

最近のアメリカの企業金融構造の変化について

Recent Change in Capital Structure of the U. S. Corporations

打 込 茂 子

Shigeko Uchikomi

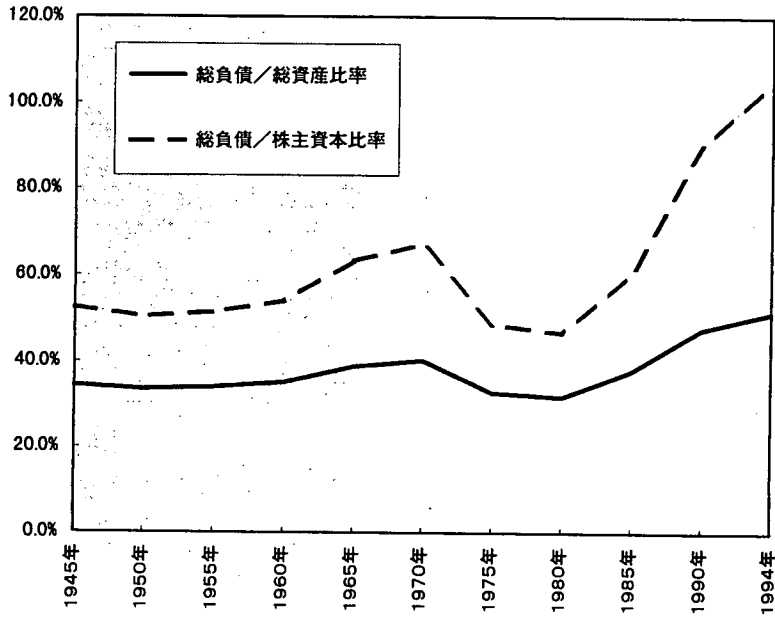
I. はじめに

1980年代以降、米企業の資金調達構造には大きな変化がみられている。まず80年代の半ば頃から、負債による資金調達が著しく増大し、この結果長期にわたって安定的であり、世界的にみても低水準にあった負債比率が急上昇した（第1図参照）。こうした米企業の負債のこれまでに例をみない増大は、その背景や理論的解明、また実体経済や政策面へのインプリケーションを巡って学者や政策当局者の間に大きな議論を惹起したことは記憶に新しい。また、多くの学者や政策当局者が懸念したように、90年から91年にかけての景気後退局面には、企業債務の増大に伴う利払い負担の増加は、収益圧迫要因となって多くの企業倒産を引起こしたうえ、個人の債務問題や金融機関の不良債権問題などとあいまって、その後の景気回復の足取りを鈍らせた。こうしたなかで、90年代初頭には企業においては債務残高の圧縮と同時に財務面でのリストラクチャリングが進められたが、バランスシート調整が進み景気の拡大ペースが力強さを増した94年頃から再び債務の増加が目立つようになってきた。

このような最近の展開をみると、一般的に支持を得ていると思われる、80年代後半の日本企業にみられたと同様に80年代の米企業における債務増大は過剰であった、誤った行動であったと捉える見方が果たして当を得ていたのかとの疑問が生じる。あるいは、80年代の債務増大に多少行き過ぎがあったとしても、実はこの頃を境に、米企業にとって最適な資金調達の在り方が基調的に変化してしまったのではないかとこの疑問がわいてくる。

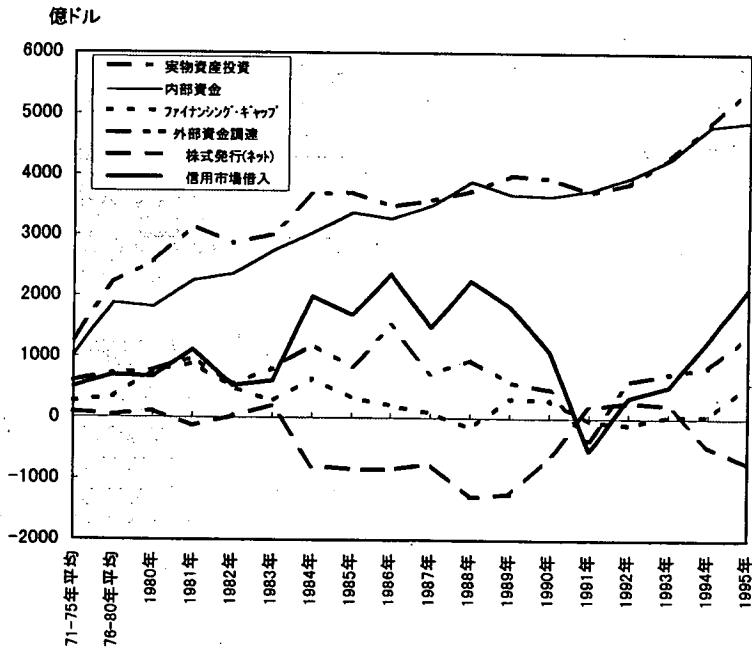
そこで本稿では、まず、80年代以降の米企業の資金調達動向を概観するとともに、その調達構造変化の背景について分析した後、こうした最近の企業金融構造の変化は理論的にはいかに解釈することができるのか、またこの変化は基調的なものであるのかという点について検討する。

第1図 米企業の負債比率の推移



出所： Board of Governors of the Federal Reserve System, *Balance Sheets for the U. S. Economy*

第2図 米企業の資金調達状況



出所： Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*

II. 企業の資金調達構造の変化

(1)1980年代

80年代、特に84年以降、米企業（非農業非金融法人企業、以下同じ）は負債による資金調達を大幅に増加させた（第2図参照）。ここで、負債による資金調達額は、信用市場からの資金調達額を意味し、債券、CP（コマーシャル・ペーパー）の発行額および金融機関からの借入金から成る（いずれもネット、以下同じ）。負債を形態別にみると、債券と金融機関借入金 が概ね等しいウェイトを占めた（第1表）。一方、この間、株式発行による資金調達はネットで大幅なマイナス、すなわち株式の消却額が新規発行額を大幅に上回る状況が続いた（第2図）。残高ベースでみると、米企業の負債残高は80年代には年平均で10.7%という高い伸びを記録し、企業の総資産に対する総負債の比率は80年末の32%から90年末には47%に上昇した（第3図）。

80年代における企業の負債の増加は、設備投資の増加といった支出面での盛り上がりに伴うものではなかった。80年代における設備投資の伸びは70年代以前と比べればむしろ低調で、民間企業による設備投資の不足が特徴的な時期であったといえよう。したがって、企業の外部資金調達所要額は、景気後退に伴う収益低迷から脱した1983年以降は小幅で推移したと考えられるが、それにもかかわらず、負債が特に84年以降大幅に増加したのは、企業の資金調達のあり方が大きく変化したことによるものであったといえよう。

