

目標負債比率の決定要因と調整速度

——負債比率の部分調整モデルを用いた分析——

慶應義塾大学 富田信太郎

負債比率の最適な水準が存在するのか否かに関して、Graham and Harvey(2001)は企業アンケートを行い、約8割の企業が目標となる負債比率の水準を設けていることを指摘している。これは、それが最適であるかどうかは別としても、多くの企業が目標負債比率を持っていることを意味する。ただし、企業は常に目標負債比率を維持しているわけではない。Graham and Harvey(2001)では、多くの企業はある程度の範囲を持たせて目標を設定していることを指摘している。また、Banerjee, Heshmati, and Wihlborg(2004)やFlannery and Rangan(2006)では、目標負債比率への調整は即座に行われるわけではなく、部分的に調整が行われることが指摘されている。

企業の資本構成を分析する過去の実証研究の多くでは、実現した企業の負債比率が最適負債比率を適切に反映することを暗黙裡に想定している。しかし、目標負債比率への調整が完全には行われないのであれば、実現負債比率を目標負債比率として取り扱うことはできない。そのため、企業の資本構成を適切に分析するためには、部分調整を考慮した上で、その決定要因を分析する必要がある。

本稿では、東証1部上場の製造業に属する企業を対象に、目標負債比率への部分調整を考慮した上で、目標負債比率の決定要因と負債比率の調整速度、目標負債比率への調整がどのように行われるのかを分析している。その結果、目標負債比率は特に資産規模や収益性、資産の有形性といった要因に強く影響を受けており、資産規模や資産の有形性が高いほど目標負債比率は上昇し、収益性が高い企業ほど目標負債比率は低下する傾向が示された。また、調整速度については、東証1部の製造業に限れば、2年から3年程度のペースで調整が行われていることが示された。

さらに、目標負債比率と実際の負債比率の乖離によって社債比率と借入比率がどのように変化するかを分析した。その結果、相対的に規模が小さい企業では、目標負債比率からの乖離を主に借入比率を変化させることで調整していることが示され、負債比率の調整において借入が非常に重要な役割を担っていることが示唆された。一方、大規模企業については、そのような傾向は観察されず、目標負債比率からの乖離を調整するために、社債比率と借入比率が同程度に変化していることが示された。このことは、資産規模の大きな企業の場合には、社債を利用した場合にも調整のための取引コストが借入を利用する場合と同程度に低い可能性を示唆していると考えられる。