

日本の大企業の資金調達

2010年金融学会春季大会

2010年5月16日

早稲田大学 広田真一

1

日本の大企業の資金調達

- 日本のコーポレートファイナンス
 - メインバンク、株式持合い、配当政策等
- その中で資金調達に関する研究は？
 - 池尾・広田 (1992), Hirota (1999), 西岡・馬場 (2004), 嶋谷・川井・馬場 (2005)
 - 実態を解明するというより、理論(最適資本構成理論)のテスト?
- 日本企業の資金調達の行動原理は？

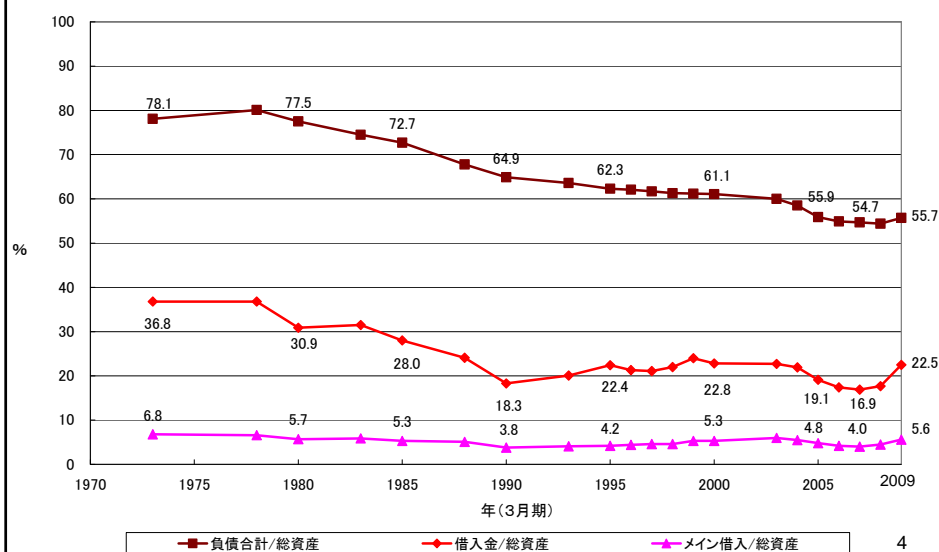
2

日本企業の資金調達：概観

- 三菱総合研究所、企業経営の分析に掲載されている大企業約500社がサンプル
- 1970年代後半から直近まで(2009年3月期)
- 5つの図、サンプル平均値
- 2つの特徴が見られる。
 - (1) 負債への依存の長期的低下
 - (2) 銀行借入依存、メインバンク依存の継続

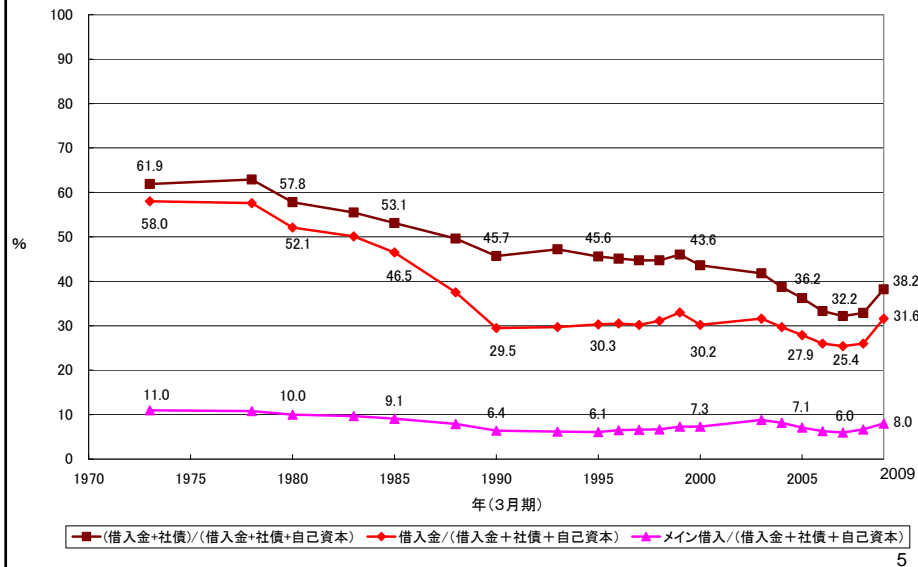
3

日本の大企業の資金調達(ストック1)

