

《研究ノート》

企業の資金調達決定における基準について

— 資本構成の規定要因, およびその尺度との関連から (1) —

小 山 明 宏

1. 検討の視点
2. 70年代初期におけるデータ
 - (1) 概説
(以上 本号)
 - (2) 各国に関する一層の考察
3. 資金調達決定における利用基準とその意義

1. 検討の視点

モディリアニとミラー (以後 MM と略す) に代表される, 企業財務の種々の問題に対する経済分析的なアプローチは, 今やこの種の研究分野においてはほとんど主流となっている。とくに企業の資本調達決定に関する研究では, MM 以後の主要な発表論文の大半が, 何らかの形で MM による研究成果をその分析の土台にしているようである。それらについての簡単なレビューは, 筆者はすでに試みたことがあるのでここではくりかえさないが¹⁾, 少くともどのようなタイプ (あるいは立場) の研究にしてもそれらが現実の問題の解明, 理解に資するものであるかぎり, 価値を見出しうるものだと考えるべきであろう。ということになるといわゆる伝統派と MM 派という 2 つの研究学派の存在ということも前面に押し出し, 両者の分類を業としたりそれらについてコメントしたりするなどという「作業」はあまり実りのある所業とは言えないということになるだろう。応々にして,

「最適な資本構成が存在する, という結論を出している研究者は伝統派に属し, いかなる意味においても最適な資本構成が存在しないと結論づけている研究者は MM 派に属するのだ」などという, 驚異的な二分法を口にする研究者を見かけるが, これなどはまさしく愚の骨頂である。問題をすべてこのように簡単にわりきることができるのであれば, そのような「研究者」の存在そのものが全く無意味であることは自明の理である。

この意味で企業の資本構成に関する最近の研究の中には, その「立場」の如何にかかわらず, 注目すべき論文が少なくない。とくに, それらについて目立つことは, 検討の対象が現実の企業そのものだということである。すなわち, 現実の企業の資金調達行動について状態指標, 因果指標, 分類指標などをくふうして, それらを利用して種々の因果・相関関係の想定・検証・フィードバックというプロセスを通過させ, 説明を行おうとしているのである。これは, いわゆる *empirical research* があらゆる分野で急速に広まったということと無関係ではない。コンピュータを利用した実証分析は, 事前の十分な準備, 注意深いデータの加工, 処理, そして優れた洞察力を通じた観察等をそろえれば, 多くの場合, 分析者に何らかの示唆を与えてくれる。

ところで, このような現実の企業の資金調達行動に直接あたって検討を加えるという方法は, いわゆる実証分析だけにとどまるもの

ではない。そのような研究のための方法としては、大別して2種類のを挙げる事ができる。1つはすでに述べた計量的手法による計測を通じた、各要因間の関係の探究というやり方であり²⁾、もう1つは、市場内での行動主体に直接コミットして、行動原理を明らかにさせるという方法である。これは、具体的にはアンケートという形をとる。本稿のテーマである、企業の資金調達行動について、これをあてはめて言えば、企業の経営者あるいは財務担当重役に直接アンケートをとり、資金調達の際に、その手段、および金額の決定にあたってどのような基準を利用しているかということ調べる事となる。本稿の次節以後でとりあげている研究も、そのような方法で企業の資金調達行動の形成プロセスを内面から明らかにしようとする試みの例である。このような試みは、今後日本でも数多くなされることとなろう。

さて、このような研究を進めていくうえでいわばチェックポイントとも呼ぶべきいくつかの留意すべき点がある。それは、取り組む問題の性質上どうしても通過しなくてはならない一種の「関門」のようなものである。すなわち、思考を進めてゆくうえで、次に掲げる5つの項目を、少くとも議論しておかなくてはならないだろう。

企業が実務上、資金調達決定を行う時に、

- ① 何を資本構成の尺度として利用しているか。
- ② どのようなことを目標として資金調達源を決めているか。
- ③ 資金調達源の配分を現実に規定するのは何か。
- ④ どのようにして適切と思われる資本構成を設定しているか。
- ⑤ 潜在的な負債調達限度をどのようにして定めているのか。