企業の外部資金調達ニーズは一般にファイナンス・ギャップをもって測られる。ファイナンス・ギャップとは、実物投資額（設備投資額と在庫投資額の合計）から内部資金増加額（留保利益と減価償却額の合計）を差し引いたものであり、実物投資をファイナンスするために企業が企業外部の資金提供者から株式や負債の形で調達しなければならない額を意味する。第2図からわかるように、収益が低迷した80年代初頭の景気後退期を除けば総じてファイナンス・ギャップは小幅で、84年以降の年平均水準は237億ドルと70年代平均の297億ド

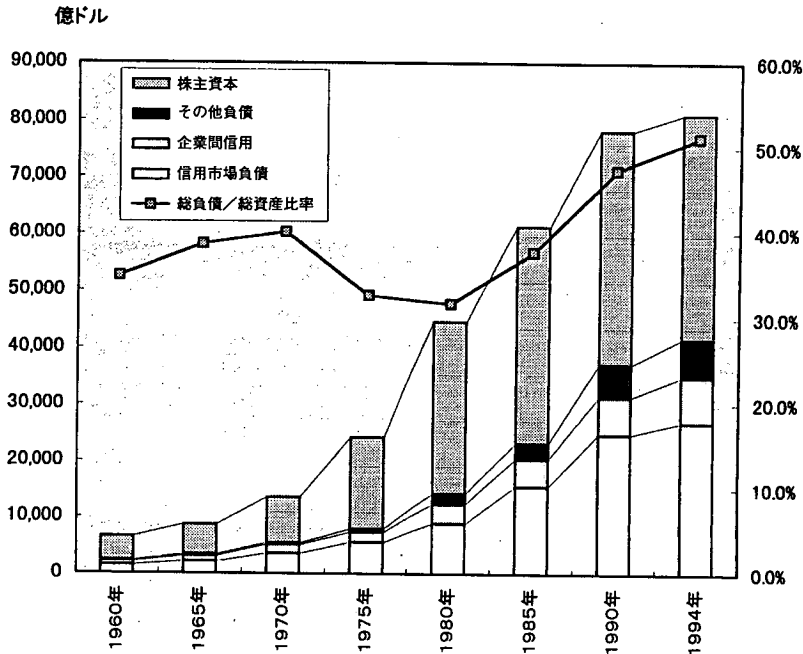
第1表 アメリカの非金融法人企業（除く農業）の外部資金調達状況

(単位：億ドル)

	1980年	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95
外部資金調達	765	979	540	801	1,197	839	1,513	732	955	590	470	-348	611	733	844	1,385
株式発行(ネット)	104	-135	19	200	-790	-845	-850	-755	-1,295	-1,242	-630	183	270	213	-449	-742
信用市場借入	662	1,113	521	601	1,987	1,684	2,363	1,487	2,250	1,832	1,100	-530	341	520	1,293	2,127
債券	386	362	338	254	686	1,058	1,172	779	1,033	729	468	776	676	751	218	704
CP	40	147	-61	-8	217	146	-93	16	119	214	97	-184	86	100	214	181
借入金	236	604	244	355	1,084	480	1,284	692	1,098	889	535	-1,122	-421	-331	861	1,242

出所：Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*

第3図 米企業の資産・負債の推移



出所：Board of Governors of the Federal Reserve System, *Balance Sheets for the U. S. Economy*

ルを下回っている。もっとも、戦後のほとんどの期間において、外部資金調達額や負債による資金調達額は、このファイナンス・ギャップを上回ってきてはいるが、その乖離はそれほど大きなものではなく、また調達額の変化はファイナンス・ギャップの変化を概ね反映していた。しかし、84年以降はこの関係が全く崩れてしまった。1984年～90年の企業の負債による（信用市場からの）資金調達額は年平均で1,815億ドルと、1971～83年平均の630億ドルに比べて極めて高水準になっており、ファイナンス・ギャップをこれまでになく大幅に上回る状況が続いた。同期間中に、米企業は銀行など金融機関から合計6,060億ドルを借り入れ、また債券市場から5,920億ドル、CP市場から720億ドルを調達した。そして、この一方で、企業はネットで6,400億ドルの株式を消却した。

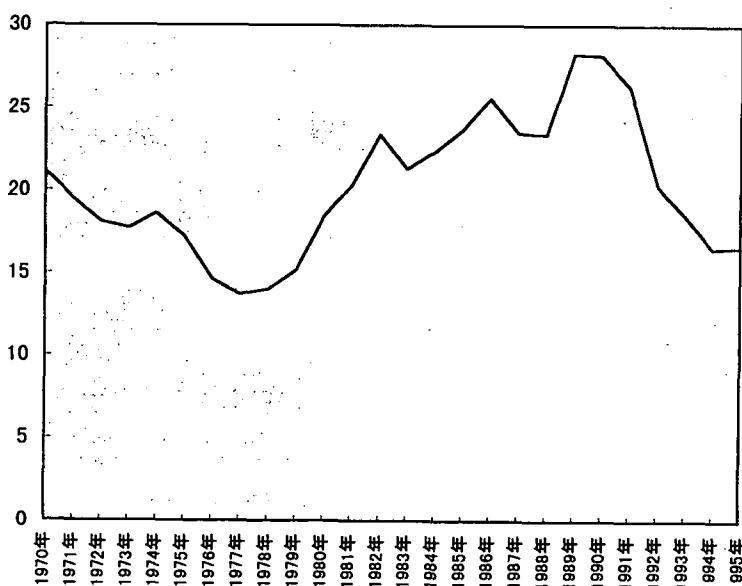
なお、こうした負債の急増に伴い、キャッシュ・フローに対するネット利払い費（支払い利子から受け取り利子を差し引いたもの）の比率は、70年代の20%を下回る水準から急上昇して80年代末には30%に近づいた（第4図）。

(2)1990年代初頭

90年代に入ると、企業の負債による資金調達は鈍化し始め91年には返済超を記録する一方、株式のネット発行額は91年以降プラスに転じた（第1表）。91～93年における株式発行によるネット調達額は3年間の合計で666億ドルに達したが、同期間中の負債による資金調達額合計はその約半分の331億ドルにすぎなかった。外部資金調達額全体でも80年代後半の水準をはるかに下回り、特に91年には外部資金調達全体でもマイナスとなった。この間のファイナンス・ギャップをみると（第2図）、90年から91年にかけての景気後退の影響や利払い負担の増加から内部資金が伸び悩んでいるが実物資産投資も低迷していたことから、小幅ながらマイナスすなわち余剰を示しており、企業部門全体としては外部資金調達の必要性が通常よりも一段と低かったことが窺われる。しかし、外部資金調達額がファイナンス・ギャップを大きく上回る状況は91年を除いて継続した。

