

## 論文審査の結果の要旨および担当者

報告番号	※	第	号
------	---	---	---

氏 名 GUO Qunjing (郭 群敬)

論 文 題 目 Cash Policy of Japanese Corporations  
(日本企業の現金政策)

### 論文審査担当者

主 査	名古屋大学大学院経済学研究科教授	清水 克俊
	名古屋大学大学院経済学研究科准教授	高橋 秀徳
	名古屋大学大学院経済学研究科教授	園田 正
	名古屋大学大学院情報学研究科准教授	西田 直樹



## 論文審査の結果の要旨

## 1. 本論文の概要

## (1) 本論文の目的

企業の現金保有と現金政策は、コーポレート・ファイナンスの一分野であり、当該分野における学術研究では重要なテーマの一つである。現金は最も流動性の高い資産として、日々の企業活動や様々な取引になくってはならないものである。十分な現金保有により、企業は外部資金で調達する場合よりもはるかに低い資本コストで投資プロジェクトに取り組むことができ、また、企業レベル、産業レベルあるいはマクロ経済レベルで生じる予期しないショックに耐えることができる。一方、現金保有が不十分な場合、企業は日々の業務を維持するために貴重なプロジェクトや投資機会を犠牲にしなければならない可能性があり、それは営業とキャッシュフローの安定性に大きな打撃を与える。したがって、企業の合理的な経営者は、これら便益とコストのバランスを維持して適切な現金保有量を決定する必要がある。

本論文の目的は、日本企業のデータを用いて、日本企業の現金保有政策とキャッシュフローのアロケーションを分析し、日本企業に特有の現金保有政策の特徴を明らかにすることである。米国やドイツなど他の主要先進国と比較すると、日本企業の現金保有政策はやや特殊な状況にある。その理由の一つは、資本市場による資金調達を中心とする直接金融ではなく、銀行を中心とする間接金融が主要な金融方式となっていることであり、もう一つの理由は間接金融においてメインバンクが果たす役割が相対的に大きいと考えられていることである。このような理由から、日本企業の銀行依存が現金保有政策に影響を与えているかを明らかにすることが本論文の一つの目的となっている。

## (2) 本論文の構成と内容

本論文は、五つの章によって構成されている。第一章「Background and Literature Review」では、企業の現金保有と現金政策に関する先行研究をレビューしている。企業がなぜ現金を保有する必要があるのかを説明する動機としては、主に取引動機、予備的動機、エージェンシー動機、その他の動機に分類されることが多い。取引動機に関する文献は、日常の業務における取引コストを最小化するための最適な現金保有量が存在することを主張している。予備的動機とは、合理的な企業が現金支出を必要とする将来の事象が起きたときのために現金をあらかじめ準備しておくことをいう。エージェンシー動機は、経営者と企業の間エントレンチメントなどのエージェンシー問題が大きいほど、経営者は多くの現金を保有するという説のことである。その他の動機としては、税金に関する動機、文化的要素や行動経済学的要素などガバナンスに関連する動機など様々な動機が考えられている。

第二章「Cash Policy of Bank-Dependent Corporations」では、銀行依存企業と非

## 論文審査の結果の要旨

依存企業の現金保有政策の違いを実証的に分析している。本章における銀行依存とは、社債発行をしていないという意味である。社債発行企業は負債性の資金調達をするソースとして、銀行借入と社債という二つの選択肢を持っていることを意味する。それに対して、非社債発行企業は負債性の資金調達をするソースとして、銀行借入という一つの選択肢しか持っていないことを意味する。このため、後者は銀行への依存度が高いという意味で、銀行依存企業と呼んでいる。銀行依存企業は資金調達を銀行のみに強く依存するため、現金の保有インセンティブが強いという見方もあるが、逆に銀行への依存性が強いために、余剰現金を多く持たなくても将来の安定的な資金供給をえられると考えることもできる。検討している主要な仮説は銀行依存企業は非依存企業よりも余剰現金が少ないということである。

実証分析において余剰現金は、回帰式の残差として定義されている。1995年から2018年までの日本のデータを用いて、銀行依存企業の平均的な現金保有額は、非依存企業よりわずかに高いものの、銀行依存企業は、非依存企業よりも余剰現金保有額が少ないという結果をえている。この結果は、銀行依存性が日本企業の現金保有動機に影響を与えていることを示している。銀行依存企業は、過剰な現金を保有しなくても銀行が流動性不足が将来起きたときに資金提供者として機能するため、多くの予備的貯蓄を必要としないと解釈できる。また、銀行が企業活動を監視する上で重要な役割を果たしているため、銀行依存企業の経営者はエンパイア・ビルディングを自由に行うことができず、余剰現金が少ないと解釈することもできる。すなわち、銀行依存企業は予備的動機やエージェンシー動機が弱いため、余剰資金の保有が少ないという結論がえられている。

