

日本企業の資本構成と資本コスト

——メイン・バンク・システムに基づく数量調整機構——*

亀川 雅人

I はじめに

企業の資本コストは、資本市場における資本の需要と供給によって決定される。それは、資本資産価格形成との同時決定である。この資本コストは、資本供給者のリスク調整後の機会費用と定義され、利子率とリスク・プレミアムの関数として示される。それぞれは、資本市場の価格メカニズムに委ねられて決まるが、資本資産価格ないし資本コストに関するこれまでのモデルでは、利子率とリスクの評価については独立して評価され、与えられたリスクのない利子率に予想される価格変動リスクを加味して論じる傾向にあった。

しかしながら、市場に供給される資本の大きさは、制度的要因によって左右され、制度的要因はリスクの大きさに影響を及ぼす。すなわち、利子率とリスクの問題は、独立に論じることとはできず、制度要因を介して相互に関わりを有しているのである。資本コストは、制度的要因の関数にもなるわけである。

たとえば利子率とリスクの双方は、銀行制度や株式会社制度および証券市場の発達によって引き下げられてきた。銀行制度は本来ならば実物投資に向かわなかったような零細な資本を集めて、これを企業に貸し付けることにより資本の効率利用に寄与した。それは個々の零細な資本家が必要な情報コストや売買手数料などといった取引コストの削減でもあった。株式会社制度は、証券市場の成立とともに有限責任制度と譲渡自由な証券制度によって投資するリスクを大幅に削減し、資本取引を活発にすることによって資本の取引コストを削減した。その結果、資本の価格である利子率とリスクは低下することになる。制度的要因を数えると切りがない。

*本論文は、日本経営財務研究学会第18回全国大会（1994年10月8日；一橋大学）において報告した「資本コストと市場制度および経営管理」をまとめて掲載したものである。すでに、この基礎的な枠組みについては、亀川雅人『企業と資本と利潤—企業理論の財務的接近—』第2版（中央経済社、1993年）で論じている。

また、“The Cost of Capital and the Capital Structure : The researching Process of Equilibrium and the Institution”『立教大学経済学研究』第48巻 第2号の英文論文の内容を再構成し、1983年から92年までの実証研究に一部手を加えて再掲載するとともに、新たに1973年から82年までの実証データおよび配当政策との関わりを加えて内容を発展させた。

法人に関する法律的规定, 税制, 取締役や監査役のあり方, 経営者と株主の関係, 債権者と株主および経営者との関係, 銀行や証券会社に対する規制のあり方, 金融・証券市場の取引に関するあらゆる法律, さらに機関投資家の影響や株式の所有構造など, 明示的・暗黙的に行動様式に影響を及ぼすすべてが制度的要因として資本コストに影響を及ぼすことになる。

こうした制度上の要因は, 伝統的な市場理論の枠組みでは論じられず, 制度的問題は与件として, しかも効率的市場取引が遂行されるかの暗黙的前提の下にモデルが形成されてきた。制度は経済事象に中立なものとして無視される傾向にあったのである。しかし, 近年, 新制度学派の登場にみられるように, 証券の問題や経済主体の利害の不一致, 情報コストを含む取引コスト (transaction cost) あるいはエージェンシー・コスト (agency cost) の議論が, 市場の理論を補完するようになってきた。しかも, この議論が効率的市場理論のもっとも華やかなアメリカを中心として台頭してきた点は注目すべきであろう。エージェンシー理論や取引コストの議論は, 市場の失敗の議論である。情報コストやさまざまな取引のコスト, 機会主義的成本が発生する。これらのコストは, 資本調達のコストに加わり, 資本形成に時間を要したり, 資源配分を歪めたりするであろう。すべての国の市場取引制度が大なり小なりこうしたコストを負担しているのである。近年話題になっているコーポレート・ガバナンス (corporate governance) もまた同様の問題意識を必要とするであろう。

こうした新制度学派のアプローチの基本的な性格は, 個々の原子論的な単位の経済主体が, 真空状態のような市場において競争的に価格を形成するのではなく, その価格形成には制度的要因が加わり, 市場の価格決定メカニズムが市場の制度によって異なる可能性を示唆する¹⁾。一つの摩擦要因がそれに対処するために制度をつくるとすれば, 初期の市場のあり方によって多様な市場制度が形成される可能性がある。いずれの制度も, その設計時点の意図は市場の機能を補完することにあったといってもよいであろう。しかし, こうした制度は, 普遍的な存在として認識すべきではない。

本稿の目的は, こうした制度的要因を考慮した上で資本コストと資本構成の伝統的議論を補完することにある。現実的要素を取り込んだ資本構成の理論には, 税制の影響を加味したモデルの他に, 企業が資金調達に選好順位を付けるというベッキング・オーダー理論 (pecking order theory)²⁾ や株式保有の変更が企業価値に影響を与えるというようなシグナリング・アプローチ (signaling approach)³⁾, そしてこれらの基礎理論的枠組みを提供するエージェンシー

1) Furubotn, E. G. & Rudolf Richter ed., *The New Institutional Economics*, J. C. B. Mohr Tübingen, 1991.

2) Myers, S. C. & N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors don't have", *Journal of Financial Economics*, vol. 13, 1984.

3) Leland, H. E. & D. H. Pyle, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, vol. 32, 1977.

理論など情報の非対称性を前提としたものが多い⁴⁾。それらはいずれも、市場が誤った価格形成を行うことを前提として、MM理論⁵⁾に代表される摩擦のない市場モデルでは解くことのできない資本構成パズルを解こうとする。企業の過大評価や過小評価という言葉が頻繁に登場するのは、株式市場の失敗を前提とするためである。

ここでは、以上のような市場の失敗を認めながらも、株式市場を中心とした価格調整機構に資源配分を委ねようとする英米型と、銀行制度を中心に資本供給の量的調節メカニズムによって資源配分を行おうとする日本型を比較し、そこにおける資本コストと資本構成の関係を见ようとする。その結論は、企業と銀行の資本需給行動の結果が企業の資本構成を決定するというものであるが、日本企業の収益性と借入に関する実証結果の疑問を解き、収益性と負債の関係についての一般的な認識を覆すものとなろう。

2 金融・資本市場の分類と資本コストに関する仮定

金融・資本市場の特質として比較対象になるのは、市場重視のシステムを構築してきた英米型と銀行を中心とした日独型である。前者は、個々の投資家の主体的な市場参加を促進させるために、情報収集活動のコストを含む取引コストの削減や市場取引の透明性・公平性を保証する規制、およびそれを補完する証券アナリストの育成・利用方法や格付け機関などの整備を行い、市場の価格機構を通じて資本資源の効率的配分を実現しようとするものである。

他方、日独型では、資本主義の後進性や戦時下の統制および敗戦等の影響から証券市場の発達が遅れた。日本は、インサイダー天国といわれるほどインサイダー取引の規制が不備であり、米国に比較して60年遅れていると言われている。また、債券は格付けされていると言うものの、投資リスクの程度を反映した利回りの相違が見られず、ほとんど変わらないという。そうした機能不全の資本市場が依然として存在している現状は、銀行がそうした機能を補完してきたからである。零細な資本を吸収するために銀行制度が発達し、資本に対する超過需要の存在を背景に相対的に強い立場を確保した銀行は、同時に、企業情報に接近しやすい立場を利用して金融仲介機能の主要な役割を担うことになる。もちろん、日本の銀行制度とドイツの銀行制度を一つの枠組みで分類することは危険であろう。日本の銀行制度にみられるメイン・バンク・システムは、ドイツのハウスバンク（Hausbank）の機能と類似性を指摘されることが多いが、ドイツではユニバーサル・バンク・システムというわが国とはまったく異なる制度を採用して

4) こうした問題を多方面から取り扱ったものに、市村昭三編『資本構成と資本市場』九州大学出版会、1990年がある。またエージェンシー理論を用いたものには、翟林瑜『企業のエージェンシー理論』同文館、1991年がある。

5) Modigliani, F. & M. H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, vol. 48, 1958.

