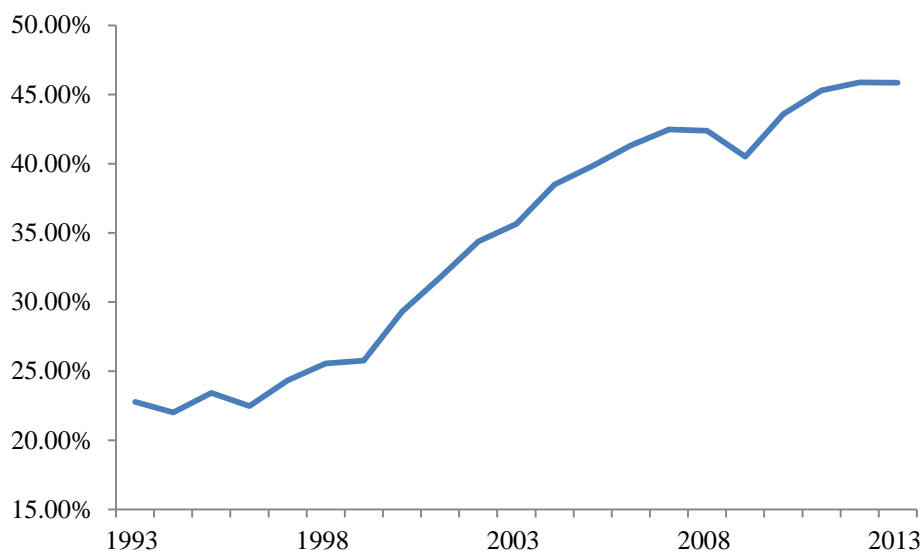


1 本研究のモチベーション

近年、無借金企業の割合は増加してきている。その傾向は2000年以降顕著に表れており、現在では東証一部上場企業の約半数が無借金の状態である(図表1)。無借金企業には、有利子負債を全く保有しない完全無借金企業と、企業の保有する現預金が有利子負債を上回る実質無借金企業が存在する。本研究では、両者を合わせたものを無借金企業と定義する。負債にはレバレッジ効果や節税効果といったメリットがある。また、負債を活用し事業拡大を図ることで企業価値の向上も見込める。しかしながら、なぜ企業価値を毀損し得る無借金企業は増加しているのだろうか。我々はここに疑問を抱き、無借金企業増加の背景について研究した。

図表1 東証一部上場企業の無借金企業の割合推移



(出所)日経 Needs-Financial QUEST より筆者作成

無借金企業の割合が増えてきている一方で、近年人的資本に注目する企業が増えてきている。これまで、有利子負債が減少してきたことにより無借金企業が増加してきたという研究や、人的資本に関する研究がなされてきた。しかし、無借金企業と人的資本を結びつける研究はなされていない。そこで、本研究では無借金企業増加の背景には人的資本の重要性の高まりがある、ということを実証的に明らかにする。

本稿の構成は以下の通りである。続く第2章では市場における無借金企業の矛盾を述べ、第3章で人的資本に関する先行研究を述べる。第4章では仮説の設定と検証方法について

述べ、第5章で検証結果を述べる。最後に、第6章で本研究のまとめと主張を述べる。

2 無借金企業の矛盾

2.1 エージェンシー理論

エージェンシー理論は、プリンシパル(依頼人：株主)とエージェント(代理人：経営者)の契約関係に着目し、両者に生ずる利害の不一致を調整するメカニズムに基づいて、望ましい組織の仕組みや制度のあり方を分析する経済理論である。Jensen & Meckling(1976)によれば、エージェンシー関係とは、「プリンシパルがエージェントに意思決定権限を委譲して、自己の利益のために何らかのサービスを行わせる契約を結ぶときに生ずる関係」とされる。

エージェンシー理論では、一般的に、エージェントは一定の範囲内で行動を自由に選択する裁量が付与されているものと仮定されている。従って、諸個人は自己の利益を追求するという功利主義的人間観に立脚すれば、エージェントは時としてプリンシパルの利益を犠牲にしても自分に有利な行動をとる可能性がある。そのため、エージェントがプリンシパルの意向に忠実な行動をとった場合と比べ、自己の利益を追求するような行動をとった場合には、その分だけプリンシパルが負担すべき損失が生ずる。この損失分がエージェンシーコストと呼ばれる。

