

企業金融と負債の役割

小林 磨 美

I はじめに

企業の資本構成に関する研究はモジリアーニ＝ミラー¹⁾の示した irrelevancy propositions をその出発点として発展してきている。Irrelevancy propositions とは、証券の取引費用、市場の不完全性、および法人税が存在しないといった前提のもとで資本構成や配当政策は企業価値や資本コストとは無関係となることを示すものである。しかし現実にはこれらの諸前提は満たされない。ひとつには市場の不完全性の存在であり、もうひとつは異なる証券に与えられる異なる性質と権利の存在である²⁾。特に企業の有限責任 (limited liability³⁾) が保証されるもとでは対抗手段として、債権者には企業が債務不履行に陥った場合に後述するような強制的に発動可能な権利が与えられるのである。

本稿の目的は、市場の不完全性がある場合、特に経営者と投資家との間に利害衝突がある場合に負債金融がそれらの衝突を解消し最適な財務契約を導出するメカニズムを概観し、残された課題について検討することである。

市場の不完全性に基づく分析は、Jensen and Meckling [1976] が示したように、企業を「契約の束 (nexus of contracts)」とした場合の契約者間の利害衝突を軸に展開される。企業の将来における収益や価値に影響する情報を私的情報として把握する内部者とそうでない外部者によって契約が取り交わされると考えるとすれば、

経営者（主に起業家）を内部者、経営者を除く外部投資家（株主、または債権者⁴⁾）を外部者とみることができる。

内部者としての経営者は、その裁量権を企業業績に連動する経営報酬のほかには私的便益の増大に用いるような、self-interested manager⁵⁾ であると仮定してモデル化することができる。この場合、考えられる私的便益としては次のようなものがある。まず経営者に与えられる自由裁量権を濫用することによって企業収益および価値を隠匿したり私的に流用したりすることである (managerial perquisite, managerial discretion)。次に経営者としての威信保持のために結果的に企業価値を減ずるような用途への投資傾向 (empire building tendencies) が考えられる。企業規模を大きくするために自らの経営手腕では必ずしも収益を増大できるとは限らないような事業や企業を買収することはその一例である。最後に経営者で居続けることへの社会的評価等から得られる個人的な満足なども私的便益に含まれる。経営者がこれらの私的便益を含めた自身の効用の最大化を図る場合、企業収益または価値の増大のみを追及する外部投資家と利害が一致するとは限らず、ここに内部者と外部者との利害衝突が生じる可能性がある。

企業金融に用いられるさまざまな証券の保持者に与えられる権利は、証券の種類によって異なる。企業の資金調達は大きく外部金融と内部金融とに分類され、主に前者は負債に、後者は株式に依存し、本稿において取り上げる証券も

1) Modigliani and Miller [1958], Miller and Modigliani [1961].

2) Irrelevancy propositions の法人税の導入による拡張を巡る分析はここでは割愛した。

3) これを前提として負債金融を分析したものに Innes [1990] がある。

4) 経営者と債権者との対立は、内部株主である起業家と外部株主とからなる株主と、債権者との対立としても扱うことができる。

5) Hart and Moore [1995] より。

これら2種類に限定する。

さて、これらの証券の保持者には次のように異なる請求権や支配権が与えられる⁶⁾。まず負債金融では返済期日と返済額が契約されるが、有限責任制のもとでは債権者は企業から企業収益または価値以上を返済に充てるよう要求することはできない。よって債務不履行への対抗措置として、債権者には企業の資産価値の強制的な差し押さえや清算といった手段を講じることにより企業のコントロール権を手中にする権利が与えられている。

これに対し、株式は企業利益の余剰に対しての請求権（残余請求権⁷⁾）であり、一般に出資者に対する特定の期日や金額は約束されず、企業業績が芳しくない場合でも債権者に認められるような対抗措置を通じて資産を請求する権利は与えられない。株主に与えられる主要な権利は株主総会における投票権であり、これの行使によって経営者の交代等に影響力を及ぼすことができる。