第三章「Cash Allocation of Japanese Firms: Impacts of Financial Crisis and Macroeconomic Policy」は、2008年に始まる世界金融危機の時期と2013年に始まるアベノミクスの時期において、日本企業の現金保有政策とキャッシュフロー配分に変化が起きたかどうかを中心に実証分析をおこなっている。世界金融危機では、輸出指向企業と国内志向企業の双方が現金保有額を増加させる一方で、投資に振り向けられる現金は大きく減少したという有意な結果が得られている。世界金融危機では、キャッシュフローの大きな減少を経験した企業が多く、投資意欲が喪失したことや、危機を乗り越えるための予備的現金保有が必要とされたために、現金保有額を増加したと解釈されている。一方、アベノミクスの時期においても、輸出志向企業と国内志向企業の双方が現金保有水準を増加させたという結果をえている。

第四章「Data Circulation and Future Research」では、経済学やコーポレート・ファイナンスにおけるデータ循環と実証研究との関係について分析が行われている。データ循環とは、データ取得、データ分析、データの実装からなる循環的なデータの流ることである。本章では、単純化された経済学やコーポレート・ファイナンスの領域における実証研究のデータと情報の流れの枠組みを描き、本論文の他の章がどのようにデータ循環のフ

## 論文審査の結果の要旨

レームワークと密接に関連しているかを論じている。特に、財務データを利用した仮説検証、分析に基づくモデルや理論の構築、政府の政策決定、企業の意思決定、モデルの検証という、データおよび情報の流れのサーキュレーション形成の重要性が強調されている。

最後に、第五章では本論文全体の結論をまとめ、企業の現金保有政策に関していくつかの残された課題を論じている。

## 2. 本論文の評価

本論文の学術的貢献としては以下の三つをあげることができる。

第一に、銀行依存が企業の現金保有政策に影響を与えること、とりわけ、銀行依存企業はより少ない余剰現金しか持たないという新しい結果をえている点あげられる。これは Gao et al. (2013) が報告している、非公開企業はエージェンシー問題が少ないために余剰現金保有が少ないという結果と整合的であり、社債を発行しない銀行依存企業を非公開企業、社債を発行する非銀行依存企業を公開企業と見なせば、負債性手段による資金供給者の集中度が高いほど余剰現金が少ないという新たな知見をえている点において、非常に重要な学術的価値をもつものであるといえることができる。

第二に、銀行依存性が現金保有において異なる動機と関連性が高いことが示唆されている点あげられる。とりわけ、銀行依存企業を非銀行依存企業とマッチさせた分析方法においては、ある銀行依存企業がもしも同程度の成長機会を有する非依存企業であった場合に、より多くの余剰現金を保有するというカウンター・ファクチュアル分析結果を報告しているという点において、本研究は新規性に富み、現金保有政策の文献や実際の財務上の意思決定へのインプリケーションという観点からも非常に重要な学術的価値を有しているといえる。

第三に、銀行依存性とキャッシュフロー配分の SUR モデルを分析し、銀行依存企業は非依存企業よりも投資額が小さく、負債発行も少ないという結果を見出している点あげられる。会計上の恒等式の関係性を考慮した複数方程式モデルによって、これらの新しい結果をえている点は、現金保有政策の研究において重要な示唆をもたらしており、非常に重要な学術的価値を有しているといえる。

以上で述べたように、本論文は優れた学術的貢献を有すると言えるが、以下に指摘するようにいくつかの課題も残されている。

第一に、本論文で定義されている銀行依存と企業・銀行間関係は密接な関連性をもつものの、文献においては異なる概念として位置づけられている。銀行依存企業が強い企業・銀行間関係を持っていたり、非銀行依存企業が必ずしも弱い企業・銀行間関係を持っていなかったりするなどの可能性がある。したがって、これら二つの概念を考慮した分析を行うことは今後の研究においては極めて重要であり、必要とされる。

## 論文審査の結果の要旨

第二に、本論文は余剰現金の決定要因が現金保有に与える影響と銀行依存性の関連性を分析したものであるが、銀行依存性の違いに由来する余剰現金保有の差が銀行依存企業と非依存企業の両者に与える影響の違いを分析することも、将来の研究課題として残されている。たとえば、それらが両者の資金調達コストにどのような違いを与えているかは現実的なインプリケーションという意味でも極めて重要であり、今後の研究の課題として残されている。

第三に、銀行依存と銀行産業の競争度の関係を考慮することも興味深い。たとえば、先行研究にあるように、銀行産業がより競争的になると、貸出金利の低下を通じて企業の資金調達コストも低下し、外部資金調達が容易になるため、現金保有が少なくなると考えられる。日本の銀行間競争の変化を踏まえ、銀行間競争が日本企業の現金政策に与えた影響を分析することは日本の金融システムのあり方を考える上でも極めて重要であり、今後の研究課題として残されている。

しかしながら、以上の点は今後の更なる研究の発展を期待するという観点からの指摘であり、本論文のもつ学術的価値を損なうものではない。

## 3. 結論

以上の評価に基づき、われわれは本論文が博士（経済学）の学位に値するものであることを認める。

2021年2月17日

論文審査担当者

主査	名古屋大学大学院経済学研究科教授	清水 克俊
委員	名古屋大学大学院経済学研究科准教授	高橋 秀徳
委員	名古屋大学大学院経済学研究科教授	園田 正
委員	名古屋大学大学院情報学研究科准教授	西田 直樹