

Aghion and Bolton (1992) の決定権配分に関する考察

森下瑠理子¹・王鏡凱²

1. はじめに

本稿は Aghion and Bolton (1992) の決定権配分モデルについて考察する。Aghion and Bolton (1992) では、企業家に資金制約がある場合、企業経営に関する決定権を投資家に移すことによって、資金調達によりしやすくなることを示した。通常の担保と同様、決定権も企業の借入能力の増大効果があることを Aghion-Bolton モデルは示しており、企業の資金調達において決定権の重要性を強調する先駆けの論文である。

Aghion and Bolton (1992) は、状態依存証券の重要な特徴である決定権の移動をとらえたことは確かである。しかし、標準的な負債契約において、債務不履行は債務者の収益水準が低いときに発生するものであり、それによって決定権の移動が引き起こされる。対して Aghion-Bolton モデルでは、決定権の移動というのは決定権配分の確率 σ を事前に決めることである。このような確率的な決定権配分は標準的な負債契約というよりも状態依存証券という一般的な金融契約の特徴をうまく表している³。プロジェクトの状態を表す立証可能な環境要因 θ (State of Nature) を仮定することによって、Aghion-Bolton モデルは状態依存証券という一般的な金融契約の特徴をうまく捉えることができる。だが、標準負債契約における決定権の移動が債務不履行という事実に基づくものではない問題がある。

決定権の移動が債務不履行の事実に基づかない問題を解決するため、本稿では Aghion-Bolton モデルに依拠しながらも、プロジェクトの状態を表す立証可能な環境要因 θ の仮定を外すことにした。その結果、Aghion and Bolton (1992) が求めている状態依存証券の特徴を捉えることができない反面、決定権の移動が債務不履行の事実に基づくという標準的な債務契約の特徴を捉えることができた。

本稿の先行研究との違いは企業家と投資家の目的関数に関する仮定にある。まず Hart (1995) と柳川 (2000) では、プロジェクトのすべての金銭的收益 $y(a)$ は投資家へ帰属するという仮定をおいて考察している。一方、本稿では金銭的收益 $y(a)$ は全て投資家へ帰属するという仮定は緩和し、Aghion and Bolton (1992) に準ずる目的関数から分析した。Aghion and Bolton (1992) に依拠した

¹ 鹿児島大学大学院

² 鹿児島大学准教授、本論文に関するすべてのお問い合わせは連絡著者・責任著者である王鏡凱にご連絡ください。E-mail: kyogaiw@leh.kagoshima-u.ac.jp

³ 証券デザインの分野では、確率的な決定権配分によって設計される様々な状態依存証券は企業ガバナンス・破産手続き・M&A などのメカニズムにおいて活用されている。

表 1 先行研究の目的関数と主な分析結果 (b : 私的利益, y : 金銭的收益)

先行研究	目的関数	分析結果
Aghion and Bolton (1992)	$U_E = b(a, \theta) + y(a, \theta) - K(a, \theta)$ $U_I = K(a, \theta)$ $= \sigma y(a_E, \theta) + (1 - \sigma)y(a_I, \theta)$	確率的な決定権配分であり、標準的な負債契約というよりも状態依存証券という一般的な金融契約
Hart (1995)	$U_E = b(a)$ $U_I = y(a)$	決定権: 企業家 F.B 決定権: 投資家 S.B
柳川(2000)	$U_E = b(a)$ $U_I = y(a)$	決定権: 企業家 F.B 決定権: 投資家 S.B
本 稿	$U_E = b(a) + y(a) - K$ $U_I = K$	決定権: 企業家 F.B 決定権: 投資家 F.B→S.B