いるのである。しかしながら、銀行による影響力という観点から見れば、日本の銀行とドイツの銀行には類似した強さが存在しよう。両者ともに企業経営者（取締役会）の権限や独立性は保たれているものの、株主としての力や寄託議決権の行使がなされるとすれば、潜在的な銀行の力は双方ともに無視できない。そしてなによりも、資本資源の重要な配分機構を銀行が担っているということは確かであろう。

とりわけ日本の金融・資本市場におけるメイン・バンク・システムに注目しよう。このシステムは、銀行が単なる債権者としての機能に留まらず、主要株主としても一定の役割を演じることになる。貸付けシェアと株式保有シェアは、一般に高い相関がみられ、債権者と株主間に発生するエージェンシー・コストを低下させることになる。債権者としての銀行の役割は、未成熟な社債市場を補完し、短期および長期の貸付資本を供給することである。ここにおける銀行行動は、資金の超過需要が存在するため、本来の新規貸付事業を発掘する仕事は必要なかったのかもしれない。貸付対象企業への適切な信用調査に基づき、貸付利率の大小によってリスクを負担するのではなく、規制金利の下で信用割当を行いながら、有担保原則による貸付資金の回収に重きが置かれた。

また企業の業績が低迷しているときには、即座に担保物件の売却などの手段によらず、利払いの延納などにより、倒産を回避させる行動にでる。これは株主としての銀行の立場からであるが、ビジネス・リスクも負担しているという意味で、株式市場の機能を補完していると考えることができる。もちろん、こうした銀行の行動は銀行自身の利益を最大化するためのものである。倒産企業の貸付資金が担保によって回収されたとしても、保有している株式が無価値になることを避けねばならないからである。このような銀行行動は、企業側からはラスト・リゾート機能として期待されることになる。

このような企業と特別な関係にあるメイン・バンクの役割は、一般的に金融仲介機構の果たすスクリーニング（screening）やモニタリング（monitoring）といった経済機能を担い、情報の非対称性によって生じるコストを企業とメインな関係にある一つの銀行に集中させることによって金融・資本市場全体のコスト削減に貢献することになる。メイン・バンクの融資がシグナルとなって、他行の追随融資を引き出すことになるからである。

さて、英米型と日独型の両者は、相対的に市場重視型と銀行管理型金融システムに分類できる。前者は、以上に述べたように責任主体を個人におく原子論的競争市場での証券価格調整機能を重視する。これは新古典派的市場理論に基づいた財務理論におけるMMの世界である。もちろん、既述のように英米型であってもMMの仮定するような完全な価格調整機構は存在しない。ここでは比較を単純化する目的で英米型市場システム＝MMの市場と仮定しているにすぎない。

これに対し、後者は、市場に参加する投資家の意識や市場機能を円滑に行うための制度が十分に整備されていないために価格調整機能が弾力的に働かず、銀行という機関を通じた資本の

数量調整が優先するシステムである。株式市場の価格調整機能が十分機能しない場合、株価あるいは自己資本コストの調整に時間がかかり、短期的にはある一定の狭い範囲でしか変化しないことを意味する。これは効率的市場における情報の完全性や調整に時間もコストもかからないといった非現実的な仮定とは別に、投資家に関する一定の厳しい仮定を必要とする。

その仮定とは、ある大きなグループ（リスク・クラス）に分類される株式の自己資本コストが短期的にすべて同一の値で一定になるというものである。証券市場の整備が十分でないため、市場に参加する投資家は、リスク＝リターン関係の分析に多大のコストをかけねばならない。そのようなコストをかけるのであれば投資家にとってのメリットは相殺されてしまうから、市場に参加することは諦めることになる。しかしながら、投資家がどの銘柄に対しても同程度のコストを要求することができるとすればどうであろうか。つまり、銘柄のリスク＝リターンを分析せずに、一律のコストを要求できるという状態を仮定するのである。一律のコストが要求できるグループとしては、産業別分類、規模別分類、あるいは製造業と非製造業、一部・二部上場、ないし店頭登録市場というような大枠の分類を想定する。投資家は、こうしたグループ間のみコストに差をつける簡易的価格付け行動をとる（ことができる状態を）と仮定する。もちろん、この仮定は投資家の行動からのみ保証されるものではない。後述するメイン・バンクと企業との間の資本調達行動がこの仮定を維持するように働いているのである。

さて、資本コストは投資家が要求する事前のコストであり、弾力的に変化する株式資本の価格であるから、これが一定であるという仮定は非常にきびしい仮定であるという印象を受けるであろう。しかしながら、日本においては、現実の投資家行動に照らしてこの仮定が大きく外れているとは思われない。例えば、一部上場企業の株式を購入するとき、銘柄によって必要利益率を変えるであろうか。一部の株式を除き、ほぼ同程度の利益率を期待しないであろうか。日経平均株価がどのような動きをとるかを予想し、あたかも日経平均を買うような利益率の期待をしないであろうか。多少の幅は存在するであろうが、特定の株式が大きな株価の変化を予測して売買されるとしたらインサイダー取引の疑いがある。もちろん、評価が確立しているような銘柄に対してはこの限りではない。仕手株というレッテルが張られている株にたいしては当然危険を加味するであろう。

こうした期待行動は、各証券に対する期待収益とリスクの分析が十分になされていないためであろうが、実際に価格変動が大きく相違するようであれば、そうした情報に価値が生まれ、投資家は上述のような期待行動をとれなくなるに違いない。つまり、こうした期待行動を可能にさせるような仕組が、メイン・バンクを中心とした金融・資本市場において機能しているのである。

この機能を説明するために、単純化の目的を含めて貸出金利が一定水準に決められているとしよう。長期プライムレートのような金利水準が貸出量に無関係に決定されているという仮定である。この仮定は日本の現実から大きくかけ離れたものではない。銀行による与信調査の結

果、貸出量の上限が決められ、この平均金利が貸出量に関係なく適用されるという仮定である。

以上の仮定の下では、資本コストの調整機能は、いずれの場合も銀行による貸出数量によって果たされることになる。銀行は一定の企業（資本コスト）評価に基づいて、可能な限りの貸付資本を供給しようとする。もちろん、最終的なリスク負担者が株主である以上、自己資本コストによる価格調整が機能しなければならない。それは、株価の下落によって実現する。株価の下落は、銀行と企業が予測した以上の時価評価における負債比率を高め、自己資本コストを上昇させることになる。企業の借入れの失敗と銀行の貸出の失敗は、株主のリスクであることにかわりがない。但し、両者はこの失敗を回避するよう努力しているはずである。経営者にとって借入依存度の高い企業経営者の失敗は、彼の報酬に負の影響を及ぼすだけでなく（企業倒産の際には所得はゼロになる）、経営者としての地位を失い、債権者としての銀行の管理下に置かれることにもなりかねない。また、銀行サイドは、株主としては株価下落による負の影響を被り、債権者としては不良債権の回収コストを負担することになる。

