

銀行借入と社債発行の選択

岡村 秀夫

本稿では、企業の負債による資金調達に関して、銀行借入と社債発行の選択に関する理論を整理する。現実的な背景としては、一九九八年度に入ってから国内普通社債発行の急増、それに先立つ社債発行規制の緩和・撤廃の動きがある。企業の主要な資金調達方法が銀行借入から社債発行へ移行することによって、コーポレート・ガバナンス構造の変化や企業の投資行動の変化といった個々の企業に関するミクロ的効果だけではなく、金融政策の波及経路への影響というようなマクロ的効果まで生じる可能性がある。

1 はじめに

一九九八年になって普通社債の発行が急増している。新聞報道によれば、普通社債の六月の国内発行額は五ヶ月連続で一兆円を越える見込みと報じられている⁽¹⁾。九八年二月の発行高が一兆三七八〇億円と月間で初めて一兆円を突破したのを皮切りに、三月以降も毎月一兆円台を堅調に維持している。また、一九九七年度（九七年四月―九八年三月）の国内普通社債発行高は九六年度に比べて五六%増の八兆七九五億円と、過去最高であった一九九五年度の五兆七一九二億円を大幅に上回り史上最高を更新した⁽²⁾⁽³⁾。

普通社債の発行高が高水準で推移する背景としては、銀行のいわゆる「貸し渋り」、そして長期金利が史上最低水準にあることなどが盛んに指摘されている。その一方で、一九八〇年代以降進められてきた社債発行規制の緩

和・撤廃によって、企業側が資金調達的手段として銀行借入と社債発行を選択し得る環境が整備されてきたことを見逃してはならない。

一九八五年に初めて完全な無担保普通社債が発行された際には、発行企業の財務状況に関する適債基準が設定されていた。その後一九九一年からは、財務状況に関する基準に代わって、大蔵省が認めた格付機関の格付けを取得することが規定された。そして、一九九五年末には適債基準そのものが撤廃された。信用リスク不安を背景に本来投資適格とされるBBB格の普通社債がほとんど発行されていないという問題はあるものの、一九九三年度には電力債が普通社債発行額の半分程度を占めていたという状況から、一九九七年度には電力債の普通社債発行額に占めるシェアが一〇%程度に低下するなど、発行企業に広がりを見せていることは事実である。⁴⁾

以下、第二節では銀行借入と社債発行の選択に関する理論の整理を行う。第三節では、日本についての実証研究を紹介する。最後に第四節では、今後の展望と課題について述べる。

2 銀行借入と社債発行

本節では、企業の負債発行による資金調達について、銀行借入と社債発行の間での選択に関する理論を整理する。ただし、ここでの比較の対象になっているものは、「長期」銀行借入と（一般に長期のものである）公募普通社債である。また、銀行借入は相対交渉で負債の条件が決定される「私募の負債 (private debt)」の代表的なものとして、社債発行は事前に条件を決定した上で多数の投資家に対して発行される「公募の負債 (public debt)」の代表的なものとして扱っている。そのため、社債については私募債ではなく公募債を念頭に置いている。

以下では、まず金融仲介における銀行の役割について述べる。次に、銀行が存在するにも関わらず、社債発行によって資金調達を行おうとする企業のタイプについて、理論の整理を行う。

(1) 銀行の役割

金融取引の特徴としては、借り手と貸し手の間で資金の返済可能性について情報の非対称性が存在することが挙げられる。そのため、貸し手が借り手の返済可能性を知ろうと思えばコストをかける必要があるし、あるいはコストをかけても全く知ることができないかもしれない。そして、資金返済を確実にしようと思えば、継続的に借り手の状態を監視する必要があるかもしれない。また、個々の金融取引に係わるリスクはプールすることによって、つまり分散投資を行うことによって、ポートフォリオ全体としては小さくすることが可能である。すなわち、銀行は金融取引に関する上記のような活動に特化し、預金者が個別に行う場合に比べて、低コストで情報生産とリスクのプールを行っていると考えられる。