まず技術的な問題として、企業の財務状態を知るための方法として現実には企業がどの

ような尺度を使用しているかを知る必要がある。資本構成の尺度いかんでは我々は、今後の続けるべき方向、力を入れて進めるべき分析手段を知る事のできる可能性がある。そして次に企業にとっての財務的目標が何であるかということが、資金調達決定全体の *frame of reference* として明らかにされなくてはならないであろう。それは、机上で数々繰り広げられてきた理論的な企業金融論と現実の企業の資金調達行動との橋わたしをするために最も重要かつ有効な「仲立ち」と考えられるのである。3つめとして、そしてこれが最も中心となるテーマなのだが、資本構成を、あるいは更にそのようなスタティックな状態を形成することとなる、新規資本調達決定の際に、その資金源の構成を具体的に決める時に拠り所となるものが何であるかが、また重要な検討課題となる。そして当然その際に企業としては自らにとってどのような資本構成が適切であるかを考慮しながら資金源の合成を行うことであろうから、③と④は、いわば同時に考察されるものである。最後に、企業にとって絶対に無視しえない問題である倒産可能性との関連から、潜在的な負債調達可能性 (*debt capacity*) を企業が自らどのように算出しているかが、取り組むべき課題となる³⁾。原理的には企業にとっては負債による資金調達に際しては事前に *debt capacity* を考慮することになると思われるからである。ただし、この意味では⑤も④と同時に考察されるものであるから、③、④、⑤は結果として相互に関連をもつてともに考察されるものということになる。

本稿では都合で、このうちの②と③を検討してみることにする。残りの①、④、⑤については、いずれ稿をあらためて、ノートの形でまとめる予定である。また、そのためにも次節以下では④、⑤へのつながりを考えつつ議論を進める。

2. 70年代初期におけるデータ

(1) 概 説

本節でとりあげる調査は、主として1972～3年に、オレゴン州立大学教授の Arthur Stonehill らが中心となって行った、アメリカ合衆国、フランス、日本、オランダ、ノルウェーという5カ国の、合計87社の財務担当重役からのアンケートの一部である⁴⁾。全社が製造業で、本来の目的は、各国における企業の資金調達行動のパターン、あるいは財務上の目標を調べ、その国際比較をしようというものである。以下その内容を順を追って見てゆくことにする。

この調査では、2つの大きな質問が設定されている。すなわち、すでに述べた通り、「企業の財務的目標が何であるか」、そして「負債比率の決定要因が何であるか」の2つである。

前者について言えば、設問にとり入れられた選択肢は次のようなものである。

- A. 一定期間における株価のキャピタル・ゲインと配当の和を、ある程度の変動レベルのもとで極大化すること。
- B. 資金需要が発生したときに、常にそれを支出可能な資金状態にしておくこと。
- C. 企業価値を極大化すること。ただしその尺度は
 - 1 自己資本の帳簿価額
 - 2 普通株の市場価値
 - 3 企業の清算価値
- D. 税引後 EPS の成長率極大化
- E. PER の極大化
- F. 金融費用・非経常的支出控除前の純営業利益の極大化
- G. 投資利益率（税引後純利益/自己資本帳簿価額）の極大化
- H. 売上高利益率（税引後純利益/純売上

高)の極大化

I. 普通株1株当キャッシュフローの極大化

J. その他

一方の、負債比率の決定要因の方は、次に挙げたいくつかの要因についてやはり相対的な順位をつけることを要求したものである。ただし各項目の文章の設定にしかたには若干の問題がある。すなわち負債比率が「なぜ高いか」の理由と、負債比率の「レベルの規定要因」が順序不同に問われていたり、単に資金調達源を並べてみたり、というように問題意識が混然としており、アンケートとしてはあまりすぐれた構造のものとは言えない。

1. 所属産業の標準に合わせる。
2. 資本市場内の資金のアヴェイラビリティによる。
3. 将来予想される種々のキャッシュフローレベルのもとで、固定的な現金の支出に支障が出ないような程度のレベルに保つ。
4. 当該企業の株主でもある金融機関から借入れをするため、負債比率が高い。
5. インフレーションのため、借入を予めふやしておいたので負債比率が高い。
6. 政府系金融機関から、低開発地域への投資目的で、低利かつ多額の融資を受けているため、負債比率が高まっている。
7. 負債というのは資金源としては最も安価なものであり、税制上の恩典を享受するべく、可能なかぎり借り入れを行っている。
8. 海外での起債や海外子会社との形式的貸借によって、負債比率は高まっている。
9. 普通株の価格が下落しない程度まで、資本構成の中に負債の導入を行っている。
10. 負債比率そのものを特定の値に維持しようとはせず、歴史的に見た長い過去からの資本市場における資金のアヴェイラ