以上のように負債には株式にはない性質やその保持者に認められる権利があるため、負債金融の利用は企業の内部者である経営者と外部投資家との利害衝突の解消に利用可能である反面、新たな利害衝突を生み出す原因にもなり得る。ここで Shleifer and Vishny [1997] に倣い、前者を負債金融の便益、後者を費用と表すことにする。負債金融の便益としては先に述べた self-interested な経営者と企業価値の増大を追求する外部株主との利害衝突⁸⁾を解消するのに有効である。例えば経営者の自由裁量により用途を決定可能なキャッシュフローが企業活動を通じて発生した場合、self-interested な経営者ならばそれを株主への配当に回さずに企業価値を減ずるようなプロジェクトにまで投資してしまう可能性がある。Jensen [1986] はこのことを指摘したうえで、負債の存在によって、債務不履

行に伴う債権者の権利発動を恐れる経営者の非効率的な投資を行うインセンティブを弱められることを示した⁹⁾。

一方、負債金融の費用については、次のふたつがあげられる。Myers [1977] は資金調達に負債のみからなる場合、経営者は企業業績が悪ければ債権者によって資産の差し押さえや清算等の措置を講じられることを恐れて企業の将来収益を増大させるようなプロジェクトがあっても投資を差し控えるといった問題（under investment, または debt-overhang problem）が生じることを示した。また逆に Jensen and Meckling [1976] は起業家が同時に内部株主である場合に負債を発行するならば、負債返済後の残余が大きくなるように結果的に企業価値を減ずるような投機的なプロジェクトに投資することを指摘した（over investment, または asset substitution effect）。

市場の不完全性のもとではこのような負債金融の費用と便益とのトレードオフを考慮して適切な負債契約および財務契約が導出されなければならない。このような問題を分析する論文は数多くあり、サーベイ論文には次のようなものがある。Brennan [1995] は分析するモデルや問題意識別に1970年以降のものを分類し整理している。また Shleifer and Vishny [1997] や Zingales [2000] は企業統治の側面を含めたより広い視点から企業金融をサーベイしている。より限定的な目的意識に基づくサーベイとしては著者の支持する分析の基礎となる理論（transaction-cost economics）を中心に論じたもの（Williamson [1988]）、金融契約を巡る主体間の利害衝突を前提にその緩和のための最適な財務契約を導く最適財務契約（security design）を中心としたもの¹⁰⁾（Harris and Raviv [1992] の一部、Allen and Winton [1995]）、負

6) 負債と株式のこれらの性質について Shleifer and Vishny [1997] を参照。

7) Residual rights については Fama and Jensen [1983b] を参照。

8) Fama and Jensen [1983a], [1983b] を参照。

9) Jensen [1986] の free cash flow の考え方は Stulz [1990] によりモデル化されている。また Harris and Raviv [1990] は最適資本構成の分析においてこのような経営者と株主との利害衝突をモデル化している。

10) ここでの最適財務契約と最適資本構成との相違を表す説明は Allen and Winton [1995] を参考にしている。

債や債券の発行を所与とした場合、主体間の利害衝突に直面した場合の最適な資本構成 (optimal capital structure) を中心としたもの (Harris and Raviv [1991]) がある。本稿では最新の論文を含めて最適財務契約の範囲にほぼ限定して検討し、また情報構造としては文脈上必要と思われた一部の論文を除いてはエージェンシー問題を中心に扱った¹¹⁾。

本稿の論文構成は次のようである。第Ⅱ節では自己資本を持たない起業家が一種類の債券 (負債) で資金調達するモデルをみる。第Ⅲ節では拡張された問題として、企業の財務構造が複数の異なる償還期限や弁済の優先順位からなる理由や償還期限と弁済順位の組み合わせについてみる。また銀行債券と一般債券についてそれらが同時に存在する理由および一般に観察される一般債券に対する銀行債券の特徴を説明する。さらに第Ⅳ節では異なる証券、すなわち負債と株式とからなる財務構成をめぐる問題について概観する。最後に第Ⅴ節ではまとめ及び残された課題についての私見を述べる。