先行研究の目的関数の設定と主な分析結果は表 1 に整理した通りである。

次に Aghion and Bolton (1992) では、立証可能な環境要因 θ は企業家の行動 a を起こす前かつ資金調達後のプロジェクトの状態 ($\theta = \{\theta_g; \theta_b\}$) を表す外生変数であり、自然によって発生するものである⁴。すなわち、企業家と投資家の資金調達契約を結ぶ際にプロジェクトの状態 ($\theta = \{\theta_g; \theta_b\}$) をあらかじめ配慮に入れる必要がある。したがって、Aghion-Bolton モデルでは、投資家の参加制約条件または個人合理性条件が厳密に等号で成立するように決定権配分の確率 σ が決められる⁵。Aghion and Bolton (1992) では企業家にすべての交渉力があると仮定するので、投資家の目的関数は彼女の参加制約条件または個人合理性条件そのものである。つまり、表 1 で示したように決定権配分の確率 σ は、リスク中立の投資家の期待効用 (ネット効用) が 0 となるように決められている。

一方、本稿では仮定している目的関数は、立証可能な環境要因 θ の仮定のみを外し、Aghion and Bolton (1992) に準ずるものである。詳細については第 2 節で説明するが、簡潔に説明すると、本稿が Aghion and Bolton (1992) に倣い、投資家の目的関数は彼女の参加制約条件または個人合理性条件そのものと仮定している。したがって投資家の目的関数は

$$U_I = K$$

と記述することが出来る。これは貸出市場が完全競争であるため、すべての交渉力が企業家にある。よって投資家の参加制約条件または個人合理性条件は常に満たされているので、彼女の目的関数

⁴ Aghion and Bolton (1992, pp.476-477) を参照されたい。

⁵ 投資家目的関数は参加制約条件または個人合理性条件と同じ、 $\sigma y(a_E, \theta) + (1 - \sigma)y(a_I, \theta) = K(a, \theta)$ である。そして Hart (1995) と本稿も同じ仮定を置く。一方、柳川 (2000) は投資家にすべての交渉力があると仮定する。

(総効用) U_I は常に投下資本 K と等しい (したがってネット効用は 0 である) ことが分かる⁶。そして、企業家の目的関数 (ネット効用) U_E について本稿では

$$\max_{a \in A} U_E = b(a) + y(a) - K$$

と仮定する。つまり、リスク中立な企業家のネット効用は、実行されるプロジェクトによってもたらす投資家へ移転可能な金銭的收益 $y(a)$ と移転できない私的利益 $b(a)$ から、必要な投資額 K を差し引いて求められる。先行研究と比較すると、本稿が仮定している目的関数は、立証可能な環境要因 θ の仮定のみを外し、Aghion and Bolton (1992) に準じるものであることが明らかである。

本稿は Aghion and Bolton (1992) に準ずる目的関数を仮定しているにもかかわらず、Hart (1995) と柳川 (2000) とはほぼ同じ分析結果が得られる。すなわち、標準的な負債契約において、企業家の収益性が低い (第 2 節のケース④) ときに初めて債務不履行の可能性が発生する。この債務不履行の事態を回避するために企業家は投資家に決定権を渡すのである。ただし、この場合 (第 2 節のケース④) は実行されるプロジェクトが最適なもの (F.B) ではなく、次善なもの (S.B) にならざるを得ない。企業家に資金制約が著しく受ける場合あるいはプロジェクトの収益性が低い場合、非効率な決定権の移動がかえって企業家の借入能力を増大させる効果があることを標準的な負債契約の形で示したのである。

本稿の構成は以下の通りである。第 2 節ではモデルを説明して定式化する。そして、S.B の前提条件と決定権配分に基づいてモデルを 4 つのケースに分ける。第 3 節では定式化されたモデルに基づき 4 つのケースの順に最適解を求める。最後に全体をまとめる。

2. モデルの説明

ここでは不完備契約のモデルについて説明する。不完備契約理論では、現実の契約が不完備にならざるを得ない状況を想定しており、契約に記載されていない事態についても資産の利用に関する取り決めを想定する必要がある。想定外の事態において資産の利用をコントロールする権利については、企業の所有権を持つ主体は企業の物的資産に関する決定権を有すると考えられる。このような権利は資産の残余請求権 (Residual Control Rights) という。資産を所有することは、資産の利用に関する残余請求権を持つことを意味する。また、このような考え方は所有権 = 決定権アプローチ (Property Rights Theory) といい、Grossman and Hart (1986) と Hart and Moore (1990) によって提唱されたものである。

企業家 (Entrepreneur, 以下では E) は、初期投資 K を必要とするプロジェクトの投資機会を有し

⁶ 「We suppose for simplicity that there are many wealthy investors looking for good investment opportunities and fewer entrepreneurs with good projects, so that our entrepreneur has all the bargaining power and can make a take-it-or-leave-it offer to the investor. Aghion and Bolton (1992), p.475」.