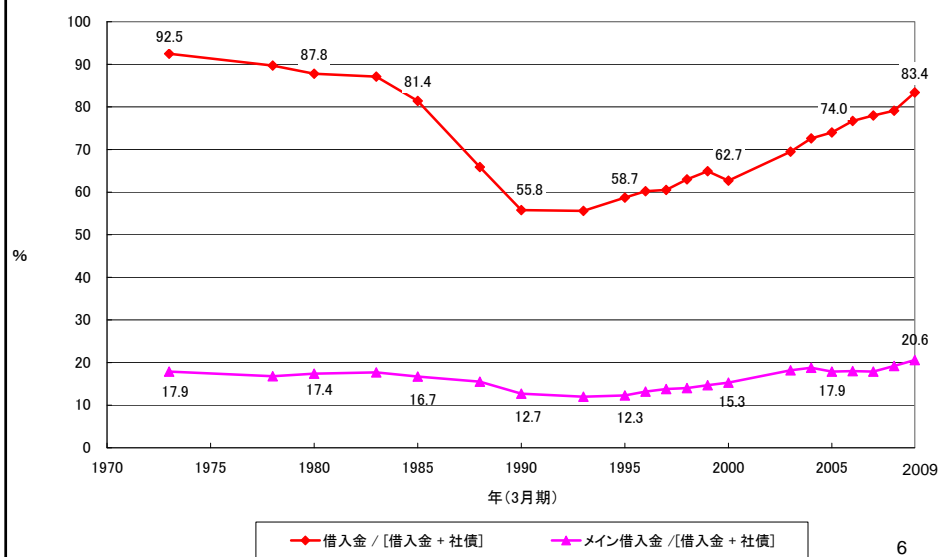


4

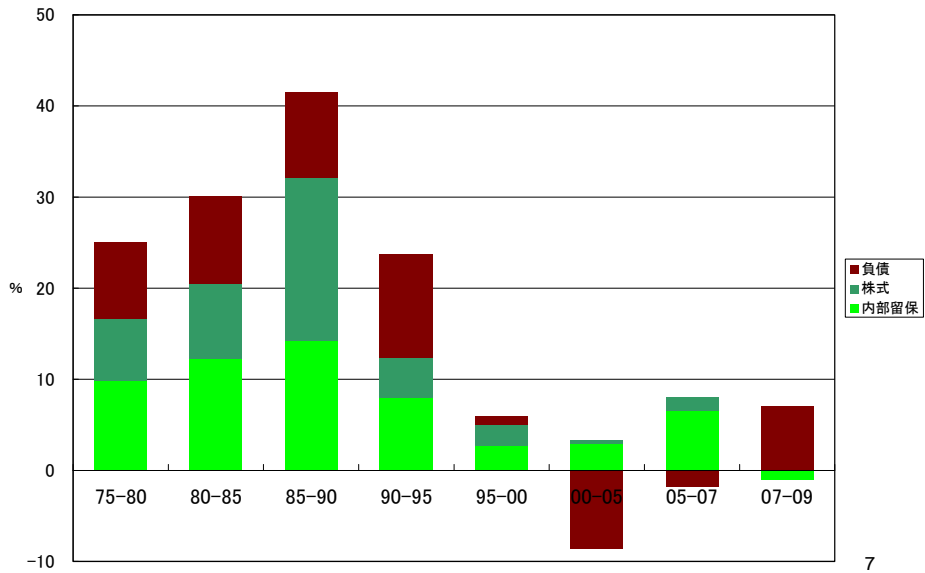
日本の大企業の資金調達(ストック2)



日本の大企業の負債調達(ストック)