ビリティにより調達源を考えている。

11. EPSの変動幅と、その成長率の大きさという2つを同時に見計らいながら調達源を考えている。
12. 将来における急速な資本需要、あるいは競争環境の熾烈化を予想しているため、その時に備えて負債調達能力を確保しておくために、長期的な希望負債比率よりも低く押えてある。
13. 所属産業のテクノロジーや資産の清算価値により負債比率が規定される。
14. 平均的な営業利益のレベルから、レバレッジ効果を考慮して負債比率を考える。
15. 配当性向との関連で負債比率が規定される。
16. その他

企業の財務的目標がどのようなものであるかということについては、とくにアメリカにおける企業金融論での、企業の行動原理が「株主の富極大化」仮説にもとづいたものと前提されている以外は、これと目立った説はないと考えてさしつかえないであろう。ただしその場合でも株主の富というものが何であるかについては、諸説紛々という状態であることは周知の通りで、このアンケートでもこれにあたるCは3つの項目を併記するという形で配慮を施している。またこの意味ではAも、株主（投資家）にとっての望ましい基準を企業の行動目標としていると言えるであろう。但し、それはDやFに代表される伝統的なマイクロ・エコノミックスにおける企業行動原理である「利潤極大化」仮説における目標との中間点に位置づけられるものでもある。さて、これらのいずれにしても、B以外はある程度明快なものであるが、Bについては異色のものと言わざるを得ない。すなわちBは、当時の豊富な投資機会、および各企業の活発な成長意欲を意識してつけ加えられたものと思われ、このような「キャッ

シュ・ポジション」そのものが企業にとっての資金調達行動の「目標」なのだと、俄には認め難いと筆者は考えるものである⁹⁾。

このように代替案の設定のしかたにはかなりの問題があるものの、この調査の前半部分（企業の財務的目標）でとくに注目すべき点は、まずCに代表される、伝統派・MM派ともある程度共通の目標とされている企業価値極大化というものが、どれくらい現実意識されているのかを知ることができるということである。そして、これと並行して利益極大化という、もうひとつの古くからある仮説がどの程度念頭におかれているのかということも窺い知ることのできるであろう。

次に資本構成の規定要因のほうであるが、資金調達源の配分を現実に規定するものが何か、ということを知るための手掛かりとしては、これらの代替案は、アンケートとして全く心もとない。強いてこれらを分類すれば、4から8までは「なぜ負債比率が高くなったか」を説明するものであるし、残りが本稿で求めている要因である資本構成の規定要因にあたるものだろう。無理にグルーピングすれば(1, 13), (2, 10)という2グループを作れるのみである。むしろこの中で第一に注目したいのは9, 11, 14, 15という、多少なりとも理論的な資金調達論と関わりを持った選択肢である。

9は、企業にとっての財務的目標が普通株の市場価格の極大化であることを前提として、それを極大化するように資金調達源の混合を行う、という行動を意味しており、11は多少なりとも、企業経営に関与する主体（経営者、株主、債権者 etc.）の効用関数を考慮した選択肢である。また14は企業がどの程度自己資本利益率を考慮して資金調達を行うのかを、15は資金調達政策と配当政策を企業がどれくらい関係づけて考えているのかを、それぞれ知る手掛かりとなる。

さて、とりあえず詳しい検討は本節の(2)に

譲るとして、大まかな結果（各国についてそれぞれ上位3つずつを原則として）を掲げておく。なお、このアンケートの回答形式であるが、まず企業の財務的目標に関するアンケートについては、この10個の項目に最も重要と考えているものから順に番号をつけてもらい、

1番と2番=5, 3番と4番=4, 5番と6番=3, 7番と8番=2, 9番と10番=1という得点を与えるようにしてある。

一方、負債比率の決定要因の方は、各項目について、

最重要=5, かなり重要=4, 重要=3, いくらか重要=2, 重要でない, あるいはブランク=1

という点のつけ方で点数を自由にわりふってもらい、というものになっている。ただしひとつの選択肢がさらに複数の選択肢から成るときは、その中の最大値をとるようにしてある。

