

企業の最適資金調達選択 低信用企業による社債発行の可能性

一橋大学大学院 石川雅也

< 報告要旨 >

企業による負債型資金調達手段の選択に関してはこれまでも分析が多くなされており、それらは一貫して「上質の企業は社債発行、低質の企業は銀行借入を選択する」という結論を導いている。しかし、ハイ・イールド・ボンドに代表されるような低信用企業による社債発行は本当に有効な資金調達手段となりえないのであろうか。また、もし、なりえるのなら、それはどのような状況においてか。さらには、銀行が資金供給不可能な企業へも市場であれば資金提供可能となるような状況も起こりうるのであろうか。これらの問いに対し、Holmstrom and Tirole (1997), Repillo and Suarez (2000)などの企業間の差異を信用性の違いのみで捉えたこれまでのモデルでは、低信用企業間の最適資金調達手段に差異が生じる可能性について分析できず、答えが提示できない。本論文の目的は、企業を複数の特徴（担保価値とモラル・ハザード機会獲得頻度）で捉えたモデル分析を展開することで、これらの問いに対する答えの提示を試みることである。企業特徴のうち前者は信用性、後者は情報の非対称性問題の深刻さの程度を表す。

モデル分析によって本論文では次のような結論を得る。まず、担保価値の低い低信用企業のうち、より情報の非対称性の問題が深刻な企業は社債市場へアクセスできず、モニタリング機能を有する銀行に依存する。一方で、情報の非対称性の問題が小さい企業の場合、社債市場へアクセス可能であるため、社債発行と銀行借入がともに選択可能となる。そして、このような企業のうち、より担保価値の低い企業ほど銀行のモニタリング・コストを嫌って社債発行を選択することになる。すなわち、担保価値の低い低信用企業であっても情報の非対称性の程度が低い場合、社債発行が有効な資金調達手段となりうる。また、担保価値の高い高信用企業に関しては従来の研究と同様、高格付け社債の発行を選択する。さらに、市場に Boot and Thakor (1997)で示された新情報伝達機能を認めた時、銀行にも融資不可能な低信用企業のうち、情報の非対称性問題の程度が低い企業に関しては、市場による融資が可能となる状況も発生しうる。

これらの結果は、低信用企業の資金調達手段としての社債発行の可能性を示唆すると同時に、その限界についても興味深いインプリケーションを与えられる。すなわち、情報の非対称性の問題が小さい場合は低信用企業による社債発行には有効性を期待できるが、情報問題が深刻な企業にとって社債発行は、モニタリング機能に優れた銀行からの借入れ以上に優れた資金調達手段とはなりえないと思われる。

< 討論者コメント >

横浜市立大学 随 清遠

この論文のねらいは、「信用の低い企業は、場合によって銀行借入を選択せず、社債発行を選ぶ」ことを理論的に説明するところにある。

モデルの構造は、かなり複雑な設定をしているが、基本的に、Boot and Thakor の 1997 年の論文をベースにしている。担保を配慮した点は著者の新しい工夫である。難解な論文に新しい工夫を加えて、新しい結論を導こうとする著者の意欲は評価されるべきである。また、論文の結論は非常に魅力的なものである。もし議論の前提をすべて認めれば、著者の議論が正しい。

問題は、その結論がアドホックな前提に大きく依存しているように思われる。

たとえば、ページ 18、「proposition 1 系」にそれが顕著に出ている。何の見返りもないのになぜ銀行が審査を続行するのか？資本市場に情報伝達効果がなければ、銀行がなぜ社債保有者と同じ行動をとれないのか？こういった問題は論文で説明していない。

これと似たような批判が、Boot and Thakor の論文についてもいえるかもしれないが、BT 論文の価値は、社債市場の情報伝達機能を厳密に論証したところにある。しかし、この論文では、市場の情報伝達機能は、ブラックボックスのままになっている。

「低信用」の定義も疑問の余地があるように思われる。 が大きいことは、簡単に言えば、つまり資金を「持ち逃げする」可能性が小さいことである。他の条件が一定であれば、これは「高信用」企業と理解されるべきではないか。

その他の問題点について、まず Boot and Thakor の論文と同じ構造になっている以上、「情報の非対称性問題の程度をとらえた点」はこの論文の特徴とならないことを著者が認めるべきである。また、proposition 1 の証明は lemma 1 と lemma 2 の結論を無視している。G1,G2,G3 のケース分けは、3.1 節の「情報問題が未解決の場合」と違ってくるはずである。さらに、シグナルはいつ発生するかも不明である。資金調達の意志決定がなされる前にシグナルが発生するとすれば、悪いシグナルの企業は、社債発行を取りやめることができると思うのは自然ではないか。