負債による調達額の鈍化と株式発行によるネット資金調達の背景には、増大した利払い負担を軽減するための、企業の債務残高の圧縮の動きと財務面でのリストラクチャリングの進行があった。折からの市場金利の大幅な低下および株式相場の活況が続くなかで企業は、株式を発行しその資金によって過去の負債を返済（デレバレッジ）したり、また、新たな社債発行など

第4図 米企業の利払い負担比率（対キャッシュフロー）の推移



出所：U. S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*

によって低金利で調達した資金で、高金利時代に調達した負債を返済する借り換え（リファイナンス）の動きを活発化させた。特に銀行からの借り入れについては、銀行側における貸し出し姿勢・条件の厳格化（いわゆるクレジット・クランチ）ともあいまって、91年以降返済超過が続いた。さらに、80年代後半に急拡大したジャンク債（信用度の低い高利回り債、詳細は後述）の発行市場が、デフォルト（債務不履行）の多発などにより89年以降実質的に消滅したことも、負債増加を抑制した。

この結果、負債残高は91～93年には年平均で1.8%の伸びにとどまり、資産残高に対する比率も92年に51%まで達したものの、その後は横這い傾向にある。また、こうした企業における、いわゆるバランスシート面での調整、そしてそれ以上に90年以降続いてきた長短金利の大幅な低下や91年以降の景気拡大に伴うキャッシュ・フローの増加といったマクロ経済環境の好転の結果、企業のネットの利払い負担は、70年代と比べれば依然高水準にあるものの、相当程度軽減した（第4図）。

(3)1990年代半ば

91年春から景気回復局面に入ったとはいえ当初は緩慢な回復にとどまっていた米国経済がようやく力強い拡大をみせ始めるなかで、94年、95年と2年連続して、再び企業の負債は急拡大した（第2図）。この間、ファイナンス・ギャップは、設備投資の堅調にもかかわらず収益好調を反映して94年には極めて小幅にとどまり、95年には設備投資の一段の増加に伴って拡大してはいるが、負債の増大幅はこれをはるかに上回っている。したがって当然予想されるように、株式のネット発行額は両年ともマイナスを記録した（これは株式消却額が再び著増したためであり、一方で91年以降急拡大した株式の新規公開による資金調達などは94、95年も活発に行われた）。特に95年には、負債の増加が2,127億ドル、株式のネット発行額がマイナス1,242億ドルにも達した。すなわち、80年代後半に生じたとほぼ同様な現象が、再び現れているのである。また、ジャンク債市場も92年頃から復活し、80年代後半を上回る額が発行されるようになって¹⁾いる。

一方、このように債務は増大しているものの、低インフレのもとでの景気拡大継続を反映した低水準の金利持続とキャッシュ・フローの増加により、企業のネット利払い負担は一段と低下し、70年代とほぼ同水準になっている（第4図）。

1) 復活後の、この信用度の低い債券は単に高利回り債と呼ばれるようになっていく。

Ⅲ. 負債増大傾向の背景

以上みてきた80年代半ば以降の米企業の資金調達動向の特徴をまとめると以下のようになる。

- ①内部留保や減価償却などの内部資金の実物投資額に対する比率が高く、外部資金調達所要額そのものは小幅で推移した。
- ②外部資金調達のうち、株式発行による資金調達は91～93年を除いてマイナスであった（株式消却額が株式発行額を上回った）。
- ③これとは対照的に、91～93年を除いて多額の負債による資金調達が行われてきた。負債の中では80年代においては債券・CP発行と金融機関からの借入れがほぼ等しいウェイトを占めたが、90年代初頭には借入金純減、したがって債務による調達で純増したのは債券・CPのみであった。94年以降では金融機関借入れ金のウェイトが高くなっている。この結果、負債比率はほぼ一貫して上昇してきた。

このような80年代後半以降の企業の資金調達構造の変化、特に負債の増大、負債比率の上昇傾向をもたらした要因については多くの議論があり、その性質上実証が困難であるため、必ずしも断定できるわけではないが、以下の諸点が関わっているものと考えられる。

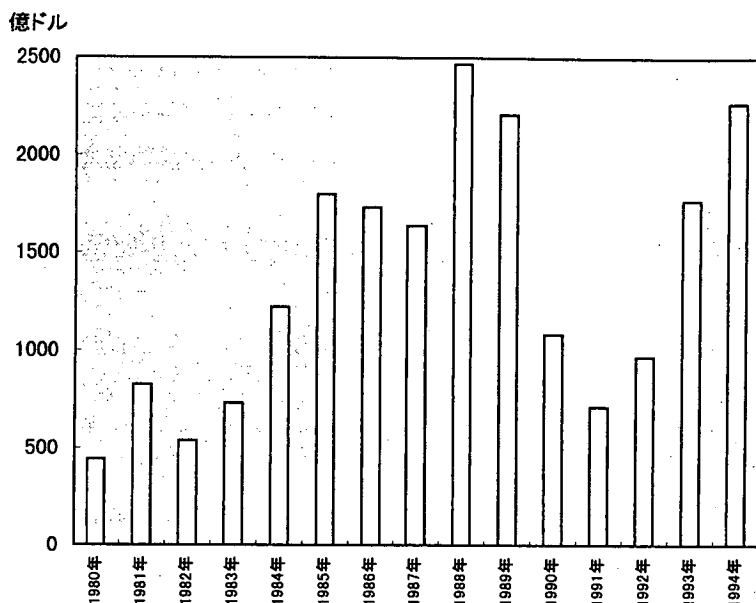
(1) M&Aの活発化

まず第一に挙げられるのは、M&A（企業合併・買収）の活発化である。第5図に示されるように、M&Aの取引金額は1984年頃より急速に増加し、89年まで高水準の取引が続いた。その後90年から92年までは低調に推移したが、93年頃より再び活発化し、94、95年と2年連続して過去最高を更新した。

M&Aブームは60年代にもみられたが、80年代のM&Aブームにおいては、60年代とは全く異なる資金調達のパターンがみられた。60年代のM&Aでは、表面的な財務指標の改善を主たる目的として事業面であまり関係のない分野の（シナジー効果の存在しない）企業を株式の交換によって取得するケースが多く、したがって債務の増大を伴わなかった。これに対し80年代には、事業の大幅なリストラクチャリングを目的とした大規模なM&Aが多く、また債務によって調達した現金による買収が主流となった。

