

要 旨

投資プロジェクトを実行中の企業が、流動性ショック、すなわち突然の外生的な資金需要に直面すると、資金を十分調達できずに社会的に価値のある事業の継続を断念することがある。このため、企業は通常、流動性ショックの発生に備えて事前に流動性資産を保有している。しかし、1997年から1998年にかけて発生した日本の金融危機や2007年以降の世界的金融危機で観察されたように、予想を超える大規模な流動性ショックが発生する場合には、事前に蓄積した流動性資産の売却だけでは対応することができなくなり、企業は事業の中止を余儀なくされる。本論文では、流動性ショック発生後の企業の追加的な資金調達に影響を与える要因について整理・考察する。

本論文では、まず、流動性ショックに直面する企業の流動性需要を分析した、Holmström and Tirole (1998) を紹介することにより、企業のモラル・ハザードに基づく投資家と企業の利害対立が存在すると、流動性ショックの発生時に企業が十分に資金調達できなくなることを明らかにする。次に、企業のモラル・ハザード以外の資本市場の要因が企業の資金調達に影響を与えるメカニズムを分析した論文として、石原 (2002) を紹介する。石原 (2002) においては、過重債務問題に関する不完備契約が企業の流動性不足を発生させる要因であることを明らかにする。

従来の研究は、企業の資金調達に影響を与える要因が資本市場に内在する状況、つまり資本市場における投資家の行動が企業の意思決定に影響を与える状況に着目してきた。しかし、企業にとって、企業に資本を供給する投資家だけではなく、労働力を供給する従業員も、企業の意思決定に影響を与える重要なステークホルダーである。そこで、本稿の後半では、企業の資金調達に影響を与える要因が労働市場に存在する状況について考察する。特に、労働市場の制度的要因として、労働者に対する賃金の支払いが他の債権に対する支払いよりも優先される傾向にあるという「労働債権の優先性」に着目した田中 (2012) を紹介する。そこでは、流動性ショック発生時に、多額の労働債権の存在が企業の資金調達に影響を与える一つの重要な要因となり得ることが明らかにされる。その上で、労働者と投資家との間の交渉力に基づく人件費の重い負担（レガシーコスト）が企業の資金不足を悪化させる可能性があることを指摘する。

最後に、流動性ショックによって企業がプロジェクトの価値に見合う資金を調達できなくなる場合における政府の役割に言及する。今回の世界的金融危機では、金融市場の大混乱で市場全体が流動性不足に陥り、企業が民間取引だけで流動性を確保することはできなくなった。そこで、最終的に、政府による救済や中央銀行による非伝統的金融政策が実施された。このような政府による流動性供給の有効性は、政府が民間にはない徴税能力を備えていることに由来している。本論文では、企業の資金調達に影響を与える要因が資本市

場に内在する Holmström and Tirole (1998) のケースにおいても、労働市場に存在する田中 (2012) のケースにおいても、流動性ショック発生時の政府による流動性供給が企業の事業継続に対して有効となることが確認される。

キーワード：流動性不足、市場流動性、貯蓄手段としての流動性、調達流動性、資本市場と労働市場に関する要因、流動性供給

JEL Classification : G01, E44, E52, G28, G33, J33, J83