ており、資金制約を受けている。説明を単純化するために企業家の自己資金は0であると仮定する。一方、投資家（Investor、以下ではI）は投資資金 K を有しており、投資機会を望んでいる。プロジェクトを実行するためには、企業家と投資家が資金調達に関する契約に合意する必要がある。説明を単純化するため、Aghion and Bolton（1992）、Hart（1995）、柳川（2000）に倣い、企業家と投資家は共にリスク中立的でありかつ情報対称的であるとし、利子率は0である。

企業家と投資家はプロジェクトへの資金調達契約に関する合意に達すれば、プロジェクトが実行される。合意に達しなければプロジェクトが実行されない。プロジェクトが実行された場合、2種類の収益をもたらす。それは金銭的収益 $y(a)$ と私的利益 $b(a)$ である。金銭的収益 $y(a)$ は立証可能であり、企業家と投資家が結ぶ資金調達契約の対象である。一方、私的利益 $b(a)$ については、立証可能なものではなく、投資家に移転することも出来ないので、企業家と投資家の資金調達契約の対象とすることができない。ただし、私的利益 $b(a)$ は投資家へ移転出来ないに関わらず、企業家にとっては金銭的な効用水準をもたらす⁷。

したがって、プロジェクトから得られる全体の収益 $\pi(a)$ は

$$\pi(a) = b(a) + y(a)$$

となる。プロジェクトを実行するためには、企業家は A で示された行動集合から行動 $a \in A$ をとらなければならない。ここで $A = \{a^*, a_E, a_I\}$ である。行動 a^* は

$$a^* = \operatorname{argmax}_{a \in A} \{b(a) + y(a)\}$$

であり、企業家が資金制約を受けない場合の利益最大化行動を表す。本稿では行動 a^* の状態をファーストベスト（以下：F.B）とする。

行動 a_E は私的利益 $b(a)$ を最大化したものであり、以下のように定義される。

$$a_E = \operatorname{argmax}_{a \in A} b(a)$$

また、行動 a_I は金銭的収益 $y(a)$ を最大化したものであり、以下のように定義される。

$$a_I = \operatorname{argmax}_{a \in A} y(a)$$

行動 a_E と行動 a_I は、プロジェクト全体の収益 $\pi(a) = b(a) + y(a)$ を最大化するものではないも

⁷ 私的利益の例としては、家族経営の事業を継続したいという願望や、企業経営に付随する役得などがあげられる。

の、プロジェクトが実行されるという意味ではセカンドベスト（以下：S.B）の行動であると言える。

行動 a^* の定義から以下の不等式（１）式と（２）式が得られる。

$$b(a^*) + y(a^*) > b(a_E) + y(a_E) \quad (1)$$

$$b(a^*) + y(a^*) > b(a_I) + y(a_I) \quad (2)$$

不等式（１）式と（２）式について効率性の観点から言えば、 $\pi(a_E)$ または $\pi(a_I)$ として実現する S.B の行動 a_E または a_I よりも、 $\pi(a^*)$ として実現する F.B の行動 a^* の方は社会的に望ましい。

