

## 負債と実証的エージェンシー理論\*

岡村 俊一郎

### I. 序

### II. 債権者と経営者間のプリンシパル・エージェント関係

### III. 負債と経営者

### IV. 結

#### I. 序

実証的エージェンシー理論における負債や債権者の考察は、ジェンセンとメックリングの研究 (Jensen, M. C. & Meckling, W. H., 1976) の中で行われている。この研究では、株主と経営者間のプリンシパル・エージェント関係の考察が行われ、これによって実証的エージェンシー理論が確立された<sup>1)</sup>。実証的エージェンシー理論には、彼らの研究につづく、エージェンシー理論を用いて企業活動の説明を行う研究が含まれる。この理論は、それまでの数学的なモデリングを主とし、実際の現象を定式化しようとするエージェンシー理論とは異なり、現実のエージェンシー理論を当てはめようとしている。この理論は、株主と経営者の関係のみを考察する理論ではなく、企業の様々な側面を分析することができる理論であると考えられる。

ジェンセンとメックリングの研究で考察された株主と経営者のプリンシパル・エージェント関係

については、バーリとミーンズの研究 (Berle, A. A. & Means, G. C., 1932) を基礎にしている。さらに、債権者と経営者間の関係において発生するエージェンシー・コストが考慮され、資金調達における負債の優位性が崩されることも示された<sup>2)</sup>。実証的エージェンシー理論を用いた負債、債権者の研究は、ジェンセンとメックリングの研究に代表されるように、株主と経営者間のプリンシパル・エージェント関係と同様に、多くの研究者たちによって進められてきた<sup>3)</sup>。これらの研究と同様に、本稿において、負債を社債発行によって生じる他人資本のこととみなし、それを負担する行為主体を債務者、社債を購入し、債務の返済を受ける権利を保持している行為主体を債権者と定義する。また、銀行などからの資金を借り入れることによって発生する負債を借入金と定義し、負債とは区別する。しかしながら、多くの実証的エージェンシー理論を用いた負債、債権者の研究には、それぞれ特徴がある。ジェンセンとメックリングの研究では、倒産リスクと負債のエージェンシー・コストが明確に区分されている<sup>4)</sup>。そして、それ以外の研究では、倒産リスクと負債のエージェンシー・コストが混同されていることが多い<sup>5)</sup>。つまり、ジェンセンとメックリングの研究では、債権者を株主とは性質が異なる行為主体と捉えられ

\* 本稿の執筆にあたり、指導教授である深山明先生から多大なご指導を頂きました。また、本稿ご担当の査読レフリーの先生方からは貴重なコメントを頂きました。ここに感謝申し上げます。

- 1) Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976) において、自らの理論を“positive agency theory”と称している。本稿では、これは実証的エージェンシー理論と呼ばれている。岡村 (2013) を参照。この研究では、ジェンセンとメックリングの研究を検討している。
- 2) Modigliani, F. & Miller, M. (1958, 1963) を参照。ここで示された理論は、MM 理論として名高く、企業の最適資本構成が存在せず、資金調達における負債の優位性が主張された。
- 3) Jensen, M. C. & Smith, Jr., C. W. (2000)、あるいは、Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976) を参照。
- 4) Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976), pp.332-340 を参照。ここでは、負債がかかえるエージェンシー・コストについて述べられている。
- 5) 花房 (1989)、翟 (1999) を参照。これらは、倒産リスクを負債のエージェンシー・コストと区分しておきながらも、最終的にはこれらと同じようなものと扱っている。そして、債権者を株主と同様の経営者のプリンシパルをみなしている。

ているが、本稿で取りあげている、花房（1989）、翟（1999）、小山（2011）などのそれ以降の研究では、債権者と経営者との間に発生するエージェンシー・コストは、株主と経営者とのエージェンシー・コストと同じ性質をもつもののように考えられ、債権者は、株主と同様に経営者のプリンシパルであると考えられている<sup>6)</sup>。しかしながら、本稿では、この二つのエージェンシー・コストは異なる性質を持つと考え、それが混同されている原因とその違いを明らかにすることを目的とする。そして、債権者が経営者のプリンシパルたりえるのか、倒産リスクが負債のエージェンシー・コストに含まれないのかを明らかにする。

