■論　　文

財務柔軟性と大型投資の実行可能性

菊地　和宏
（一橋大学大学院）
伊藤　彰敏
（一橋大学）

要　旨

近年，DeAngelo and DeAngelo（2007）によって，将来の投資ニーズに備えて財務柔軟性を確保することが，企業の財務政策において重要であるとの議論がなされている。本稿では，有利子負債の縮小と少額銀行借入の維持が財務柔軟性を確保し，大型投資の実行可能性を高めるとの仮説を立て，比例ハザードモデルを推定することで検証した。その結果，仮説と整合的な実証結果を得た。また，内生性を考慮しても実証結果は概ね変わらないことを確認した。

キーワード：財務柔軟性，資本構成，負債調達余力，大型投資，銀行借入

1　はじめに

近年，伝統的な資本構成理論（Jensen and Meckling, 1976; Myers and Majluf, 1984; Baker and Wurgler, 2002）については，企業の財務行動のダイナミズムを十分に説明できないとの指摘がある（DeAngelo and DeAngelo, 2007; Denis and McKeon, 2012; DeAngelo and Roll, 2015）。具体的には，資金調達の意思決定においては，将来の投資ニーズや財務破綻リスクに備え十分な資金調達余力を確保するという意味での財務柔軟性（financial flexibility）が，中心的な役割を果たしているとの主張がなされている（DeAngelo and DeAngelo, 2007; DeAngelo et al., 2011; Denis and McKeon, 2012; DeAngelo and Roll, 2015; DeAngelo et al., 2018）。Graham and Harvey（2001）や佐々木ほか（2015）が実施したサーベイにおいても，多くの財務担当者が，財務柔軟性の確保が企業の財務政策において最も重要であると回答している。本稿では，こうした議論を総称して「財務柔軟性のフレームワーク」と呼ぶことにする。本稿の目的は，「負債調達における財務柔軟性の確保が将来の大型投資の実行可能性を高める」という仮説を検証することである。

財務柔軟性のフレームワーク（Gamba and Triantis, 2008; Almeida et al., 2011; DeAngelo et al., 2011; Denis and McKeon, 2016）は，資金調達と投資の意思決定の時間を通じた依存関係（intertemporal dependencies）により，現在の資金調達が将来の投資の実行可能性を制約することを重視している点で，伝統的な資本構成理論（Jensen and Meckling, 1976; Myers and Majluf, 1984; Baker and Wurgler, 2002）と異なる。すなわち，DeAngelo and DeAngelo（2007）は，現在の資金調達余力を使うことは，将来，