

財務制限条項の経済分析

丸 山 宏
(横浜市立大学)

I. 問題の経緯 —— 無担保社債と財務制限条項 ——

わが国では、昭和初期の社債浄化運動以来、原則として社債は担保付社債信託法に基づいて物上担保を付けて発行されてきた。しかし、発行会社側からの無担保債発行の強い要求を受け、昭和48年にはクリアー物件付無担保転換社債、昭和54年には完全無担保転換社債、そして昭和60年には無担保普通社債の発行が認められるようになった。これら無担保社債には、物上担保に代わる社債権者保護策として財務制限条項が付されることになった。

しかし、財務制限条項が一般にどのような経済効果をもつのか、またそれが日本の市場で実際に機能しているのかどうかについては、経済理論的、実証的検討が必要である。本研究では、日本の社債市場での財務制限条項の機能を、経済理論的に検討した。

II. 財務制限条項の経済理論的背景

財務制限条項は、起債企業の財務内容の悪化を防止するために社債信託証書に付される特約条項である。その具体的な内容は起債幹事会社の判断で決められる。緩すぎる財務制限条項は効果に乏しく、厳しすぎるものは経営の弾力性

を損なうと言われる。理論上は、それら両極端の間に最適な水準ないしは組合せが存在すると考えられる。

たとえば、日本の財務制限条項（無担保普通社債）には次のものが含まれている。

- ① 追加債務負担制限
- ② 配当制限
- ③ 利益の維持
- ④ 担保提供制限

これら財務制限条項の理論的根拠を、最近の企業財務理論ではエイジェンシー理論の立場から説明している。すなわち、一般に社債権者と株主との間には以下に示すような利害対立が存在する（Smith-Warner (1979b) 参照）。

- a. 配当支払 (dividend payment)
- b. 権利の稀薄化 (claim dilution)
- c. 資産代替 (asset substitution)
- d. 過少投資 (underinvestment)

仮に情報が不完全でなく、株主（経営者）と社債権者との間で情報が平等であればこれらの問題は監視できる。しかし、現実には、情報は不完全であり、非対称的である。株主が社債権者に不利な行動をする結果、企業全体としては経営の非効率が生じる。こうした非効率が、エイジェンシー・アプローチではエイジェンシー・コストと呼ばれる。

財務制限条項は、これらエイジェンシー・コストを削減するための方法として理解されてい

る。たとえば、担保提供制限は権利の稀薄化を、配当制限は配当過剰支払（過少投資）を、追加債務負担は資産代替を防ぐということが理論上指摘されている。

一方、担保付社債についても、エイジェンシー・アプローチの観点から、担保が資産代替と過少投資を防ぐ機能を持つということが主張されている。（資産代替については、Smith-Warner (1979 a)、過少投資については Stulz-Johnson (1983)）。

Ⅲ．財務制限条項の経済分析

1. 財務制限条項と担保

以下では、状況を単純化し、2 期間モデルによって財務制限条項と担保の経済的機能の違いを検討する。債権保有者をエイジェンシー理論におけるプリンシパル、株主（経営者）をエイジェントと考えると、問題の構造は以下のゲームのツリーで示される。

ここで、⑥は社債権者、⑤は株主を示す。⑨は、ゲーム理論の定義での自然であり、特定の時点で確率的な結果をゲームにもたらす（ゲーム理論については Rasmusen (1989) を参照）。⑩は株主にしか与えられないものとする。⑫は、最終的な結果をもたらす。

要するに、無担保社債に財務制限条項を付けた場合には、社債保有者は、1 期目の⑩を直接知ることはできないが、財務制限条項の違反かクリアかという情報を（株主を通じて）入手することができる。財務制限条項をクリアしている場合には社債は満期まで途中償還されないことになる。しかし、満期時の償還は一般に保証されない。財務制限条項違反の場合には、株主は期限の利益を喪失し、社債権者は繰上償還の手続きを採ることができる。

これにたいして、担保付社債の場合には、社

債権者は満期時に社債が償還不能であれば担保権を実行することになる。ただし、担保が社債の元利支払額を上回るかどうかは一般に保証されない。

以上のモデルは、ただちに財務制限条項と担保の優劣の議論に答えを与えるものではないが、財務制限条項と担保との違いを強調することはできたはずである。

2. 財務制限条項の問題点

財務制限条項は、つぎのような指標関数で示することができる。

$$I(C) = \begin{cases} 1 & \cdots C \geq C_0 \\ 0 & \cdots C < C_0 \end{cases}$$

C : 財務変数

C_0 : 財務変数の財務制限条項クリアの最低水準

しかし、財務制限条項の情報は社債の償還可能性について完全に正確な情報を与えるものではない。一般に、財務制限条項の情報構造は以下のように表すことができる (Berlin - Loeys (1988) に基づく)。

$I(C) = 1$ の場合に y_S , $I(C) = 0$ の場合に y_F というメッセージが出されるとすると。

$$\begin{bmatrix} P(S|y_S) & P(S|y_F) \\ P(F|y_S) & P(F|y_F) \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \rho + \theta(1-\rho) & \theta(1-\rho) \\ 1-\rho-\theta(1-\rho) & 1-\theta(1-\rho) \end{bmatrix}$$

また、

$$\begin{bmatrix} P(y_S) \\ P(y_F) \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \theta \\ 1-\theta \end{bmatrix} \quad \begin{matrix} 0 < \theta < 1 \\ 0 < \rho < 1 \end{matrix}$$

ここで、

$P(i|y_j)$, $i, j = S, F$: 償還可能 (S) 不能 (F) に関する, y_j 所与の条件付確率 $P(y_j)$, $j = S, F$: 償還可能不能の事前確率 ρ : 指標関数から出されるメッセージのインフォーマティブネス (信頼度)。 $\rho = 1$

であればメッセージは完全に正確。 $\rho = 0$ ならば情報価値をもたない。

つまり、⑨に関して統計学上の第一種の過誤、第二種の過誤が含まれるからである。

こうした情報のノイズは、たとえば財務比率や簿価を含む会計数値が財務制限条項違反を判定する指標の基礎的なインプットとして用いられることから生じる。

さらに、社債残存の期間中に財務制限条項を修正することは容易ではない。そのため、社債発行企業にとっての投資機会の変化に対して速やかに対応することが困難になる可能性がある。

参考文献

[1] Berlin, M. and Loeys, J., "Bond covenan-

ts and delegated monitoring", *Journal of Finance*, 1988.

[2] Jensen, M. and Meckling W., "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and capital structure", *Journal of Financial Economics*, 1976.

[3] Rasmusen, E., "Games and Information: An Introduction to Game theory", 1989.

[4] Smith C. and Warner J., "Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure: comment", *Journal of Finance*, 1979.

[5] Smith C. and Warner J., "On financial contracting: an analysis of bond covenants", *Journal of Financial Economics*, 1979.

[6] Stulz R. and Johnson H., "An analysis of secured debt", *Journal of Financial Economics*, 1984.