2.2 負債の効果

Jensen はフリーキャッシュフロー仮説も提唱している。企業が過剰な手元資金を保有していると、経営者が自由に使える資金が増大し、株主にとってその資金の投資先が不明瞭となる。そのため経営者と株主の間に情報の非対称性が生じ、エージェンシーコストが発生する。過剰な手元資金を保有すると、エージェンシーコストを解消するための費用が必要となり、企業価値を本来よりも低下させる恐れがある。そこで、負債を負い、利払いができないと破綻する仕組みにしておくことにより、債権者のモニタリング効果が生じる。

また、負債水準を高めることは経営者の過剰投資を規律付ける効果もある。負債を持つということは企業に強制的な資金の返済、すなわち将来的な現金の支払いが発生することを意味している。つまり負債水準を高めることで経営者は緊張感を持ち、無駄な投資を行うことが難しくなる。これが負債を持つことで生じる、債権者による経営者へのモニタリング効果である。

さらに、負債を持つことでレバレッジ効果や節税効果も得ることが可能である。レバレッジ効果とは、梃子すなわちレバーの作用のことであるが、ファイナンスでは負債を梃子とすることによって、自己資本利益率(ROE)を高く持ち上げることが可能となるという負債の作用を示す。また、節税効果とは、企業は稼いだ収入に対して税金を支払わなければならないが、企業は負債の支払利息が控除された後の利益に対して税金を支払うので、負債を持つことで企業が支払わなければならない法人税を減少するという効果のことである。

負債をもつことで上述した利点が生じるにも関わらず、無借金企業が増加してきているのはなぜだろうか。

3 人的資本に関する先行研究

3.1 株主主権と従業員主権

一般的に株式市場において、株主主権は前提である。しかし、株主主権とは対になる従業員主権を提唱する研究者も多く存在する。

伊丹(1987)によると、主権者となるには二つの条件を満たす必要がある。その条件とは、本質的な貢献が大きいことと、リスクの負担が大きいことである。まず一つ目の本質的な貢献の大きさという観点では、その企業にとって最も大切、かつ稀少な資源を提供していることが条件として挙げられる。そして二つ目のリスク負担の大きさという観点では、その企業の事業の盛衰によって最も大きなリスクを被っているという条件が挙げられる。これらの条件を踏まえて、伊丹は、主権者となりうる主体として、リスクを負いながら資金を提供している点より株主、その企業に長期的にコミットしている点より従業員を挙げており、この二つの主体を比較した上で従業員主権を提唱している。

まず、本質的な貢献度の大きさについて述べられている。株主の提供する資金が本質的に貢献していたのは、社会全体の資本蓄積が極めて希薄だった昔の時代のことなのである。対して従業員の提供する技術は、代替が不可能であり、稀少性が高いといえる。なぜなら、現代において企業の個性を作り、その企業が経済社会で生きていく最も本質的な基盤は「技術」であり、その技術を作り出すのはヒトだからである。一般的に、資源の相対的な稀少性という観点からは、ヒトの方がカネよりも稀少なのが現代である。質の高いヒトさえいれば、カネは結局ついて回る。

次に、リスクの大きさについて述べられている。株主は、参加していた企業から退出することができ、その企業に参加していた代償として株の売却代金を受け取ることができる。また、分散投資でリスク分散が可能である。その意味ではリスクを徹底的に負っているとは言えない。対して、企業に長期的にコミットしている従業員は、退出が容易ではなく、企業へ注ぎ込んだ時間とエネルギーの代償を受け取ることができない。さらに、従業員は一つの企業でしか働くことができないため、株主のようなリスク分散ができない。よって、従業員の方がリスク負担は大きいと言える。

3.2 従業員主権の合理性

前節のように伊丹(1987)は従業員主権のほうが合理的なのではないか、と述べている。同時に伊丹は、従業員主権は二つの点で株主主権より経済効率が良いと述べている。一つ目は利害の一致という点、二つ目は意思決定の情報効率という点である。