Ⅱ 1 種類の証券 (債券) による資金調達

ここでは主に初期の自己資産を持たない起業家である経営者が、外部投資家から1種類の証券によってプロジェクトを開始するモデルを扱う。ここで扱うモデルには大別して self-interested な経営者を規律づけることでエージェンシー問題を解消するには負債金融が最適な財務契約になることを導出するものと、負債契約を所与としてこれが経営者およびその企業に固有で生来的な経営能力や収益を表明させるとするものがある。前者は Costly State Verification (以下 CSV) モデルおよびエージェンシーモデルを用いて分析され、後者は主に非対称情報 (シグナリング) により分析される。

契約後の企業の将来収益およびそれに影響す

る経営者の行動が経営者の私的情報である場合、債権者が費用をかけることで状態立証が可能であるモデル (Costly State Verification, 以下 CSV) は Townsend [1979] によって開発された。Townsend [1979] は起業家と投資家との1期間モデルにおける収益の分配法則として負債契約が最適契約となることを示した。また Gale and Hellwig [1985] は CSV モデルを用いて最適契約が標準的負債契約 (standard debt contract) になることを示している。以上は資金の貸し手・借り手ともに一人の場合であるが、支払い順位や返済期間が同じ負債を複数の債権者から調達するならば、状態を立証するための費用は債権者間で重複することになる。CSV とは異なるアプローチによって Diamond [1984] はそのようなモニタリング費用を一括するための金融仲介機関の存在意義を示している¹²⁾。

さて、先に述べたモデルでは企業が債務不履行に陥った場合、債権者は強制的に企業の資産を差し押さえたり清算したりする権利を有するという仮定に依存している。よってそのような債権者による経営者からの企業のコントロール権の剥奪は債権者にとって経営者を規律づけるための「信憑性のある脅し (credible threat)」となるといえ、負債契約はそのような脅しを約定した契約であるといえる。

このような負債の機能は経営者に効率的な投資のためのインセンティブを与えることで規律づける役割を果たすとともに、一旦債務不履行となった場合に企業のコントロール権を手中にする投資家のインセンティブにも影響を及ぼしうる。後述する Aghion and Bolton [1992] による、不完備契約モデルの金融契約への応用¹³⁾ は負債契約のもとで債務不履行時における企業のコントロール権の移動に着目したものである。

Hart and Moore [1998] は企業の実現する

11) Asymmetric information のもとでの最適資本構成の論文として重要な Myers and Majluf [1984] の pecking order theory も企業金融における重要な理論であるが、これおよびこれから派生する一連の分析はここでは割愛する。

12) モニタリング機能をもつ金融機関からの借入れとその他の債券 (一般債券) とからなるモデルについては次節で述べる。

13) 不完備契約の先駆的研究としては Grossman and Hart [1986] がある。

キャッシュフローが経営者・投資家双方にとって観察可能だが第三者による立証は不可能であるため、経営者がキャッシュフローを投資家への支払いに充てずに隠匿できる場合について不完備契約モデルを用いて分析している。この場合も負債契約のもとでなら企業側の債務不履行における債権者の強制的な資産差し押さえおよび清算の権利ゆえに経営者はキャッシュフローを返済にあてるインセンティブを持つため、負債契約が最適財務契約になることを示している。

同様に不完備契約の枠組みのもと、負債契約の清算以外の「脅し」による経営者の規律づけの方法が考えられる。たとえば企業の債務不履行に際して将来の融資を引き上げる脅しを用いれば、当該企業が市場から駆逐されることになるため、経営者が規律づけられる (Bolton and Scharfstein [1990])。また逆に経営者側にも投資家に対する「脅し」がある場合が考えられる。Hart and Moore [1994] は経営者が自身の人的資本に関係特種的な資産を用いて経営活動を行う場合には、債務不履行に際して物的資本を差し押さえる権利を有する投資家に人的資本の引き上げの脅しを用いて対抗することができるモデルを動学的に分析している。この場合、経営者の負債返済計画は、債務不履行に際して企業が投資家のコントロール下に入った場合実現される投資家の利得に影響され、分析結果のインプリケーションとして資産の耐久性と負債の償還期限との整合性の重要性が導出されている。