換言すると、銀行制度の利用と企業経営者の管理によって適切な企業評価が下されるなら、株主の情報収集コストおよびその情報解析コストは軽減されることになるが、こうした行為が保証されるのは、双方が自らの利潤最大化行動をとることにある。株式市場の制度的不備は、株主の情報コストを含む取引コストを高めるが、銀行制度や企業の財務管理といった代替的な制度ないし機関で補完される結果、逆に先に仮定されるような株主の行動が保証され、資本の効率的利用が実現することになる。当然のことであるが、こうした結果が得られるのは、両者の利害が一致している時のみである。銀行の利益が満たされない条件が整えば、銀行はメイン・バンクであることをやめるであろう。企業サイドからも同様である。

3 単純なモデルによる説明

以上に論じた日本型メイン・バンク・システムに基づく貸出数量調整は、市場経済の否定ではない。MM的な企業価値が最終的には市場メカニズムによって実現されることを前提とした上で、価格調整機能を補完する企業と銀行による管理と制度の世界を想定しているのである。その意味を理解するために、以下でMMの議論との簡単な比較を試みることにしよう。

次の(1)式および(2)式は、資本コスト k （加重平均資本コスト）と自己資本コスト k_E および他人資本コスト i 、それに資本構成 S/V ないし L/V （ S は自己資本の時価、 L は他人資本の時価、 $V=S+L$ ）の恒等関係を示した周知のものである。

$$k = k_E (S/V) + i (L/V) \quad (1)$$

$$k_E = k + (k - i) L/S \quad (2)$$

MMの世界では、(1)式にあるように企業の資本コスト k および企業価値 V が、資本市場において適切に（比較的成本をかけずに）評価されることを前提としている。この k および V を

所与とみなすことによって、負債コスト i が与えられると、自己資本コスト k_E は資本構成 (S/V) ないし (L/V) に応じて変化するという結論が導かれた。制度的な条件としては、個人勘定におけるレバレッジと法人のそれが同一でなければならないとか、法人税を無視するなどのいくつかの仮定が必要であるが、いずれにせよ、この仮説では、 k_E はレバレッジ (L/S) の増加関数として示される。

それに対し、ここで導入する仮定は、 k および V と k_E および i を所与として S と L の値が導出されることになる。 k および V は、メイン・バンクと企業経営者の評価プロセスを経て市場の事後的洗礼を受けることになる。 k_E は、こうした企業と銀行の評価が適切であり、この評価に基づいて銀行が貸出量を決めているという期待で一定の値をとることになる。 k_E および i は、金融・資本市場全体におけるリスク負担者の割合に応じて決定される。株式市場に参入する投資金額が銀行預金に比較して大きく (小さく) なるなら、 k_E は相対的に小さな (大きな) 値になるであろうが、先に論じたように個々の銘柄ごとには大きな違いを見せないものと仮定する。ここでは k_E は一定と仮定される。その結果、以下の(3)(4)および(5)式のように資本構成が決定されることになる。但し、(5)式は、(3)(4)式と同じ意味しかもっていない。

$$(S/V) = (k - i) / (k_E - i) \quad (3)$$

$$(L/V) = (k_E - k) / (k_E - i) \quad (4)$$

$$(L/S) = (k_E - k) / (k - i) \quad (5)$$

この式から問題となるのは、MMが問題としなかった異なるリスク・クラスに対して資本構成ないしレバレッジがどのような大きさに決定されるかということである。MMにとっては、 k および V の大きさは独立変数として与えられ、それ以上に取り上げられる必要がなかったが、ここでは異なるリスク・クラスとして重要な位置づけが与えられる。つまり、 k の変化によって資本構成ないしレバレッジがどう調整されるかを知る必要があるのである。これが銀行と企業による数量調整プロセスなのである。

(3)式の k に関する偏微分は $\partial(S/V) / \partial k > 0$ 、(5)式のそれは $\partial(L/S) / \partial k < 0$ となる。つまり、企業の資本コストが上昇すると自己資本を増やし、他人資本を減少させる調整が必要になる。レバレッジは、資本コストの減少関数と位置づけられるのである。

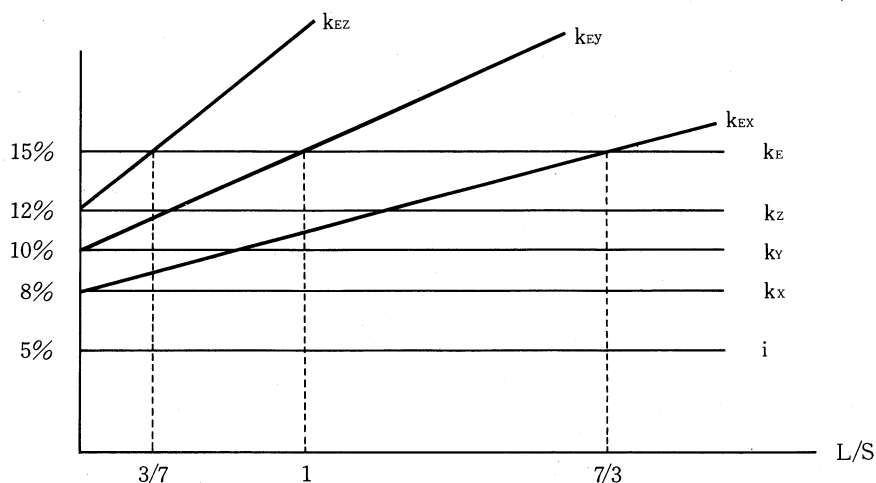
以下に簡単な数値を代入して例示することにする。

いま企業の市場価値総額 A が100の3つの企業 X , Y , Z を想定する。各企業はMMの等価利益クラスについて x , y , z の3つに分類される。各クラスの資本コストは、 $k_x = 8\%$, $k_y = 10\%$, $k_z = 12\%$ と仮定する。各企業は、この資本コストに相応した資産利益率 $r_x = 8\%$, $r_y = 10\%$, $r_z = 12\%$ を稼得することが期待されているわけである。これらの企業に対し、自己資本コスト k_E が15%、貸出利率 i が5%と同一の値に仮定されると、各企業の資本構成は次の(図-1)のような構成に決定される。

(図-1)

XのB/S		YのB/S		ZのB/S	
A=100	L=70	A=100	L=50	A=100	L=30
	S=30		S=50		S=70

図-2



MMとの議論を視覚的に比較するために、上記の貸借対照表をグラフで示してみよう。

MMの議論では、各クラスに固有の自己資本コスト k_{EX} , k_{EY} , k_{EZ} が存在するわけであるが、日本型金融・資本市場では、図のようにそれらのコストを示す線と一定と仮定された $k_E = 15\%$ との交点で、最適資本構成が決定されることになる⁶⁾。これは自己資本コストを一定とするように銀行が貸出量を調整するメカニズムなのである。

4 日本企業の収益性と資本構成の実証研究

(1) 資本コストの代理変数

以上の仮説の検証は、各企業の資本コスト及び自己資本コストと貸出金利を算出した上で自己資本の時価と負債の時価の比率がどのように決定されているかを調べねばならない。しかし、資本コストや自己資本コストの算定は、それだけで困難な問題を抱えている。そこで、ここでは以上のデータの代替的な変数として、『産業別財務データハンドブック1993』および『1983

6) この図による説明は、本論文のもとになっている学会報告における甲南大学の赤石雅弘教授のコメントを参考にさせていただいた。

経営指標ハンドブック』⁷⁾に掲載されている帳簿データに求め、資本構成に関するこれまでの仮説を簿価によって検証することを試みた。

最初に使用したデータは、1983年から92年までの10年間について、1部もしくは2部上場（金融・保険を除く）1,569社を28業種（さらに小分類して集計したものである。ここでの分析には、この10年間の業種別平均と83～85年、86～89年、90～92年までの各平均について、それぞれ単純なクロスセクション回帰分析を行ってみた。