まず、一つ目の利害の一致とは、働く人々の個人的な利害と、企業の組織としての利害との一致ということである。企業のために努力をし、企業にとってベストな意思決定をすることは、まわりまわって結局は自分のためなのである。まず、人びとの企業活動への参加意欲が大きくなる、つまり、積極的に企業活動に関わろうとするということである。次に、人々が長期的かつ全体的な視野を持って意思決定しやすくなるというメリットがある。株主主権であると、目先の短期的なメリットだけを追ったり、自分の分野のことだけさえよければいいと思ってしまう可能性が高いが、従業員主権であるところの可能性が低い。

二つ目の意思決定の情報効率という点でも従業員主権は効率的である。企業の基本的な意思決定に必要な情報は、現実はその企業で働く人々のみが持つことができる。その情報を現場感覚と共に持った者が意思決定するのが最もよいのである。企業の細部に関する情報は、企業で現実に働いている人々だけが日常の仕事を通じてもつことができる。その情報を現場感覚と共にもった者が意思決定するのが最も良い。よって、従業員主権は情報効率が良いのである。株主主権では、株主の代表としての取締役会が建前として意思決定をする。しかし、取締役会に現場にしか理解できない微妙な情報を正確に伝えることは極めて難しい。情報を持ち、それを伝える役割をもった従業員と、情報を手に入れたい取締役会との間には利害の不一致が生じるかもしれない。日本では、取締役会は実際に現場で働く従業員から昇格することが慣習となっている。つまり、企業の意思決定は現実的には従業員が行っているのも同然である。

4 仮説の設定と検証方法

4.1 仮説の設定

従業員一人一人の競争力、つまり彼らの専門的知識や技術に依存している企業は、倒産による人的資本の流出を防ぎたいと考える。そのため、負債に頼らないことで債務超過による倒産の確率を低下させようとする考察した。そこで、本研究では、「人的資本の競争力に依存している企業は無借金になる」という仮説を設定した。この仮説に至るまでの流れは以下の通りである。

伊丹(1987)より、従業員主権という考え方も存在し、従業員の持つ知識や技術、つまり人的資本が重要であると言うことができる。なぜならその人的資本が企業の競争力となるからである。人的資本が競争力になっている企業の行動として、宮川(2010)では、「現代の先進国企業においては機械や建物といった物的資産だけではなく企業内に専門的知識を蓄積し、企業独自のノウハウを形成することが高い競争力になる事業が多い」と述べられている。つまり、現代の企業において人的資本の重要性は高まりつつあるということである。そのような企業にとって、人的資本は何にも替えることができない競争力となっている。

上述のような企業において、人的資本は代替不可能である。それは、専門的知識や技術が重要であり、誰しも持っているわけではないからである。企業はそのような人的資本を手放したいとは思わないだろう。では、人的資本を失うのはどのような状況だろうか。それは企業が倒産する時である。企業が倒産してしまった場合、そのような貴重な人的資本を失ってしまう。よって、人的資本の競争力に依存しているからこそ、企業は倒産による従業員の流出を防ぐために存続することをより強く求める。つまり、倒産につながるような借金を避けると考えられる。広田(2012)でも「企業の存続を重視する財務政策の代表的なものは、負債比率を引き下げて倒産確率を低下させることである」と述べている。企業の存続と負債比率には関係があるということが、これにより支持される。

以上より、人的資本に依存している企業は、負債を活用して事業拡大するよりも負債に頼らない経営を好む、ということができる。そしてこれが、無借金企業が増加している背景であると我々は考えた。そこで我々は、これまでの流れを踏まえ、「人的資本の競争力に依存している企業は無借金になる」という仮説を立てた。

4.2 検証方法

4.2.1 データセット

分析対象は東証一部上場の製造業のうち、2010年4月から2013年3月の3年間連続で無借金または有借金であり、すべての指標に用いるデータの取得が可能である企業119社(無借金企業43社、有借金企業76社)である。東証一部に上場するためには、株主数、流通株式、売買高、時価総額、純資産の額、利益の額または時価総額、虚偽記載または不適正意見等、といった条件をクリアしなければならない。よって、分析対象を東証一部に限定することで、借入を行えず無借金にならざるを得ないという企業を除外できる。また、分析対象を製造業に限定したのは、非製造業であると、例えば電鉄業界など負債を持たなければ事業が行えない業界も存在し、検証結果に偏りが生じる可能性があるからである。分析に必要なデータは就職四季報と日経 Needs-Financial QUEST より取得した。

