

〈共通論題〉

日本の大企業の資金調達 ——過去・現在・未来——

早稲田大学 広田 真一

本報告では、1970年代から直近の2000年代後半までのデータを用いて、日本の大企業の資金調達行動を解明する。日本企業の資金調達の行動原理は何か、それは時とともに変化しているのか、またそれは今回の世界金融危機の局面においてどのような意味をもったのかを考察する。

日本の大企業の1970年代から今日までの資本構成のデータを眺めてみると、そこで一貫して見られる特徴は負債比率が年々低下していることである。日本の大企業約500社で見ると、負債比率（負債合計 / 総資産）は1973年には77.3%であったが、2008年には55.4%に低下している。そして、一見これと矛盾するようなもう1つの特徴は、銀行からの借入金の比率が1990年代以降ほとんど低下していないことである。これを同じく日本の大企業約500社のデータで見ると、借入金比率（借入金 / 総資産）は1990年の29.5%が2008年になっても26.0%とほぼ横ばいである。また、メインバンクからの借入比率（メインバンク借入金 / 総資産）も、1990年の6.4%から2008年には6.8%とほとんど変化していない。

「負債比率の低下」と「銀行借入依存の継続」、この2つをどのように理解すればいいのだろうか。欧米のコーポレートファイナンスの研究においては、企業の資金調達行動（資本構成）は、通常トレードオフ理論で理解される。これは、企業が株主の利益を最大化するように、負債の節税のメリットとエージェンシーコストをバランスさせるように負債比率を決定するというものである。そこで、日本企業のデータを用いてトレードオフ理論に基づいて回帰分析を行うと、ここ30年間の日本の負債比率はむしろ上昇しているはずであるとの結論が導かれる。すなわち、トレードオフ理論は日本企業の現実の負債比率の変化を説明していない。

そこで本報告では、日本企業の資金調達原理に関する代替的な仮説を提示する。それは、企業が株主の利益最大化ではなく企業の存続や内部者の利益を最大にするように資金調達方法を決めているというものである。その場合には、企業は倒産のリスクを小さくするために、可能な限り負債での調達を避けて内部資金での調度を優先する。そして、もし負債での調達が必要な場合には、社債発行等に加えて銀行・メインバンクからの借入を行うことによって倒産リスクをヘッジする。こうした行動がここ30年間の負債比率の低下と銀行借入依存の継続という形で現れたと考える。

上記のような財務政策は、効率の追求よりリスクの回避に重きをおくという意味で保守的なものである。したがって、企業の存続や内部者の利益にはプラスであるが、株主利益の最大化の観点からは必ずしも評価されないであろう。事実、2000年代に入ってから、日

本企業の財務政策は外国人投資家やマスメディア等から批判されてきた（低ROEの原因など）。しかしながら、この保守的な財務政策が日本企業の安定性を高めてきたことは事実である。これは今回の世界金融危機を通じて明らかになったといえよう。世界的な不況下でも日本の大企業には倒産はほとんど見られなかったし、金融市場が機能停止したときにもメインバンク借入によって企業の資金繰りに大きな問題は生じなかった。そして金融危機前とは逆に、今度は日本企業の安定した財務基盤がその強みとして評価されることになった。

本報告では、日本企業の安定性を重視した財務政策がここ 30 年間ずっと続いてきたのか、あるいは近年それに何らかの変化が見られるのかを考察する。そしてそこから、日本の企業金融の今後を展望する。