆者が作成。)

ここまでの砂川・山下(2004)の議論展開に関して，これまでと同様に筆者はいくつかの疑問を抱く。まず，この設定で筆者が考える免除後の債務水準は，(2)式ではなく(5)式のようなになる。

$$p D^* - p D + (Y - p X) = Y - p(X - D) \quad (5)$$

ここで，全体から $p D$ を差し引くと，

$$0 D^* - p D^* + Y - p X \quad (6)$$

となる。実は，これが本稿における「サイド・ペイメント」の金額である。すなわち，表 15 の数値例では，金融機関から借手企業へゼロ以上， $Y - p X = 32$ 以下の「サイド・ペイメント」が可能である。(5)式と砂川・山下(2004)の(2)式との違いは，砂川・山下(2004)では， $D^* - p D^* + Y - p X$ として新しい債務水準 D^* を求めようとしている点である。これに対して，筆者は $D^* - p D$ で計算すべきと考えているのである。つまり，砂川・山下(2004)では，表 16 以下の S(1)の計算について，毎回 D^* に応じた株主の態度変化を織り込んでいるのである。わかりやすく言えば，新しい水準まで債務免除するのであれば，そのつど株主はより多くの株主価値を期待するだろうから，債務免除を行う金融機関の側はあらかじめそのように判断して，そうならない水準にまで債務を引き下げようということである。しかし，砂川・山下(2004)の体系で，本当にこの債務水準で利害関係者間の合意ができるのであろうか。

リスク中立性の下では，表 16 のように S(1)の配分をあらためると，確かに借手企業の株主の立場でプロジェクトRを選択する理由はなくなる。ただし，結果的にはここまていけば「富の収奪」を要求すると判断される当該株主が，この水準で突然合意に至るということが本当に保証されるのだろうか。つまり，表 16 では，当該金融機関はまだ $D^* = 53.3$

の債権価値を確保しており、この水準で当該株主がさらに債務減免を要求しないということが、はたして十分に説明できるのだろうか。と言うよりも、私見では、この体系において当該株主は、次の表 22 で合意すると考えられる。

表 22 表 15 の債務水準を 72 にあらため、プロジェクト R についての再計算は行わない

	確率 0.6	確率 0.4	V(1)	B(1)	S(1)
プロジェクト R	0	120	48	40	8
プロジェクト S	80	80	80	72	8

(筆者が作成。)

表 22 の新しい債務水準 72 は(5)式から計算される。債権者である金融機関は、プロジェクト S の採用によって得られる価値の純増 32 を「サイド・ペイメント」の原資とすることができるが、この場合 8 の「サイド・ペイメント」によって当該借手企業にプロジェクト S の選択を促すことができる。このように、筆者が考える均衡債務水準は $D^* = 72$ である。もしも、この配分で合意できないのであれば、その株主は表 16 の配分でも合意できないだろう。逆に表 16 で合意できるような株主であれば、その前に表 22 の配分で合意しているのではないだろうか。

以上の議論は、表 17 から表 21 までの金融機関の「リスク・インセンティブ問題」を考察するときでも全く同一である。すなわち、この問題を解決するには、表 17 については、次の表 23 のように当該金融機関の債権者が当該金融機関の株主に 16 の「サイド・ペイメント」をすればよい。すなわち、 $D^* = 53.3$ のとき実現する B(1)の値は、22.2 ではなく 37.3 になると考えられる。

表 23 表 17 で 16 のサイド・ペイメントがある場合

		金融機関の受取価値				
		確率 0.6	確率 0.4	V(1)	B(1)	S(1)
借手企業の 選択問題	プロジェクト R	0	100	40	24	16
	プロジェクト S	53.3	53.3	53.3	37.3	16

(筆者が作成。)