金融機関、とりわけ銀行の存在理由を説明しようとする理論としては、Diamond (一九八四) がよく知られている。⁵⁾ Diamond (一九八四) によれば、銀行は個々の預金者から集めた資金を分散投資し、その投資先(貸付先)の監視(モニター)を預金者から「委任されて」行っていると考えられる。個々の預金者が銀行に預金する代わりに、おのおの分散投資を行えば、監視のためのコストが重複し社会的に非効率となる。つまり、銀行の存在意義は「委任された監視者」としてモニタリング・コスト(監視費用)を節約することにある、というのがDiamond (一九八四)の主張である。ただし、ここで重要な点は清水(一九九七)も指摘しているように、委任された銀行が分散投資を行うことにある。⁶⁾ そして、その結果としてモニタリング・コストが節約されると考えられる。

次項では、効率的にモニタリングを行い得る銀行からの借り入れではなく、なぜ社債発行によって資金調達が

行われる場合があるか、ということについて検討する。

(2) 社債発行の選択

前項では、銀行の存在意義を分散投資によるリスクのプールと金融取引に関する情報生産コストの節約にあると説明した。そこでは、そもそも資金の借り手は監視されなければ当初の契約通りには資金を返済しないと想定している。従って、銀行借入の場合に比べて、社債発行による資金調達では銀行による「監視」がないために企業が非効率な経営を行う可能性が高くなるかもしれない。もちろん、現実にはそのような借り手ばかりではないが、「監視」のある方が一所懸念になり、より効率的な行動が取られると考えることはできるだろう。そこで、銀行がモニター（監視）することによって、モニターがなされない場合に比べてより効率的に企業が経営されると仮定して議論を進める。⁽⁷⁾

Hoshi, Kashyap and Scharfstein (一九九三) (以下、Hoshi 他、とする) では、企業が負債発行による資金調達を行う際、ある企業は銀行借入を選択し、別の企業は社債発行を選択する、という違いがなぜ存在するかということの説明を試みている。⁽⁸⁾ Hoshi 他では、経営者と株主の利害が完全は一致しない状況を想定し、経営者は自らの利得を最大化するような資金調達の方法を選択すると考えた。

Hoshi 他モデルでは、まず経営者と株主の間にはエージェンシー問題が存在し、必ずしも経営者は株主の利益の最大化を目的として行動するとは限らないと想定している。そして、経営者が二種類の新たな投資機会に直面している状況を考えている。一つ目は、収益性は低く株主価値の増加は少ないが、経営者のみが享受できる何らかの便益があるようなプロジェクトである。二つ目は、経営者のみが享受できる便益はないが、収益性が高く株主価値の大きな増加が見込めるようなプロジェクトである。もちろん、株主にとってはプロジェクト二が選択されることが望ましい。次に、経営者の利得は、既存の企業価値と新規プロジェクトの期待収益を合計した株主価値にある比率 α を掛けたもの（この比率を経営者が株主価値を重視する程度と考えることができる）、そして経営者のみが享受できる便益 β の合計として定義される。

まず、経営者に対して銀行によるモニターが行われない場合、つまり社債発行による資金調達が行われる場合を考えてみよう。ここで、 α （経営者が株主価値を重視する程度）および β （経営者のみが享受できる便益）を一定とすると、株主価値が大きいなら（言い換えると既存の企業価値が大きい、あるいは新規プロジェクトの期待収益が大きい、またはその両方、であるなら）、モニターが行われない社債発行の場合でも、株主にとって望ましいプロジェクト二が実施される可能性がある。