また、行動 a_E と行動 a_I の定義から以下の不等式（３）式と（４）式が得られる。

$$b(a_E) > b(a^*) \quad (3)$$

$$y(a_I) > y(a^*) \quad (4)$$

不等式（１）式（２）式（３）式（４）式により、私的利益 $b(a)$ と金銭的収益 $y(a)$ に関するそれぞれの単調性条件が得られる。それは以下の不等式（Ａ）式と（Ｂ）式のように記述することができる。

$$b(a_E) > b(a^*) > b(a_I) \quad (A)$$

$$y(a_I) > y(a^*) > y(a_E) \quad (B)$$

本稿では私的利益 $b(a)$ と金銭的収益 $y(a)$ に関する単調性条件に加え、F.B における行動 a^* について

$$y(a^*) > b(a^*) \quad (C)$$

として考察する。

行動 a を実行するのは企業家であるが、この行動 $a \in A = \{a^*, a_E, a_I\}$ を決定するのはプロジェクトの所有者であることに注意されたい。なぜなら、前述した Grossman and Hart (1986) と Hart and Moore (1990) の所有権＝決定権アプローチによれば、所有権を持つ主体（企業家かもしれないし、投資家かもしれない）は企業の物的資産（プロジェクト）に関する決定権を有するからである。この考え方に沿って言えば、新たな投資機会となり得るプロジェクトのアイデアを持つのは企業家

であるが、このプロジェクトに関する決定権を持つのはプロジェクトの所有者である。プロジェクトの所有者は資金調達契約によって決まる。分析結果を先取りすれば、企業家の資金制約が厳しい場合には企業家がプロジェクトの所有権＝決定権を持ったまま、プロジェクトを実行することになる。企業家の資金制約が厳しい場合には、企業家がプロジェクトの所有権＝決定権を投資家に譲渡する代わりにプロジェクトを実行することになる。これは比較的現実的な仮定と考えられる⁸。

交渉力について、Aghion and Bolton (1992) と Hart (1995) に倣い、すべての交渉力は企業家が持つと仮定する。この仮定は、もし優れたアイデアを持つ企業家が数少ない一方で、プロジェクトに投資するための資金を持っている投資家が数多くいるとすれば適切な仮定であるといえる⁹。したがって投資家の目的関数は

$$U_I = K$$

と記述することが出来る。これは貸出市場が完全競争状態であり、投資家の参加制約条件と個人合理性が常に満たされているので、彼女の目的関数 U_I は常に投下資本 K と等しいことが分かる。以下では特に説明がない限り、 $U_I = K$ は成り立つ。

一方、企業家の目的関数は

$$\max_{a \in A} U_E = b(a) + y(a) - K$$

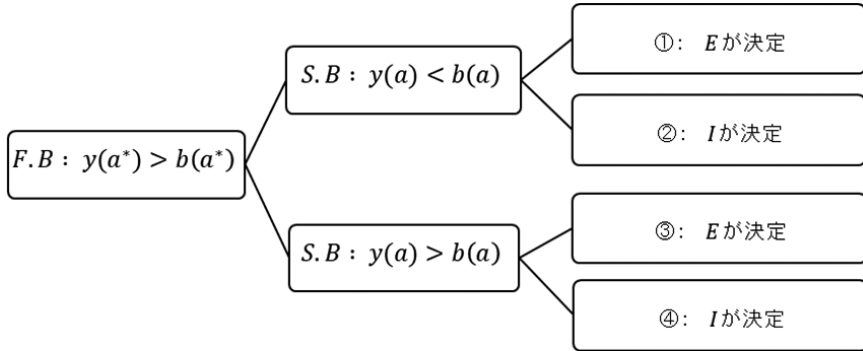
である。柳川 (2000) では投資家がすべての交渉力を持つと仮定している。効率性の観点から言えば、交渉力の仮定は企業家と投資家の利益配分の問題であり、プロジェクト全体の収益利益 $\pi(a)$ の大きさには影響しない。

問題を解くためにまずケース分けを行う。図 1 によれば、S.B の条件は $y(a) < b(a)$ と $y(a) > b(a)$ の 2 通りである。決定権についても E が決定権を持つケースと I が決定権を持つケースの 2 通りである。したがって最大化問題は図 1 が示した計 4 つのケースに分けられる。次節ではケース①～ケース④の順で最適解を導く。

⁸ Grossman and Hart (1986), Hart and Moore (1990), Aghion and Bolton (1992), Hart (1995) と柳川 (2000) を参照されたい。

⁹ 「We suppose for simplicity that there are many wealthy investors looking for good investment opportunities and fewer entrepreneurs with good projects, so that our entrepreneur has all the bargaining power and can make a take-it-or-leave-it offer to the investor. Aghion and Bolton (1992), p.475」.

