

最適資本構成の決定要因

The Determinants of Optimal Capital Structure

(要 旨)

大学院商学研究科

博士後期課程 会計・金融専攻

岡本弦一郎

1. 本論文の問題意識

本論文の研究対象は、企業金融の分野において最も重要な研究課題の1つである最適資本構成の問題である。本論文は、わが国の事業会社のデータを用いて、先行研究では解明されていない最適資本構成の諸問題を分析し、本分野における知見の深化に努めるものである。本論文により提起される問題意識は、以下の4点である。

1つ目の問題意識は、わが国の企業が負債比率の最適水準を認識しているのかという点である。企業は、様々な選択肢の中から、その費用便益を勘案して資金調達手段を決定しているはずである。例えば、自己資本には、企業の安全性を高めるという便益があるが、資本コストが高いという費用も付随する。一方、他人資本は、期待倒産費用を増加させる反面、利払いによる節税効果という便益を持つ。これらの費用便益のうち、利払いによる節税効果に着目し、企業がこの便益の存在を認識して財務的意思決定を行っているのかどうかを明らかにすること、これが本論文の1つ目の問題意識である。

2つ目の問題意識は、資本構成の最適水準が存在し、経営者がこれを認識している場合、企業はその水準に向けて如何に資本構成の調整を行っており、その調整速度は用いる手段によって異なるのかという点である。資本構成を変動させる企業行動は、大別すると増資、減資、借入、返済、剰余金の積み立て、剰余金の取り崩しの6種類である。調整に用いる手段は、それぞれ異なる特性を有するため、調整速度にも違いが生じる可能性がある。また、すべての企業行動が資本構成の調整を目的に行われるとは限らない。例えば、設備資金の調達を目的とした借入、約定期日の到来に伴う負債の返済等は、必ずしも資本構成の調整を意図したものではない。また、一般的に、資本構成を調整するために利益や損失の水準を変更することはない。これらの企業行動を識別した上でも、意図した資本構成の調整は行われているのだろうか。これらを明らかにすることが2つ目の問題意識である。

3つ目の問題意識は、社債と比較して銀行借入による調達の割合が大きい日本企業は、借り換えという問題を如何に資本構成に反映させているのかという点である。基本的に企業が保有する負債には有限の満期が設定されている。そのため、自社の資本構成を目標とする水準に向けて調整した後であっても、満期の到来により約定返済が生じれば、企業は、借り換えを行う必要に迫られる。即ち、資本構成が目標とする水準に達しており、かつ、目標とする資本構成が変化しない場合においても、企業は、借り換えに付随する費用を負担しなければならない。そのため、企業が合理的であるならば、この借換費用を事前に織り込んで目標となる負債比率と満期構成を決定しているはずである。負債比率と満期の決定に際し、借換費用が重要な役割を果たしていることを明らかにすること、これが3つ目の問題意識である。

最後に4つ目の問題意識は、事業活動と資本構成の関係を明らかにすることである。本稿では、事業活動の1つとして、近年、規模の拡大が続く海外直接投資を取り上げ、これが企業財務に与える影響を分析する。海外直接投資により設立した在外子会社が稼得した利益は、配当や利子の形で国内親会社に還流されることが一般的である。しかし、国家間における送金規制やロイヤリティ料率規制、日本と海外における国際二重課税の問題、外国為替リスク等の要因により、利益のすべてが国内に送られるわけではない。また、金融システムが発展途上の国においては、資金調達の困難性に対応するために国内と比べて多額の現預金を保有する必要に迫られる可能性が考えられる。これらを踏まえれば、海外に生産の一部を移転した企業は、国内企業と比較して多額の現預金を保有することになるものと予想される。また、現預金の海外滞留は、国内における負債の返済を阻害することから、生産の海外移転は、負債と現預金の両建て保有につながる可能性がある。

2. 「負債による節税効果の利用」に関する実証分析

まず、第2章では、1つ目の問題意識に基づき、潜在的に節税効果を享受可能な余地が将来における負債の利用に与える影響を検証した。実証分析においては、まず将来収益のシミュレーションにより企業ならびに時点毎の限界税率を測定し、わが国の企業による節税効果の利用状況について検証した。分析の結果、総資産に対する企業が既に享受している節税便益の割合は、1982年度の15.3%をピークに低下基調にあり、2012年度には僅か6.6%となっていることがわかった。企業が享受する節税便益が縮小している要因としては、負債依存度の低下、金利の低下、法定実効税率の低下が挙げられる。また、景気の減退局面においては、課税所得の縮小も影響していると予想される。一方、追加的な費用負担なく、節税効果を享受できる余地が潜在的にどの程度残されているのかを測定したところ、1982年度には、総資産比で15.2%だったものが、2012年度には34.1%まで拡大しているという結果が得られた。

