

資本構成の調整手段に関する研究

——日本の上場企業のデータをもとに——

株式会社日本政策投資銀行 岡本弦一郎

近年、資本構成に関する研究の中心的な課題は「最適資本構成とは何か」という問題から「企業は如何に資本構成を調整するのか」という問題に移行している。しかし、資本構成の調整に関する既存研究の多くは、負債比率自体の変動のみに着目し、調整を生じさせる「手段」については深く言及してこなかった。また、これらの研究において、資本構成の調整はターゲットからの乖離幅に比例して生じるもの、即ちターゲット志向の企業行動からのみ生じるものと想定されているため、非ターゲット志向の企業行動の影響は分析対象とされていない。本研究は、資本構成の調整をテーマに分析を進める上で、資本構成の調整手段に焦点を当てた。また、その際、資本構成の調整をターゲット志向の企業行動から生じるものと非ターゲット志向の企業行動から生じるものに区別することで、各調整手段別の調整速度を精緻に測定した。

分析の結果、資本構成の調整速度は用いられる手段により大きく異なることがわかった。先行研究同様、ターゲット志向の企業行動のみに着目した分析においては過剰負債・過小負債および資金余剰・資金不足の別で調整速度に差異が生じ、減資が有効と考えられる過小負債かつ資金余剰のケースで年率 14.6%と調整が最も緩やかに、増資が有効と考えられる過剰負債かつ資金不足のケースで年率 33.0%と調整が最も速いことが示された。一方、非ターゲット志向の企業行動の影響を含めた分析においても、引き続き、手段間の調整速度に差異が観察された。また、企業が資金余剰の状態にある場合、非ターゲット志向の企業行動が調整速度に大きな影響を与えることがわかった。具体的には、資金余剰の状態にある企業は、利益による剰余金の積み立ての影響に加えて、金融機関とのリレーション構築を目的とした借換のインセンティブが小さいことから負債比率の下落が生じる。そのため、過剰負債かつ資金余剰のケースでは非ターゲット志向の企業行動が調整に正の効果を与えて速度が上昇する一方、過小負債かつ資金余剰のケースでは負の影響を与えて速度が下落することが示された。