図1 ケース分け



3. ケース分けによる分析

3.1 ケース①: $\{b(a_E) > y(a_E)\} \times \{E \text{ が決定権を持つ}\}$ ケース

ケース①では, (A) 式と (B) 式と (C) 式に加え, S.B の条件 (5) 式

$$b(a_E) > y(a_E) \quad (5)$$

も満たす必要がある. (A) 式と (B) 式と (C) 式は S.B の条件 (5) 式と矛盾しないので, 図2が示したように S.B のプロジェクトと F.B のプロジェクトが併存することになる. したがって実行可能な行動集合は $A = \{a^*, a_E\}$ である. ケース①の最適解は表2にまとめられている.

図2 ケース①

$b(a_E)$	$y(a_E)$
$b(a^*)$	$y(a^*)$

表2 ケース①の最適解

Kの範囲	選択される行動と プロジェクト	利 得
$K \leq y(a^*)$	$a^* \rightarrow F.B$	$\pi_E = \pi(a^*) - K, \pi_I = K$
$K > y(a^*)$	\emptyset	$\pi_E = 0, \pi_I = 0$

最適解において企業家の資金制約が緩い場合, すなわち

$$K \leq y(a^*)$$

を満たす限り、投資家は資金調達契約に合意する。企業家は収益全体を最大化する F.B のプロジェクトと行動 a^* を選択し、報酬 $(\pi(a^*) - K)$ を得る。投資家は投資した金額 K を回収する。

一方、最適解において企業家の資金制約が厳しい場合、すなわち

$$K > y(a^*)$$

である限り、投資家の参加制約が満たされないので、投資家は資金調達契約に合意しない。この場合、企業家と投資家の収益は 0 である。

3.2 ケース②： $\{b(a_I) > y(a_I)\} \times \{I \text{ が決定権を持つ}\}$ ケース

ケース②では、(A) 式と (B) 式と (C) 式に加え、S.B の条件 (6) 式

$$b(a_I) > y(a_I) \quad (6)$$

も満たす必要がある。(A) 式と (B) 式と (C) 式を合わせると

$$y(a_I) > y(a^*) > b(a^*) > b(a_I) \quad (7)$$

が導かれる。しかし、S.B の条件 (6) 式は (7) 式と明らかに矛盾する。よってケース②では、S.B のプロジェクトが存在せず、図 3 が示したように F.B となるプロジェクトだけである。したがって、実行可能な行動集合は $A = \{a^*\}$ である。投資家が決定権を持つと想定したものの、実質的に決定権の意味を成さないことが明らかである。ケース②の最適解は表 3 にまとめられている。

図 3 ケース②

$b(a^*)$	$y(a^*)$
----------	----------

表 3 ケース②の最適解

K の範囲	選択される行動と プロジェクト	利 得
$K \leq y(a^*)$	$a^* \rightarrow F.B$	$\pi_E = \pi(a^*) - K, \pi_I = K$
$K > y(a^*)$	\emptyset	$\pi_E = 0, \pi_I = 0$

最適解において企業家の資金制約が緩い場合、すなわち

$$K \leq y(a^*)$$

を満たす限り、投資家は資金調達契約に合意する。企業家は収益全体を最大化する F.B のプロジェクトと行動 a^* を選択し、報酬 $(\pi(a^*) - K)$ を得る。投資家は投資した金額 K を回収する。