金融仲介理論のフロンティアの議論では、銀行 vs. 資本市場が焦点になっている。著者の問題意識は、最先端なものであるといえる。これまで、情報独占(Rajan)、市場の情報伝達機能(Boot and Thakor)、認識の収束(Allen and Gale)などの成果があった。この流れに沿って、議論を進めていけばより大きな成果が得られるであろう。

< 報告者リプライ >

大変貴重な数多くのコメントありがとうございます。論文の改善の参考、そして今後の研究の励みとしていきたいと思います。コメント中の疑問点への返答としては以下のようになります。

確かに本論文では、銀行貸出の場合必ずモニタリング付の融資を行うことを想定しているにも関わらず、その点について厳密な根拠をあげていない。この想定根拠としては次のようなことがあげられると思われる。まず、銀行貸出の場合、自己資本率規制、預金準備率規制等の規制によって資金を全て貸出に当てることができないため、結果、社債の融資者と同様の融資を行おうとした場合、資金の投入に余計なコストがかかってしまう点。さらに討論者の随先生も挙げられている Rajan(1992)の論文で示された銀行の情報独占の結果、銀行貸出には余計なコストがかかる危険がある。必要とあればこれらをモデルに組み込むようにしていきたい。

また、別な解釈としては本モデルの社債をいわゆる"arm-length lending"、銀行貸出をいわゆる"relationship lending"と捉えることもできると思われる。

本論文において分析の焦点は「社債市場、銀行のそれぞれに特有の機能の導出」ではなくあくまで「社債市場、銀行のそれぞれに特有の機能を認めた状況での、多角的に特徴が捉えられた企業の最適資金調達選択の分析」である。そのため、銀行のモニタリング機能、市場の新情報伝達機能の導出はそれぞれ Diamond(1984), Boot and Thakor (1997)を根拠として所与とした。

この指摘は最もであり、信用性は広義的に考える場合、本モデルでは厳密には保有担保可能資産価値と情報問題の程度の総合で評価されるべきである。ただ多くの実証分析においても信用性の指標としては正味資産等で捉えられ、情報問題の程度の考慮はなされていないと思われる。本論文ではこの狭義の信用性の定義に基づいて信用性を捉えているといえる。

また、信用性を広義的に捉えた場合、本論文の結論は『最も信用性の低い企業は銀行借入に依存せざるをえない。ある程度信用性が認められる企業では、より担保価値が低く、情報問題が深刻でない企業ほど社債を好み、逆の企業は銀行借入を好む。十分に信用性が高い企業は社債を選択する』となり、基本的な結果とその解釈は代わらないと思われる。

「情報の非対称性問題の程度」はご指摘の通り Boot and Thakor (1997)でのモデル化をそのまま応用している。そのため、この点は明らかに本論文のオリジナルな特徴ではない。ただ、この「情報の非対称性問題の程度」を「モラル・ハザード機会の発生確率」と捉えてモデル化するという手法は多少特殊なもので標準的に用いられているものではないため、説明に多くを費やすことになった。

本論文の貢献はあくまで上述のように「社債市場、銀行のそれぞれに特有の機能を

認められた状況での、多元的に特徴が捉えられた企業の最適資金調達選択の分析」を行った点とその結果として「低信用企業による社債利用が有効と働く状況」の理論的説明とそれに関わる幾つかのインプリケーションを得た点である。

また、本論文では、最も単純なケース(A8式)を仮定して proposition 1 を導出し、上の結論を得ている。この仮定をはずした場合、企業の最適資金調達選択はより複雑になり図のようにシンプルに区分させることは難しくなると思われる。ただし、その場合でも企業にモラル・ハザード・インセンティブが生じる状況では、担保価値が低い企業ほど銀行のモニタリング・コストが負担となり、情報問題が深刻でない企業ほど銀行のモニタリングに魅力を感じないことは変わらない。そのため全体的には『より担保価値が低く、情報問題が深刻でない企業ほど社債を好み、逆の企業は銀行借入を好む』という結論は変わらないと思われる。

最後にシグナルの発生のタイミングについて。このモデルでの社債市場が企業に提示するシグナルとは、発行される社債の市場価格が市場取引によって明らかになっていく過程で得られるものであり(Boot and Thakor (1997)参照)、シグナルを得てから社債発行の意思決定を行うことは不可能である。