まず（加重平均）資本コストの代理変数として経営資本営業利益率を取り上げることにした。経営資本は各産業に固有の資本であるから、ビジネス・リスクを反映する指標と考えたからである。しかし、経営資本営業利益率は過去の実績値であり、これを期待利益率 r あるいは資本コスト k と読み換えることは明らかに問題である。したがって、予めこの研究の限界を認識しておかねばならない。

経営資本営業利益率を資本コストの代替的な変数と見なすための最初の仕事は、これがリスクを織り込んでいいる指標か否かを考察しておくことである。リスクを経営資本営業利益率の標準偏差とし、これとリターンの平均との関係を分析してみることにした。経営資本営業利益率の期間平均 $OIOA$ とその標準偏差 $OIOASTD$ を分析した結果が以下のものである。

全企業83—92

標本数28 自由度26

$$OIOA = 4.329 + 1.282 \ OIOASTD \quad R^2 = 0.911$$

$$OIOA \text{ 評価値の標準誤差 } 1.901 \quad OIOASTD \text{ 係数の標準誤差 } 0.0785 \quad t \text{ 値 } 16.325$$

全産業83—5

標本数28 自由度26

$$OIOA = 2.077 + 8.589 \ OIOASTD \quad R^2 = 0.873$$

$$OIOA \text{ 評価値の標準誤差 } 4.788 \quad OIOASTD \text{ 係数の標準誤差 } 0.6430 \quad t \text{ 値 } 13.357$$

全産業86—9

標本数28 自由度26

$$OIOA = 4.300 + 2.771 \ OIOASTD \quad R^2 = 0.504$$

$$OIOA \text{ 評価値の標準誤差 } 2.771 \quad OIOASTD \text{ 係数の標準誤差 } 0.4191 \quad t \text{ 値 } 5.144$$

全産業90—2

標本数28 自由度26

$$OIOA = 3.690 + 1.960 \ OIOASTD \quad R^2 = 0.470$$

7) 日本開発銀行編『1993産業別財務データハンドブック』（財）日本経済研究所、1993年および同上編『1983経営指標ハンドブック』1983年。

なお、問題意識は相違するが、類似の実証研究に、若杉敬明「最適資本構成一理論と実証—(2)(3)」(『経済学論集』1987年1月、4月)がある。ここでは企業の資本構成が利益管理における目標自己資本利益率の影響を受けるという仮説を吟味するため、日本企業の資本構成を実証的に明らかにしようとした。また水野博志「日本企業の資本構成に関する比較静学分析」(市村昭三編、前掲書)は、収益性とレバレッジの関連を時価と簿価の両方で分析し、高収益企業が低レバレッジを選好するという結論を導いている。また、水野「MM理論の反証」『三田商学研究』第37巻第1号(1994年4月)は、これとは別に参考になる。

OIOA 評価値の標準誤差 2.502 OIOASTD 係数の標準誤差 0.4086 t 値 4.797

なお、各産業に属する企業数が異なるため、少数企業の産業が全体に大きな影響を及ぼす可能性がある。この問題を考慮して各産業の期間平均と標準偏差のそれぞれを加重平均したものを分析してみた（83～92年のみ）。

OIOA=0.08776+2.4473 OIOASTD $R^2=0.563$

OIOA 評価値の標準誤差 0.1122 OIOASTD 係数の標準誤差 0.4224 t 値 5.793

こうした加重平均による分析は、産業間に大きな格差が生じるような産業構造の変革期には特に重要になると思われる⁸⁾。

いずれにせよ、以上の結果を見るかぎりでは、両者の間に正の相関があり、リスクの高い業種は高いリターンをあげていたことがわかる。それゆえに、ここでは本質的な問題を抱えてはいるが、便宜上、平均資本コスト k の代理変数として経営資本営業利益率 OIOA を使用することになる。

(2) 資本構成の定義と資本コストの関連

資本コストと資本構成の関係を見るため、次にさねばならないことは資本構成の定義である。本来、資本構成は長期負債と自己資本の構成比を問題にすべきであるが、銀行行動が何を基準に貸出量を決定するかが問題になるため、負債比率（負債／自己資本×100）、自己資本固定負債比率（固定負債／自己資本×100）、それに自己資本有利子負債比率（有利子負債／自己資本×100）の三つの資本構成を分析対象とした。それぞれは、図—3、図—4、図—5、図—6 に示すように相違しているが、負債比率の散らばりが大きいことが観察される⁹⁾。

8) 実際、高度経済成長期が終わり安定成長期にはいる1973年から82年に関する同様の分析において、加重平均なしの回帰分析では、どの期間に関しても決定係数が1%前後にしかならなかった。しかし、加重平均をしたものは以下のような結果を得ている。

全産業73—82	標本数28 自由度26	
OIOA=5.763+3.334 OIOASTD		$R^2=0.606$
OIOA 評価値の標準誤差 13.809	OIOASTD 係数の標準誤差 0.5174	t 値 6.445
全産業75—82	標本数28 自由度26	
OIOA=4.942+4.247 OIOASTD		$R^2=0.652$
OIOA 評価値の標準誤差 12.329	OIOASTD 係数の標準誤差 0.5971	t 値 7.113
全産業78—82	標本数28 自由度26	
OIOA=2.694+6.285 OIOASTD		$R^2=0.689$
OIOA 評価値の標準誤差 12.638	OIOASTD 係数の標準誤差 0.8131	t 値 7.730
全産業80—82	標本数28 自由度26	
OIOA=6.648+7.184 OIOASTD		$R^2=0.466$
OIOA 評価値の標準誤差 16.992	OIOASTD 係数の標準誤差 1.4811	t 値 4.850

9) 負債比率は平均275.456、標準偏差185.424、変化係数1.485、自己資本固定負債比率は、平均97.125、標準偏差79.815、変化係数1.2169、自己資本有利子負債比率は平均154.296、標準偏差124.909、変化係数1.2353となっている。

- 1 全産業1569社
- 2 製造業1061社
- 3 非製造業者508社
- 4 食料品90社
- 5 繊維75社
- 6 紙・パルプ31社
- 7 出版・印刷 9 社
- 8 化学工業143社
- 9 石油精製11社
- 10 ゴム製品18社
- 11 窯業・土石製品54社
- 12 鉄鋼54社
- 13 非鉄金属36社
- 14 金属製品49社
- 15 一般機械器具159社
- 16 電気機械器具147社
- 17 輸送用機械器具102社
- 18 精密機械器具30社
- 19 プラスチック製品20社
- 20 その他の製造業33社
- 21 水産業 6 社
- 22 鉱業 7 社
- 23 建設業135社
- 24 卸売業108社
- 25 小売業66社
- 26 不動産業22社
- 27 運輸業99社
- 28 電気業 9 社
- 29 ガス業 7 社
- 30 通信・情報産業 7 社
- 31 サービス業42社