また企業が負債金融のみで資金調達することを所与として、企業にいかにしてその生来の将来収益を表明させるかを分析するものとして、融資を受ける企業が自身の「評判 (reputation)」を維持したいことを利用する一連の分析がある¹⁴⁾。Diamond [1989], [1991a] は金融機関が貸出しの際にモニタリングの結果を「評判」として記録しつづけることで企業に確実な

投資を行わせるとし、さらに企業は自身の信用度 (credit rating) によって貸出し先にモニタリングを行う金融機関か、モニタリングを伴わないコマーシャルペーパーかを選択することを示している。

III 複数の債券による資金調達

現実に観察される企業、特に比較的規模の大きい現代の企業においては単一の貸し手から負債によってのみ資金調達するものは稀であり、そのほとんどは異なる複数の貸し手や証券から調達している。まずここでは先のモデルを拡張しつつ、複数のことなる種類の負債による資金調達が行われる場合についてみる。

一般に負債には様々な償還期限 (maturity) や弁済の優先順位 (seniority) がある。これらのうち償還期限に焦点を当てた分析としては Rajan and Winton [1995] がある。彼らは制約条項や担保権のついた長期の償還期限の負債が選択的に用いられる理由として、金融機関以外の利害関係者が金融機関の企業に関する情報収集にただ乗りすることがモニタリングのインセンティブを阻害するのを防ぐのに有効なことを挙げている。また Berglof and von Thadden [1994] は不完備契約の枠組みにおいて、企業が自発的に自らの資産の一部を清算する (strategic liquidation) 可能性がある場合、負債の償還期限が長期のものと短期のものを取り混ぜ、さらに最も短い償還期限の債権者にコントロール権を委ねることが効率的であると結論づけている。

一方、優先順位に焦点を当てたものとしては Winton [1995] の CSV モデルを用いた分析がある。これは一人の経営者と複数の債権者が存在する場合、債権者の持つ負債の優先順位が様々な異なる場合のほうが同一の場合よりも望ましく、よって企業の財務構造が異なる優先順位の負債からなる事実を支持するものである。

多くの分析において負債の償還期限と優先順位とは同時に扱われている。Diamond [1991b], [1993a], [1993b] は、それぞれのプロジェクト

14) 負債契約において評判が企業のタイプを明らかにすることをモデル化した先行研究として Stiglitz and Weiss [1983] などがある。

に固有の成功確率があることを前提としてシグナリングモデルを用いた分析を行っている。プロジェクト固有の成功確率を私的情報として有し、かつ経営者としてありつづけることで私的便益 (control rent) を得るような経営者の企業においては、満期が短期の負債を優先に、長期のものを劣後にすることで非効率性を減ずることができることを示している。

また Hart [1996] および Hart and Moore [1990], [1995] は不完備契約モデルを用いて経営者としての威信保持のために拡張的な投資を行う傾向 (empire building tendencies) のある経営者が、投資額を回収できないようなプロジェクトにまでも投資をしようとするのを阻止するために、弁済順位が優先である長期債を発行することが有効なことを示している。すなわちそのような長期債が発行されている場合、将来の企業収益が投資に見合わない限りはたとえ新規の資金調達を望んでも、そのような資金を出資する者は弁済順位が劣後になるため投資を行わないからである。

負債には以上で述べた区別とともに債権者による分類も可能である。第Ⅱ節でも若干触れたように銀行には債権者を代表するモニタリング機能 (delegated monitor) がある。よって銀行債券と一般債券との主な相違は企業の情報に関して前者の保有者は知っているのに対して後者のそれは知らない¹⁵⁾ということである。

