

---

---

日本の企業のデフォルト要因分析

指導教授 金 瑠晋教授

2009 年度法政大学大学院経営学研究科経営学専攻修士課程修了

アカウンティング・ファイナンスコース

山田 真市

本研究では、Merton (1974)の構造型モデルに基づき、Crosbie and Bohn (2003)が提唱したデフォルト距離(Distance-To-Default)がデフォルトの要因として有効かどうかを検証する。併せて、財務データやマクロ経済データが有効な要因となるかを検証する。

構造型モデルとは、企業価値(幾何ブラウン運動に従い変動すると仮定する。)が負債額を下回った時にデフォルトが発生すると考えるモデルである。デフォルト距離でも同様に、企業価値が負債額を下回った場合、デフォルトであると定義する。また、企業価値を原資産、株主資本をコールオプション、負債額を権利行使価格とする。企業価値とその収益率のボラティリティは、直接は観察できないが、i)ブラック・ショールズのコールオプションの方程式とii)株主資本の収益率のボラティリティと企業価値の収益率のボラティリティの関係式の非線形連立方程式を解くことにより求めることができる。そして、企業価値、負債額、企業価値の期待成長率、企業価値の収益率のボラティリティ及び負債の満期までの期間といったものを用いて、デフォルト距離を算出する。

本研究では、このデフォルト距離及び財務データやマクロ経済データのうち、どれがデフォルトを予測するにあたって有効な指標かを検証する。2000年代のアメリカでは、デフォルト距離が財務データやマクロ経済データと比較して、デフォルトを予測するのに有効な指標どうかを検証した論文が複数ある。そしてアメリカでは、デフォルト距離の有効性は賛否両論意見が分かれている。しかし私の知る限り、日本のデータを用いてデフォルト距離の有効性を検証した論文は無いものと思われる。

また、パラメーターの推定は、離散時間ハザードモデル(Discrete Time Hazard Model)を用いて行う。Shumway (2001)や Chava and Jarrow (2004)がデフォルト予測に用いた手法である。

データに関しては、1980年から2006年までの上場企業3,477社のデータを使用する。そのうち95社がデフォルトした企業である。デフォルト形態としては、民事再生法、会社更生法、破産、銀行取引停止、和議法、商法整理、特別清算が上げられる。

分析の結果、日本のデータでは、デフォルト距離は有効ではなかった。また、先行指標の東証株価指数(前年同月比)と財務比率の総資本回転率が有効であることがわかった。