図 3

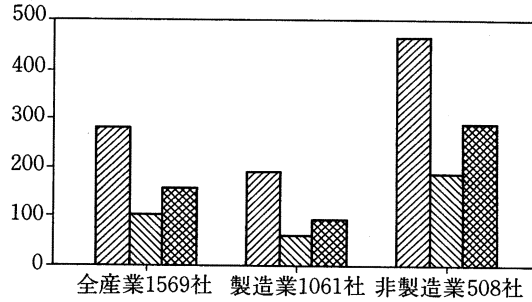
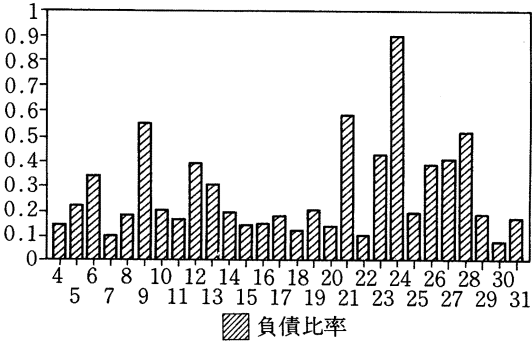


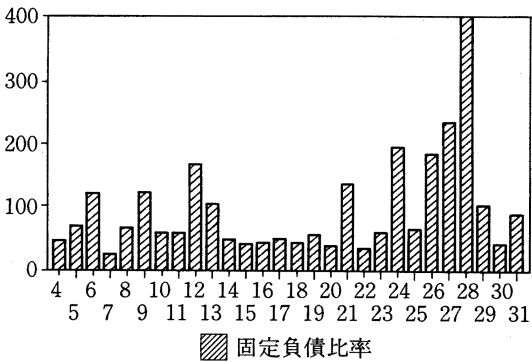
図 4

単位・千



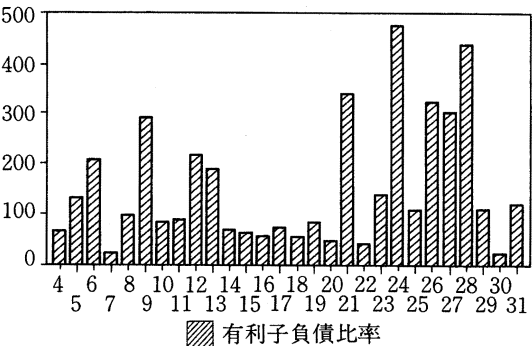
平均 275.456(E)
標準偏差 185.424(S)
E/S 1.4855

図 5



平均 97.125
標準偏差 79.815
E/S 1.2169

図 6



平均 154.296
標準偏差 124.909
E/S 1.2353

負債比率は、分子の負債に買掛債務といった無利子負債を含んでいる。一方、経営資本営業利益率の分子にある営業利益には無利子負債の利子部分を加えられていない。従って、対応関係を考慮すると、固定負債比率や有利子負債比率の方が適切に思える。

そこで、OI0Aと負債比率の平均LE、OI0Aと自己資本固定負債比率の平均LTLEおよびOI0Aと自己資本有利子負債比率の平均IBLEとの関係を調べてみた。結果は以下のようであった。

全産業83—92

標本数28 自由度26

$$LE = 353.049 - 10.671 \text{ OI0A} \quad R^2 = 0.125$$

$$LE \text{ 評価値の標準誤差 } 179.998 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 5.538 \quad t \text{ 値 } -1.927$$

$$LTLE = 110.943 - 1.900 \text{ OI0A} \quad R^2 = 0.021$$

$$LTLE \text{ 評価値の標準誤差 } 81.937 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 2.521 \quad t \text{ 値 } -0.754$$

$$IBLE = 196.410 - 5.792 \text{ OI0A} \quad R^2 = 0.081$$

$$IBLE \text{ 評価値の標準誤差 } 124.255 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 3.823 \quad t \text{ 値 } -1.515$$

全産業83—5

標本数28 自由度26

$$LE = 382.713 - 5.162 \text{ OI0A} \quad R^2 = 0.077$$

$$LE \text{ 評価値の標準誤差 } 239.861 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 3.504 \quad t \text{ 値 } -1.474$$

$$LTLE = 115.927 - 1.150 \text{ OI0A} \quad R^2 = 0.026$$

$$LTLE \text{ 評価値の標準誤差 } 94.557 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 1.381 \quad t \text{ 値 } -0.833$$

$$IBLE = 210.057 - 3.055 \text{ OI0A} \quad R^2 = 0.070$$

$$IBLE \text{ 評価値の標準誤差 } 149.544 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 2.184 \quad t \text{ 値 } -1.399$$

全産業86—9

標本数28 自由度26

$$LE = 400.688 - 20.371 \text{ OI0A} \quad R^2 = 0.201$$

$$LE \text{ 評価値の標準誤差 } 159.959 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 7.969 \quad t \text{ 値 } -2.556$$

$$LTLE = 108.809 - 2.135 \text{ OI0A} \quad R^2 = 0.012$$

$$LTLE \text{ 評価値の標準誤差 } 77.726 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 3.872 \quad t \text{ 値 } -0.551$$

$$IBLE = 223.702 - 10.828 \text{ OI0A} \quad R^2 = 0.115$$

$$IBLE \text{ 評価値の標準誤差 } 118.104 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 5.884 \quad t \text{ 値 } -1.840$$

全産業90—92

標本数28 自由度26

$$LE = 338.247 - 17.633 \text{ OI0A} \quad R^2 = 0.138$$

$$LE \text{ 評価値の標準誤差 } 151.363 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 8.641 \quad t \text{ 値 } -2.041$$

$$LTLE = 110.318 - 2.992 \text{ OI0A} \quad R^2 = 0.016$$

$$LTLE \text{ 評価値の標準誤差 } 78.384 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 4.475 \quad t \text{ 値 } -0.669$$

$$IBLE = 206.443 - 10.992 \text{ OI0A} \quad R^2 = 0.093$$

$$IBLE \text{ 評価値の標準誤差 } 116.845 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 6.670 \quad t \text{ 値 } -1.637$$

製造業83—92

標本数17 自由度15

$$LE=474.144-42.339 \text{ OI0A} \quad R^2=0.288$$

$$LE \text{ 評価値の標準誤差 } 100.909 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 17.183 \quad t \text{ 値 } -2.464$$

$$LTLE=143.650-12.547 \text{ OI0A} \quad R^2=0.228$$

$$LTLE \text{ 評価値の標準誤差 } 35.008 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 5.961 \quad t \text{ 値 } -2.105$$

$$IBLE=284.157-29.160 \text{ OI0A} \quad R^2=0.335$$

$$IBLE \text{ 評価値の標準誤差 } 62.287 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 10.607 \quad t \text{ 値 } -2.749$$

製造業83—85

標本数17 自由度15

$$LE=803.687-81.959 \text{ OI0A} \quad R^2=0.552$$

$$LE \text{ 評価値の標準誤差 } 127.027 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 19.051 \quad t \text{ 値 } -4.302$$

$$LTLE=201.487-21.282 \text{ OI0A} \quad R^2=0.407$$

$$LTLE \text{ 標準値の標準誤差 } 44.268 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 6.639 \quad t \text{ 値 } -3.206$$

$$IBLE=464.850-51.053 \text{ OI0A} \quad R^2=0.537$$

$$IBLE \text{ 評価値の標準誤差 } 81.576 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 12.234 \quad t \text{ 値 } -4.173$$

製造業86—89

標本数17 自由度15

$$LE=311.345-16.836 \text{ OI0A} \quad R^2=0.083$$

$$LE \text{ 評価値の標準誤差 } 95.055 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 14.495 \quad t \text{ 値 } -1.162$$

$$LTLE=98.647-5.057 \text{ OI0A} \quad R^2=0.053$$

$$LTLE \text{ 評価値の標準誤差 } 36.063 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 5.499 \quad t \text{ 値 } -0.920$$

$$IBLE=196.951-14.627 \text{ OI0A} \quad R^2=0.118$$

$$IBLE \text{ 評価値の標準誤差 } 67.762 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 10.333 \quad t \text{ 値 } -1.416$$