このように銀行は一般債権者に比べて情報面で優位にあることから負債のエージェンシー費用を軽減できるにもかかわらず、実際には中小企業の多くは銀行債券と一般債券とを取り混ぜて資金を調達している。Rajan [1992] は銀行からの借入れには便益と共に費用があることを示した。すなわち銀行債券からは企業のプロジェクトがゆがめられないような柔軟性のある融資決定が行われる便益を受ける一方、一旦プ

ロジェクトが開始されれば企業収益の分配を巡って交渉力を発揮される費用がもたらされる。よってこのような費用の大きさによっては一般債務を取り混ぜることが効率的となる。

銀行債券と一般債券とが取り混ぜられて資金調達されるなか、一般に前者は後者に対して弁済順位が優先となる。Welch [1997] は conflict theory と influence costs の概念を用いてこれを説明し、銀行債券が優先である場合にロビー活動に費やされる費用が最小になることを示した。また Repullo and Suarez [1998] は経営者のモラルハザードがある状況下における銀行の主要な役割を、清算という信憑性のある「脅し」の発動にあるとしたうえで、銀行債券が優先で担保権があることを明らかにした。Park [2000] は経営者のモラルハザードが深刻な場合、優先債券を有する主体がモニタリングするインセンティブを持つとし、銀行債務が短期・優先に、一般債務が長期・劣後になることを示した。

また一般に特定の企業と銀行との融資関係は長期にわたることが多く、Chemmanur and Fulghieri [1994] は、その理由を銀行自身が借り手側から融資に対して柔軟性があるという「評判」を得たいがためであるとしている。銀行が informed lender である理由はそのモニタリング機能によるが、Sharpe [1990] は銀行と企業の長期間にわたる融資関係によって銀行が融資する企業の情報を得られるためであるとしている。

IV 複数の証券による資金調達

以上では資金調達手段を負債にのみ限定してきたが、次に株式による資金調達を含むような、より現実によく多くの企業に見られる財務構成に近いケースに拡張する。

第Ⅰ節でも触れたように、経営者が同時に内部株主でもある場合を考えると、負債金融は過小投資と過剰投資とのトレードオフに直面することになる。Berkovitch and Kim [1990] はそのようなモデルにおいて、新規に発行する負債

15) 銀行債券と一般債券について informed lender と un-informed lender (James [1987]), または inside debt と outside debt (Fama [1985]) といった呼び方で区別されている。

の優先順位を上げると過剰投資の問題が減少するかわりに過剰投資の危険性が増大することを示した。また Gertner and Scharfstein [1991] は負債が銀行債務と一般債務からなるモデルにおいて、連邦改正破産法による再建手続き (Chapter 11) が投資に与える影響を分析した。彼らによれば負債の優先順位、償還期限、そして優先債券発行制限の誓約条項が過剰投資または過剰投資を決定する要因となる。

同質な投資家のうち一部の者に企業のコントロール権を与えることによって資本が負債と株式とから構成されるようになることが Zender [1991] により次のように分析されている。すなわち二人の投資家を必要とする額の資金を要するプロジェクトを持つ経営者と二人の同質な投資家とからなる非対称情報モデルにおいて、投資家のうち片方だけに企業のコントロール権があたえられるとする。さらに企業のコントロール権を手中にした投資家はプロジェクト完了までに発生するキャッシュフローの一部を投資に回さずに私的に流用することが可能であるとする。その場合、企業のコントロール権を与えられた投資家にはキャッシュフローの残余請求権が、もう一方の投資家には固定的な返済および企業の債務不履行に際してのみ得られるコントロール権とがそれぞれ与えられることが最適になる。このことは二人の投資家のうち前者が株主に、後者が債権者になることを示す。