このようにして得られた得点を、各国ごとに平均し、その平均値の大きい順に上位3~4個をとってまとめたのが、以下のリストである。

① フランス

④ 企業の財務上の目標

1. 税引後 EPS の成長率極大化
2. 必要な時に資金が利用可能であるようにしておくこと
3. 株価のキャピタル・ゲインと配当の和を、ある程度の変動レベルのもとに極大化すること
4. 売上高純利益率の極大化

⑥ 負債比率の決定要因

1. そのときどきの資本市場の状況（資金の आवेयिराविरिटी）
2. そのときどきの海外資本市場の状況（資金の国際的 आवेयिराविरिटी）

② 日 本

④ 企業の財務上の目標

1. 税引後 EPS の成長率極大化
2. 売上高純利益率の極大化
3. 自己資本純利益率の極大化
4. 必要な時に資金が利用可能であるようにしておくこと

⑥ 負債比率の決定要因

1. 歴史的な資本市場の状況（資金の आवेयिराविरिटी）
2. EPS の成長率と分散
3. 種々の現金流入状況を想定した場合の固定現金債務のカバレッジ

③ オランダ

④ 企業の財務上の目標

1. EPS の成長率極大化
2. 自己資本純利益率の極大化
3. 必要な時に資金が利用可能であるようにしておくこと

⑥ 負債比率の決定要因

1. 種々の現金流入状況を想定した場合の固定現金債務のカバレッジ
2. 負債への税制上の恩典
3. 将来の必要時のための、負債調達能力の余裕の維持
4. そのときどきの海外の資本市場の状況（資金の आवेयिराविरिटी）
5. EPS の成長率と分散

④ ノルウェー

④ 企業の財務上の目標

1. 自己資本純利益率の極大化
2. 必要な時に資金が利用可能であるようにしておくこと
3. EBIT の極大化

⑥ 負債比率の決定要因

1. 種々の現金流入状況を想定した場合の固定現金債務のカバレッジ
2. 工業の技術と資産の流動性
3. 歴史的な資本市場の状況（資金の आवेयिराविरिटी）

⑤ アメリカ

④ 企業の財務上の目標

1. EPS の成長率極大化
2. 自己資本純利益率の極大化
3. 株式の市場価値極大化
4. ある程度の変動レベルのもとに、株価のキャピタル・ゲインと配当の和を極大化すること

⑥ 負債比率の決定要因

1. 種々の現金流入状況を想定した場合の固定現金債務のカバレッジ
2. そのときどきの海外の資本市場の状況(資金のアヴェイラビリティ)

さて、とりあえず、全体的に見受けられるいくつかの点を、簡単にまとめよう。1972年のデータによれば、帳簿価額ベースでの各国の大標本調査による平均負債比率は、ノルウェー(78.6%)、日本(76.9%)、フランス(58.1%)、オランダ(57.1%)、アメリカ(42.4%)の順になっている。これを見ると明らかなように、ノルウェー、日本と負債比率の高い国では、とくに財務リスクに対する認識が高まることとなり、負債比率の決定要因にもそれが現われている。とくにノルウェーでは、短期債務の比率が相対的に高いことから、その担保として資産の流動性がとくに関心の対象になっているということである。

企業の財務担当者へのこの調査の結果として、利益の成長率を極大化することをはっきり企業の財務的目標として好んでいることが明らかとなった。株価のキャピタル・ゲインと配当金の和を極大化する、という目標をあげたのは、ほんの一部(フランスとアメリカ)にすぎなかった。

少くともフランス、日本、オランダそしてノルウェーでは、環境的要因のために、株主志向的な目標はおろそかにされているようである。そのような要因としてあげられるのは、自己資本市場の未発達、会計制度・ディスクロージャーの実施の不完全性、そして税制の不備、債権者やメイン・バンクが倒産を極度に回避しようとするなどである。一

方、多くの財務担当者たちは、独立した実体としての企業に利益を与え、かつ管理者にとって融通性と統制力が維持されるような目標を好む。いずれにせよ、アメリカ以外の企業の財務担当者にとっては、株主の富の極大化という目標は、かりに彼らとその経済学的な意味と正当さを理解し、身近なものになっているとしても、それを採用するということはあまり考えられそうもない。つまり各国の文化・制度などの要因のために、そういうことはあまりありそうもないのである。

