

2010年7月 アカデミック・セミナー要旨

設備投資研究所

講師：早稲田大学商学部 広田真一教授

演題：日本の大企業の資金調達

日時：2010年7月30日（金）15:30～17:30

要旨

本論文は、日本の大企業の資金調達行動に関し、株主利益最大化を前提とした伝統的な最適資本構成理論に対して、企業はその存続確率を最大化するという仮説を提示し、1970年代後半から直近（2009年3月期）までのデータに基づく実証分析を行っている。

分析対象は、三菱総合研究所「企業経営の分析」に掲載されている大企業約500社である。対象企業の資本負債構成の推移を概観すると、資金調達行動の特徴として、(1)負債比率（負債合計／総資産、 $(借入金+社債) / (借入金+社債+自己資本)$ ）が長期的に低下傾向にある一方、(2)銀行借入依存度（ $借入金 / (借入金+社債)$ ）はバブル期に大幅に低下したものの2000年代に入って再び高まり、(3)メインバンク依存度（メインバンクからの借入金／ $(借入金+社債)$ ）も継続していることが指摘される。

次に、株主利益最大化に基づくトレードオフモデルとペッキングオーダーモデルが上記の特徴(1)を説明するには不十分であることが示される。企業が負債調達に際して節税効果と倒産確率上昇という二律背反の下で最適な資本構成を決定するというトレードオフモデルにおいては、推定結果が概ね理論予測と整合的となるものの、モデルによる負債比率の変化の予測値と現実のデータとの間に乖離が生じることを示している。また、経営者と新株主の間の情報の非対称性により、企業が内部資金、負債の順に資金を調達し、新株発行をほとんど行わないというペッキングオーダーモデルに関する推計結果は、資金不足と負債の増加が一一対応するという理論予測を支持せず、日本の大企業が新株発行も行っていることを示唆している。

そこで、本論文では日本企業は必ずしも株主利益を最大化しているのではなく、株主以外のステークホルダーにとって最大の関心事である企業の存続確率を最大化しているという前提に基づくモデルを構築し、推定を行っている。具体的には、内部資金を負債調達に優先させるというペッキングオーダーモデルの仮定の一部を採用する一方、友好的株主の存在を前提として、負債比率が高い場合には財務的安定性を高めるために株式発行を行うと仮定する。企業の存続確率は、倒産・TOBによる企業の消滅が生じない確率として定義され、倒産・TOBによる消滅確率はそれぞれ負債・株式発行の関数として表される。本論文が提唱する存続確率最大化モデルでは、投資資金を内部資金・負債発行・株式発行により調達するという制約の下で、企業が存続確率を最大化する最適資本構成を選択する問題として定式化している。最適化問題を解いた結果として、負債比率は資金不足の増加関数、

前期の負債比率の減少関数、そして友好的株主の減少関数という理論予測を得る。モデルの推計結果は資金不足解消による負債発行の減少を示唆しており、上記の特徴(1)と整合的といえる。

存続確率最大化モデルにおける負債項目を銀行借入・メインバンク借入に置換することにより、上記の特徴(2)および(3)についての検証も可能となる。推定結果は理論予測と整合的で、日本の大企業の負債発行が銀行・メインバンクからの借入に多くを依存していることを示唆している。すなわち、株主利益ではなく、財務的安定性を重視する「日本的財務政策」は、企業の負債依存度を低下させる一方、銀行・メインバンクからの資金調達を継続させるため、金融危機時においても財務危機・倒産危機を回避し得たのであり、長期的に見て最適な財務政策となっていた可能性があったと論じている。

以 上