このとき、金融機関の債権者が預金者や金融債の保有者であることを考慮すると、政策的には何らかの対応を検討する余地はある。たとえば、理由は何であれ、公的資金が投入されることになれば、そうした債務免除を民間任せにしなくてもよいことになる。しかし、公的資金投入という現実の政策的対応までを含めて議論する場合には、より慎重な考察が必要となる。

砂川・山下(2004)は、普通株式の引受による公的資金の投入が、金融機関の「リスク・インセンティブ問題」を解決するとして次の説明を行う。¹⁴ 普通株式の引受という形での公的資金の投入額 I を $I = C$ としたとき、当該金融機関の負債は完済され、当該借手企業が

¹⁴ 砂川・山下(2004), 84-86 頁。

らの回収額はすべて当該金融機関の株主に帰属する。その結果、債務免除の合意とプロジェクト S の選択が行われ、当該借手企業の株主、当該金融機関の債権者および株主のいずれの主体の利害も損なうことなく、社会的に見ても効率的な投資プロジェクトが実行される。この内容は、砂川・山下(2004)では C = 60 のケースで確認されており、それは表 24 に要約できる。

表 24 I = C = 60 のケース、借手企業の選択問題と当該金融機関の受け取る価値

借手企業の選択問題	金融機関の受取価値				
	確率 0.6	確率 0.4	V(1)	B(1)	S(1)
I = 0 のときプロジェクト R	0	100	40	24	16
I = 60 のときプロジェクト S	53.3	53.3	53.3	-	53.3 (= 16 + 37.3)

(債務完済) 既存株主 + 政府

(出所：砂川・山下(2004) 85 頁に基づき、筆者が作成。)

ここで、公的資金 I=60 が投入されたとき、表 24 のように S(1)=53.3 のうち既存株主に 16 を補償すると、政府取分は 37.3 となり、60 - 37.3=22.7 の公的な損失が出る。しかし、砂川・山下(2004)では、「公的資金による投資そのものは損失となっても、金融機関のデフォルト・リスクが回避され、さらに企業の経営資源が効率的に利用されることで社会全体の厚生は高まるであろう。」¹⁵と考えられている。

資源効率性についてはそれでよいとしても、筆者が疑問をもつのは、22.7 の公的な損失を認める点である。実は、表 24 で実現される配分は、筆者が説明した表 23 における配分と基本的に変わらない。それは政府が債権者の債権を全額保証し、債権者に代わって株主へ 16 の「サイド・ペイメント」を行うという内容である。こうした株主に対する 16 という配分は、表 23 のようにもともと民間に任せておいても実現可能である。このとき何らかの必要性があり、このことに国民の税金を使うとしても、その損失は 6.7 にとどめるべきである。なぜなら、もともと 53.3 の価値しかない案件に 60 を投入しているわけで、その損失は 6.7 となるはずである。すなわち、22.7 - 16 = 6.7 であり、この 16 についてはこの段階で株主から回収すべきと考えられる。したがって、民間による解決ではなく公的資金を投入するというのであれば、当該金融機関の株主の受取価値はゼロである。よいか悪いかはさておき、この場合には事実上の国有化にせざるをえないだろう。さらに言えば、「公的資金の投入は普通株式の引受という形をとる必要がある。普通株式よりも利益配分順位が優位な証券(負債や優先株)の購入では、融資の回収額が公的資金の返済に優先されるため、既存株主の価値が補償されない。」¹⁶とする砂川・山下(2004)の主張についても、モデルとの整合性は別として、筆者にとっては理解しがたい内容となっている。公的資金投入に関する論点は、本稿の主たるねらいからはずれるので、これ以上の検討は行わない。いずれにしても、砂川・山下(2004)の主張は、債務水準を $D^* = 53.3$ とする時点で筆者の見解とは異なるので、まずはそこでの相違について今後議論する必要があるだろう。