4.2.2 検証方法

次に、先述した仮説を検証する分析方法について説明する。仮説の設定でも述べたように、我々は人的資本の競争力に依存している企業は無借金になると考えた。そこで、人的資本が競争力になっていることを表す指標として売上高研究開発費率と労働装備率と一人当たり営業利益を使用する。また、人的資本の競争力に依存している企業において、企業は人的資本を供給する従業員を大事にしていると我々は考えた。そこで、従業員を大事にしていることを表す指標として売上高人件費率と年収を使用する。

無借金企業が人的資本を競争力とする、またその人的資本を供給する従業員を大事にしていることを検証するために、比較対象として有借金企業を使用して、ロジット回帰分析を行った。本研究では以下のロジット回帰モデルを推定する。

$$Dmy = \alpha + \beta_1 \cdot SH + \beta_2 \cdot RD + \beta_3 \cdot LB + \beta_4 \cdot NS + \beta_5 \cdot EP + \varepsilon$$

各変数の定義は以下の通りである。被説明変数は無借金企業を1、有借金企業を0とするダミー変数(Dmy)として設定する。説明変数には、売上高人件費率(SH)、売上高研究開発費率(RD)、労働装備率(LB)、年収(NS)、一人当たり営業利益(EP)を用いる。

売上高人件費率(SH)は人件費を売上高で割ったものである。これは売上高のうちのどれだ

けを従業員に還元しているかを表す指標である。この指標が高いということは、企業の競争力が人的資本に依存しているということなので、SH の係数はプラス有意に推定されると考えられる。

売上高研究開発費率(RD)は研究開発費を売上高で割ったものである。これは研究開発費が売上高の中でどの程度占めているかを示す指標である。この指標が高いということは、企業が従業員に研究開発の場を多く与えているということなので、RD の係数はプラス有意に推定されると考えられる。

労働装備率(LB)は有形固定資産を従業員数で割ったもので、機械化の程度を表す指標とされている。人的資本が競争力となっている企業においては、機械などの物的資本が競争力となっている企業より機械に依存していないと我々は考えたので、LB の係数はマイナス有意に推定されると考えられる。

年収(NS)の係数はプラス有意に推定されると考えられる。それは、より高い給料が従業員にとっての動機づけとなり、それだけの給料を支払うだけの競争力となっているからである。

一人当たり営業利益(EP)は、営業利益を従業員数で割ったものであり、従業員一人が本業においてどれだけ利益をあげているかを示す指標である。この指標が高いということは従業員が本業で多くの利益をあげており、企業の競争力になっているということである。よって、この指標はプラス有意に推定されると考えられる。

5 検証結果

5.1 基本統計量

図表 2 は、ロジット回帰分析に用いる各変数の基本統計量を示したものである。売上高
人件費率について、平均値は無借金企業の平均値は 0.080、中央値は 0.072 で、有借金企業
の平均値は 0.050、中央値は 0.038 であり、平均値、中央値ともに無借金企業のほうが高い。
労働装備率について、無借金企業の平均値は 11.649、中央値は 9.238 で、有借金企業の平均
値は 37.554、中央値は 20.035 であった。無借金企業の平均値は有借金企業の平均値の約 3
分の 1 であることがわかる。年収や一人当たり営業利益については、わずかな差ではある
ものの無借金企業のほうが有借金企業よりも高い。

図表 2 主要変数の基本統計量

a. 無借金企業

	売上高人件費率 【SH】	売上高研究開発費率 【RD】	労働装備率 【LB】	年収 【NS】	一人当たり営業利益 【EP】
平均値	0.080	0.086	11.649	722.714	16.715
中央値	0.072	0.063	9.238	718.000	10.075
標準偏差	0.045	0.078	8.459	138.840	13.298
最大値	0.212	0.319	36.284	1008.900	44.729
最小値	0.011	0.006	0.600	420.000	1.559
標本数	43	43	43	43	43

b. 有借金企業

	売上高人件費率 【SH】	売上高研究開発費率 【RD】	労働装備率 【LB】	年収 【NS】	一人当たり営業利益 【EP】
平均値	0.050	0.090	37.554	694.303	14.670
中央値	0.038	0.040	20.035	687.000	6.116
標準偏差	0.044	0.247	54.574	98.590	25.673
最大値	0.254	1.882	327.434	958.000	163.032
最小値	0.002	0.001	0.001	511.000	0.088
標本数	76	76	76	76	76