一方、最適解において企業家の資金制約が厳しい場合、すなわち

$$K > y(a^*)$$

である限り、投資家の参加制約が満たされないので、投資家は資金調達契約に合意しない。この場合、企業家と投資家の収益は 0 である。

3.3 ケース③： $\{y(a_E) > b(a_E)\} \times \{E \text{ が決定権を持つ}\}$ ケース

ケース③では、(A) 式と (B) 式と (C) 式に加え、S.B の条件 (8) 式

$$y(a_E) > b(a_E) \quad (8)$$

も満たす必要がある。(A) 式と (B) 式と (C) 式は S.B の条件 (8) 式と矛盾しないので、図 4 が示したように S.B のプロジェクトと F.B のプロジェクトが併存することになる。したがって実行可能な行動集合は $A = \{a^*, a_E\}$ である。ケース③の最適解は表 4 にまとめられている。

図 4 ケース③

$b(a_E)$	$y(a_E)$
$b(a^*)$	$y(a^*)$

表 4 ケース③の最適解

K の範囲	選択される行動と プロジェクト	利 得
$K \leq y(a^*)$	$a^* \rightarrow F.B$	$\pi_E = \pi(a^*) - K, \pi_I = K$
$K > y(a^*)$	\emptyset	$\pi_E = 0, \pi_I = 0$

最適解において企業家の資金制約が緩い場合、すなわち

$$K \leq y(a^*)$$

を満たす限り、投資家は資金調達契約に合意する。企業家は収益全体を最大化する F.B のプロジェクトと行動 a^* を選択し、報酬 $(\pi(a^*) - K)$ を得る。投資家は投資した金額 K を回収する。

一方、最適解において企業家の資金制約が厳しい場合、すなわち

$$K > y(a^*)$$

である限り、投資家の参加制約が満たされないので、投資家は資金調達契約に合意しない。この場合は企業家と投資家の収益は 0 である。ここでは S.B の私的利益と金銭的収益を $y(a) > b(a)$ と仮定したが、表 4 が示すように実現されるプロジェクトと投資額 K の範囲はケース①と同じ結果となった。

3.4 ケース④： $\{y(a_I) > b(a_I)\} \times \{I \text{ が決定権を持つ}\}$ ケース

ケース④では、(A) 式と (B) 式と (C) 式は S.B の条件 (9) 式

$$y(a_I) > b(a_I) \quad (9)$$

の必要十分条件であるので、図 5 が示したように S.B のプロジェクトと F.B のプロジェクトが併存することになる。したがって実行可能な行動集合は $A = \{a^*, a_I\}$ である。ケース④の最適解は表 5 にまとめられている。

図 5 ケース④

$y(a_I)$	$b(a_I)$
$y(a^*)$	$b(a^*)$

表 5 ケース④の最適解

K の範囲	選択される行動と プロジェクト	利 得
$K \leq y(a^*)$	$a^* \rightarrow F.B$	$\pi_E = \pi(a^*) - K, \pi_I = K$
$y(a^*) < K \leq y(a_I)$	$a_I \rightarrow S.B$	$\pi_E = \pi(a_I) - K, \pi_I = K$
$K > y(a_I)$	\emptyset	$\pi_E = 0, \pi_I = 0$

最適解について、まず企業家の資金制約が緩い場合、すなわち

$$K \leq y(a^*)$$

を満たす限り、投資家は資金調達契約に合意する。企業家は収益全体を最大化する F.B のプロジェクトと行動 a^* を選択し、報酬 $(\pi(a^*) - K)$ を得る。投資家は投資した金額 K を回収する。これは先行研究では導出されなかった点である。なぜなら Hart (1995) と柳川 (2000) では、企業家と投資家の目的関数について

$$U_E = b(a), \quad U_I = y(a)$$

と仮定したからである。

そして K について、

$$y(a^*) < K \leq y(a_I)$$

の場合でも、投資家と企業家は資金調達契約に合意することができる。ただし、選択されるのは収益全体を最大化する F.B のプロジェクトと行動 a^* ではなく、S.B のプロジェクトと行動 a_I であることに注意されたい。企業家の資金制約は厳しく、F.B のプロジェクトによる金銭的収益 $y(a^*)$ だけでは投資家の資本コスト K をカバーできない。 K を超えた部分の担保 $\{K - y(a^*)\}$ を投資家に保証するため、企業家はプロジェクトの決定権を投資家に移したのである。決定権の譲渡により、投資家の参加制約と個人合理性が満たされるので、S.B のプロジェクトが実行される。企業家の報酬は $(\pi(a_I) - K)$ であり、投資家の報酬は K である。