続いて、追加的な費用負担をすることなく享受できる節税便益額を総資産額で基準化した値を潜在的節税便益比率と定義し、これが企業の資本構成に与える影響を検証した。分析の結果、負債を保守的に利用しており、追加的な節税効果を享受する余地が大きい企業は、将来時点において負債を発行し、結果として負債比率が上昇することが示された。これは、負債比率の決定要因として節税効果が一定程度の重要性を有することを意味する。また、経営者持株比率や外国人持株比率が高い企業ほど、潜在的節税便益比率が将来の負債発行に寄与する傾向が強いことが合わせてわかった。企業価値向上に対する意識が高い企業ほど節税効果の利用に対して積極的であるという事実は、税金が資本構成の最適水準を規定する一要因であるということを意味する。本章では、従前より指摘されていたこの事実をより明確に示すことで、企業が資本構成の最適水準を認識していることを明らかにしたと言える。その一方で、企業による節税効果の利用が十分に行われているとは言い難く、これは、わが国の企業にとって大きな成長機会である。

本章の貢献としては、まず日本企業が直面する限界税率を測定することで、企業が実際に享受している節税便益を定量的に捉えた点が挙げられる。従前より、節税効果が企業価値を構成する一要素であるという指摘がなされてきたが、その定量的な評価は不十分であった。本研究は、長期のパネルデータを用いて、節税便益の寄与度を明らかにした。また、2つ目の貢献としては、負債比率の決定要因として、限界税率ではなく、潜在的な節税便益の大きさが重要であることを明らかにした点がある。

以上が本章の概要と貢献であるが、一方でいくつかの課題が残されている。1つ目の課題は、海外における納税の存在を捨象している点である。その是非についてここで議論することはしないが、一部の企業は、英国領ケイマン諸島やバージン諸島を始めとした租税回避地を利用して、税逃れを行っている。そのため、特に大企業が実際に直面する限界税率は、本章の推定よりはるかに低い可能性がある。2つ目の課題は、限界税率の測定において、欠損金の繰越控除以外の課税控除が考慮に入られていない点である。実際には投資の税還付を始めとした種々の制度によって限界税率は低下する。そのため、本章で測定した節税便益比率や潜在的節税便益比率には、上方バイアスが生じている可能性がある。また、3つ目の課題としては、分析対象期間において、節税効果に対する企業の感応度を一定と仮定している点がある。法定実効税率が異なる環境下においては、利払い額が節税便益に与える影響が変化する。そのため、サンプル期間を区切ることで、企業による節税効果の認識が如何に変化したのかを検証する必要がある。

3. 「資本構成の調整手段と速度」に関する実証分析

第3章では、第2章の結果を踏まえた上で、2つ目の問題意識に基づき、最適水準に向けた資本構成の調整が如何に生じているのかを検証した。実証分析においては、過剰負債か過少負債か、資金余剰か資金不足かを示す2つのダミー変数を部分調整モデルに組み込むことで企業が用いる資本構成の調整手段の識別を行い、用いる調整手段によって資本構成の調整速度が異なるかどうかを検証した。また、本研究は、部分調整モデルに定数項を導入することによって、資本構成の変動をターゲットへの到達を意図した企業行動によるものと、そうではないものとに識別し、調整手段毎の調整速度をより精緻に測定した。即ち、ターゲットからの乖離幅に比例して生じる資本構成の変動をターゲットへの到達を意図した企業行動によるもの、乖離幅とは無関連に生じる資本構成の変動を定数項によって捉え、これをターゲットへの到達を意図しない企業行動によるものと見なした。分析の結果、ターゲットへの到達を意図しない企業行動の影響を除去した場合であっても、ターゲットに向けた資本構成の調整が生じており、その速度は、用いる手段によって大きく異なることがわかった。増資や借入、返済が意図した資本構成の調整に有効である一方、減資を用いた調整は、その速度が非常に緩やかであることが示された。また、企業が資金余剰の状態にある場合、資本構成の調整を目的としない企業行動が調整速度に大きな影響を与えることがわかった。資金余剰の企業は（1）利益による剰余金の積み立てが生じること、（2）設備投資等の規模が相対的に小さく、その原資を内部資金で賄える可能性が高いこと、（3）金融機関とのリレーション維持の必要性に乏しく、約定返済に対し部分的にしか借り換えを行わないこと等の要因により、ターゲットとの乖離幅に関わらず負債比率が下落する傾向にある。そのため、過剰負債かつ資金余剰のケースでは資本構成の調整を目的としない企業行動が調整に正の効果を与えて速度が上昇する一方、過少負債かつ資金余剰のケースでは負の影響を与えて速度が下落することが示された。