5.2 相関係数

次に、図表 3 は、分析に使用される各変数間の相関係数を示したものである。図表 3 に
 において被説明変数であるダミー変数の欄を縦に見ると、説明変数の売上高人件費率と年収
 と一人当たり営業利益はダミー変数と正の関係、売上高研究開発費率と労働装備率はダミ
 ー変数と負の関係であることが確認できる。売上高人件費率、労働装備率、年収、一人当
 たり営業利益は 4.2.2 で述べた内容と同様である。しかし、売上高研究開発費率は 4.2.2 で
 述べた内容と逆の結果になった。ただし、-0.009 と相関は低いので、分析を進めるうえでの
 問題はないと考える。続いて独立変数間の相関係数を確認する。図表 3 より、いずれの相
 関係数も 0.6 を上回る、または-0.6 を下回る数値は見受けられないので、特に問題のない範
 囲であることがわかる。よって、本研究における分析において多重共線性の問題は軽微で
 あると判断し、分析を進めることとする。

図表 3 主要変数間の相関係数

	ダミー変数 【Dmy】	売上高人件費率 【SH】	売上高研究開発費率 【RD】	労働装備率 【LB】	年収 【NS】	一人当たり営業利益 【EP】
ダミー変数 【Dmy】	1					
売上高人件費率 【SH】	0.303	1				
売上高研究開発費率 【RD】	-0.009	0.467	1			
労働装備率 【LB】	-0.274	-0.329	-0.137	1		
年収 【NS】	0.119	0.020	0.147	0.317	1	
一人当たり営業利益 【EP】	0.045	-0.229	-0.081	0.433	0.511	1

5.3 検証結果

図表4は、本研究におけるロジット回帰モデルの推定結果である。この図表にはそれぞれの説明変数に関する係数の値と、その符号が統計的に有意であるかどうかを示すt値が記載されている。t値に付されているアスタリスクは、***が両側検定1%水準(t値2.326以上)、**が両側検定5%水準(t値1.645以上)、*が両側検定10%水準(t値1.282以上)で有意であることを意味している。

回帰モデルの検証結果では、売上高人件費率(SH)はt値が3.348なので1%水準でプラス有意、労働装備率(LB)はt値が-3.227なので1%水準でマイナス有意、年収(NS)はt値が1.632、一人当たり営業利益(EP)はt値が1.484なので10%水準でプラス有意である。このことから無借金企業は、売上高人件費率と年収が高いという点で有借金企業よりも従業員を大事にしていることがわかる。また、労働装備率が低い点より無借金企業は有借金企業よりも人的資本に依存しているということ、一人当たり営業利益が高い点より従業員が有借金企業よりも競争力になっているという結果が確認された。これらの結果は先述の仮説と整合的である。

しかし、売上高研究開発費率(RD)はt値が-2.306と5%水準でマイナス有意で、我々の期待する結果とは逆の結果が出ている。冒頭でも述べたように、無借金企業は企業価値を上げることよりも倒産リスクを低くすることを優先し、負債を避ける。収益の見込みが不確実な研究開発を積極的に行うことは、倒産リスクを高めてしまう可能性もある。そのため無借金企業は倒産リスクを高めることを避けるので、研究開発を積極的に行わず、売上高研究開発費率が低くなっていると考えられる。この場合、5.2で述べた我々の推測とは異なるが、ダミー変数と売上高研究開発費率の相関係数がマイナスであるという結果が出たことは整合性があるともいえる。