その典型がLBO（Leveraged Buyout）で、これは買い手（特定少数の個人）が買収先企業の資産ないしはキャッシュ・フローを担保に、買収資金の大部分を負債で調達することによって、小額の自己資金で大規模な買収を可能にする企業買収手法の一つであり、経営権を取得した後は、買収企業を非公開会社にし、また分割・解体して資金の一部を回収することが多い。

第5図 アメリカの企業合併・買収金額の推移



出所：MERGERSTAT REVIEW

80年代より前は、LBOは企業の財務内容の大幅な悪化をもたらすため、極めて限定的な役割しか果たしてこなかったが、80年代にはLBOは、ジャンク債の利用も含めてその手法が発展したことなどから急増することになった。ジャンク債とは、具体的には格付けがBB以下<スタンダード・アンド・プアーズ社>ないしBa以下<ムーディーズ社>と、格付けでは投資適格条件を満たさない信用度の低い債券であるが、その代わり利回りは高くなっている。ジャンク債の発行は80年代初頭までは稀にしか行われなかったが、投資家層が拡大する中で、80年代半ば以降M&Aブームと軌を一にして拡大していくことになった。さらに、こうした債券発行のみならず銀行借り入れも同様に、買収のための債務調達的重要手段となった。

また、このようにして買収資金の調達が容易になったため、企業にとって敵対的買収の対象となるリスクが高まり、買収を防衛するために債務を増大させる動きを促すことにもなった。敵対的買収のターゲットになる可能性のある企業の多くは、対抗手段として経営陣がLBOを行ったり（MBO：management buyoutと呼ばれる）、自社の魅力を低下させるために、債務を増やす形で他の企業を買収したり、さもないとすれば余剰資金あるいは借入金により公開市場で自社株の買い戻しを行ったりとみられる。M&Aに加えて、M&A防衛のための自社株買い戻しの動きも広がったことなどから、企業の債務増大と株式消却の活発化が生じたわけである。

なお、90年代初頭の低迷の後93年以降復活したM&Aにおいては、株式交換型も多くなっており、M&Aに伴う負債増大は、80年代後半ほど顕著なものではない。

(2)負債による資金調達税制面での有利性増大

企業が負債を増大させた要因の第二は、80年代において税制面で負債による資金調達の有利性が増したこと、そして、こうしたなかで企業サイドにおいても税制面での有利性を最大限に享受しようという姿勢を強めたとみられることである。

従来から負債に対する支払い利子は損金として企業の課税所得から控除される一方、支払い配当は控除されない（すなわち配当は支払い企業と受け取り株主の両段階で課税される）ため、負債による調達は税制面から有利となっていたが、81年および86年の税法改革により、負債による資金調達の相対的な有利さが強まる結果となった。まず個人所得税率が一貫して引き下げられてきた（最高税率は80年の70%から段階的に引き下げられ88年には28%）ことから、受け取り利子に課税される部分が低下し、負債の資本コストは低下していった²⁾。さらに86年には、配当の二重課税の強化（受け取り配当について、個人の所得控除の廃止および企業の益金不算入率の85%から80%への引き下げ）、キャピタルゲイン課税の強化（60%の所得控除の全廃）などが実施され、株式による資金調達は一層不利となった。受け取り配当についての企業の益金不算入率は、その後89年に再度引き下げられて70%になった。また、86年には法人税の最高税率が46%から34%に引き下げられたが、投資税額控除の廃止など各種優遇措置が圧縮・廃止されたため、実効税率はむしろ上昇し、損金算入のメリットが増したことも、負債による資金調達の有利性を強めた。

こうしたなかで、企業においては税制面での有利性を最大限に享受しようという傾向も同時に強まっていくが、これについては後述する。

(3)金融技術の一段の向上

負債増大の第三の要因は、金融技術の一段の向上であり、負債と株式の特徴を兼ね備えた金融手段、いわゆるハイブリット証券の利用活発化である。前述したジャンク債は、劣後債務であり、また発行企業の収益低下の影響を特に受けやすいなど、そのリスク・リターン特性が普通株と負債双方のそれに類似していたほか、多くは株式転換権や新株引受権付きであった。さらに、80年代後半にはstrip financingと呼ばれる、ジャンク債を購入した投資家にその企業の

2) 金利（安全資産利子率）を r 、法人税率を t 、利子課税率（ここでは個人所得税率に等しい）を t_i 、配当課税率を t_d とすれば、負債による資本コストは $r / (1 - t)$ 、株式発行による資本コストは $r / (1 - t) (1 - t_d)$ となる。

株式を持たせる手法も活用された。また、発行体に債務に転換するオプションを持たせた優先株の発行も活発化し、この多くが転換権を行使され債務になった。

このような社債と株式の特徴を兼ね備えた各種のハイブリット証券の発行は90年代に入ると一段と活発化し、様々なヴァリエーションのものが開発された。さらに、最近では、満期50年とか100年といった超長期債を発行する動きが相次いでいる。超長期債は満期まで企業が存続できない惧れがあり、実際には株式の性格が強いとみられている。

このような負債と株式の特徴を兼ね備えた金融手段の発展により負債と株式の差異は縮小あるいは曖昧化してきたといえる。

(4)洗練された投資家の台頭

負債増大をもたらしたと考えられる第四の要因は、合理的な意思決定を行う高度に洗練された投資家の台頭である。これは、上述したような金融ハイテク商品の拡大を需要面から支えたものでもあり、またM&A活発化の背景の一つでもある。

まず、近年アメリカでは機関投資家、特に年金基金やミューチュアル・ファンド（会社型投資信託〈ここでは、短期金融市場商品向けのMMFは含まない〉）の成長が著しく、これに伴って企業の資金調達においても機関投資家のウェイトの高まりが目立つようになっている。こうした機関投資家の運用姿勢をみると、年金基金は長期的運用を志向し、概ね運用資産の5割程度を株式に配分し、残りの大半を確定利付きの債券に配分するといった運用姿勢を採っている。一方、ミューチュアル・ファンドは、当初は株式型が大宗を占めていたが、80年代には確定利付き債券型が主流となり、運用資産に占める株式の比率は70年の約9割から90年には4割弱に低下した。90年代入り後は株式型も再拡大したため、現在では同比率は55%までに高まった。こうした機関投資家の急成長に伴い、株式の主体別保有状況（構成比）をみると、80年末には家計が61%、年金基金が17%、ミューチュアル・ファンドが3%であったのが、95年末には家計が50%に低下する一方で、年金基金は22%、ミューチュアル・ファンドは12%に拡大している。