次に、社債発行による資金調達では、株主にとっては望ましくないプロジェクト一が実施されるような状況を考えてみよう。これは、株主価値がそれほど大きくない場合、あるいは α が小さい場合（経営者が株主価値を重視しない場合）である。この場合、資金の貸し手は社債発行ではモニターが行われないため、経営者が非効率なプロジェクト一を実施することを予想して、あらかじめ高めの金利を要求するだろう。ここで、経営者が銀行借入を選択することによって、効率的なプロジェクト二を実施することを明らかにすれば（銀行は借り手をモニターすることによって、効率的な経営を行わせることができる想定している）、低めの金利で資金を調達できるだろう。従って、有利な条件で資金調達可能になることによって、資金調達コストが低減され、プロジェクト終了後の期待収益が社債発行を行った場合に比べて増加するだろう（つまり株主価値が増加する）。その結果、株主価値の増加によって、経営者の利得も増加するなら、経営者は銀行借入を選択するかもしれない。つまり、経

営者は非効率的なプロジェクト一を実施した場合に得られるであろう便益を放棄しても、それに見合った以上の利得（つまり株主価値の増加分 $\times \alpha$ ）が得られれば、銀行借入を選択し効率的なプロジェクト二を実施するのである。

一方、銀行借入によって効率的なプロジェクト二を実施した場合の利得が、（経営者の個人的な便益が得られるプロジェクト一）を実施した場合の利得を下回れば、わざわざ銀行借入を行わずに、社債発行によって監視の目を避けてプロジェクト一を実施するだろう。そのような企業は、株主価値が小さい企業、つまり既存の企業価値が小さい企業、あるいは新規プロジェクトの期待収益が小さい企業と考えられる。

以上の議論を整理すると、

①業績の良い企業、資産価値の高い企業、有望な投資プロジェクトを保有する企業（言い換えると優良企業）は、社債発行による資金調達を行おうとする傾向が強い。

②業績、資産価値、投資プロジェクトの期待収益が中間程度の企業は、銀行借入による資金調達を行おうとする傾向が強い。

③業績が悪く、資産価値が低く、有望な投資プロジェクトを保有しない企業は、社債発行による資金調達を行おうとする傾向が強い⁽⁹⁾。

3 社債発行を選択する企業 — 日本についての研究例 —

本節では、企業の資金調達と社債発行に関する実証研究について紹介する。

まず、前節で紹介したHoshi他では銀行借入と社債発行の関係を明らかにするために、一二社の企業をサンプルとして、一九九二年時点の銀行負債比率（銀行借入／負債総額）を被説明変数に、そして一九八二年時点のトービンのQ（企業価値／企業の実物資本の再取得価額）、負債比率（負債総額／総資産）、金融投資（Financial investment）比率（金融投資／総資産）などを説明変数にして、実証分析を行っている。その結果、純資産額の大きな企業ほど社債発行を行う傾向にあること、系列に属する企業で業績が良い企業ほど社債発行を行う傾向にあることが明らかになった。一方、系列に属する企業でも業績が低迷している企業は、より銀行借入に依存する傾向にあることが示された。さらに、オーナー企業（ここでは、会長または社長が最大株主の企業として定義）についての分析から、トービンのQが高い企業ほどより銀行借入を行う傾向にあることが示された。この結果はHoshi他の理論的含意とは異なっているが、オーナーのいわば独断専行による非効率的な経営が、銀行のモニターによって抑制される効果が強く表れているのかもしれない。

松尾（一九九八）では、国内普通社債発行が一般的になつてきた一九九五年度および翌一九九六年度について、普通社債発行とメインバンク関係に注目して分析を行っている⁽¹⁰⁾。その中で、九五年度、九六年度ともに社債発行企業は（電力会社を除いて）借入金全体および長期借入金をより減少させていること、九六年度については銀行系証券会社を主幹事を選んだ企業の方が借入金、長期借入金ともに減少率が高かったことが示されている。さらに、社債発行とメインバンクの関係では、九五年度、九六年度ともに銀行系証券会社を主幹事にした場合の方が非銀行系証券会社を主幹事にした場合に比べて、メインバンクに対する長期借入金の返済率が高くなっていることが指摘されている。