図表4 本研究におけるロジット回帰分析の検証結果

	係数	標準偏差	t値		P値
定数項	-0.249	0.280	-0.889		0.376
売上高人件費率【SH】	3.454	1.032	3.348	***	0.001
売上高研究開発費率【RD】	-0.525	0.228	-2.306	**	0.023
労働装備率【LB】	-0.003	0.001	-3.227	***	0.002
年収【NS】	0.001	0.000	1.632	*	0.106
一人当たり営業利益【EP】	0.003	0.002	1.484	*	0.141

6 本研究のまとめと主張

6.1 本研究のまとめ

本研究の目的は、無借金企業の増加にはどのような背景があるのかを実証的に明らかにすることであった。そこで、本研究では現代において人的資本の競争力に依存している企業が増えていることに着目し、「人的資本の競争力に依存している企業は無借金になる」という仮説を導いた。この仮説を実証するために、2010年4月から2013年3月までの東証一部上場の製造業の中で、3年間連続で無借金である企業43社、また有借金である企業76社の企業を対象とした。また分析においては、被説明変数は無借金企業を1、有借金企業を0とするダミー変数とし、説明変数を売上高人件費率、売上高研究開発費率、労働装備率、年収、一人当たり営業利益とするロジット回帰分析を行った。

実証の結果、本研究で立てられた仮説を支持する結果が得られた。すなわち、人的資本を重視していることを示す指標である売上高人件費率、年収、一人当たり営業利益が無借金企業においてプラス有意、労働装備率が無借金企業においてマイナス有意という結果が得られた。このことから、無借金企業はより人的資本を重要視しているということができる。

一般的に負債を持つことにはメリットがあるにも関わらず、負債を有効活用していない無借金企業の割合が増加していることと、現代における人的資本への依存度が高まりつつあることに関係があると考え検証したことが本研究の特徴である。

しかし、本研究は幾つかの課題も残している。まず、本研究では東証一部上場の製造業のみを対象としているが、東証一部以外に上場している企業や非製造業をサンプルに用いるとどのような結果になるのかを検討する必要がある。また、データの取得期間が2010年4月から2013年3月までのわずか3年であったため、データの取得期間を延ばした場合にも同様な結果が得られるのかということについても検討する必要がある。

6.2 今後の展望

現代において企業は人的資本の競争力に依存するようになってきている。そして、そのような競争力となる人的資本を留めておくために倒産リスクを下げて無借金になる企業が増えてきているということが本研究で実証された。しかし、人的資本が競争力となっている企業にとって、人的資本の流出を防ぐための方法は無借金になることだけなのだろうか。

我々は、他の方法も挙げられるのではないかと考える。

本研究では人的資本が競争力となっている、また、その競争力となる人的資本を供給する従業員を重視していることを表す指標として、主に人件費や年収、利益といった数値化できるものを用いたが、数値では表せないものからも人的資本の重要性を説明できるかもしれない。それは従業員がその企業でしか感じることのできない誇りや喜び、帰属意識などであると我々は考える。それらは従業員がその企業で働き続けることの動機付けとなっているだろう。その企業にしかない、従業員が誇りを持てるような独自の技術や従業員が働きやすくなる環境を新たに生み出すことも、従業員を重視しているといえる。そうすることで、企業は人的資本の競争力を最大限に活かすことができ、企業全体の活性化、そして日本経済の活性化が見込まれる。以上の側面も含めて検証を行うことは困難であるが、今後も研究を深めていきたいと思う次第である。

【参考文献】

伊丹敬之(1987)『人本主義企業』筑摩書房

伊丹敬之(2000)『日本型コーポレートガバナンス』日本経済新聞社

滝沢菊太郎(1985)『無借金企業』有斐閣

東洋経済新報社(2012)『就職四季報年 2014 版』東洋経済新報社

広田真一(2012)『株主主権を超えて』東洋経済

宮川壽夫(2010)「粘着的配当政策の合理的背景とその実証」『証券経済研究』第70号抜刷
2010年6月

宮川壽夫(2012)『配当政策とコーポレート・ガバナンス』中央経済社

宮島英昭(2011)「人本主義」『日本労働研究雑誌』4月号 No 609

F. Modigliani and M. H. Miller, (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," American Economic Review

J. Berk and P. DeMarzo, (2011). "Corporate Finance with Myfinancelab"

R. Brealey, S. Myers, and F. Allen, (1981). "Principle of Corporate Finance"