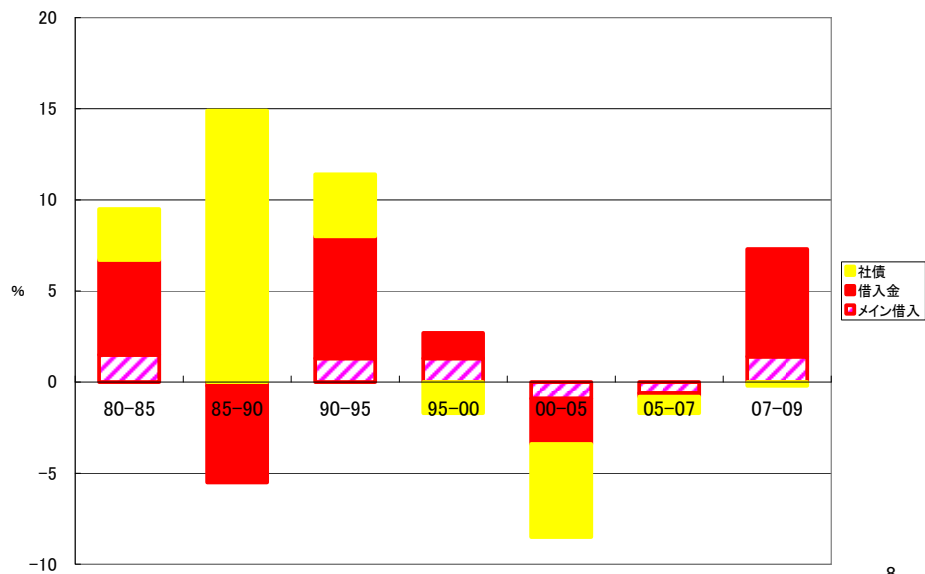


日本の大企業の資金調達(フロー)



7

日本の大企業の負債調達(フロー)



8

日本の大企業の資金調達： 2つの特徴

- (1) 負債への依存の長期的低下
 - (2) 銀行借入依存、メインバンク依存の継続
- どのような行動原理を反映しているか？

9

(1) 負債依存度の低下

- 既存のコーポレートファイナンスの理論で説明できるか？
- 株主の利益最大化→最適資本構成の理論

トレードオフモデル

ペッキングオーダーモデル

10

トレードオフモデル

- 節税効果 vs. 期待倒産コスト(又は AC)
 - 負債比率 = F (代理変数 1、2、3・・・)
 - 池尾・広田 (1992), Hirota (1999), 西岡・馬場 (2004), 嶋谷・川井・馬場 (2005)

11

表1 トレードオフモデルによる推定

	Dependent variables: DEBT / TA					
	1985	1990	1995	2000	2005	ALL
<i>Intercept</i>	98.63 *** (0.000)	63.42 *** (0.000)	45.85 *** (0.000)	36.01 *** (0.000)	22.91 *** (0.002)	60.04 *** (0.000)
<i>FIX / TA</i> +	-0.332 (0.946)	17.14 *** (0.001)	24.59 *** (0.000)	32.33 *** (0.000)	34.69 *** (0.000)	23.21 *** (0.000)
<i>MKT / BK</i> -	-18.50 *** (0.000)	-5.213 *** (0.000)	-5.978 *** (0.000)	-7.431 *** (0.000)	-8.602 *** (0.001)	-7.072 *** (0.000)
<i>log SALES</i> +	-0.183 (0.748)	0.625 (0.292)	1.505 ** (0.021)	1.773 *** (0.005)	2.608 *** (0.000)	1.254 *** (0.000)
<i>BUSIRISK</i> -	11.66 (0.759)	-10.43 (0.844)	24.15 (0.752)	167.1 *** (0.010)	82.56 (0.103)	34.27 (0.147)
<i>YEAR1990</i>						-2.667 ** (0.024)
<i>YEAR1995</i>						-9.168 *** (0.000)
<i>YEAR2000</i>						-13.30 *** (0.000)
<i>YEAR2005</i>						-18.38 *** (0.000)
<i>R²</i>	0.149	0.082	0.090	0.130	0.161	0.164
<i>Sample Size</i>	460	499	507	495	460	2421

