

## 負債の再交渉が資本構成に与える影響： トレードオフモデルに基づく分析

慶應義塾大学大学院生 富田信太郎

本稿では、伝統的なトレードオフ理論のフレームワークに、費用のかかる再交渉という設定を導入することで、負債の再交渉が資本構成に与える影響を分析している。伝統的なトレードオフ理論では、企業が負債を利用すると、業績が悪化した場合に企業は倒産し、倒産コストが発生する。しかし、現実的には、企業の業績が悪化したとしても、すぐに倒産が発生するとは限らない。特に、銀行などの債権者は、企業の業績が悪化した場合に企業側と交渉を行い、自らの持つ債権の一部を放棄するなどの債務減免がしばしば行われる。

負債が再交渉可能であれば、債務減免により倒産を回避ないしは遅らせることができると考えられるが、過去の研究において、債権者との再交渉には様々な費用がかかることが指摘されている。そのため、本稿では再交渉にかかる費用についても明示的に考慮している。モデルでは、将来的に業績が悪化した場合に、企業は再交渉によって倒産を遅らせることができるため、負債利用による期待倒産コストは減少する。その一方で、再交渉を行うためには、企業は再交渉費用を負担しなければならず、負債の利用により期待再交渉費用が発生する。そのため、企業は節税効果と期待倒産コストのトレードオフとともに、再交渉による期待倒産コストの減少と期待再交渉費用の負担というトレードオフも考慮して最適な資本構成を決定することになる。

また、本稿ではモデルを数値計算で解くことにより、モデル中のパラメーターの変化が資本構成にどのように影響するのかを分析している。数値計算では、伝統的なトレードオフモデルと同様に、法人税率が高い場合や倒産コストが低い場合には、負債比率が高くなり、また再交渉費用が高いほど負債比率は低くなることを示唆している。一方、再交渉に関して、再交渉費用が高い場合には、業績が悪化した場合にもなかなか再交渉が行われないうが、再交渉が行われると大きな債務減免が行われることが示唆される。例えば、多数の債権者が存在する場合、権利構造が複雑化していることなどから再交渉により多くの費用がかかると考えられ、そのような場合には、業績悪化時の再交渉は遅れるが、再交渉によって大きな債務減免が行われると考えられる。また、再交渉費用が高い場合には、負債が再交渉不可能な場合と比べて、再交渉可能である場合の企業価値は低くなる可能性があることも示唆される。一般的に、負債が再交渉可能であることは負債利用のベネフィットと捉えられることが多いが、再交渉費用が高い場合、例え再交渉が再交渉時点での企業価値を高めるとしても、事前の段階では企業価値を低めてしまう可能性がある。