さらに、機関投資家の運用姿勢も一段と高度化・積極化した。例えば、ジャンク債については、80年代初頭までは、大半の機関投資家はデフォルト・リスクが高いことから投資を差し控えていたが、ジャンク債の高いデフォルト・リスクは分散投資によって抑制でき、その割には利回りが高いことを認識するようになり、次第にジャンク債投資を積極化して、市場の拡大を可能にした。最近では、ジャンク債のパフォーマンスが金利情勢よりも景気動向や発行体の業況に左右される度合いが高く、他の運用資産のパフォーマンスと連動していないという特性が評価され、ポートフォリオへの組み入れが多くなっている。

一方、株式市場においては、洗練された投資家が増えた結果、企業が新株発行によって資金調達を行うことを発表すると、企業が市場で形成されている株価は過大評価された水準にあると考えていると判断され、このため株価が下落するという現象（新株発行の逆シグナル効果）が生じて、増資が資金調達手段として選択されることを妨げるようにもなった。

さらに、このように投資家層が変化するなかで、企業においては株主の利益を重視する姿勢が一段と強まり、特にROE（株主資本利益率）向上に対する意識が高まりをみせて、ROE向上策および株主への利益還元策としても自社株買いが活発に行われるようになっていった。企業のキャッシュ・フローに余裕が生じ、収益性の高い事業投資機会も存在しないような場合には、自社株買いによって余剰資金を株主に返還することも配当と並んで適切な財務戦略となる³⁾。特に、成熟した企業でもつばら過去の投資を回収する形で潤沢なキャッシュ・フローが生じている一方で、有利な事業投資機会に乏しく大量の余剰資金を抱える企業にとっては、自社株買いのメリットは大きい。大手年金基金の一部には、こうした企業に対し自社株買いを行った方が株主の利益になると申し入れる場合さえある。また、余剰資金を抱える企業は効率的に株主資本を運用していないとみなされ、M&Aの対象にされやすい。このようにして、自社株買いは企業財務の選択肢の一つとして定着することになり、継続的にかなりの額の株式消却が行われるようになっていく。

(5)容認可能な負債水準を規定する規準の変化

第五の要因は、第三、第四の要因とも密接に係わる点であるが、企業サイドにおいて負債に対する考え方が変化し、容認可能な負債水準を規定する規準が変化したとみられることである。

まず、ジャンク債市場の拡大により、従来は公募市場で債券を発行できず、資金調達手段の限られていた財務内容の劣る企業においても、負債資金調達の利用可能性が増した。さらに、MTN（中期ノート）といて、商品性は債券と類似しているがその発行・販売の仕組みがCPとほぼ同様で機動性、柔軟性に富んでいる金融手段も80年代後半以降発行が急増し、企業にとって機動的な中期資金調達手段として定着した。このように企業の負債資金調達手段が拡大・多様化するなかで、企業や洗練された株主にとっては、企業が単に高格付けを維持するた

3) 企業にとって、配当の場合、一旦増配すると継続的にこれを求められることになり将来の配当負担も大きくなるが、自社株買いの場合は一時的な資金負担だけで済み、また将来の配当負担も低下する。また、配当所得への課税は一貫して強化の方向にあるが、キャピタル・ゲイン税も強化されたとはいえ相対的な有利性は残っていること、また、課税はキャピタル・ゲインの実現（すなわち株式の売却）時まで延期され、その時期は投資家を選べるというメリットもあることから、企業は自社株買いの方が増配よりも株主への利益還元策として効率的であると考えられるようになった。

めに負債による調達を抑制することは、機会損失と考えられるようになってきた。

また、投資家だけでなく格付け機関による企業評価の在り方にも変化がみられるようになった。格付け機関が企業の信用力を判断する上で、従来伝統的重視されてきた財務指標である負債／株主資本比率は重要性が薄れ、最近では、より現実的な指標としてインタレスト・カバレッジ（企業の金利負担能力）が注目されるようになってきている。したがって、負債比率の上昇は必ずしも起債条件の悪化につながるわけではなくなった。

さらに、一般に資金調達の機動性という点では負債の方が優れているため、有利な投資機会が生じたときに必要な資金を機動的に調達できるように、企業は負債調達の余地を確保すべく、負債の水準を望ましいと考える水準よりも低めにしておく傾向が従来はあったが、これも負債資金調達の利用可能性の増大や企業評価の在り方の変化に伴ってその必要性が薄れることになった。

こうしたなかで負債資金調達の税制上の有利性を最大限に享受しようという傾向も強まることになり、これら全てがあいまって企業の負債に対する姿勢を変化させたと考えられる。

IV. 企業金融理論からのアプローチ

さて、これまでみてきたような米企業の資金調達行動を、企業金融の理論はどのように説明できるであろうか。以下では、企業の資本構成に係わる3つの仮説について検討したい⁴⁾。

(1) 伝統的な目標負債比率仮説 (the leverage-target approach)

この伝統的な仮説は、負債のコストと便益の關係に着目して（したがって trade-off theory ともいう）、企業には最適な資本構成があるとするものである。モディリアーニ＝ミラー (MM) の定理によれば、「完全な資本市場（完全競争、完全情報、取引コスト・税金ゼロ）」においては、企業の価値はその資本構成に依存しないが、法人税を導入すれば、その利子支払い部分についての節税効果から、資本構成に占める負債の比率を高めるほど企業の価値は高まるということが証明されている。しかし、この一方で、負債比率が高まるにつれて、業績不振の際に債務不履行に陥るリスクは増す。そこで企業は、この節税効果の現在価値が財務的困難に陥った場合のコストの現在価値に等しくなるところまで、負債を発行するとみる。すなわち、負債比率が低い場合は、企業が財務的困難に陥る可能性が小さいため節税効果によって企業の価値は増加するが、負債比率が上昇してある水準を超えると、財務的困難に伴うコストの現在価値の増分の

4) 以下の部分は、主として Bernanke [1989], Jensen [1986] および Myers [1989] によっている。

方が節税効果の現在価値の増分を上回り、企業の価値は減少に転ずる。したがって、節税効果の現在価値の増分と財務的困難に陥った場合のコストの現在価値の増分が等しくなるところが、企業価値を最大化する最適な資本構成の比率として存在する、と考えるのである。

財務的困難に陥った時のコストには、法的な手続きなどに係わる費用から始まって、企業再編のコストや、また財務面での柔軟性の喪失までも含まれる。こうした財務的困難に陥った時のコストは、研究・開発投資のウェイトが高く成長の機会を多く持つ企業にとって最も深刻であると考えられるため、この仮説に従えば、新興企業や研究・開発投資の多い企業は、他の条件が等しければ、有形資産が大宗を占める成熟企業よりも負債比率は低くなると予想されるが、現実にも無形資産と負債比率の逆相関関係は確認されている。

