

# 企業はなぜ無借金になっていくのか

## ～人的資本と無借金企業増加の関係～

2014年1月26日



大阪市立大学商学部  
宮川研究室

奥 未歩

田中 千尋

蔵下 佳奈絵

中川 愛美

### ご注意

本資料は大阪市立大学および同大学院における講義に使用するため本学学生向けに作成された教材です。また、担当教員の講義を前提とし、講義や議論を進める上での補足資料として学生の理解を促進する目的で便宜的に構成されています。そのため本資料には講義内容や表題のトピックがすべて網羅されているわけではありません。また、本資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。したがって本資料は上記以外の目的や用途で使用しないよう厳重にご注意ください。

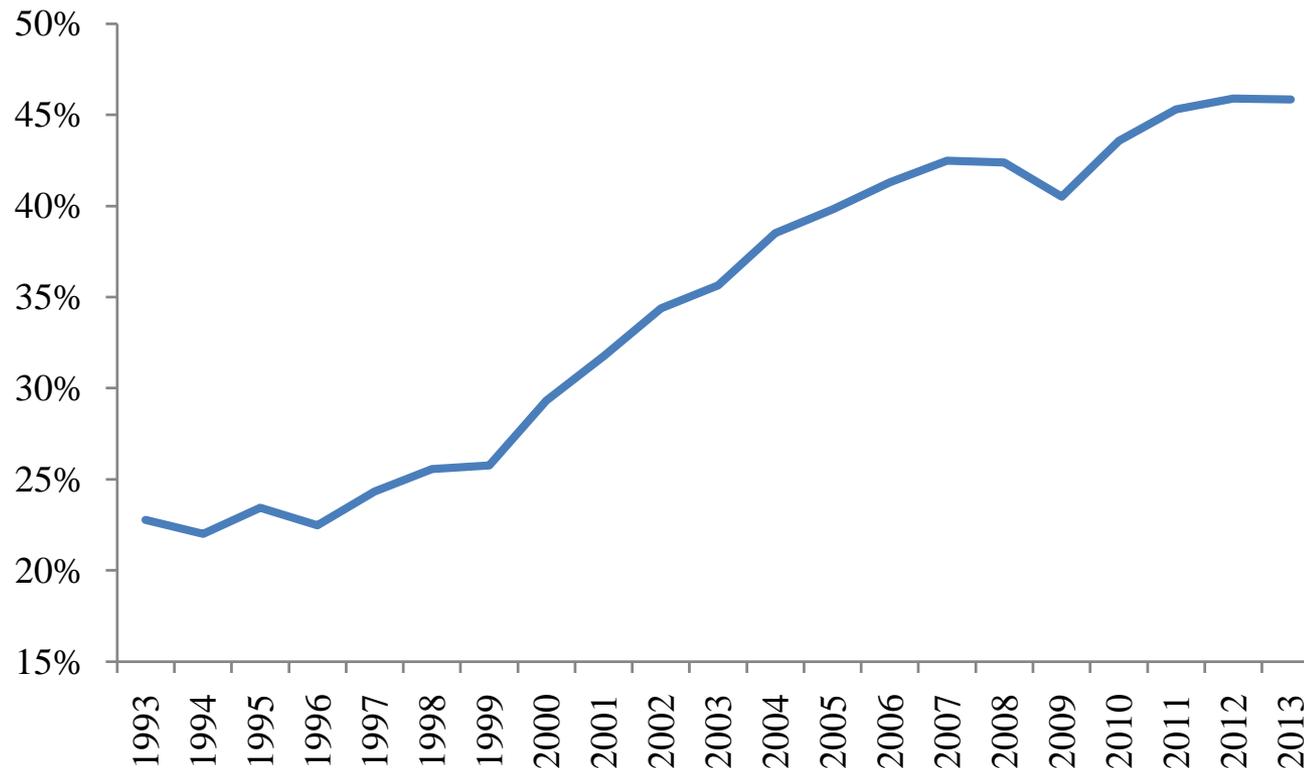
# 本日の流れ

1. 問題意識
2. 人的資本の先行研究
3. 仮説の構築
4. 検証方法
5. 検証結果
6. まとめ

1. 問題意識
2. 人的資本の先行研究
3. 仮説の構築
4. 検証方法
5. 検証結果
6. まとめ

# 無借金企業は増加傾向

東証一部上場企業における無借金企業の割合の推移



(出所)日経Needs-FQより発表者作成

# エージェント理論

プリンシパル(依頼人)→株主

エージェント(代理人)→経営者

エージェントコスト

プリンシパルとエージェントの利益相反により発生するコスト

Jensen&Meckling(1976)

# フリーキャッシュフロー仮説

企業が過剰な手元資金を保有していると、  
経営者は無駄な投資をしてしまう可能性がある  
ある

→ エージェンシーコストが発生

→ 企業価値が毀損されてしまう可能性

Jensen(1986)