12

ところが・・・

- 負債比率の長期的低下を説明できない。
 - 1985-2005年間の負債比率の平均値は、72.7%から56.1%へと、16.6%低下
 - 同じ時期の説明変数の変化は、FIX / TA ↑、MKT / BK ↓、logSALES ↑
 - 回帰式から予想される負債比率の変化は、2.8%の上昇
 - 2005年のダミー変数で負債比率の低下の全てを説明してしまう。

13

ペッキングオーダーモデル

- 内部資金 > 負債 > 新株発行
 - Myers & Majluf (1984) による理論モデル
 - 旧株主と新株主の間の情報の非対称性
- このモデルによる解釈
 - 日本企業の投資機会の減少 → 内部資金だけで十分ファイナンスができ、これまでほど負債を発行する必要がなくなった。
- 上場企業に情報の非対称性あるか？

14

株主利益最大化モデルへの疑問

- 日本企業は株主の利益を最大化しているか？
- 現実の観察、多くのガバナンスの研究
→ ???
- 資金調達だけ、株主利益最大化？
- 日本企業の資金調達原理は？

15

安定性重視の財務政策(仮説)

- 企業のステークホルダー(特に株主以外)にとっての最大の関心
→ 企業の生存、存続
- 長期的取引のメリットを生かす
– 関係的契約(relational contract)の前提条件
- リバレッジ効果よりも財務的安定性を重視
– できる限り負債発行を避けて、内部資金(株式発行)を優先する。

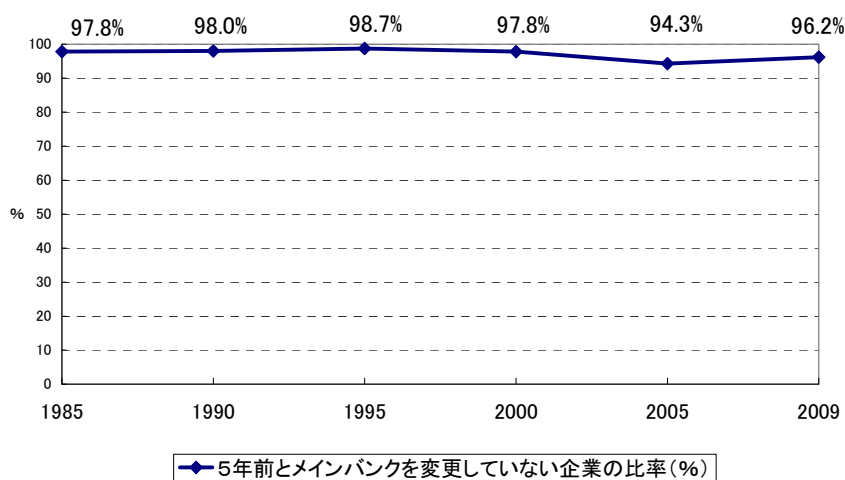
16

安定性重視の財務政策

- Donaldson (1984), Myers (1990)
- 内部資金 > 投資需要の場合 → 負債の返済
 - 日本の資本構成の特徴(1)を説明できる可能性
- 日本企業の資金調達に関するもう1つのインプリケーション
 - 負債を発行する時には、ある種の保険付の負債
 - 銀行借入、メインバンク借入の継続(特徴(2)を説明できる可能性)

17

メインバンク関係の安定性



18

コミットメントラインの主幹事

2001年～2007年

メイン バンク	サブ メイン	コア バンク	その他 銀行	合計
105 (77.2%)	15 (11.0%)	11 (8.1%)	5 (3.7%)	136 (100.0%)

19

シンジケートローンの主幹事

2001年～2007年

メイン バンク	サブ メイン	コア バンク	その他 銀行	合計
110 (69.2%)	18 (11.3%)	18 (11.3%)	13 (8.2%)	159 (100.0%)

20

社債発行の財務代理人と主管理会社

2000年～2007年

	メイン バンク	サブ or コア	その他 銀行	合計
財務代 理人	1074 (71.5%)	400 (26.6%)	29 (1.9%)	1503 (100.0%)
主管理 会社	369 (79.9%)	79 (17.1%)	14 (3.0%)	462 (100.0%) <small>21</small>