しかしながら、この仮説では、アメリカの企業金融の現場でよくみられる現象を説明できないという難点がある。例えば、企業が負債比率を高めるような行動を発表すると株価が上昇し、反対に負債比率を低下させるような行動を発表すると株価が下落するといった、アメリカの株式市場でよく見られる現象がなぜ生じるかを全く説明できない。この仮説に従えば、経営者の行動は、常に最適資本構成に近づこうとするものなので、いかなる方向への資本構成比率の変化であれ、株価は上昇すべきということになる。また、企業の収益性が高いほど節税効果が大きい一方、倒産リスクも小さいので、負債比率は高くなるべきと考えられるが、実際にはこれとは全く逆に、同業種内では高収益企業ほど負債比率が低いという傾向がみられる。

(2) ペッキング・オーダー仮説 (pecking order theory)

この仮説は、企業経営者には、資金調達にあたってその手段の選択に明確な序列関係が存在するというものである。まず、配当政策は固定的 (sticky) であり、企業経営者は投資資金の調達にあたって、外部資金よりも内部資金の利用を好み、内部資金では足りずに外部資金の利用が必要なときは株式の発行よりも債務を好む。したがって、この仮説では、最適な目標負債比率は存在しない。負債の持つ節税効果や財務的困難のリスクは二次的なものとなる。

この仮説に従えば、ある時点における企業の資本構成は、企業経営者のこうした資金調達手段についての選択の単なる積み重ねであり、またキャッシュ・フローと事業投資機会の多寡の反映でもある、ということになる。例えば、高い収益をあげているが投資機会が乏しい企業の負債比率は低く、反対に内部資金をはるかに超える有効な投資機会を有する企業は、負債比率が高いということになる。これは、(ほぼ等しい投資機会に直面していると想定できる) 同一業種内では収益性の高い企業ほど負債比率が低いという逆相関関係を説明できることになる。

企業が内部資金を選好するのは、(後述するように) 株主の利益に反する機会主義的な行動である可能性もあるが、株主の利益に沿って行動していてもエージェンシー・コスト⁵⁾ が発

生した場合にはこれを避けようとして内部資金を選好するということもある⁶⁾。すなわち、経営者と企業外部の投資家との間には、経営者の方が企業についてより多く正確な情報を有するという情報の非対称性が存在するため、投資家は経営者の行動からその企業についての情報を読み取ろうとすることになる。この仮説においては、経営者は、企業の価値が株式市場で過小評価されているときには決して株式を発行しないと考える。株式を発行しようとするのは、株価が市場で適正に評価されているかあるいは過大評価されている時に限られることになる。そして、合理的な投資家は企業経営者がこのように行動することを知っているため、増資は常に悪いニュースとなる。反対に、自社株式の消却は、その株式が過小評価されていると企業が判断していることを示すため、投資家にとって良いニュースとなる。

この仮説では、同じ株主資本でも、内部資金の方が増資よりも好まれることになるが、上述の目標負債比率仮説では両者は無差別である。配当政策が固定的で、また債務返済も計画どおりに行われているのであれば、手元に残った資金は自動的に内部に蓄積されることになり、内部留保は投資家への情報は含まないことになる。

また、有効な事業投資機会があり、その投資資金を株式発行に頼らざるをえない状況を想定すると、情報の非対称性のために株価が過小評価されている場合には増資を断念しなければな

-
- 5) エージェンシー・コストとは、依頼人（プリンシパル＝例えば企業の所有者である株主）が代理人（エージェント＝例えば経営者）に仕事の一部あるいは全部を依頼し、その結果得られた成果を何らかの形で両者間で分配するような関係（エージェンシー関係）を結ぶ場合に発生する、様々な追加的コストを意味する。エージェンシー関係においては、仕事上の意思決定権限の一部が実際に仕事を行う代理人に委譲され代理人には自由裁量の余地が生じる一方、依頼人と代理人の間で目的、動機に関して相違があり、また依頼人が代理人の行動を完全には観察できず、情報の非対称性が存在するため、代理人が依頼人の利益に合致しない行動をとる可能性がある。こうした場合、依頼人は代理人が自らの利益に反する行動を取ることによって生じる損失をすべて自分が負担するか、それともこうした費用の一部または全部を代理人に転化するかのいずれかの対応をとる。いずれにしても、情報の非対称性の存在に伴って依頼人または代理人は何らかの不利益を被ることになるが、これをエージェンシー・コストという。企業金融分野におけるエージェンシー関係には、大別して、①企業内部者としての株主（依頼人）と経営者（代理人）の関係②企業の外部者（企業に対する資金の貸し手や企業が時価発行増資を行った場合の新規の株式購入者＝依頼人）と企業内部者（経営者や既存株主＝代理人）の関係がある。企業金融分野では、エージェンシー・コストは、その発生が予想されるならば（利害不一致の可能性があるだけで実際には利益に反した行動を取る意図が代理人の側にない場合でも）、金融・資本市場の機能を通じて結果的には代理人（経営者あるいは既存株主）によって負担されると考える。すなわち、金利や増資コストがこうした可能性を反映して上昇し、その結果、企業の投資水準や企業の市場価値も低位にとどまる可能性がある。したがって、一般にエージェンシー・コストを引き下げようという誘因は、代理人の側に存在する。
- 6) さらに、節税効果から内部資金が選好されることも考えられる。すなわち、一旦資金を株主に支払い、株主がこの分配に対して課税された後、投資家から再調達するよりも、利益を留保しそれを再投資した方が税制面から有利である。

らない一方、適正あるいは過大に評価されている場合には増資発表の逆シグナル効果が予想されることから、いずれの場合も増資は割高な資金調達手段となり、結局企業は有効な投資機会を見過ごす懸念がある。したがって、このリスクを回避するため、financial slackすなわち追加的な借り入れ余力あるいは余剰資金を維持しておくことは重要となる。外部資金が必要なときに債務の方が株式よりも選好されるのは、単に債務の方が株式よりも安全資産だからである。安全資産を発行する方が、経営者の情報優位性を最小化するので、エージェンシー・コストが小さくて済む。そして、この仮説においては、株式の発行は、債務比率がすでに倒産コストの脅威のために追加的な借り入れが非常に高くつくような水準まで高まっているときのみ可能となる。すなわち、経営者に債務でなく株式を発行する十分な理由があることが知られているときのみ可能である。

現実には、ペッキング・オーダー仮説は全てに妥当するわけではなく、企業が投資適格債券を発行できるときでも株式を発行するすべての場合が、この仮説に反する例である。しかし、この仮説は、収益性と負債比率との逆相関関係など他の仮説では説明困難な事実を合理的に説明する。また、なぜすべての企業の株主資本調達に株式の新規発行でなく内部留保からであるかの理由を説明する。さらに、株式が発行されるときになぜ株価が下落するかも説明する。

