

令和 8 年 7 月 29 日

報告タイトル：

1980 年代以降の日本企業による負債選択について - 社債調達の長期低迷とその背景 -

報告要旨

- ・ 企業の事業運営にあたり、負債調達（Debt finance）とその手段の選択は、エクイティファイナンスと並び重要な財務戦略の一つである。もともと、戦後長きにわたり、強い影響力を持った社債発行規制の存在により、わが国企業の負債調達は銀行借入にその多くを依存する状況が続いた。その規制も 1996 年に撤廃され、全ての日本企業に社債発行の選択肢が自由化されてから、まもなく節目の 30 年を迎えようとしている。公募普通社債の市場規模は、直近 2024 年度末時点で 100 兆円の大台が達成間近となるなど、近年その増勢を強めつつあるものの、社債発行企業は依然として大企業が中心となる構図に大きな変化は見られない。さらに重要なことは、1996 年の規制撤廃後、皮肉なことに日本企業は負債調達における社債依存度を長期にわたり低下させたことである。段階的に規制緩和を図りつつ、満を持して実施された発行規制の撤廃にも関わらず、現在に至るまで日本企業全体として銀行借入に偏重し、本格的な社債発行にシフトしなかった理由は何か。また、こうした行動の背景には、国内景気・金融環境が何らかシステマティックな要因が存在するのか、これら点について解明を試みるのが、本稿の目的である。
- ・ 企業の負債選択に関しては、Diamond (1991) がその理論的骨子となる。彼は、企業の質・評判（reputation）が銀行借入（private debt）と社債（arm's length debt）の選択において主たる決定要因と捉えるレピュテーション理論を提唱し、質の高い企業ほど自身の裁量を高めるため、社債選好を強めることを理論的に明らかにした。その後、Danis and Mihov (2003) をはじめ米国を中心に多くの実証成果の蓄積が図られている一方で、日本においては、1980-1990 年代における転換社債、ワラント債（以下、エクイティ関連債）の発行急増から規制撤廃による市場自由化の黎明期を除けば、その後の研究事例に乏しい。本稿では、特に近年に至るまで続く、日本企業による社

債調達の低迷期に焦点を当てる。

- ・ 検証にあたっては、これまでの先行研究を基にベースラインモデルを作成の上で、当時の国内経済・金融環境、企業行動を加味したモデルの拡張を実施した。特に、基本推計モデルによる推計結果から、日本企業の社債調達比率をシステマティックに低下させた要因の存在が示唆された。この点を解明するために、マクロ・ミクロ両面から以下の 3 点の仮説を設定した。第一に、マクロ要因として国内金融緩和環境の長期化が銀行借入による調達コストを相対的に有利化させたとする仮説である。これは、主として長期金利低下に起因する銀行借入・社債間の調達コスト差の収れんが波及経路となることで、エージェンシーコストの低い銀行借入を相対有利化させる結果、企業の社債依存度を全体的に低下させた可能性がある。第二に、ミクロ要因として、日本企業の資金需要低迷が内部資金選好を強めたとする仮説である。ペッキングオーダー仮説との関連において、負債調達のうち特に銀行借入に比べて情報非対称性が大きい社債発行を優先して抑制させた可能性が想定される。最後に、ガバナンス要因として、メインバンク関係の変容伴うモニタリング機能の低下である。1990 年代後半～2000 年初にかけて銀行破たん・再編が進み、そのモニタリング機能を低下させた結果、一部の大企業を除くその他の企業にとってエージェンシーコストの高い社債調達をむしろ阻害させた可能性である。

- ・ これら仮説に対する分析結果を踏まえた、本稿の主な結論は以下の 3 点である。

(1) 1980 年代以降の日本企業による負債選択は、1996 年の社債発行規制撤廃以降

も、高い成長期待または低い財務レバレッジなど総じて質の高い (High Quality) 企業ほど社債調達の比重を強める点において、従来理論と整合的な傾向を示したこと。

(2) もっとも、1990 年代後半以降に見られた社債比率のすう勢的な低下に目を向けると、日本経済を取り巻く環境変化が、マクロ・ミクロ両面から影響を及ぼした可能性が高い。すなわち、第一に長期金利低下を背景とした直接的な銀行借入コストの有利化が社債比率の低下にシステマティックに影響を及ぼしたこと (マクロ要因)、また第二に財務レバレッジ改善や内部留保の蓄積にみられる日本企業の行動変容が、結果としてペッキングオーダー仮説の観点から負債調達における社債調達の選好度を低下させたこと (ミクロ要因) が、日本固有の要因として作用したものと考えられる。

(3) なお、日本企業のガバナンス構造の変化に関して、従来のメインバンク関係ならびにそれに代わる海外機関投資家のいずれも、相互代替的ながらモニタリングを通じた情報生産機能により企業の社債調達を促した可能性があること。ただし、前者の機能は近年に入ると消失した可能性が示唆されること。

(※現在、追加検証を行っております)

Key words : private debt, arm' s length debt, debt choice, BOJ monetary policy, firm' s deleverage activity

JEL Classification : G32, G38, G21, E50

以 上