負債と株式との異なる性質およびそれらの保有者に与えられる異なる権利に基づく企業のコントロール権の分配について、Aghion and Bolton [1992] 以降、不完備契約の枠組みで多く分析されている。彼らは起業家と外部投資家との利害衝突において後者は金銭的報酬のみ、前者はそれに加えて私的便益が効用関数に入る不完備契約のモデルにおいて、標準的負債契約によって導出される企業のコントロール権の最適な分配について分析した。また Dewatripont and Tirole [1994] は企業の内部者として金銭的報酬と私的便益を追求する経営者、外部者として長期債を持つ債権者と株主とが存在するモ

デルを分析している。彼らによれば企業の業績が悪い場合には債権者が、よい場合には株主が企業のコントロール権を握ること、そしてこの分析の枠組みにおいて能動的に投票権を発動しない外部株主と経営者とは部分的に共謀することが示される。Berkovitch and Israel [1996] では株主がよりリスクの高いキャッシュフローを、債権者がより低いリスクを選好するといった利害衝突を前提とし、さらにそれらの投資家が経営者を取り替える権利を持つ場合、どのようなコントロール権の分配が最適であるかを議論する。そして経営能力が低い経営者に経営を続行させる場合には債権者によるコントロールが、そうでない場合には株主によるコントロールが最適であることを示している。

以上の異なる証券からなる財務構成のモデルで扱われる株式は、いずれも最終期が決まっているがゆえにその保有期限が有限 (limited life equity) でモデルの最終期には現金化されることを前提としている。しかし実際の株式にはそのような保有期間の制限はない (unlimited life equity)。Fluck [1998] はその点に注目し、経営者が現金を私的便益として隠匿できる前提がある不完備契約モデルを分析した。彼は投資家が異なる証券を用いて異なる長さの投資を行うことを示し、負債の償還期限と物的資本、外部株式の期限と企業成長の将来性とがそれぞれ対応するとしている。

V まとめと残された課題

企業金融における負債の特徴は返済期限と返済額が契約され、企業の債務不履行時には負債の保持者である債権者は企業資産の差し押さえや清算といった権利を強制的に発動できることである。市場の不完全性のもとで、このような特徴をもつ負債の役割は次のふたつに大別される。すなわちひとつは内部者である経営者と外部株主との利害衝突を解消することであり、もうひとつは経営者（および内部株主である経営者）と債権者との間に新たな利害衝突を発生させることである。前者を負債の便益、後者を費

用とする場合、便益と費用とのトレードオフを考慮して最適な財務構成が導出される。

また現実には観察される企業の多くは複数の異なる債券や証券によって資金調達している。最適財務構成の理論に基づくいくつかの分析は企業の資金調達が異なる償還期限および弁済の優先順位の債券により行われること、さらに株式と債券とからなることを示している。

本稿で概観したモデルのほとんどでは企業は一人の起業家である経営者により経営されており、プロジェクトの成果は企業価値として清算可能な物的資本としてあらわされる。これらの特徴は現代の企業と次のように対照的である。まず多くの企業、特に複数の債券や証券によって資金調達する大企業においては経営は起業家よりは経営能力という特殊技能を持つ労働者としての経営陣により指揮される。この場合、ここでみたモデルにおける起業家の行動や努力に相当する意思決定はどのように行われるだろうか。また経営陣とその指揮下にある労働者とに利害衝突がある場合、企業としての行動に資金調達方法がなんらかの影響を及ぼし利害衝突を解消することができるだろうか。

またプロジェクトが経営者、あるいは経営陣からコントロール権を剥奪可能な物的資本形成のための投資ではなく、コントロール権を剥奪不可能な人的資本形成のための投資である場合、投資額の回収のためにどのようなメカニズムが必要だろうか。現代企業における人的資本の重要性については Rajan and Zingales [2000] にもあるように、産業構造の変化や技術革新によりこれからますます高まることが考えられる。

最後に現代の企業論においては企業の所有者は株主であるとされるが、株主にも大別して小口の株主と、大口の機関投資家とが存在する。これらのうち後者のほうが前者に比べて相対的に特定の企業の将来性や成長に関して高い関心を持ち、当該企業の情報収集や株主として投票権等の権利を行使するインセンティブが高いと考えられる。よって債権者に informed lender と uninformed lender があり、その特徴の相違