## II. 債権者と経営者とのプリンシパル・エージェント関係

株主と経営者の場合と同様に、債権者と経営者の間でもプリンシパル・エージェント関係が構築されるといわれている<sup>7)</sup>。それは、債権者（プリンシパル）と経営者（エージェント）は異なる目標を持ち、債権者は、経営者に債務の利子を支払わせることによって自らの取り分を得るとみなされているからである。

債権者に支払われる利子は、原価に含まれ、売上高から差し引かれる。つまり、債権者は株主と同じく企業活動の成果から自らの取り分を得るので、それをより多く得ようと経営者に請求することができるはずである。しかし、株主と異なり、債権者の取り分は予め支払い額が取り決められているため、債権者は、利子を事後的に増加させるように経営者に求めることはできない。この点からも債権者と経営者との関係は、株主と経営者との関係とは異なることがわかる。債権者を経営者のプリンシパルと仮定するならば、それはいかなる性質を持っているのであろうか。

## II-1. 債権者と経営者との間に発生するエージェンシー・コスト

ジェンセンとメックリングの研究で想定されている債権者とは、企業が銀行などの金融機関からの資金の借り入れなどの間接金融による資金調達によって形成される行為主体ではなく、社債発行と債券購入の直接金融によって資金調達をすることによって生み出される行為主体を指す<sup>8)</sup>。この債券の売買で容易に変わる債権者は、間接金融による資金調達よりも流動的である。

債権者は、債務者に貸し付けた資金の償還に加えて利息の支払いを求めることができる。彼らは、債務者、すなわち経営者に利息分の資金を生み出すことを委託している。そして、経営者は債務者として資金の返済と利息の支払いを預託しているため、債権者と経営者の間にはプリンシパル・エージェント関係が構築されているとみなされているのである。このプリンシパル・エージェント関係でも、他のプリンシパル・エージェント関係と同様に、エージェンシー・コストが発生する。それは、次の三つに分類される<sup>9)</sup>。

1. 負債を負うことによって発生する投資の機会損失
2. 債権者のモニタリング・コスト、そして所有者と経営者、あるいは所有経営者が支払う拘束コスト
3. 倒産・再建コスト

負債は、いかなれば他人の資金であり、自己資金のように経営者が自由に運用することはできない。そのため、投資効果や投資対象から資金を回収できるか否かが不明であるようリスクの高い案件に、負債を充てることはできない。この際に失われる投資機会が、負債を負うことによって失われる投資の機会損失である。