福田・河原・小原・計（一九九七）では、長期資金の決定メカニズムの観点から、社債発行の決定要因を実証

分析している⁽¹¹⁾。一九八一年から一九九五年までの期間について、社債比率（社債発行総額／総借入額）を被説明変数として、営業利益率、株価純資産倍率、自己資本比率、設備比率（有形固定資産／総資産）の四つの変数を説明変数として推計している。しかし、その結果は統計的に有意でなかったり、あるいは理論的に整合的なものではなく、社債の発行は単なる長期資金選択の問題として説明することはできないと述べている。

4 さいごん

本稿では、銀行借入と社債発行の選択についての議論を紹介してきた。日本では普通社債発行が盛んに実施されるようになってわずか二、三年経過しただけであり、理論を検証するための実証分析はまだ十分には行われていないが、一九九八年に入って普通社債発行が急増しており、これから研究の進展が期待される。

現実には、銀行借入と社債発行を比較的自由に選択できる企業は一部である上に、現在の日本の社債市場では信用リスクに対する過度の警戒感から、本来投資適格であるはずのBBB格社債の発行すらほとんど行われていない。今度、リスクに対する適切なリターンの評価を行い得るような投資家層の厚みが増すが、社債市場が企業の資金調達の場合として発展するための一つの条件であろう。

社債発行による資金調達の進展によって、企業の投資態度、コーポレートガバナンス構造の変化などのミクロ的变化だけでなく、金融政策の波及経路といったマクロ的变化が生じる可能性も指摘されており⁽¹²⁾、今後さらに幅広い視点からの分析が望まれる。

注

(1) 『日本経済新聞』九八年六月三日付。

(2) 『日本経済新聞』九八年二月二〇日付。

(3) 『日経金融新聞』九八年三月二二日付。

(4) 『日本経済新聞』九八年三月三日付。

(5) Diamond, Douglas (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economic Studies*, 51, pp.393-414.

(6) 清水啓典（一九九七）、「日本の金融と市場メカニズム」、東洋経済新報社、一四ページ。清水（一九九七）は、メインバンクを「委任された監視者」とする見方に対して、Diamond (1984)での議論の本質は分散投資を行う点にあるとして、ある特定の貸し手に集中投資する傾向にあるメインバンクと同列に議論できないと指摘しており、興味深い。

(7) もちろん、このような仮定には異論の余地もあると思われる。また「誰がモニター（監視者）をモニター（監視）するのか（Who monitors the monitor?）」という点も重要な点である。（Diamond (1984)を参照。）

(8) Hoshi, Takeo, Anli Kashyap and David Scharfstein. (1993). "The Choice between Public and Private Debt: An Analysis of Post-Deregulation Corporate Finance in Japan." NBER Working Paper, No.4421.

(9) あくまで理論的帰結としての相対的な傾向である。実際、業績の非常に悪い企業が社債発行を行おうとしても、シヤーク債として非常に高い金利を支払わなければならなかったり、あるいは起債そのものが不可能であるかもしれない。

(10) 松尾順介（一九九八）、「普通社債発行とメインバンク」、『証券経済研究』第一号、pp.1-34.

- (11) 福田慎一・河原史和・小原弘嗣・計聡(一九九七)、「長期資金の決定メカニズム：一九八〇年以降の日本企業の実証分析」『経済学論集』第六三巻第一号、pp.36-52.
- (12) Weinstein, David and Yishay Yafeh (1998), "On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Main Bank Relations in Japan," *Journal of Finance*, Vol.53, No.2, April, pp.635-672. 以下は、銀行との結びつきが強い企業は、資金の調達は容易であるが、一方で収益性や成長性が低いとの結果が示されている。このことは、銀行が過度にリスクを回避する傾向にあり、また銀行関係から生じる利益を銀行側だけが得ている可能性を示唆している。従って、資金調達方法の選択により、企業の投資態度および業績が変化する可能性があると考えられる。
- (13) Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1993) 参照。