

負債構成と資本構成：銀行負債の再交渉に着目して

慶應義塾大学大学院 富田信太郎

慶應義塾大学大学院 池田 直史

慶應義塾大学 辻 幸民

この報告では、企業の資本構成および負債構成の問題として、トレードオフ理論の枠組みの中で、銀行負債、社債、株式の内訳を決定するモデルを提示する。トレードオフ理論に代表される一般的な資本構成の理論においては、負債と株主資本の構成が盛んに議論されているものの、負債の内訳(例えば銀行負債と社債など)に関する議論、すなわち負債構成を含めた議論はあまり行われてこなかった。

同じ負債であっても、銀行負債と社債とは様々な点で違いがあることが想像できるが、ここではその中でも、企業の業績が悪化した場合の再交渉の可能性の有無に着目してモデルを展開している。不特定多数の投資家に保有されている社債に比べ、銀行負債は特定の少数の貸し手が保有しているため、再交渉が容易であると考えられる。このことから、社債は再交渉不可能で、銀行負債は再交渉が可能であると想定する。銀行負債の場合、再交渉を行うことで、倒産の起こるよりも早い段階から利子支払が減免される。

同様の問題意識の下での先行研究には Hackbarth-Hennessy-Leland(2007)があるが(以下、HHL モデルと称する)、我々のモデルとの差異は交渉の型にある。株主(企業)と銀行との再交渉は、HHL モデルでは Take-it-or-Leave-it 型の交渉が想定されているが、我々のモデルではナッシュ交渉に依拠している。HHL モデルの問題点は、銀行負債、社債、株式の構成が事実上、端点解として決定され、銀行負債は利用可能な最大値に設定されてしまう。この結果、初期時点の直後から銀行との再交渉が起こりうる。他方、我々のモデルの特徴としては、三者の構成が内点解として存在する点である。これは HHL モデルと対照的な帰結であり、初期時点直後に再交渉が開始されるということは起こらない。

しかし、我々のモデルで内点解が得られるとはいえ、基本的な数値例において数値計算を行うと、企業は最適な意思決定の結果、負債のうち 9 割以上を銀行負債によって調達するという結果になる。このような偏った負債構成になるのは、再交渉可能という銀行負債のベネフィットのみ考慮していることが影響していると考えられる。その一方で、過去の多くの研究で銀行負債の利用には何らかの追加コストのかかることが指摘されている。そこで次に、銀行負債の利用には追加コストがかかるという想定を、モデルに明示的に取り込んで分析を行っている。その結果、銀行負債の優位性が低下するため、社債の利用が相対的に増加することが示されている。そして、数値計算では、我々のモデルを用いて比較的現実的な負債構成の水準が実現されることを示している。

(フルペーパーは、<http://www.fbc.keio.ac.jp/~tsuji/>からダウンロード可能)