次に、債権者のモニタリング・コストとは、債務者（経営者）が負債を減らす行動を行うことを債権者が制限する際に発生するコストのことを指

6) 花房（1989）、翟（1999）、小山（2011）などを参照。これらの研究では、株主と債権者を同じように経営者のプリンシパルと捉えられている。

7) Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976), pp.332-340 を参照。

8) Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976), pp.332-340 を参照。

9) Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976), p.342 を参照。

す。しかし、ジェンセンとメックリングの研究においては、このコストを債権者が負担するようみえるのは見かけ上のものであり、実際には債務契約の際に、債権者が予め貸付条件を規定し、債権者はそのコストを負担することを回避していると述べられている<sup>10)</sup>。それと同じく、拘束コストとして債務者（経営者）は、負債の運用状況を債権者に報告しなければならないが、それを、債権者は、株主に報告することで代替させていると述べられている。社債発行による資金調達とは、経営者が自らの企業内での影響力を減少させずに資金を獲得する手段である。それは株主にとっては、自らの権利が及ばない範囲が拡がることを意味する。それに対抗するために、株主は自らが保持する権限を行使してそれを監視しようとする。つまり、株主は、自らの利益が侵される危機感から負債を含めた企業全体の資産運用を監視下に置こうとする。また、債権者の関心は自らの取り分が確保されるか否かに集中し、負債全体の運用についてはあまり関心を持たない。この株主と債権者の関心の持ち方の違いのため、債務契約で強制される経営者の資産の運用報告は、対象が、債権者ではなく株主になるのである<sup>11)</sup>。債権者、株主と経営者がこのような関係に置かれている状況において、仮に企業の所有と経営が分離しておらず、所有経営者が企業経営に関する権限を独占していると、社債発行による資金調達は、所有経営者が、資金の運用も監視も行うことができるため、所有経営者にとって有利な資金調達方法となる<sup>12)</sup>。つまり、株主は、自分の利益を犯される危機感から本来債権者向けに報告されることを自ら肩代わりを買って出て、報告対象を自らに一元化することで経営者が負担する拘束コストを軽減させているのである。

モニタリング・コストと拘束コストを考慮すると、社債発行による資金調達が経営者にとって有

利に見える。しかし、社債発行による資金調達の規模が拡大することによって倒産リスクが増大する。そして、負債比率が高くなるということは経営者が企業を少ない自己資本で多くの収益を上げなければならなくなるということを意味する。そのため、リスクが高い挑戦的な新事業への投資が制限されるのである。つまり、負債比率の高まりが、企業の潜在的な能力の活用を妨げる。潜在的な能力とは、将来、企業に利益をもたらす可能性がある能力であり、それが活用されなければ、将来的な企業の成長が妨げられる。これは、企業の資産の評価にも関連し、これが活用されずに企業が倒産すると、その資産は無駄な資産とみなされ、資産の評価が低く見積もられる可能性がある。負債の増大は倒産リスクを高めると共に、経営者の企業の資産をリスクが高い案件に投資するという決断を阻害するのである。このように、企業が、資金調達の手段の一つとして負債を負うことを好むという論理は、倒産リスクを考慮すると崩れてしまうのである<sup>13)</sup>。

## II-2. 最適資本構成とエージェンシー・コスト

倒産リスクは、エージェンシー・コストに含まれず、負担する行為主体が曖昧であるが、債権者と経営者の間で発生するモニタリング・コストや拘束コストなどのエージェンシー・コストのうち、モニタリング・コストに関してはプリンシパルである債権者、そして、拘束コストに関してはエージェントである経営者が負うはずである。しかし、債権者と経営者の間のプリンシパル・エージェント関係においては、これらのエージェンシー・コストは、株主と経営者の二者間で負担され、所有と経営の分離がいかほど進展しているかということに応じて増減する。所有と経営が分離せず、所有経営者が経営している企業では、特に拘束コストが低くなるため、社債発行による資金

10) Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976), pp.337-338 を参照。

11) 株主が保持する経営者に対する承認権限については、Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983a, 1983b)、菊澤 (1998)、岡村 (2013) を参照。

12) 所有経営者とは、所有と経営が分離していない企業において企業を経営する、企業の所有権を持った経営者のことを指す。

13) Modigliani, F. & Miller, M. (1958) において示されたモジリアーニ・ミラーの定理、通称 MM 理論が、企業の資金調達における負債の活用を後押しした理論として有名である。また、Modigliani, F. & Miller, M. (1963) において企業が目標負債比率 “target debt ratio” という負債比率の上限を設定すべきだと主張されているが、この条件設定は、小山 (2011) において MM 理論の前提から外れるものであり、MM 理論での当初の想定では考えられていなかったものであろうと指摘されている。