製造業90—92

標本数17 自由度15

$$LE=211.789-39.578 \text{ OI0A} \quad R^2=0.069$$

$$LE \text{ 評価値の標準誤差 } 77.736 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 37.651 \quad t \text{ 値 } -1.051$$

$$LTLE=90.945-5.165 \text{ OI0A} \quad R^2=0.157$$

$$LTLE \text{ 評価値の標準誤差 } 25.040 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 39.094 \quad t \text{ 値 } -1.669$$

$$IBLE=159.718-12.124 \text{ OI0A} \quad R^2=0.192$$

$$IBLE \text{ 評価値の標準誤差 } 52.309 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 6.463 \quad t \text{ 値 } -1.890$$

非製造業83—92

標本数11 自由度 9

$$LE=485.611-13.513 \text{ OI0A} \quad R^2=0.282$$

$$LE \text{ 評価値の標準誤差 } 221.776 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 7.189 \quad t \text{ 値 } -1.880$$

$$LTLE=127.170-3.320 \text{ OI0A} \quad R^2=0.088$$

$$LTLE \text{ 評価値の標準誤差 } 109.756 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 3.558 \quad t \text{ 値 } -0.933$$

$$IBLE=297.586-7.982 \text{ OI0A} \quad R^2=0.232$$

$$IBLE \text{ 評価値の標準誤差 } 149.504 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 4.846 \quad t \text{ 値 } -1.647$$

非製造業83—85

標本数11 自由度 9

$$LE=503.621-6.351 \text{ OI0A} \quad R^2=0.180$$

$$LE \text{ 評価値の標準誤差 } 295.801 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 4.523 \quad t \text{ 値 } -1.404$$

$$LTLE=178.411-1.926 \text{ OI0A} \quad R^2=0.106$$

$$LTLE \text{ 評価値の標準誤差 } 121.941 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 1.864 \quad t \text{ 値 } -1.033$$

$$IBLE=301.844-4.042 \text{ OI0A} \quad R^2=0.209$$

$$IBLE \text{ 評価値の標準誤差 } 171.337 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 2.620 \quad t \text{ 値 } -1.543$$

非製造業86—89

標本数11 自由度 9

$$LE=557.622-26.957 \text{ OI0A} \quad R^2=0.436$$

$$LE \text{ 評価値の標準誤差 } 187.833 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 10.216 \quad t \text{ 値 } -2.639$$

$$LTLE=170.025-4.332 \text{ OI0A} \quad R^2=0.059$$

$$LTLE \text{ 評価値の標準誤差 } 105.959 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 5.763 \quad t \text{ 値 } -0.750$$

$$IBLE=334.055-14.915 \text{ OI0A} \quad R^2=0.297$$

$$IBLE \text{ 評価値の標準誤差 } 140.721 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 7.654 \quad t \text{ 値 } -1.949$$

非製造業90—92

標本数11 自由度 9

$$LE=404.594-57.150 \text{ OI0A} \quad R^2=0.242$$

$$LE \text{ 評価値の標準誤差 } 191.465 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 33.751 \quad t \text{ 値 } -1.693$$

$$LTLE=169.156-4.688 \text{ OI0A} \quad R^2=0.046$$

$$LTLE \text{ 評価値の標準誤差 } 109.357 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 7.143 \quad t \text{ 値 } -0.656$$

$$IBLE=312.542-14.541 \text{ OI0A} \quad R^2=0.210$$

$$IBLE \text{ 評価値の標準誤差 } 143.797 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 9.393 \quad t \text{ 値 } -1.548$$

以上の結果は、統計的な判断をするには十分なものではないが、資本コストが高い企業ほど負債の比率を低くする傾向が伺える。決定係数は高くないものの、符号がすべて負であったことから、結果についてはある程度満足すべきであろう。また、全産業による分析よりも、製造業に分類した方が説明力が増していた。しかし、当初の予想と異なり、OI0Aによる説明はLTLEよりもLEにたいして高かった。その理由として考えられることは、銀行が貸出量を決定する要因として、無利子負債も含めた負債全体を基準としていることであろう。説明力の高かった負債比率 IBLE について、73年から82年の分析も確かめてみた。

全産業73—82

標本数28 自由度26

$$LE=1177.812-96.901 \text{ OI0A} \quad R^2=0.483$$

$$LE \text{ 評価値の標準誤差 } 246.809 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 19.296 \quad t \text{ 値 } -5.022$$

$$IBLE=57.898-1.952 \text{ OI0A} \quad R^2=0.155$$

$$IBLE \text{ 評価値の標準誤差 } 11.212 \quad \text{OI0A 係数の標準誤差 } 0.877 \quad t \text{ 値 } -2.226$$

全産業75—82

標本数28 自由度26

$$LE=1002.617-76.433 \text{ OIOA} \quad R^2=0.381$$

$$LE \text{ 評価値の標準誤差 } 270.559 \quad \text{OIOA 係数の標準誤差 } 18.737 \quad t \text{ 値 } -4.079$$

$$IBLE=56.466-1.886 \text{ OIOA} \quad R^2=0.163$$

$$IBLE \text{ 評価値の標準誤差 } 11.833 \quad \text{OIOA 係数の標準誤差 } 0.823 \quad t \text{ 値 } -2.292$$

全産業78—82

標本数28 自由度26

$$LE=1035.783-79.990 \text{ OIOA} \quad R^2=0.414$$

$$LE \text{ 評価値の標準誤差 } 257.988 \quad \text{OIOA 係数の標準誤差 } 18.325 \quad t \text{ 値 } -4.365$$

$$IBLE=57.552-2.199 \text{ OIOA} \quad R^2=0.173$$

$$IBLE \text{ 評価値の標準誤差 } 13.030 \quad \text{OIOA 係数の標準誤差 } 0.926 \quad t \text{ 値 } -2.375$$

全企業80—82

標本数28 自由度26

$$LE=944.319-68.154 \text{ OIOA} \quad R^2=0.344$$

$$LE \text{ 評価値の標準誤差 } 285.433 \quad \text{OIOA 係数の標準誤差 } 18.117 \quad t \text{ 値 } -3.762$$

$$IBLE=54.511-1.854 \text{ OIOA} \quad R^2=0.138$$

$$IBLE \text{ 評価値の標準誤差 } 14.036 \quad \text{OIOA 係数の標準誤差 } 0.891 \quad t \text{ 値 } -2.081$$

結果は、負債比率による説明力が有利子負債比率よりも高く、しかも、決定係数は全体に83～92年の分析期間よりも相当程度高かった。70年代は、依然銀行による資金調達が大きな割合を示しており、80年代に入り、金融自由化もしくはバブルの影響で徐々に銀行離れが進んでくる。しかも、80年代前半に比べ、後半から90年代にかけては一層説明力が落ちてくる。それは銀行離れがさらに進んだ時期でもある。

(3) 補足的な関係

次に、補足的な説明要因として総資産固定資産比率（固定資産／総資産×100）FATA、総資産有形固定資産比率（有形固定資産／総資産×100）TFATAおよび固定比率（固定資産／自己資本）FAEと負債比率、固定負債比率および有利子負債比率の回帰分析を試みた。この分析の目的は、銀行の貸付や企業の借入に際して、有担保原則が機能しているかどうかを知るためである。固定資産あるいは有形固定資産は担保となりうるため、この比率が高い企業ほど銀行の貸出は容易になるという仮説である。担保が必要であるということ自体、実際には銀行と企業経営者の間に情報ギャップが存在していることの証拠でもある。これはロング＝マリッツ（Long, M. S. & I. B. Malitz）などが主張する資産のタイプと負債政策との相関を知ることでもある¹⁰⁾。負債比率や有利子負債比率については、その性格から予想されるようにほとん

10) Long, M. S. & Malitz, I. B., "Investment Patterns and Financial Leverage", Benjamin Friedman, ed., *Corporate Capital Structures in the United States*, National Bureau of Economic Research, 1985.

