

アカデミックセミナー要旨

日 時：2015年8月11日 15時30分～17時30分

講 師：首都大学東京社会科学部経営学専攻 芝田 隆志教授

演 題：企業のクレジットリスクを考慮した資金調達と投資行動の相互作用について

本研究では、企業の信用リスクを取り入れ、市場からの負債調達と銀行からの負債調達の違いに注目し、資金調達と投資行動の相互作用を分析する。

企業の投資行動の先駆的研究である Modigliani and Miller (1958) は、税や倒産コストなどの摩擦が一切存在しない状況では、株式と負債のどちらで調達しても調達費用が不変であり、資金調達が投資行動に影響を与えないことを示した。これが契機となって、その後、現実の企業の資金調達ミックスと投資行動を説明する様々なモデルが提案された。Sundaresan and Wang (2007) は債務の再交渉を取り入れ、資金調達と投資行動の関係を分析したが、金融摩擦の影響を考慮していない。Boyle and Guthrie (2003) と Nishihara and Shibata (2013) は金融摩擦の影響を考慮したものの、株式による資金調達のみを対象にした。また、Shibata and Nishihara (2012) は債券による資金調達のみを対象にしており、債務の再交渉を考慮していない。このように、資金調達と投資行動の相互作用を包括的に考察した研究は、いまだに存在しない。

そこで、本研究は Shibata and Nishihara (2012) のモデルを拡張し、債券による市場からの負債調達とローンによる銀行からの負債調達の2種類の調達手段を取り入れ、資金調達と投資行動の相互作用を理論的に分析する。市場調達と銀行調達の本質的な違いは、再交渉が可能か否かにある。前者の場合、利子率の再交渉が認められないため、企業が経営困難に陥ると直ちに倒産する。後者の場合、利子率の再交渉が可能であるため、経営困難に陥っても直ちには倒産しない。すなわち、銀行調達は市場調達よりも柔軟な負債調達手段であると仮定される。その上で、投資のタイミング、負債調達額と調達構造（市場調達と銀行調達かの負債選択）、デフォルト確率、負債の額面利子率、信用スプレッドなどに対し、資金制約がどのような影響を及ぼすかについて分析した。主要な結果は、以下の4点である。

第1に、市場調達と銀行調達の選択は、負債発行上限額、投資収益のボラティリティ、そして企業の交渉力に左右されることが分かった。負債発行上限額が大きいほど、企業は市場から負債を調達する可能性が高くなる。一方、投資収益のボラティリティが高い場合、企業は銀行から負債を調達する。投資収益のボラティリティが低く、企業の交渉力が高い場合、企業は市場から負債を調達する。これらの結果は、現実と整合的である。

第2に、負債発行上限額の増加(制約緩和)が、企業の投資タイミングを早める訳ではないことを明らかにした。この結果は、Boyle and Guthrie (2003) や Shibata and Nishihara (2012) と整合的である。

第3に、負債発行上限額の制約がない場合、市場調達か銀行調達かの負債選択オプションは、企業の投資タイミングを早める。しかしながら、負債発行上限額の制約がある場合には、負債選択オプションが、企業の投資タイミングを必ずしも早めるとは限らないことを明らかにした。

最後に、負債発行上限額の存在は、債権者にとって低リスク・低利回りの結果を導くことが明らかになった。また、市場債券と比べ、銀行ローンの方がリスクも利回りも高いことが分かった。これらも、先行研究の結果や現実と整合的である。