

レバレッジ・ダイナミクスの分析 —上場企業と非上場企業の比較—

一橋大学大学院生 吉田 隆

一橋大学 小西 大

本研究は、動学的なモデルを用いて、上場企業と非上場企業との資本構成に係る比較分析を行うものであり、以下のような問いに理論的かつ実証的に答えようとする。①上場企業の負債比率は非上場企業よりも高いか、②上場企業が負債比率を調整する速度は非上場企業よりも速いか、③負債比率の決定要因に対して、上場企業は非上場企業よりも敏感であるか。このような問いに答える既存の研究は極めて限られている。

資本構成の研究は、従来、ほとんどが上場企業を分析対象としてきた。この主な理由は、非上場企業のデータの利用可能性が低いことにある。しかしながら、非上場企業も、国全体の経済活動において上場企業ほどではないにせよ相当の比重を占めていることから、その財務行動を知ることは重要と言える。

本研究は、①の問いに答えるための包括的な理論的枠組みを新たに提示している。この理論枠組みは、関連する3つのマーケット・フリクション、即ち取引コスト、情報の非対称性、エージェンシー・フリクションの影響を総合的に分析し、株式の上場は負債比率を高めるか又は低下させるか、いずれにもなりうることを示唆している。本研究及びいくつかの先行研究の実証分析結果からは、株式の上場は負債比率を高めることも低下させることもあることが明らかになっており、上記の示唆はこうした結果と整合的である。

②の問いに対しては、本研究は、標準的な部分調整モデル及び最近の研究が提唱する新たな部分調整モデルを用い、上場企業が負債比率を調整する速度は非上場企業よりも速いという先行研究の結果を確認し、更に、非上場企業は調整行動を取っていないことを新たに見出している。また、③の問いに対しては、負債比率の決定要因の中で利益率に焦点を当て、上場企業は非上場企業よりも収益性に対する感応度が低いという先行研究と同様の仮説を設定し検証した結果、必ずしも仮説通りでない結果を得ている。