最後に最適解において企業家の資金制約が厳しい場合、すなわち

$$K > y(a_I)$$

である限り、投資家の参加制約が満たされないので、投資家は資金調達契約に合意しない。この場合は企業家と投資家の収益は 0 である。

ケース③とケース④の比較分析から以下の結果が得られる。企業家の資金制約が厳しくない場合、すなわち、 $K \leq y(a^*)$ の範囲では決定権の配分によらず F.B のプロジェクトが実現可能なので、企業家は投資家に決定権を渡す必要がない。しかし企業家の資金制約が厳しい場合、すなわち、 $K > y(a^*)$ の範囲では F.B のプロジェクトは実行不可能である。ただし、企業家は投資家へ決定権を渡すことによって、投資額 K が $y(a^*) < K \leq y(a_I)$ の範囲であれば S.B のプロジェクトは実現される。したがって、資金制約が厳しくなれば投資家へ決定権を渡すことで資金調達が可能となる場合がある。

まとめると、標準的な負債契約において、企業家の収益性が低い（ケース④）ときに初めて債務

不履行の可能性が発生する。この債務不履行の事態を回避するために企業家は投資家に決定権を渡すのである。ただし、この場合（ケース④）は実行されるプロジェクトが最適なもの（F.B）ではなく、次善なもの（S.B）にならざるを得ない。企業家に資金制約が著しく受ける場合あるいはプロジェクトの収益性が低い場合、非効率な決定権の移動がかえって企業家の借入能力を増大させる効果があることを標準的な負債契約の形で示したのである。

まとめ

本稿は Aghion and Bolton (1992) に依拠しながら、資金制約が決定権配分へ及ぼす影響について考察した。プロジェクトの状態を表す立証可能な環境要因 θ を仮定することによって、Aghion-Bolton モデルは状態依存証券という一般的な金融契約の特徴をうまく捉えることができる。しかし、標準負債契約における決定権の移動が債務不履行という事実に基づくものではない問題がある。

この問題に対処するため、本稿では Aghion-Bolton モデルに準ずる目的関数を用いながらも、プロジェクトの状態を表す立証可能な環境要因 θ の仮定を外すことにした。その結果、Aghion and Bolton (1992) が求めている状態依存証券の特徴を捉えることができない反面、決定権の移動が債務不履行の事実に基づくという標準的な債務契約の特徴を捉えることができた。

本稿は Aghion and Bolton (1992) に準ずる目的関数を仮定しているにもかかわらず、Hart (1995) と柳川 (2000) とほぼ同じ分析結果が得られる。すなわち、標準的な負債契約において、企業家の収益性が低い（第2節のケース④）ときに初めて債務不履行の可能性が発生する。この債務不履行の事態を回避するために企業家は投資家に決定権を渡すのである。ただし、この場合（第2節のケース④）は実行されるプロジェクトが最適なもの（F.B）ではなく、次善なもの（S.B）にならざるを得ない。企業家に資金制約が著しく受ける場合あるいはプロジェクトの収益性が低い場合、非効率な決定権の移動がかえって企業家の借入能力を増大させる効果があることを標準的な負債契約の形で示したのである。

参考文献

- 柳川範之 (2000) 『契約と組織の経済学』 東洋経済新報社。
- Aghion, P., and P. Bolton. (1992) . "An "Incomplete Contracts" Approach to Financial Contracting," *Review of Economic Studies*, 59: 473-494.
- Grossman, S., and O. Hart. (1986) . "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration," *Journal of Political Economy*, 94: 691-719.
- Hart, O. (1995) . *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press.
- (鳥居昭夫訳『企業 契約 金融構造』 慶應義塾大学出版会, 2010年) 。
- Hart, O., and J. Moore. (1990) . "Property Rights and the Nature of the Firm," *Journal of Political Economy*, 98: 1119-1158.