ど相関がなかったが、自己資本固定負債比率については以下のような結果を得た。

全産業83—92

資本数28 自由度26

LTLE = -27.489 + 2.758 FATA	$R^2 = 0.303$
LTLE 評価値の標準誤差 69.170	FATA 係数の標準誤差 0.821 t 値 3.358
LTLE = -12.537 + 2.813 TFATA	$R^2 = 0.359$
LTLE 評価値の標準誤差 66.298	TFATA 係数の標準誤差 0.737 t 値 3.819
LTLE = -23.753 + 0.730 FAE	$R^2 = 0.919$
LTLE 評価値の標準誤差 23.554	TFATA 係数の標準誤差 0.042 t 値 17.190

製造業83—92

標本数17 自由度15

LTLE = -70.888 + 3.423 FATA	$R^2 = 0.325$
LTLE 評価値の標準誤差 32.725	FATA 係数の標準誤差 1.273 t 値 2.690
LTLE = -25.261 + 3.583 TFATA	$R^2 = 0.417$
LTLE 評価値の標準誤差 30.409	TFATA 係数の標準誤差 1.093 t 値 3.278
LTLE = -18.174 + 0.661 FAE	$R^2 = 0.935$
LTLE 評価値の標準誤差 10.173	FAE 係数の標準誤差 0.045 t 値 14.689

非製造業83—92

標本数11 自由度9

LTLE = 31.577 + 2.108 FATA	$R^2 = 0.208$
LTLE 評価値の標準誤差 102.313	FATA 係数の標準誤差 1.373 t 値 1.535
LTLE = 59.350 + 2.273 TFATA	$R^2 = 0.289$
LTLE 評価値の標準誤差 96.903	TFATA 係数の標準誤差 1.187 t 値 1.915
LTLE = -16.596 + 0.722 FAE	$R^2 = 0.898$
LTLE 評価値の標準誤差 36.658	FAE 係数の標準誤差 0.081 t 値 8.914

固定資産ないし有形固定資産が総資産ないし自己資本に対して高い企業は、オペレーティング・レバレッジの影響でリスクが高まると考えられるので、常識的には自己資本によって賄われるべきである。固定資産の増加とリスクの増加が正の相関を有するとすれば、先の仮説とは逆の効果を持つことになる。しかしながら、固定資産および有形固定資産と経営資本営業利益率およびその標準偏差との間には相関はなかった。これは、データが産業別に集計されているためかもしれないが、ここではむしろ有担保原則からこれを説明できる。この原則では担保となる固定資産の増加と固定負債の増加が対応することになる。つまり、銀行サイドの融資姿勢が企業の財務構造に現れていることを示している。

(4) 自己資本コストの代理変数

実証分析の締めくくりとして、自己資本コストと負債比率ないし固定負債比率の関係を見ることにしよう。ここで自己資本コストには税引後自己資本利益率 ROE を使用する。まず、

ROEとリスクの関係を調べるため、前と同じように全産業の10年間の自己資本利益率の平均ROEとその標準偏差 ROESTD の回帰分析を行ったが、決定係数は0.004ときわめて低く、しかも正になるべき標準偏差の係数の符号が負になっていた。そのt値も-0.325である。つまり、自己資本のリスクとリターンの関係がまったく示されていないことがわかる。

しかし、加重平均をした自己資本利益率とその標準偏差の分析では、以下のようにリスクとリターンの関係が読み取れた。

全産業83-92

標本数28 自由度26

$$ROE = 0.0774 + 2.6373 \text{ ROESTD}$$

$$R^2 = 0.607$$

$$ROE \text{ 評価値の標準誤差 } 0.1347 \quad ROESTD \text{ 係数の標準誤差 } 0.416 \quad t \text{ 値 } 6.340$$

次に、自己資本利益率と経営資本営業利益率の相関係数を調べてみた。これは自己資本コストが平均資本コストあるいはビジネス・リスクに相関していないことを示そうとするものである。結果は、 $R = 0.118$ ($R^2 = 0.014$) と低いものであった。

又、この10年間の各産業の平均経営資本営業利益率と平均自己資本利益率の産業平均と標準偏差を計算すると、次のような結果を得た。

平均経営資本営業利益率 7.1%

平均自己資本利益率 7.334%

標準偏差 5.862%

標準偏差 1.666%

MM的な常識に従えば、自己資本利益率の平均が高く、その標準偏差も大きな値を示すものと予想されるが、この結果は、自己資本利益率の標準偏差のほうが経営資本営業利益率のそれよりもかなりの程度低くなっており自己資本コストがある一定の狭い範囲で収まっていると言う我々の仮説を指示するものである。もちろん、はじめに述べたように、時価評価のコストでないので明確なものではない。

最後に、MMの命題の教えるところに従って自己資本利益率と負債比率、固定資産負債比率および有利子負債比率との関係を調べてみたが、結果は以下のとおりであった。

全産業83-92

$$ROE = 7.711 - 0.0013 \text{ LE}$$

$$R^2 = 0.020$$

$$ROE \text{ 評価値の標準誤差 } 1.800 \quad LE \text{ 係数の標準誤差 } 0.0018 \quad t \text{ 値 } -0.734$$

$$ROE = 7.379 - 0.0004 \text{ LTLE}$$

$$R^2 = 0.0003$$

$$ROE \text{ 評価値の標準誤差 } 1.818 \quad LTLE \text{ 係数の標準誤差 } 0.093 \quad t \text{ 値 } -0.093$$

$$ROE = 7.6488 - 0.002 \text{ IBLE}$$

$$R^2 = 0.020$$

$$ROE \text{ 評価値の標準誤差 } 1.799 \quad IBLE \text{ 係数の標準誤差 } 0.0027 \quad t \text{ 値 } -0.735$$

MMが期待する結果とは明らかに程遠いが、この結果から、自己資本コストがリスクや資本構成の変化に反応しないとは言えない。自己資本利益率の実績値と資本構成を見ていただけであるからである。しかし、少なくとも、それぞれの関わりについて否定的な結果が得られたと見てよさそうである。もしそうであるなら、自己資本コストが独立に決定されると言

うわれわれの仮説は否定されないことになる。

5 日本の資本構成と配当政策

以上のように、資本構成に関する数量調整メカニズムが働いている場合、それは他の財務政策に影響を及ぼさないであろうか。MMは、資本構成に関する無関連命題に次いで、配当政策の無関連命題へ議論を展開した。投資政策が所与である場合、配当政策は企業評価に影響を及ぼさないというのがその内容である。つまり、評価されるのは投資であってその資本の調達方法（配当増加は内部資金の減少、外部資金への依存度を増大させるという意味で資本調達方法に関わる）ではないという意味で、この議論の本質的な内容は資本構成の議論と変わるところがない。

この議論に対する理論的吟味は別にして、資本構成の数量調整メカニズムが機能するような企業と市場にあっては、配当政策に関しても何らかの調整機能が働かねばならないであろう。同一リスク・クラスの企業が、同一の資本構成を実現しているとすれば、それらの企業の資産成長過程においても自己資本と他人資本の割合が一定に保たれる必要がある。つまり、新規の投資プロジェクトに関して、あるいは単純な拡大再生産の過程で、企業経営者と銀行は適切な資本構成比を探索しなければならない。もし企業の資本コスト水準に変更がないのであれば、これまでと同様の資本構成比を維持していくことになる。収益性が高く資本コストが高い企業は、他人資本を低水準に抑え、逆に、収益性が低く資本コストも低い企業は高い他人資本比を選択することになる。