¹⁵ 同上，86 頁。

¹⁶ 同上。

4 結び

本稿では、Haley and Schall(1979)、山本・蜂谷(2005)および砂川・山下(2004)の所論を検討する中で、「リスク・インセンティブ問題」に対する筆者の理解を述べてきた。言うまでもなくこの問題では、債権者や株主の合理的行動の下、資源配分の効率性と公正性が達成されなければならない。しかし、従来の議論では、これらの認識が必ずしも十分ではなく、効率的でありさえすれば配分の公正にまで深入りしようとはしてこなかった感がある。

これに対して、「サイド・ペイメント」を鍵の概念とした本稿の議論では、債務不履行時における株主・債権者間の利害の不一致を、効率的かつ公正に解決するように試みてきた。とくに公正という点に関しては、筆者独自の見解で議論展開を行った。本稿を締めくくるにあたって、こうした内容を、あくまで一つの試論として表 25 にまとめて示す。筆者は表 25 のように、「リスク・インセンティブ問題」を三つの段階に分けることで議論の混乱を避け、それぞれの段階で有効な対応策を提示した。

表 25 リスク・インセンティブ問題を巡る論点の整理

	第一段階	第二段階	第三段階
決定問題	投資決定	価値の増分の配分	当初債務契約の履行
決定ルール	Fama and Miller の市場価値ルール	自発的なサイド・ペイメント (必ずしもルール化されない)	追加的なサイド・ペイメント (ルール化されることが多い)
行動主体	総市場価値最大化 を図る利害関係者	総市場価値最大化 を図る利害関係者	株主
達成される 資源配分の性質	総市場価値最大化、 効率性	価値の純増は当該行動主体 に帰属する、公正性	債務契約の遵守、 公正性
市場との関係	市場でも達成可能	市場でも達成可能	市場とは直接関係しない
誘導可能 な理由	市場均衡の存在	市場均衡の存在、 「補償原理」 ¹⁷ 、自明の道理	株主の有限責任 に照らして (筆者が作成。)

なお、本稿で取り上げた数値例で、とくに山本・蜂谷(2005)および砂川・山下(2004)の数値例については、筆者が詳細を省いて説明したために全体の含意を正確に伝えることができていないかもしれない。最後にこの点をおわびしたい。

参考文献

1. Aghion, P., O. Hart and J. Moore., "The Economics of Bankruptcy Reform," *Journal of Law, Economics, and Organization*, vol. 8, No. 3, October 1992, pp. 523-546.