次に負債比率の決定要因の方だが、その最も重要なものは、財務リスクのようである。種々の現金流入状況を想定した場合の、固定現金債務のカバレッジ、というものも、オランダ、ノルウェーそしてアメリカではトップにあげられており、日本では3番目、フランスでは7番目にあげられている。そしてそれと同じくらい重要なものとしてあげられているのが、資金のアヴェイラビリティである。フランスにおいては、調査を行った期間における資本市場の状況というのが、負債比率の決定要因としては最も重要なものであり、また日本では、負債および自己資本の発行の機会に関する歴史的な資本市場の状況というのが1番であり、フランスではそれが2番、ノルウェーでは3番であった。利益の成長率の分散は日本では2番目、オランダでは3番目に、それぞれあげられていた。これらが選ばれた理由としては、適度なコストで自己資本をふやす唯一の実際的な方法が、留保利益であることがあげられよう。このどちらの国においても、成長率は非常に高く、利用可能な市場機会をのがさないために、企業は債権者にたよって資金を調達することとなっていた。債権者にとっての貸付許容額は、蓄積可能な自己資本の額に依存するわけで、それゆえ負債比率も間接的にそれに依存するといえる。

資本コストを極小化することを明白な政策

としてとりあげている企業は、おどろくほど少い。たとえば普通株の市場価格への、負債比率の影響とか、税引後利益への財務レバレッジの影響とかは、あまり重視されていない。負債の支払利子への税制上の恩典というのも、オランダでは2番目にあげられているものの、その他の国では比較的重視されていないのである。

また、各産業における「標準」というものどの国でもあまり重視されていない。産業的要因（技術進歩の速さ）の代理変数である、「各産業の技術」および資産の流動性は、ノルウェーでは2番目だったが、他の国では低かった。この理由としては、ノルウェーの場合は財務担当者はおもに、財務リスクに流動性が与える影響に関心をもっていることがあげられる。

さて、以上の大雑把な要約からも明らかのように、各国間で企業の資金調達上の行動パターン、目標は全く異っている。その、より細かな分析のためには、アンケートの数値そのものを更に加工し、比較分析を行うことが必要である。本節の(2)では、このような観点から、一層の検討を加えることにする。

注

- 1) 小山明宏；企業の倒産リスクと資本構成(1) 一序論的考察一、学習院大学経済論集第18巻第2号(1982年1月) pp. 70~73を参照のこと。
- 2) そのような方向からのアプローチのひとつとして、筆者は1981年度日本証券経済学会東日本大会(日本証券経済研究所)において、日本の企業321社についての実証的検討を試みた。なお、小山明宏；資本構成と企業リスク、証券経済学会年報第17号 昭和57年5月所収、を参照のこと。
- 3) 倒産可能性を考慮した場合の、企業の debt

capacity, およびそのときの企業の最適な資本構成についての議論は、本稿のような帰納的な検討方法とは別に、とくに E. H. Kim, A. H. Chen らによるアナリティカルな手法による分析も注目されるべきであり、また有効であると思われるが、その紹介および検討は他の機会に譲りたい。なお、Chen, A. H.; Recent Developments in the Cost of Debt Capital, *Journal of Finance* (June, 1978), および Kim, E. H.; A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity, *Journal of Finance*, (March 1978) を参照のこと。

- 4) Stonehill, A. et al.; Financial Goals and Debt Ratio Determinants: A Survey of Practise in Five Countries, *Financial Management*, (Autumn 1975). pp. 27~41. および Scott, Jr., D. F. and Johnson, D. J.; Financing Policies and Practises in Large Corporations, *Financial Management*, (Summer 1982), pp. 51~59. Seitz, N.; Shareholder Goals, Firm Goals and Firm Financing Decisions, *Financial Management*, (Autumn 1982), pp. 20~26.
- 5) ただし、これも別の意味でのこのアンケートの不備な設問の影響である。すなわち、目標設定にはレンジというレベルでの意思決定が重要であり、このアンケートではそれが明確にはなっていないからである。一般に短期的に言えば、企業にとってこのようなキャッシュ・ポジションは、支払不能状態を避けるためには必要なものであることは論を待たないし、このような選択肢を代替案の中に混入すれば当然、それには高いランクがつけられることになる。このようなアンケートにおいては、やはり、「貴社にとっての長期的な財務的目標は何か」という形で設問をすることが望ましいであろう。