もし企業が既存の株主の利益に沿うよう行動するならば、株式発行の発表は常に悪いニュースである。したがって、債務を株式を交換する計画も、債務比率が低下するからではなく、株式が増えるので同様に悪い知らせである。反対に、株式を債務に交換する計画は、債務が増えるからではなく株式が消却されるので、良いニュースとなる。投資家が、経営者はより多くの正確な情報を持っていると信じれば、株式の買い戻しは楽観のシグナルとなり、株価を押し上げる。また、もし債務不履行の可能性が低いならば、経営者の情報優位性は債務の潜在的購入者にとって大きな懸念とはならない。経営者の情報優位性が小さいほど、債務発行によって発せられる情報はより少なくなる。したがってペッキング・オーダー仮説によれば、債務発行が発表されたときに小さな否定的な反応があるものの、ほとんどの公募発行の場合はこの影響は極めて小さく市場のノイズの中に消えてしまうとみられている。

(3)組織固有目的仮説 (organizational theory)

これまでみてきた理論では、経営者は既存の株主の利益に沿うよう行動するとの前提をおいていたが、この前提は現実には妥当しないというのが、最後のこの組織固有目的仮説の出発点である。株主の利益最大化という目的とは別の固有の目的を持つ独立した経済主体として経営者を把えれば、経営者と株主の間には利害の不一致が生じることは明らかである。特にこうした利害対立が先鋭化して現れるのが、いわゆるフリー・キャッシュ・フロー問題であり、この

理論によれば、近年の負債増大はフリー・キャッシュ・フロー問題が悪化したことと関連している。フリー・キャッシュ・フローとは、企業が生み出したキャッシュ・フローのうち、企業内でプラスの純現在価値を持つすべての投資プロジェクトを実施するのに必要な資金を差し引いて残った部分をいう。本来であれば、この余剰資金は企業内部で有効に用いられないので、株主に返還されるべきであるが、経営者はこれを規模拡大のための非効率的な投資や浪費に回してしまう傾向があるといわれている。そこで、いかにして経営者がこの余剰資金を非効率的な投資や浪費せずに株主に返すように動機づけるかが問題となる。こうした非効率的な経営を律するものとしては、製品市場および経営者市場における競争圧力や、株主の監視や敵対的な買収の脅威といった資本市場からの圧力が存在するが、これだけでは不十分であり、そこでこの理論では、負債が企業の経営者のインセンティブあるいは動機づけに与える影響に注目する。つまり、負債の増大は、経営者に規律を課して、経営効率を高める、利益の最大化をもたらすような意思決定をなさしめるとみるのである。

これをもう少し一般化して説明すれば以下の通りである。まず、この理論では、経営者は株主の利益の最大化よりも自らが実際にコントロールしうる資産、すなわち *corporate wealth* (株主資本の価値と従業員の余剰の合計額) を最大化するべく行動すると仮定する。従業員の余剰には、役得、浪費、過剰人員、市場平均以上の賃金などが含まれる。

単純化のため、ここでは、経営者は情報優位性を持たず、既存の債務はほぼデフォルト・リスクがなく、したがって既存の債権者の富を他者に移転する取引を行う誘因が存在しない場合を想定する。この時、株式を消却してその代わりに債務を発行することは、他の条件を一定とした場合、*corporate wealth* を減少させる。一方、これは株主にとっては、債務の節税効果があるのみならず、従業員の余剰の減少（具体的には利払い負担の増加により非効率的な経営が排除されることを意味しよう）により株主資本勘定への富の移転がなされるので、良いニュースである。このことはまた、従業員の余剰は劣後債務に類似しているため、上級の債務が増加するとその市場価値が低下すると解釈することができる。したがってこの仮説は、株式を減らして債務を増やすことがなぜ株主にとって良いニュースであるかを説明する。また、この仮説によれば、企業は例えば買収の脅威にさらされるとこなしには株式を減らして債務を増やそうとはしないことになる。

これと同じ論理から、債務を減らして株式を発行することは、投資家にとっては悪いニュースとなる。これは、株式新規発行あるいは内部留保によって調達した資金が資産の増加に向けられた場合であっても、従業員の余剰の増加を伴うことから悪いニュースなのである。前述したように、従業員の余剰は劣後債務に類似していることから、企業が株主資本でファイナンスした資産を増やせば、その価値は増す。株式の新規投資家はこのことを予想し、それに応じて

新規株式の購入価格を調整する、すなわち押し下げるので、余剰の増加分は既存の株主資本から引き出されることになる。さらに、株式によって調達した資金が生産的に投資されなければ、株式発行はより悪いニュースにさえなるが、その場合でも corporate wealth は増加する。すなわち、それが債務の返済のためであれ資産の増加のためであれ、いかなる株式の発行も利益の内部留保も、corporate wealth を増加させる。これはその資産の純現在価値がマイナスでもそうである。

したがって、企業の目的が corporate wealth の最大化であるならば、企業は株式を大量に発行し、拡大し続けるのが良いということになる。こうした規模拡大の動きに制約を課すものとしてまず挙げられるのは、買収の脅威であり、株主資本の収益性や株価にリンクした経営者の報酬体系である。また、より根本的には、corporate wealth を最終的に決定するのは企業ではなく投資家であるので、この投資家による評価、すなわち資本市場の機能が歯止めとして重要な役割を果たす。というのは、企業経営者にとって最も重要なキャッシュを分配する力に転換しうるのはその市場価値のみであるが、これは投資家が進んで支払おうとする額に依存する。投資家が資金を提供しようとする唯一の理由は、企業が株主にキャッシュ・フローを分配すると「約束」しているからであるが、この「約束」は、債務の場合のように契約によるものではなく暗黙的なものである。この「約束」された将来の支払いが増加するときのみ、株式の発行は株主資本の価値を高める。この「約束」が一旦破られると、株式の発行は困難となる。「約束」が守られれば、既存の株式の価値は維持され、株主資本の総額は新規発行分だけ増加し、corporate wealth も同額増加するが、従業員の余剰はほとんど増加しない。したがって、企業は株式を発行するよりも内部留保を蓄積し、これに依存することを好むことになる。