¹⁷ 「補償原理」については、吉田(2004c)を参照。

2. Aoki, M., *Towards A Comparative Institutional Analysis*, MIT Press, 2001. (瀧澤弘和・谷口和弘訳『比較制度分析に向けて』NTT出版、2001年。)
3. Barnea, A., R.A. Haugen and L.W. Senbet, *Agency Problems and Financial Contracting*, Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, Inc., 1985.
4. Bebchuk, L.A., "A New Approach to Corporate Reorganization," *Harvard Law Review*, vol. 101, No. 4, February 1988, pp. 775-804.
5. Coase, R.H., "The Nature of the Firm," *Economica*, new series 4, November 1937, pp. 386-405. (宮沢健一・後藤晃・藤垣芳文訳『企業・市場・法』東洋経済新報社, 1992年, 所収。)
6. Coase, R.H., "The Problem of Social Cost," *Journal of Law and Economics*, vol. 3, October 1960, pp. 1-44. (宮沢健一・後藤晃・藤垣芳文訳前掲書所収。)
7. Fama, E.F., "The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Security Holders," *American Economic Review*, vol. 68, No. 3, June 1978, pp. 272-284.
8. Fama, E.F., "Agency Problems and the Theory of the Firm," *Journal of Political Economy*, vol. 88, No. 2, April 1980, pp. 288-307.
9. Fama, E.F. and M.C. Jensen, "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, vol. 26, No. 2, June 1983a, pp. 301-325.
10. Fama, E.F. and M.C. Jensen, "Agency Problems and Residual Claims," *Journal of Law and Economics*, vol. 26, No. 2, June 1983b, pp. 327-349.
11. Fama, E.F. and M.H. Miller, *The Theory of Finance*, New York: Holt, Rinehart and Winston, Inc., 1972.
12. Frierman, M. and P.V. Viswanath, "Agency Problems of Debt, Convertible Securities, and Deviations from Absolute Priority in Bankruptcy," *Journal of Law and Economics*, vol. 37, No. 2, October 1994, pp. 455-476.
13. Gilson, S.C., "Bankruptcy, Boards, Banks, and Blockholders: Evidence on Changes in Corporate Ownership and Control When Firms Default," *Journal of Financial Economics*, vol. 27, No. 2, October 1990, pp. 335-387.
14. Haley, C.W. and L.W. Schall, *The Theory of Financial Decisions, second edition*, McGraw-Hill, Inc., 1979.
15. Jensen, M.C. and W.H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, vol. 3, No. 4, October 1976, pp. 305-360.
16. Modigliani, F. and M.H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, vol. 48, No. 3, June 1958, pp. 261-297.
17. Myers, S.C., "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, vol. 5, November 1977, pp. 147-175.
18. Smith, C.W. and J.B. Warner, "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants," *Journal of Financial Economics*, vol. 7, June 1979, pp. 117-169.
19. 砂川伸幸・山下忠康「借手のリスク・インセンティブと貸手のリスク・インセンティブ」『経営財務研究』(日本経営財務研究学会)第23巻第1号, 2004年3月, 77-87頁。
20. 小佐野広『コーポレート・ガバナンスの経済学』日本経済新聞社, 2001年。
21. 久保俊郎「モラル・ハザードと債務契約」『産業経理』第42巻第7号, 1983年1月, 98-107

頁。

- 22.久保俊郎「負債と投資インセンティブ - ジェンセン = メックリングとマイヤース・モデルの統合」『経営論集』(亜細亜大学)第23巻第2号,1987年10月,43-65頁。
- 23.斎藤進「最適資本構成について - Jensen-Meckling のエージェンシー・コストを中心として - 」『南山経営研究』(南山大学)第1巻第3号,1987年12月,401-416頁。
- 24.柴川林也「市場不完全性とエージェンシー問題」『産業経理』第45巻第3号,1985年,1-10頁。
- 25.花枝英樹「エイジェンシー費用と企業の資本構成」『関東学院大学経済学部ワーキングペーパー』No.2,1984年9月。
- 26.堀内昭義「金融システムは如何に機能するか」『フィナンシャル・レビュー』(現財務省財務総合政策研究所)第16号,1990年3月,8-47頁。
- 27.三隅隆司「資金供給の優先権と企業救済」『一橋論叢』(一橋大学)第111巻第5号,1994年5月,876-891頁。
- 28.山本修・蜂谷豊彦「財務危機処理の経済分析と我が国倒産法制の評価」『経営財務研究』(日本経営財務研究学会)第23巻第2号,2005年4月,17-37頁。
- 29.吉田高文「市場および制度とサイド・ペイメント」『長崎大学経済学部ディスカッション・ペーパー・シリーズ』No.2004-04,2004年8月(2004a)。
- 30.吉田高文「債務不履行時の利害調整 - サイド・ペイメント・アプローチの提案 - 」『経営と経済』(長崎大学)第84巻第2号,2004年9月(2004b),141-169頁。
- 31.吉田高文「サイド・ペイメント・アプローチによる制度分析序論」『生活経済学研究』(生活経済学会)第20巻,2004年9月(2004c),161-173頁。
- 32.若杉敬明「株式会社制度とエージェンシー問題」日本経営財務学会編『経営財務制度の新展開』中央経済社,1984年,所収,163-179頁。
- 33.若杉敬明『企業財務』東京大学出版会,1988年。

本研究の遂行にあたり,財団法人簡易保険文化財団から調査研究助成金をいただきました。ここに記して感謝いたします。