

要 旨

企業の外部からは、企業価値の現状や投資案件に関する十分な情報を得ることが出来ない時、企業が投資を行う過程において、発行債権がミスプライスされることにより過大投資や過少投資が引き起こされる可能性がある。過大投資や過少投資は、資源配分の効率性という観点からすると望ましいものではない。このような問題は、非対称情報下の資金調達行動・投資行動として、企業金融論の中心的な研究領域を形成してきた。本稿は、非対称情報下での企業の投資・資金調達行動、或いは資金提供者の出融資行動に関連し、以下の2つのテーマを採り上げて検討したものである。

【負債満期の選択】

本稿は、非対称性に起因する問題の中から資金調達のシグナリングプロセスに着目し、異なる満期を持つ負債の調達シグナル機能を探り上げたものである。具体的には、企業の資金調達手段が、固定金利負債と変動金利負債の2つ（乃至は異なる満期を持つ2つの負債）から選択可能である場合に、調達行動がメッセージとなってコストレスな分離均衡が発生する条件、そして一括均衡が発生する条件について検討を行っている。Goswami他[1997]は、異なる収益のcorrelation parameterを持つ企業を対象として、満期の選択によるコストレスな分離均衡の発生を示した。本稿では、correlationのセットを比較する代わりに、実現する収益の確率分布に関して情報を与える“状態”を考え、状態依存型の収益分布を想定して情報均衡の発生条件を検討する。固定金利負債は、金利が改訂されることがないから、その価値は元利金を回収出来る事前確率の合計値のみに依存する。一方変動金利負債にはロールオーバーが付随し、状態に依存して高い金利が要求される可能性がある。マーケットは、ロールオーバー時点において、自己のキャピタルロスを防ぐために安全な金利設定を行うから、金利の設定には“この状態下において”収益性の低い企業の属性が指標となる。そのためこの状態において収益性が高い企業は、不利な条件を強いられる変動金利負債から離脱し、分離均衡が成立する。コストレスな企業の識別可能性は、普通負債であっても、異なる満期メニューが存在することで、効率の改善がもたらされることを意味する。一方、ミスプライスによってロスを被る“優良な”企業が、ロスを小さく出来る調達手段を選択し、“劣後”の企業もこれに追随することによって一括均衡が成立し得る。もし、経済環境の悪化が高い確率で見込まれる場合には、悪い環境下において相対的に高い成功確率を持つことで、“優良”になる企業が、金利引き上げに巻き込まれる可能性が相対的に高いことを理由に変動金利を嫌い、固定

金利を選択する。経済環境の悪化が高い確率で見込まれる場合に、“劣後”となる企業は、ミスプライスに伴うキャピタルゲインを狙って混じり合おうとする結果、全ての企業が固定金利を選択する一括均衡が成立するのである。

負債満期構成の決定要因に関する実証研究は少なく、シグナリングモデルの仮説が十分に検証されているとは言い難い状況にある。ところで、1990年代、我が国の企業負債に占める短期負債の比率は、負債全体の圧縮が進む中であって、概ね低下傾向にある。この時期、企業を取り巻く経済環境は、幾つかの収益指標から読み取る限り必ずしも明るいものではなかった。この状況は、状態を考慮したシグナリングアプローチの立場からは、経済全般のマインドが低迷する中であって、経済環境が悪い状態において収益性を維持出来る、“安定的”な企業の資金調達方法に引きずられて、企業全体の調達手段が固定金利負債へ傾斜したものと解釈することが出来る。

[投資非効率と企業の規模]

企業を識別出来ない外部の資金提供者は、新株発行企業の価値やNPVを確率分布に従って合理的に評価せざるを得ず、このことが個々の株式にはミスプライスを引き起こす。従って、これらの分布特性は、過大投資がもたらす非効率に直接的な影響を及ぼすことになる。本稿はこうした視点から、異なる規模の企業群を取り巻くNPVの分布のあり方を“投資環境”と見做し、それぞれの規模群において発生する非効率を集計する時、この投資環境が確率分布を通じて非効率全体に与える影響を検討するものである。ここで比較の対象としたのは、NPVの上限が企業規模に関わらず一定乃至は減少する投資環境と、企業の規模に応じて上限が切り上がる投資環境である。調達手段に関する情報をシグナルとして用いたとしても、企業を完全に識別することは不可能である時、投資の非効率は不可避となるが、その大きさは、企業の既存価値に応じて分布するNPVの分布上限と関わりを持ち、増資に伴う稀薄化の程度に対応する。もし、NPVの上限が規模に対して右上がりとなる投資環境がより高い効率（より低い非効率）をもたらすのであれば、それは規模の大きい企業群に対する投資環境を整備することに、一定の政策的意義を与えるもののように思われる。又、あわせて、企業価値が識別される行為を「審査」ととらえ、投資案件に関する情報を知り得ない状況にあっても、企業の既存の価値を知るに至ることが、過大投資を通じた全体の非効率性にどのような影響を与えるのか、若干の検討を行っている。