このように組織固有目的仮説は、少なくとも外部資金よりも内部資金を選好するという点では前述したペッキング・オーダー仮説と一致し、また、なぜ収益性の高い企業の負債比率が低いかを説明する。こうした企業の通常よりも、あるいは期待よりも高い収益は、株主との「約束」がそれを株主に支払うことを求めているため、留保されるのである。もし、成熟産業においてみられるように、実物投資の機会が収益に比例して増えないのであれば、高収益の企業ほど内部留保が厚く、外部資金への依存度が低く、そしておそらく債務比率も低くなる傾向がみられることになる。そして、組織固有目的仮説は株式の発行、消却についての株式市場の反応についても説明する。

(4)まとめ

以上みてきたように、ペッキング・オーダー仮説と組織固有目的仮説の方が伝統的な目標負債比率仮説よりも現実のアメリカの企業金融の現場でよくみられる現象、特に企業が負債増

大／株式減少を発表すると株価が上昇し、反対に負債減少／株式増大を発表すると株価が下落するといった株式市場でよくみられる反応、および同業種内では高収益企業ほど負債比率が低いという傾向を説明できる。

しかし、内部資金が潤沢であるにもかかわらず負債比率が上昇したことについては、目標負債比率仮説のみならずペッキング・オーダー仮説も説明できない。組織固有目的仮説がペッキング・オーダー仮説を補完することによって、この現象の合理的な説明はようやく可能となるが、組織固有目的仮説については、経営者と投資家の利害の衝突や、株主の評価がいかにして経営者の行動に影響を及ぼすのかについての更なる検討が必要であろう。

このように、理論的明快さという点ではペッキング・オーダー仮説の方が優れているといえるが、組織固有目的仮説のみが現実の企業金融のパターンをほぼ説明できる。組織固有目的仮説が現実の説明として妥当性が高いと思われるは、近年、特にLBOなどのM&Aやリストラなどで負債がアグレッシブに用いられており、しかもそれが、成熟企業に減量を強制し、純現在価値がマイナスの投資や買収を妨げるために必要だとされていることによっている。ここでは負債は、企業が投資家にキャッシュを分配することを強制する契約とみなされる。組織固有目的仮説は、こうした論議の延長上にあり、したがって近年の現象と概ね整合的である。これに対して目標負債比率仮説は、買収対象企業は常にその負債比率が最適な水準を下回り、市場価値を最大化していないと言えない限りは、近年の現象を全く説明できないことになるが、その場合には、目標負債比率仮説は組織固有目的仮説を展開するための導入部に過ぎなくなってしまう。

したがって、現在のアメリカの企業の資金調達行動を説明できる仮説は、情報の非対称性をベースとしたペッキング・オーダー仮説と、組織はそれ自体の利害に沿って行動するとの前提から出発する組織固有目的仮説と考えられるが、まだ検討されるべき課題が多く残されているといえよう。

V. おわりに

経営環境の悪化に対する脆弱性の増大という債務の持つマイナスの側面を90年代初頭に経験したにもかかわらず、90年代半ば頃から再び米企業が債務の増加ペースを加速させていることは、インフレなき景気拡大が続くなかで、債務のマイナス面よりもプラス面が大きく評価されていることの証左と言える。このことは、情報の非対称性をベースとしたペッキング・オーダー仮説あるいは組織固有目的仮説の立場からみると、洗練された投資家の増大を背景に、エージェンシー・コストのより小さい資金調達手段として、また経営者に規律を課し企業の効

率を高める手段として債務の役割が注目された結果と解釈できるであろう。株式市場の増資に対する否定的な反応に鑑みても、株式発行による資金調達には制約が多く、外部資金調達手段として債務が中心的役割を果たさざるを得ないといえよう。すなわち、企業は可能な場合には、債務による資金調達を選択することになり、債務の増大傾向は今後も米企業においては基調的なものとして続くことが予想される。

それでは、このように外部資金調達手段として債務の役割増大がみられるなかで、株式発行の役割についてはどのように考えるべきなのであろうか。確かに、米企業全体としては新株発行による資金調達のウェイトは低下しているが、これは主として成熟企業について該当することであって、成長可能性が高い反面、投資リスクも大きい新興企業などにおいては、新株発行による資金調達が活発に行われている。このように株式発行が主たる外部資金調達手段として重要な役割を果たしている企業も少なからず存在していることは、見過されるべきではないであろう。

参考文献

- 大庭竜子・堀内昭義，1990年，「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—理論的整理—」，日本銀行金融研究所『金融研究』，第9巻第4号
- 倉沢資成，1989年，「証券：企業金融理論とエイジェンシー・アプローチ」，伊藤元重・西村和雄（編），東京大学出版会
- Bernanke, Ben, and John Cambell, 1988. "Is There a Corporate Debt Crisis?", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, pp. 83-125.
- Bernanke, Ben, 1989. "Is There Too Much Corporate Debt?", *Business Review*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Sep. / Oct., pp. 3-13.
- Crabbe, Leland E., Margaret H. Pickering, and Stephen D. Prowse, 1990. "Recent Developments in Corporate Finance", *Federal Reserve Bulletin*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Aug., pp. 593-603.
- Borio, C. E. V., 1990. *Leverage and Financing of Non-Financial Companies: An International Perspective*, BIS Economic Papers No. 27, Bank for International Settlements, May.
- Frydl, Edward J., 1991. "Overhangs and Hangovers: Coping with the Imbalances of the 1980s", *Seventy-seventh Annual Report*, Federal Reserve Bank of New York, pp. 5-30.
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling, 1976. "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360.
- Jensen, Michael C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers",

- The American Economic Review*, vol. 76, no. 2, May, pp. 323-329.
- Mayer, Colin, 1988. "New Issues in Corporate Finance", *European Economic Review* 32, pp. 1167-1189.
- Miller, Merton H., 1991. "Leverage", *The Journal of Finance*, vol. 46, no. 2, June, pp. 479-488.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller, 1958. "The Cost Of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment", *The American Economic Review*, vol. 48, pp. 261-297.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller, 1963. "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction", *The American Economic Review*, vol. 53, pp. 433-443.
- Myers, Stewart C., 1977. "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics* 5, pp. 147-175.
- Myers, Stewart C., 1984. "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, vol. 39, no. 3, July, pp. 575-592.
- Myers, Stewart C., and Nicholas S. Majluf, 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics* 13, pp. 187-221.
- Myers, Stewart C., 1989. "Still Searching for Optimal Capital Structure", *Are the Distinctions between Debt and Equity Disappearing?*, Federal Reserve Bank of Boston Conference Series No. 33, October, pp. 80-95.
- Remolona, Eli M., 1990. "Understanding International Differences in Leverage Trends", *FRBNY Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, Spring, pp. 31-42.
- Sellon, Jr., Gordon H., 1992. "Changes in Financial Intermediation : The Role of Pension and Mutual Funds", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Third Quarter, pp. 53-70.