調達が行われやすい<sup>14)</sup>。しかし、所有と経営が分離し、株式の所有が分散していくにつれて、負債にかかるエージェンシー・コストは増大する。そのため、社債発行による新規の資金調達が制限される。ジェンセンとメックリングは負債にかかるエージェンシー・コストと株式発行によって発生するエージェンシー・コストの合計が最小となる資本構成が、エージェンシー・コストを考慮した最適資本構成であると主張している。これは、たとえ同じ規模の資金調達を行うとしても、資金調達を行う際の資本構成によって、最もコストが費消されない資金調達方法の組み合わせも変化するということを明らかにしている<sup>15)</sup>。

### Ⅲ. 負債と経営者

このようにエージェンシー・コストが、債権者と経営者、そして株主と経営者の間で発生し、それが相互に関連しているように見えるため、エージェンシー・コスト、特に負債のエージェンシー・コストについて述べられる際には、債権者と株主間の利害対立について取り上げられることが多い<sup>16)</sup>。ここでは、債権者と株主の利害対立の解決策として企業をコントロールする権利を債権者に分配させることが提案されている<sup>17)</sup>。その主張は、債権者により多くの権限を与え、債権者を株主と同等の権限をもつ行為主体に変えるべきであるという内容である。しかし、ジェンセンは、債権者が負担するリスクが、株主に比して少なすぎるために、例え株主と同等の権限を債権者に与えたとしても、債権者が株主と同じように行動することはないと述べている<sup>18)</sup>。彼は、債権者の行為よりも、負債それ自体の影響によって経営者が規律づけられると考えているのである。

### Ⅲ-1. 株主と債権者間の利害対立

経営者が行う資金調達の決定に株主が影響を及ぼすものと考えられているため、債権者と経営者間のプリンシパル・エージェント関係が考察される際には、経営者が捨象され、しばしば経営者をコントロールする株主と債権者の関係について考察される。株主は収益性が高ければリスクが高い投資も承認する。そして、それと対照的に債権者は、経営者の利息の支払いを滞らせるリスクを孕む投資を敬遠する。このように、リスクに対する株主と債権者の態度の違いが、両者間の利害対立を惹き起こす要因の一つとしてあげられる。

また、株主が受け取る配当金は、負債の支払い利息が差し引かれた残余から分配される。要するに、負債の支払い利息が少ないほど、株主は配当金を多く得ることができる。企業は、負債を多く抱えることによって、レバレッジ効果を生み出し、収益を多く得ることができる。極端に言えば、レバレッジ効果を生み出すような資金を全て株主からの資金で賄えば、株主はより多くの配当金を得ることができる。さらに述べれば、それは負債比率が小さく、株主からの出資が多い方がよい<sup>19)</sup>。その状況を作り出すために、株主は償還期間が短い負債を選択するように経営者に圧力をかけるのである<sup>20)</sup>。

この利害対立が扱われる際には、主に株主が積極的に行動し、債権者の行動を制限しようと試みることが想定されている。それはさながら株主と債権者が、何らかの契約で結ばれているかのようなものである。しかしながら、この両者の間に実際には契約は存在しない。株主は、負債比率が高まることを警戒し、なんらかの手段を講じて妨害しようとする。仮に、それが可能であるならば、負債を企業に負わせなければ良い。要するに、多くの研

14) Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976), p.352 を参照。

15) Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976), p.343 では、Modigliani, F. & Miller, M. (1958, 1963) において述べられる資本構成 “capital structure” と所有構造 “ownership structure” は同義と捉えられている。

16) Jensen, M. C. (2000), chap.5 p.153 を参照。具体的な内容については、Kalay, A. (1982), Handjinicolaou, G. & Kalay, A. (1984) または Green, R. C. (1984) を参照。また、花房 (1989)、翟 (1999) においても株主と債権者の利害対立について言及されている。

17) Brander, J. A. & Poitevin, M. (1992) を参照。

18) Jensen, M. C. & Smith, Jr., C. W. (2000) を参照。

19) Kalay, A. (1982) においては、負債を負っている企業の株主は、配当金を株式の買い増しに使って負債比率を抑えようとするのが示されている。

20) Stohs, M. H. & Mauer, D. C. (1996), Diamond, D. W. (1993), Barclay, M. J. & Smith Jr, C. W. (1995) を参照。