# モニタリング効果

負債を持つと、利息を払わなければならない  
利払いが出来なければ、破綻してしまう  
→経営者は緊張感をもって投資するようになる  
＝経営のモニタリング効果

# レバレッジ効果と節税効果

## 負債のメリット

- レバレッジ効果

負債を利用することによって、自己資本に対する利益率を高める効果

- 節税効果

負債の利子費用は税控除の対象となることから、事業や企業の経済的価値が増す効果

なぜ、無借金企業が増加しているのか

# 結論

人的資本が重要な企業ほど無借金を指向する

1. 問題意識
2. 人的資本の先行研究
3. 仮説の構築
4. 検証方法
5. 検証結果
6. まとめ

# 株主主権と従業員主権

株式市場において株主主権は前提である

株主主権 VS 従業員主権

# 主権者の条件

1. リスク負担の大きさ  
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こと
2. 本質的な貢献の大きさ  
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

伊丹(1987)

# 従業員主権の合理性

		従業員	株主
リスク	退出	困難	容易
	負担	大	小
貢献度	提供	技術	資金
	稀少性	高い	低い

(出所) 伊丹(1987)より発表者作成

# 従業員主権の合理性

		従業員	株主
リスク	退出	困難	容易
	負担	大	小
貢献度	提供	技術	資金
	稀少性	高い	低い

(出所) 伊丹(1987)より発表者作成

# 従業員主権の合理性

- 利害の一致

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  
⇒最適な意思決定

- 意思決定の情報効率

実際にその企業で働き、現場感覚を持つ人が  
意思決定を行うのが最適である

1. 問題意識
2. 人的資本の先行研究
3. 仮説の構築
4. 検証方法
5. 検証結果
6. まとめ

# 競争力となる人的資本

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。

宮川(2010)

# 人的資本の競争力に依存した企業の行動

倒産により代替不可能な人的資本を損失してしまうと、再び確保することは困難

→従業員を留めておきたい

→企業はより強く存続を求める

→借金を避ける

# 企業が存続するための財務政策

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。

広田(2012)

# なぜ無借金企業が増えるのか

人的資本の競争力に依存している企業は  
負債を活用して事業拡大をするよりも  
負債に頼らない経営を好む

⇒これが無借金企業増加の背景

# 仮説

人的資本の競争力に依存している企業は  
無借金企業になる

1. 問題意識
2. 人的資本の先行研究
3. 仮説の構築
4. 検証方法
5. 検証結果
6. まとめ

# 検証の目的と方法

目的：

無借金企業が人的資本を大事にしていることを明らかにする

方法：

無借金企業と有借金企業に分けて  
ロジット回帰分析

# データセット

1. 東証一部上場の製造業
2. 2011～2013年の3年間連続で無借金または有借金
3. 全ての指標のデータ取得が可能な企業



無借金企業43社、有借金企業76社

# モデル式

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

- 被説明変数：無借金企業を1、有借金企業を0とするダミー変数
- 説明変数：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)

1. 問題意識
2. 人的資本の先行研究
3. 仮説の構築
4. 検証方法
5. 検証結果
6. まとめ

# 期待される検証結果

	無借金企業	有借金企業
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	+	-

(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

# 相関係数

	【Dmy】	【SH】	【RD】	【LB】	【NS】	【EP】
【Dmy】	1					
【SH】	0.303	1				
【RD】	-0.009	0.467	1			
【LB】	-0.274	-0.329	-0.137	1		
【NS】	0.119	0.020	0.147	0.317	1	
【EP】	0.045	-0.229	-0.081	0.433	0.511	1

どの変数間にも強い相関係数は見られない。

# ロジット回帰分析

	係数	標準偏差	t値		P値
定数項	-0.249	0.280	-0.889		0.376
【SH】	3.454	1.032	3.348	***	0.001
【RD】	-0.525	0.228	-2.306	**	0.023
【LB】	-0.003	0.001	-3.227	***	0.002
【NS】	0.001	0.000	1.632	*	0.106
【EP】	0.003	0.002	1.484	*	0.141

(注)\*\*は両側検定5%水準で有意、  
\*\*\*は両側検定1%水準で有意であることを示している

SH、LB、NS、EPにおいて有意な結果が得られた。

1. 問題意識
2. 人的資本の先行研究
3. 仮説の構築
4. 検証方法
5. 検証結果
6. まとめ

# 本研究のまとめ

- 無借金企業の増加
- 人的資本に依存する企業の増加
  - 倒産による人的資本の流出を防ぎたい
  - 負債を活用しないで安定を求める



人的資本の競争力に依存している企業は  
無借金を指向する

# 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」
- 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”

ご清聴ありがとうございました

(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。