社債発行の引受証券会社

2000年～2007年

	引受 トータル	主幹事	幹事	通常の 引受
メインの 証券子 会社	68.0%	38.8%	23.8%	14.8%
主証券 会社	63.2%	39.0%	20.3%	3.8%

インタビュー結果(銀行) メインバンク関係

「よくマスコミ等では、企業とメインバンクの関係は希薄化したと言われるが、必ずしもそうではない。形を変えながら続いている。企業は今でもメインは〇〇さんだと言う」。

23

インタビュー結果(銀行) メインバンク関係

- 「コミットメントラインをメインに頼むのは、それもメインへの取引の集中と考えるからである。今やコミットメントラインの銀行リストとその序列はメインかどうかの指標になっている。企業側が示すコミットメントラインの序列が予想と違っていると企業と銀行の認識が違っていたということになる。例えば、当行がメイン先だと思っていた企業が当行以外に主幹事を頼むと、当行がメインであるという価値観を共有できなくなる。逆に言うと、コミットメントラインの序列は、企業とメインがお互いの気持ちを確かめ合うツールになっている」。

24

インタビュー結果(銀行) メインバンク関係

- 「社債発行の際の引受証券会社に、メイン系列の証券会社を入れることは、企業のメインに対する忠誠心を表す。また、引受幹事には通常メイン系列の証券会社か主証券会社を選ぶ。それ以外を幹事に指名するときには、それなりの理由がないといけない。例えば、外資系が低いフィーを提示し、メインが自らそのフィーではできないというときなどは、メインとの間で今回は外資系にやってもらった方がいいという話になる。しかし、そんな場合でも、その代わりにメインに社債の管理会社を回すなどの形で、メインに「愛」を示す」。

25

インタビュー結果(企業) メインバンクの機能

- 「銀行には安定的な資金の提供を期待する。社債での資金調達は、企業のその時々格付け・信用力をそのまま反映するのでリスクがある。したがって、銀行にはそれを補完する役割を求めている」

26

インタビュー結果(銀行) メインバンクの機能

- 「企業が何らかの理由で資金が不足したときに、メインバンクが融通するという暗黙の契約は今でもある。特別当座貸越というものがあり、企業ごとにこの範囲までなら貸せるという目安がある」

27

インタビュー結果(企業) メインバンクの機能

- 「ここ数年、わが社の財務状況が悪化し、メインバンクとの絆が強まった。自己資本比率が下がりひょっとすると危ないのではないかという状況になったが、そんな中で生き延びるためには、資金が続かないといけない。まさに「いざというとき」だったので、メインバンクに傘を貸してもらうように頼らざるを得なかった。そんなときにメインバンクがちゃんと対応してくれたので、他の銀行も対応してくれた」。

28

企業とメインバンクの关系的契約

- ある種の「信頼関係」
 - 企業はメインバンクがいざという時に助けると信じるからこそメインバンクを大事にする。
 - メインバンクは企業が普段から取引を集中してくれるからこそ(あるいは将来もまたそれを続けてくれると信じるからこそ)いざという時に助ける。
- 关系的契約 (relational contract) のアプローチを使って、経済合理性の観点から説明することが可能。

29

金融危機と日本的財務政策

- 安定性重視の財務政策のせいで、企業の負債依存度はかなり低下していた。
 - 財務危機、倒産危機を避けることができた。
- 金融危機でマーケットの機能が麻痺した際には、銀行・メインバンクから資金調達を行った。
- 日本的財務政策は、金融危機時にプラスの効果をもった。

30

今日のまとめと含意

- 日本企業のここ30年間の資金調達を概観すると、(1)負債比率の長期的低下、(2)銀行借入依存・メインバンク依存の継続、という特徴が見られる。
- 日本企業の資金調達の行動原理は、効率(株主利益)重視よりむしろ安定(企業の存続)重視
- この財務政策は、株主利益最大化から見ると疑問であっても、経営の安定性を確保。
- 金融危機においてプラスの効果
- 長期的見地から見ると、最適な財務政策と見ることができる可能性。