

2010 年度 5 月 統計研究会金融班・設研共同研究会 要旨

講師：専修大学商学部 瀬下博之教授

演題：Set-up Investment Property and Priority rule

日時：2010 年 5 月 21 日（金） 17:30～19:30

要旨

本論では、初期投資から得られる収益の期待値は初期投資費用を下回るが、初期投資を行うことで正の期待利潤をもたらす追加投資機会を得る状況（set-up investment property）を考える。この正の追加投資の収益を含めると全体として初期投資は効率的であるとする。ただし、いずれの投資機会も外部資金調達を必要とし、追加投資機会は初期投資後に判明する経済状況によっては非効率となる場合もある。このような状況において、初期投資および効率的な追加投資のみが適切に実施されるには、どのような返済ルールを設定すればよいかを理論モデルに基づいて考察した。

初期投資費用の債権者が、追加投資費用にも融資できる状況では、優先債権者が（保有債権の範囲で）優先的に弁済を受け取ることができる APR（absolute priority rule）の下で効率的な結果が達成できる。これは初期投資が失敗したとき、初期の債権が残るデット・オーバーハングが生じるが、初期投資の債権者が追加投資に応じられる場合にはデット・オーバーハングは問題にならず、むしろ追加投資に対する独占的な融資者の立場を得る。そのため追加投資が正の期待利潤をもたらすとき、そこからの収益を享受できる立場になる。ここで、初期投資への融資の額面価値を十分に大きく設定できる状況であれば（あるいは金利を高く設定する）、初期投資の段階から、この追加投資からの収益の大部分をその融資者に帰属させることが可能になる。これによって上記のような特性を持つ初期投資であっても資金調達が可能になる。

金利規制などのために、そのような契約を結べない場合には、借り手が初期投資の債権者の許可なく外部から追加融資を受けないという negative pledge を契約に盛り込むことで独占的な地位を契約で確保することも可能となる。

しかし、初期投資費用の債権者が何らかの事情で追加投資に応じられない場合は、状況が一変する。デット・オーバーハングが深刻な問題となるからである。すなわち APR の下では、効率的な追加投資に融資をしても、その利益が優先債権者に吸い上げられてしまうため、融資に応じる者が見つからず、追加投資は行われない。

このようなデット・オーバーハングの問題に対処するため、例えば DIP（debtor-in-possession）ファイナンスのように、追加融資への返済の一部を、初期投資に対する融資の返済よりも優先させる返済ルールが考案されてきた。いわゆる SPR（super priority rule）である。SPR では、優先割合を適切に設定してやることで、利潤の期待値が正の追加投資への融資が常に行われるようになる。しかし SPR では、優先債権者から新規の融資者に対し

て所得移転が発生するというデット・オーバーハングとは逆方向の非効率性が発生する場合がある。

以上のように、初期投資の融資者が追加投資に融資できないときには、単純な APR や SPR という返済ルールでは効率的な結果は保証されない。ここで初期投資費用の融資者への返済ルールとして APR を維持するが、同時に市場を利用した倒産手続きが採用されれば、常に効率的な資金調達を実現する。追加投資の意思決定前に企業を競売にかけ、その収益によって初期投資費用にかかわる負債を返済することができるからである。競争的な市場における競売では、購入者が追加投資機会を考慮して値付けをすることになるため、競売価格は追加投資の期待利潤を反映する。そのため初期投資の融資者にその追加投資からの正の期待利潤を帰属させることが可能になり、初期投資の資金調達も可能になるからである。（もちろん、追加投資については購入者が資金を供給することになる。）

以 上