本章の貢献としては、2段階に分けて部分調整モデルを推定することで手段別の調整速度を推定した点が挙げられる。用いる手段によって調整速度が異なることを示すことにより、企業が目標とする資本構成からの乖離に直面した際、効率的に調整を行うために用いるべき手段を明らかにした。また、2つ目の貢献としては、部分調整モデルに定数項を組み込むことにより、資本構成の調整を意図しない企業行動の影響を識別した点が挙げられる。これにより、ターゲットへの到達を意図した企業行動による資本構成調整の速度を精緻に測定することに成功した。

以上が本章の概要と貢献であるが、一方でいくつかの課題が残されている。1つ目の重要な課題はターゲットの設定方法である。本研究は先行研究に倣い、回帰分析の推定値をターゲットとして使用している。しかし回帰分析の独立変数が説明するものはターゲットではなく、現在の資本構成である。ゆえに、回帰分析に用いた独立変数の条件付き期待値とも言える推定値をターゲットとして調整を論じることには平均回帰の問題が伴うはずである。その意味では、より正確な調整速度の測定を行うためには今一度「最適資本構成とは何か」という問題に立ち返る必要があると感じられる。また、2つ目の課題としては、資本構成の調整を目的としない企業行動による資本構成の変動を企業固有のものとして測定していない点が挙げられる。本分析には企業固定効果および年次ダミーが含まれているため、個々の企業におけるターゲットイング行動によらない資本構成の変動を正確に測定するためには、この両者を定数項に加える必要がある。そして、3つ目の課題は、資本構成の調整を目的とした企業行動による資本構成の調整を線型としている点である。調整には固定費用が付随することに鑑みれば、乖離の大きさによっ

ては調整が生じないこともあり得るはずである。この点を考慮すれば非線型の調整を考えることの意義は大きい。

4. 「負債の借換費用」に関する実証分析

第4章では、3つ目の問題意識に基づき、資本構成の決定要因として借換費用が如何なる役割を果たすのかを理論・実証の両面から分析した。まず理論分析においては、トレードオフ理論に依拠して負債利用と満期選択の費用便益を検討し、借換費用が存在する場合としない場合で資本構成の最適水準が如何に変化するのかを分析した。その結果、借換費用が大きい企業ほど負債比率の最適水準が低下することが示された。これは、本来、目標とする負債比率からの乖離を許容することによる機会費用を借換費用が上回る可能性が存在するためである。また、借換費用は、企業による負債の満期選択にも影響を与えることがわかった。借換費用が大きい企業は、より長い満期の負債を選択することで、借り換えの規模を抑制する誘因が高いと考えられる。

理論分析から得られた仮説を検証する実証分析においては、社債と比較して銀行借入による調達の場合が大きいという特徴を有する日本企業のデータを用いて、借換費用が資本構成選択、特に負債の満期選択に与える影響を明らかにした。但し、借換費用の負担が必要となるのは、過少負債の企業だけであるため、分析対象を負債比率が最適水準を下回っている企業に限定した。また、借換費用の代理変数としては、過少負債の企業による資本構成の調整速度を用いた。負債比率と満期の同時決定を勘案した分析の結果、借換費用が大きいほど負債比率の最適水準は低下し、満期の最適水準は長期化することがわかった。

本章の貢献としては、以下の2点が挙げられる。1点目は、取引費用のうち借換費用の特殊性に言及したことである。取引費用の中から借換費用を区別することで、これが調整速度のみならず目標とする資本構成の選択そのものに影響を与えることを理論的に示した。2点目は、この仮説をデータで実証したことである。分析対象を過少負債の企業に限定することで、借換費用の負担が生じている企業を特定し、借換費用が実際に負債比率と満期の決定に影響を与えることを実証的に示した。