が説明されたように、株主にも小口の株主のように企業情報は持たないが流動性の高いものと企業情報を持つが流動性の低いものとの相違が説明できる。

以上のような、現代企業の特徴を踏まえたさらなる拡張と分析が必要であると考えられる。

参考文献

- Aghion, P. and P. Bolton [1992] "An 'Incomplete Contracts' Approach to Financial Contracting," *Review of Economic Studies*, 59, pp. 473-494.
- Allen, F. and A. Winton [1995] "Financial Structure, Incentive and Optimal Contracts" in *Handbooks in Operation Research and Management Science*, eds. by R. A. Jarrow, V. Maksimovic and W. T. Ziemba, Vol. 9. (今野浩・古川浩一監訳『ファイナンスハンドブック』朝倉書店, 1997年.)
- Berglof, E. and E.-L. von Thadden [1994] "Short-Term versus Long-Term Interests: Capital Structure with Multiple Investors," *Quarterly Journal of Economics*, 109, pp. 1055-1084.
- Berkovitch, E. and R. Israel [1996] "The Design of Internal Control and Capital Structure," *Review of Financial Studies*, 9, pp. 209-240.
- Berkovitch, E. and H. E. Kim [1990] "Financial Contracting and Leverage Induced Over- and Under-Investment Incentives," *Journal of Finance*, 45, pp. 765-794.
- Bester, H. [1994] "The Role of Collateral in a Model of Debt Renegotiation," *Journal of Money, Credit and Banking*, 26, pp. 72-86.
- Bolton, P. and D. Scharfstein [1990] "A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting," *American Economic Review*, 53, pp. 93-106.
- Brennan, M. J. [1995] "Corporate Finance Over the Past 25 Years," *Financial Management*, 4, pp. 9-22.
- Chemmanur, T. J. and P. Fulghieri [1994] "Reputation, Renegotiation, and the Choice between Bank Loans and Publicly Traded

- Debt," *Review of Financial Studies*, 7, pp. 475-506.
- Dewatripont, M. and J. Tirole [1994] "A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manger-Shareholder Congruence," *Quarterly Journal of Economics*, 109, pp. 1027-1054.
- Diamond, D. W. [1984] "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economic Studies*, 51, pp. 393-414.
- [1989] "Reputation Acquisition in Debt Markets," *Journal of Political Economics*, 97, pp. 828-862.
- [1991a] "Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt," *Journal of Political Economics*, 99, pp. 689-721.
- [1991b] "Debt Maturity Structure and Liquidity Risk," *Quarterly Journal of Economics*, 106, pp. 709-737.
- [1993a] "Seniority and Maturity of Debt Contracts," *Journal of Financial Economics*, 33, pp. 341-368.
- [1993b] "Bank Loan Maturity and Priority When Borrowers Can Refinance," in *Capital Markets and Financial Intermediation*, eds. by C. Mayer and X. Vives, Cambridge University Press.
- Fama, E. F. [1985] "What's Different about Banks?," *Journal of Monetary Economics*, 15, pp. 29-39.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen [1983a] "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-325.
- [1983b] "Agency Problems and Residual Rights," *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 327-349.
- Fluck, Z. [1998] "Optimal Financial Contracting: Debt versus Outside Equity," *Review of Financial Studies*, 11, pp. 383-418.
- Gale, D. and M. Hellwig [1985] "Incentive-Compatible Debt Contracts: The One-Period Problem," *Review of Economic Studies*, 52, pp. 647-663.
- Gertner, R. and D. Scharfstein [1991] "A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law," *Journal of Finance*, 46, pp. 1189-1222.
- Grossman, S. and O. Hart [1986] "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration," *Journal of Political Economy*, 94, pp. 691-719.
- Harris, M. and A. Raviv [1990] "Capital Structure and the Informational Role of Debt," *Journal of Finance*, 45, pp. 321-349.
- [1991] "The Theory of Capital Structure," *Journal of Finance*, 46, pp. 297-355.
- [1992] "Financial Contract Theory," in *Advances in Economic Theory Sixth World Congress*, Vol. II, ed. by J. -J. Laffont, Cambridge University Press, New York.
- Hart, O. [1996] "Theories of Optimal Capital Structure: A Managerial Discretion Perspective" in *Economics in A Changing World*, Vol. 2, ed. by B. Allen, Microeconomics, IEA Conference, Vol. 108.
- Hart, O. and J. Moore [1990] "A Theory of Corporate Financial Structure Based on the Seniority of Claims," *NBER Working Paper*, No. 3431.
- [1994] "A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital," *Quarterly Journal of Economics*, 109, pp. 841-879.
- [1995] "Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management," *American Economic Review*, 85, pp. 567-585.
- [1998] "Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt," *Quarterly Journal of Economics*, 113, pp. 1-41.
- Innes, R. D. [1990] "Limited Liability and Incentive Contracting with Ex-ante Action Choices," *Journal of Economic Theory*, 52, pp. 45-67.
- James, C. [1987] "Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans," *Journal of Financial Economics*, 19, pp. 217-235.
- Jensen, M. C. [1986] "Agency Costs of Free

- Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, 76, pp. 323-329.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling [1976] "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Miller, M. H. and F. Modigliani [1961] "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, 34, pp. 235-264.
- Modigliani, F. and M. H. Miller [1958] "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, 48, pp. 261-297.
- Myers, S. C. [1977] "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 147-175.
- Myers, S. C. and N. S. Majluf [1984] "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.
- Park, C. [2000] "Monitoring and Structure of Debt Contracts," *Journal of Finance*, 55, pp. 2157-2195.
- Rajan, R. G. [1992] "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt," *Journal of Finance*, 47, pp. 1367-1400.
- Rajan, R. G. and L. Zingales [2000] "The Governance of the New Enterprise" in *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, ed. by X. Vives, Cambridge University Press, New York.
- Rajan, R. G. and A. Winton [1995] "Covenants and Collateral as Incentives to Monitor," *Journal of Finance*, 50, pp. 1113-1146.
- Repullo, R. and J. Suarez [1998] "Monitoring, Liquidation, and Security Design," *Review of Financial Studies*, 11, pp. 163-187.
- Sharpe, S. A. [1990] "Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships," *Journal of Finance*, 45, pp. 1069-1087.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny [1992] "Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach," *Journal of Finance*, 47, pp. 1343-1366.
- [1997] "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, pp. 737-783.
- Stiglitz, J. and A. Weiss [1983] "Incentive Effects of Terminations: Applications to Credit and Labor Markets," *American Economic Review*, 73, pp. 912-927.
- Stulz, R. M. [1990] "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies," *Journal of Financial Economics*, 26, pp. 3-27.
- Townsend, R. [1979] "Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification," *Journal of Economic Theory*, 21, pp. 265-293.
- Webb, D. C. [1992] "Two-Period Financial Contracts with Private Information and Costly State Verification," *Quarterly Journal of Economics*, 107, pp. 1113-1123.
- Welch, I. [1997] "Why Is Bank Debt Senior? A Theory of Asymmetry and Claim Priority Based on Influence Costs," *Review of Financial Studies*, 10, pp. 1203-1236.
- Williamson, O. E. [1988] "Corporate Finance and Corporate Governance," *Journal of Finance*, 43, pp. 567-591.
- Winton, A. [1995] "Costly State Verification and Multiple Investors: The Role of Seniority," *Review of Financial Studies*, 8, pp. 91-123.
- Zender, J. F. [1991] "Optimal Financial Instruments," *Journal of Finance*, 46, pp. 1645-1663.
- Zingales, L. [2000] "In Search of New Foundations," *Journal of Finance*, 55, pp. 1623-1653.