究で述べられる株主と債権者間の利害対立における株主の影響は、結果として現れているものよりも小さいと考えることができる。株主と債権者が利害対立しており、株主が完全に経営者をコントロールしており、負債が株主にとって不都合なものであるならば、経営者は、社債を発行することができない。しかし、実際には多くの企業が負債を負っている。このような想定と異なる状況が惹き起こす原因は、ジェンセンが指摘するように、株主が資金の出資をためらうような状況において、経営者が、実行可能な資金調達的手段として、社債発行を行うからである<sup>21)</sup>。つまり、経営者は、株主に完全にコントロールされているわけではないのである。

また、前述のように株主は債権者のエージェンシー・コストを実質的に負担している。債権者からみれば、株主がいなければ、自らがエージェンシー・コストを負担しなければならない。債権者にとって、株主が存在していた方がよく、経営者も同様に債権者と株主、どちらか一方のみが存在しているよりも、双方が存在している方が、リスクの負担が分散される。このように、多くの研究で株主と債権者は利害対立していると述べられるが、実際は、株主の影響力は、経営者をさしおいて債権者に影響を及ぼすことができるほど、大きなものではない。また、経営者や債権者も、株主という行為主体の存在を必要としているのである。

要するに、株主と債権者が、利害対立していると想定され、資金調達の選択において、株主が経営者をコントロールしているように見えるが、実は、経営者の意思決定の自由度は保たれており、現象として顕われているよりも、株主の影響は小さいと考えることができる。

### Ⅲ-2. 債権者の目的

株主と債権者は、利害対立しているのではなく、債権者は、株主を必要としている。そして、株主は、経営者に自らの利益の充足を委託している。そうであるならば、債権者は、経営者に何を委託しているのだろうか。先行研究では、その点について述べられていない。花房(1989)、翟(1999)あるいは、小山(2011)においても、債権者は経営者のプリンシパルであるとみなされているが、その行動がプリンシパルとして妥当なものなのかということは検討されていない。株主と債権者は、経営者に資金を提供しているという点では、共通している。しかし、それらと経営者の間で発生するエージェンシー・コストの性質は異なる。さらに債権者は、そこで発生する大部分のエージェンシー・コストを自らが負担しない。このような債権者が、経営者をコントロールする必要があるのだろうか<sup>22)</sup>。

債権者は、株主とは異なり、企業が生み出す利益に対して、自らの取り分を交渉する権利を持っていない。債権者が関心を持っているのは、予め支払い額が設定されている負債が償還されるか否かである。他方で、株主は、企業の収益が減ることを恐れ、経営者を監視し、評価する。株主の利益を尊重する行動を経営者が行うといわれることがあるが、債権者の利益を経営者が尊重するといわれることはない。極端に言えば、債権者にとって、事前に決められた資金を利息が償還されれば、経営者は何をしても構わないのである<sup>23)</sup>。

株主は、経営者に多くの利益を生み出すことを求め、そして、より多くの利益を生み出すと見込まれる経営者が、出現することを望む。そのために、権限を行使して、経営者の意思決定を統制しようとする。つまり、株主は、残余利益請求権と意思決定コントロール権を保持しているために、経営者のプリンシパル足りえるのである<sup>24)</sup>。しかしながら、債権者は、貸し付けた資金に、定めら

21) Jensen, M. C. & Smith, Jr., C. W. (2000) を参照。

22) Jensen, M. C. & Smith, Jr., C. W. (2000) p.155 では、債権者に経営者をコントロールする権利を与えることによって、株主と債権者の利害対立を解決することはできないと述べられている。

23) 花房(1989)で指摘されるように、債務契約を締結する際に取り決められる財務条項によって債権者は、経営者の行動を拘束することができるが、それを実際に監視するのは、株主であり、債権者は、違反が明らかにならない限り、経営者の行動に介入しない。

24) Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983a, 1983b) を参照。

れた通りの利子が追加されて償還されれば満足し、経営者がいかほどの利益を上げたかということには関心を持っていない。ジェンセンのLBOに関する研究（Jensen, M. C., 1989）においては、債権者は、企業の負債比率が高くなり、経営者の失敗が、即座に債務不渡りを発生させるような状態になると、自ら経営者を監視するようになると述べられている。そこでは、債権者は、経営者の資金運用を制限し、内部留保や遊休資産を失くし、自己資本回転率といった企業の効率性を示す指標を改善させるよう経営者に強いることが示されている。この研究では、ベンチャー・キャピタルからの資金を借り入れたり、LBOによって買収されたりして生み出された負債比率が90%に迫ろうかという企業が考察対象となっている。このような高負債比率の企業は、支払い不能になる地点が、通常に比べて高い<sup>25)</sup>。図1では、負債比率20%の企業と負債比率85%の高負債比率の企業を比較している。ここで示されるように、支払い不能にな

る時点は、高負債比率の企業が一般的な企業よりもはるかに高い<sup>26)</sup>。

つまり、高負債比率の企業は、支払い不能リスクが極端に高く、この企業の債権者は、エージェンシー・コストを自ら負担し、経営者の監視・評価を行う。経営者を使役して、損失の発生を回避しようとするのである。この一連の行動は、債権者が、経営者をコントロールしているように見える。しかし、これは、支払い不能リスクの回避を狙った、損失を減らすための行動であり、株主が行うような利益の最大化を目指した行動ではない。

### Ⅲ-3. 債権者と経営者の関係

債権者の目的は、自らが貸し付けた資金を回収することである。そのため、その目的の達成を妨害する支払い不能リスクを顕在化させないように債権者は行動する。また、負債は、課税対象の資産ではなく、債権者の取り分である支払い利息は、

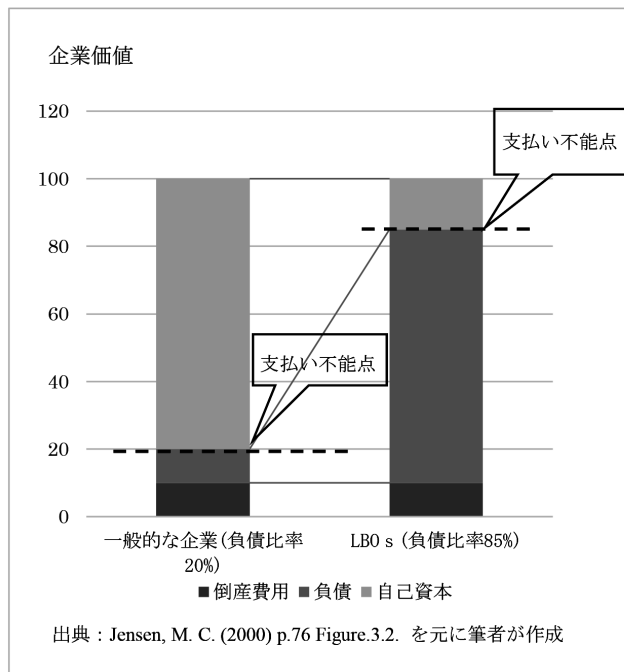


図1: 高負債企業と一般企業

25) Jensen, M. C. (1989), または Jensen, M. C. (2000), chap. 3 を参照。

26) Jensen, M. C. (2000) p.76 Figure 3.2. では、実証データから支払い不能点を図1よりもわずかに低く設定されているが、本稿では、単純に負債と自己資本の境界を支払い不能点とみなす。

事前に確定している。そして、債権者は、株主のように企業の成果に応じた残余利益を請求することはできない。

株主は、残余利益を請求できる権利を行使し、それをより多く獲得しようと経営者をコントロールしようとする。しかして、債権者の取り分は、自らが貸し付けた資金にもとづいた、事前的な契約によって、定められる。このように株主と対照的な債権者は、経営者の行動に制限を加えることができないように見える。

