

企業の外部資金調達と投資決定

関西大学 宇恵勝也

企業の資金調達行動の問題は、負債と株主資本の構成比率である資本構成の選択の問題として捉えられ、それは資本構成理論の研究テーマとして位置づけられてきた。現在の資本構成理論は、Modigliani and Miller (1958) の MM 命題にまで遡る。MM 命題以後の理論的發展としては、静学的トレードオフ理論とペッキングオーダー理論の二つが有力である。

まず、静学的トレードオフ理論 (Static Trade-Off Theory) は、MM 命題が想定する完全な資本市場に税制と財務リスクという二つの要素を導入した理論であり、その先駆けとなる業績が、Kraus and Litzenberger (1973) である。この理論によれば企業は、負債による資金調達に伴う節税効果の便益と財務リスクの費用のトレードオフに直面しており、その下で目標となる負債比率を決定する。すなわち、企業価値最大化を目指す企業は、負債による資金調達に伴う限界的な便益と費用とが一致する点に最適資本構成を決定し、それを目標として資金調達を行うというのが静学的トレードオフ理論の主張である。

一方、ペッキングオーダー理論 (Pecking Order Theory) は、Myers and Majluf (1984) および Myers (1984) をその嚆矢とする。この理論は、MM 命題の想定する完全な資本市場に情報の非対称性を導入する。企業経営者と外部投資家の間における情報の非対称性により、企業は外部金融よりも内部金融を選好し、外部資金が必要な時には、発行に伴う情報コストが相対的に低いことから、株式よりも負債による資金調達が選好される。通常の下では株式による資金調達は行われず、また、最適資本構成は存在しない。ペッキングオーダー理論は、資金調達はその企業の業績がいかなるものであるかを公衆に対して示すシグナルとなるが故に重要である。もし企業が内部資金調達を行っているのであれば、それは企業の経営が極めて順調であるというシグナルである。もし企業が負債を通じて資金調達を行っているのであれば、それは経営が信頼の置けるものであり、企業は返済義務を契約に忠実に果たすことができるというシグナルである。もし企業が新株発行を通じて資金を調達しているのであれば、それは通常、負のシグナルである。なぜなら、非対称情報の下で企業は、自らの株式の価格が市場において過大に評価されていると考えており、株価の下落よりも資金調達を重視し優先しようとしているからである。

上記二つの理論は、排他的というよりはむしろ補完的な性質を有しており、一方の理論によってうまく説明できる事実もあれば、他方の理論と整合的な事実もあるというのが現実である。また、ペッキングオーダー理論に関しては、その持つ含意については意見が分かれるものの、企業の意思決定にとって不完全情報が重要であるとするその理論の主たる基本的仮定についてはかなりの程度意見の一致が見られる。

そこで本報告では、資金調達のシグナルとしての性質を重要視するペッキングオーダー理論に焦点を合わせた理論的分析を試みる。具体的には、Myers and Majluf (1984) において提示された企業投資と資本構成のモデルをシグナリング理論の観点から詳細に検討することを通じて、企業の外部資金調達と投資決定について考察する。