以上が本章の概要と貢献であるが、一方でいくつかの課題が残されている。1つ目の課題は、定常性の担保である。本章の検証仮説は、新規の設備投資等が存在せず、また、外部要因等の変化がないため、資本構成の最適水準が変化しない企業を前提としている。外部要因等の変化については、説明変数に月次の期待インフレ率と年度ダミーを含めることでコントロールをしている。一方、企業の設備投資等についても各企業特性によってコントロールを試みているが、不十分である可能性がある。より精緻に仮説の検証を行うためには、資産構成の変動が小さい企業に絞って分析を行う必要がある。また、2つ目の課題としては、長期満期比率の定義が挙げられる。本来、理論によって提示された仮説を検証するためには、負債の加重平均満期を用いるべきである。しかし、借入金等明細表においては、5年超の負債額がまとめて開示されているため、負債の加重平均満期を計算するためには、5年超の負債の満期の分布を推定する必要がある。しかし、本章の分析においては、先行研究に倣う形で簡便に3年超の負債の割合を長期満期比率として定義している。

5. 「負債・現預金の両建て保有」に関する実証分析

第5章では、5つ目の問題意識を踏まえた上で、生産の海外移転と負債・現預金の両建て保有という2つの事象の関連をわが国の上場企業のデータから検証した。生産の一部を海外に移転するか否かという検討を行う際、企業は、背後にある自社の様々な企業特性を勘案し意思決定を行う。しかし、これらの企業特性は、企業が選択する負債比率や現預金比率にも同様に影響を与えるものと考えられる。そのため、生産の海外移転が負債・現預金の両建て保有に寄与するかどうかを検証するにあたっては、内生性が大きな問題となる。本研究は、この問題を回避するためにプロペンシティスコアマッチングの手法を用いた。分析の結果、生産の海外移転を行った企業は、負債比率と現預金比率をともに上昇させ、負債と現預金の両建て保有を促進させることが示された。特に現地における資金調達が困難である若い企業は、予備的動機による現金保有が多く、結果として負債の返済が進まないことから、この傾向が顕著であることがわかった。また、部分的ではあるものの進出先地域の送金規制等も影響している可能性が示唆された。

生産の海外移転が負債と現預金の両建て保有につながっているという事実は極めて重要である。現預金と借入余力が必ずしも代替的ではない企業にとっては、負債と現預金の両建て保有が企業価値を高める場合がある。一方、資本市場の分断や現地における資金調達の困難性により、やむを得ず行う両建て保有は、資本効率の低下を通じて企業価値を毀損している可能性がある。国は、本邦企業が進出先の各国において十分な資金調達ができる仕組みや資金移動の自由度が高まるような外国との経済連携協定締結等を通じて、企業が資本効率を十分に高めることのできるビジネス環境を整備する必要がある。

本章の貢献としては、まずプロペンシティスコアマッチングを用いることで、生産の海外移転が企業財務に与える純粋な影響を明らかにした点が挙げられる。先行研究において、海外進出企業の負債比率は、国内企業と比較して低水準にあるという指摘がなされてきた。しかし、内生性の問題に対処することにより、実際には、生産の一部を海外に移転するという事業活動は、企業の負債比率を上昇させることが明らかとなった。2つ目の貢献としては、負債と現預金の両建て保有に着目した点が挙げられる。以前より負債から現預金を控除した純負債比率を対象とした研究が多数行われてきたが、この両建て保有に着目した研究は、筆者が関知する限りでは存在しない。本章は、市場の分断が負債と現預金の両建て保有の一因であることを指摘することで、企業の資金効率を改善できる可能性を指摘した。

以上が本章の概要と貢献であるが、一方でいくつかの課題が残されている。1つ目の課題は、生産の海外移転の規模が考慮されていない点である。本章の分析は、主にプロペンシティスコアマッチングに依っている。そのため、海外展開の有無のみで処置を捉えており、海外移転の規模によって、負債と現預金の両建て保有の状況が如何に変化するのかを分析できていない。また、2つ目の課題としては、企業が、現預金や負債をどの通貨で保有しているのかを明らかにしていない点が挙げられる。本章の分析結果では、生産の海外移転の進捗により、外貨建ての現預金と円貨建ての負債の両建て保有が促進されると想定している。開示情報の制約から現時点での分析は難しいものの、より精緻に結果の解釈を行うためには、通貨別に現預金と負債の保有状況を把握することが望ましい。

以 上