ジェンセンは、債権者の行動ではなく、高い負債比率が、企業のリストラクチャリングを促すと述べている<sup>27)</sup>。彼の指摘は、高い負債比率が、経営者の自由度を下げ、経営者に資金を効率的に活用することを強いるというものである。つまり、債権者という行為主体が、経営者を制限することができなくとも、負債そのものが、経営者の行動に制限しているのである。債権者が経営者の行動をコントロールできないということは、債権者は、残余利益請求権と同様に経営者の意思決定をコントロールする権利も保持していないということの意味する<sup>28)</sup>。債務契約で定められた条項の監視・評価は、株主が代行し、負債比率の高さによって経営者の行動が律せられている。債権者と経営者の関係が、プリンシパル・エージェント関係に見えるのは、株主や負債自体が企業に与える影響によってそれらの権限が補完されているからであり、債権者と経営者という二者間の関係は、プリンシパル・エージェント関係とは言いがたいのである。

#### IV. 結

本稿では、債権者が経営者のプリンシパルたりえるかということを検証した。その過程で、債務契約によって惹き起こされるエージェンシー・コスト、債権者と株主の関係、そして、負債そのものが企業に与える影響について論じた。さらに、債権者が経営者と契約を結んだ際に発生するエージェンシー・コストは、株主と経営者の間で発生

するものとは異なることが明らかになった。このエージェンシー・コストは、債務契約が締結される際に発生するが、実際にそれを負担するのは、債権者以外の株主、あるいは経営者である。そのため、所有と経営の分離という現象の債権者への影響は、株主と経営者の間のプリンシパル・エージェント関係に比べて小さく、株主と経営者の間のプリンシパル・エージェント関係のようにエージェンシー・コストの負担者をも変えてしまうというようなものではない<sup>29)</sup>。

また、株主と経営者の間のプリンシパル・エージェント関係での株主の経営者への影響を考慮すると、経営者が行う資金調達の手段の選択においても株主の意思が働き、経営者を通り越して、株主と債権者が利害対立に陥っており、株主が債権者に影響を及ぼしているように見える。しかし、この二者の間には、実際には直接の契約関係が存在せず、経営者の意思決定によって資金調達の手段は決められており、債権者も、株主にエージェンシー・コストの負担を肩代わりさせるといった目的のために、株主の存在を許容しているのである。つまり、株主の資金調達の選択に対する影響は、現象として表面に顕れているほど、大きくないものと考えられる。

そして、債権者は、株主のように企業の成果に応じた残余利益を求めて行動するわけではなく、自らが事前に貸し付けた資金に基づいた利息とその元金が回収されることを経営者に求める。それは、より多くの利益の獲得をエージェントに委託するというプリンシパルの行動ではない。

債権者が、経営者に対するプリンシパルであったり、株主との間に利害対立が生じているように見えるのは、負債の比率が高すぎることによって支払い不能リスクが高まったり、経営者の自由度が制限されたりするという、負債そのものの性質によって惹き起こされる現象がそのように錯覚させているのであり、債権者と経営者の関係は、株主のような経営者との間に明確なプリンシパル・エージェント関係であるとは言いがたいと考えら

27) Jensen, M. C. (1989), Jensen, M. C. (2000), chap. 3 を参照。

28) Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983b, 1983a) を参照。この研究において、プリンシパルが保持すべき権限が示されている。

29) 岡村 (2013) を参照。

れるのである。

このような債権者と経営者の関係を考えると、債権者にとって、企業の倒産リスクは、リスクではない。債権者にとっては、むしろ倒産リスクを上げ、償還不能になる前に企業を倒産させた方が良い<sup>30)</sup>。企業に属する他の行為主体を捨象し、債権者と経営者の関係に限定すると、多くの研究において、債権者が負担すると考えられている倒産リスクは負担する主体が存在しない。ジェンセンとメックリングが示したように倒産リスクは、負債のエージェンシー・コストに含まれないと考えられる。