しかしながら、資本コストの高い企業は、上で明らかにしたように銀行借入れに多くを依存することができない。新たな資本調達として他人資本への依存度を高められないとすれば、新株の発行か内部留保への依存度を高める以外に方法がないことになる。新株発行増資が発行費用やタイミングなどの問題で困難な問題を抱えているとすれば、内部留保への依存度が高まるであろう。資本コストの高い企業ほど所得の多くの割合を内部留保し、逆に資本コストの低い企業ほど所得の多くの割合を株主に分配することができるのである。換言すれば、収益性の高い企業は内部留保への依存度が高く、収益性の低い企業は外部の他人資本依存度を高められるということになる。

以下に、これを確かめた実証分析の結果を示してみよう¹¹⁾。

$$\text{Div90} = 3.00026 - 0.02326\text{Eq90} \quad R^2 = 0.2162$$

(12.08) (-4.16)

$$\text{Div90} = 2.66053 - 0.01670\text{Eq90} + 4.62978\text{Dum90} \quad R^2 = 0.6057$$

(14.64) (-4.11) (7.63)

11) この実証結果は、亀川雅人「日本の配当政策—資本構成と所有構造の影響—」『獨協経済』第57号 pp. 71-73に掲載したものである。より詳しい内容はこれを参照して欲しい。

$$\text{Div88} = 2.83368 - 0.01654\text{Eq88} \quad R^2 = 0.1072$$

(11.40) (-2.84)

$$\text{Div88} = 3.22006 - 0.02306\text{Eq88} - 2.72802\text{Dum88} \quad R^2 = 0.5316$$

(17.16) (-5.35) (-7.32)

$$\text{Div86} = 2.94214 - 0.01570\text{Eq86} \quad R^2 = 0.0859$$

(11.33) (-2.56)

$$\text{Div86} = 3.40837 - 0.02517\text{Eq86} - 3.25859\text{Dum86} \quad R^2 = 0.4309$$

(15.56) (-4.94) (-6.01)

このサンプルは、91年1集、88年1集『会社四季法』に掲載されている企業のうちから配当支払のあった60社を任意抽出したものである。Div90は、90年データによる自己資本配当率（1株配／1株あたり株主資本）、Eqは、同じく90年の自己資本率（自己資本／総資本）、Dumは、90年のダミー変数である。ダミーに選択した会社は実績PERの出ていない1社である。この結果を見るかぎり、自己資本比率の上昇は、自己資本配当率の減少に結びついている。つまり、自己資本への依存度が高い企業ほど株主に対する配当が少ないことを意味している。それは我々の推測と一致するものである。

それでは、これを可能にする配当政策はどのようなものになろうか。一般に、配当性向を一定に保とうとする米国型安定配当政策では利益の大きさに応じた配当が支払われることになり、上述の内容を保証する事はできない。これに対し、配当額を一定に保とうとする日本型の配当政策では配当率を固定化し、利益の大きさに関係なく産業間で横並びの配当支払額が観察される。つまり、収益性の高い企業ほど内部資金が蓄えられる構造になっている。

こうした政策が選択されたのは、単に横並び意識を反映しただけでなく、企業と銀行を中核とした日本的財務構造上の必然的選択であったのかも知れない。ひとつの制度が確立するにあたり、それに適した管理方法が選択されると、それが再び別の制度と管理方法の選択に導く。投資政策を所与とした場合にでも、制度上の制約によって資本調達方法が選択されると、所得の分配方法にもその制約が影響を及ぼすことになるのである。

6 おわりに

本稿では、仮定的な英米型金融・資本市場と日独型市場の比較を通じて、日本企業の資本構成の決定メカニズムに関する仮説を導いた¹²⁾。この仮説ではメイン・バンクが企業の資産価値を見積もり、貸出に応じる量を決定する。企業は、銀行からの借入を最大限獲得しようと努

12) 日独型といっても、日本とドイツの銀行制度が異なることは本文で述べたとおりである。その上、本稿での仮説は、ドイツには当てはまらないようである。小山明宏氏によると（「コーポレート・ガバナンスの日独比較—企業と銀行の関係の実証研究—」日本経営財務研究学会第18回全国大会報告における報告要旨より）ドイツの実証研究では、収益性が高い企業の方が銀行との関わりが強く、総負

力する。双方の管理機能の失敗は、企業資産の評価の失敗であり、その結果は、株価の下落という事態を招かざるを得ない。市場の最終的洗礼を受けねばならないという意味ではMMの議論と同じである。しかし、そのプロセスは全く異なり、資本構成の相違が現れることになる。

このような資本調達方法が選択されるのは、市場の要請である。メイン・バンク主導による調達方法が、結果として株主の情報コストやその解析コストを軽減し、一定のせまい範囲に自己資本コストを抑える働きを持つことになる。従って、株主サイドで自己資本コストを一定とするという仮説は、同時に銀行と企業の取引交渉の結果でもあるのである。こうした一般株主をフリーライダーのように位置づける市場特性は、株式市場に対する制度的な補完の結果であり、そのことによって相対的に低コストが実現されていると考えるべきであろう。

歴史的な模索プロセスを通じて企業へ資本を供給する機構が形成されるとすれば、初期の制度的条件がその後の制度に影響を及ぼすであろう。また、市場を形成する制度や企業と市場の関わりは、経済の発展段階によって変更を迫られよう。高度経済成長期の60年代と低成長期にはいる70年代、国際化とこれに伴う金融自由化の80年代、そしてバブル崩壊後の90年代では異なる関係が発見されて当然である。ここでの議論は、メイン・バンク・システムが企業金融で主導的役割を示した80年代前半までを中心とした議論であるが、検証に使用された83年から92年の10年間についても影響力の低下を伺えるものの否定的な結果は出なかった。企業が、間接金融から直接金融への比率を高めたとしても、限界的な資金調達構造が銀行依存であったり、直接金融・資本市場が企業の評価に十分な評価機能を果たせない限り、資本構成や配当政策の決定はそうした事情を反映することになるだろう。

しかし、たとえ金融・資本市場が英米的な形で機能することになったとしても、企業は資本調達方法を軽視してよいということではない。他人資本調達は節税のメリットにより企業評価を高めることになるが、他人資本調達方法は多様である。同じ他人資本調達であれば低コストの調達が企業評価を高めることは明白だからである。そのとき、企業の管理者はもっとも安い他人資本調達方法を模索しなければならないのである。

最後に、本稿の仮説の指示は、時価で表示する資本構成の相違を企業価値ないしリスク・クラスとの関わりにおいて発見するか、株式市場に参加している株主の時価表示の自己資本コストが資本構成に無関係に一定の値をとること、あるいは自己資本コストのクラス別部分均衡を発見する必要がある。これらの本格的研究は今後の課題とし、今回は間接的な解答として、簿価にもとづく産業別資本構成の相違を分析するにとどめた。

債に占める銀行借入の比率は総資産利益率と正の相関が見られると言うのである。氏は、同様の実証研究を日本に関して試みたところ、総負債に占める系列銀行借入の比率は、総資産利益率と負の相関であった。これは本稿の議論を補完する結論であるが、日本とドイツの銀行では関わり方が相違していることが明らかになる。