債権者と経営者が、プリンシパル・エージェント関係であるかのように見えるのは、債権者の肩代わりという株主が担っている役割や負債比率の高まりが律する経営者の行動など、この関係を取り巻く諸要素が、この関係そのものに含まれているからである。つまり、債権者はプリンシパルと考えられていたが、実際にはそうではなく、経営者の行動は、それまで考えられていたよりも自由度が高く、経営者は、企業の中でより大きな影響を及ぼしていると想定しなければならないのである。

本稿で採りあげた、花房(1989)、翟(1999)あるいは小山(2011)の研究は、日本企業を対象としている。日本企業が保持する負債は、銀行からの借り入れなどの間接金融による資金調達が多い。その一方で、ジェンセンに代表されるアメリカの企業を対象とした研究では、社債発行を主とした直接金融による資金調達が行われている。そのため、これらの研究結果を単純に比較することはできない。それらの違いを考慮した検証を改めて行うことが今後必要となる。

#### 参考文献

- Barclay, M. J. & Smith Jr, C. W., (1995). The Maturity Structure of Corporate Debt. *The Journal of Finance*, vol.50, no.2, p.609.
- Berle, A. A. & Means, G. C., (1932). *The Modern Corporation and Private Property* A. A. Berle et al., eds., New York: Macmillan.
- Brander, J. A. & Poitevin, M., (1992). Managerial compensation and the agency costs of debt finance. *Managerial and Decision Economics*, vol.13, no.1, pp.55-64.
- Diamond, D. W., (1993). Seniority and maturity of debt contracts. *Journal of Financial Economics*, vol.33, no.3, pp.341-368.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C., (1983a). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, vol.26, no.2, pp.327-349.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C., (1983b). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, vol.26, no.2, pp.301-325.
- Green, R. C., (1984). Investment incentives, debt, and warrants. *Journal of Financial Economics*, vol.13, no.1, pp.115-136.
- Handjinicolaou, G. & Kalay, A., (1984). Wealth Redistributions of Changes in Firm Value - An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders around Dividend Announcements. *Journal of Financial Economics*, vol.13, pp.35-63.
- Jensen, M. C., (2000). *A theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, New York: Harvard University Press.
- Jensen, M. C., (1989). Active Investors, LBOS, and the Privatization of Bankruptcy. *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.2, no.1, pp.35-44.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H., (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol.3, no.4, pp.305-360.
- Jensen, M. C. & Smith, Jr., C. W., (2000). Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory. In Jensen, M. C., (2000). *A theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, New York: Harvard University Press. pp. 136-167.
- Kalay, A., (1982). Stockholder-bondholder conflict and dividend constraints. *Journal of Financial Economics*, vol.10, no.2, pp.211-233.

30) Jensen, M. C. (1989) では、負債比率を高めて倒産リスクを上げるとは、債権者が経営者に圧力を与える有効な手段であると示されている。



- Modigliani, F. & Miller, M., (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, vol.53, no.3, pp.587-603.
- Modigliani, F. & Miller, M., (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, vol.48, no.3, pp.261-297.
- Stohs, M. H. & Mauer, D. C., (1996). The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure. *The Journal of Business*, vol.69, no.3, pp.279-312.
- 岡村 俊一郎 (2013) 「実証的エージェンシー理論の構造」『関西学院商学研究』67号 77 ページ～99 ページ。
- 花房 英樹 (1989) 『経営財務の理論と戦略』東洋経済新報社。
- 菊澤 研宗 (1998) 『日米独組織の経済分析』文真堂。
- 小山 明宏 (2011) 『経営財務論－不確実性、エージェンシー・コスト及び日本の経営－』新訂第3版 創成社。
- 翟 林瑜 (1999) 『資本市場と企業金融』多賀出版株式会社。