

論文審査の結果の要旨および担当者

報告番号	※	第	号
------	---	---	---

氏 名 DAO Thi Thuong

論 文 題 目 Cash holdings management by non-financial
listed firms in Vietnam
(ベトナムの非金融上場企業による現金保有管理)

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 野口 晃弘

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 仙場 胡丹

論文審査の結果の要旨

1. 本論文の概要

(1) 本論文の目的

企業にとって支払不能という事態を招かないため、キャッシュ・マネジメントは重要である。たとえそれが大企業であっても、期日に十分なキャッシュを保有していなければ、倒産という事態を招きかねない。Cruz et al. (2019) によれば、キャッシュの保有高は、投資機会を掴むため、新たな資金調達に伴うコストを削減するため、不況の時に利払いに充てるため、キャッシュ・フローの変動に伴う将来の資金不足に備えるため、といった財務上の判断の結果を表している。そのため、キャッシュの保有高に関する研究は重要である。

キャッシュの保有高に関しては、さまざまな先行研究がある。Opler et al. (1999) では、成長機会に恵まれ、資本市場からの資金調達が限られ、事業リスクの大きい企業ほど、キャッシュの保有高が大きくなることを明らかにしている。Bates et al. (2009) はアメリカ企業の 1980 年から 2006 年までの間におけるキャッシュの保有高の増加について観察した。具体的には、キャッシュ・フロー・リスクの増大や棚卸資産及び受取勘定の減少に伴い、現金比率が増加していたのである。キャッシュの保有高の増加は、エイジェンシー問題の顕在化を示している可能性もある。Dittmar et al. (2003) では、エイジェンシー・コストの分析により、経営者は必ずしも、株主の利益最大化につながらないような、投資プロジェクトを選択することについて述べられている。

経営者が、株主の利益よりも自己の利益を優先すれば、キャッシュの保有高が大きくなることが観察される可能性がある。ベトナムでは上場企業の多くが国有企業を民営化したものであり、エイジェンシー問題に政府保有比率の変化が及ぼす影響を分析することのできる材料を提供していることから、本論文では、ベトナム企業における民営化後のキャッシュの保有高の変化について分析する。

情報技術の進展は、短期の金融投資の流動性を高めており、キャッシュ・マネジメントの分析対象に短期の金融投資も視野に入れた分析も重要になってきている。しかし、ベトナムの状況は、先行研究の多くで分析されている発展した資本市場が整備されたアメリカなどとは異なっており、ベトナム企業に関するデータを用いて、短期の金融投資を含めたキャッシュ・マネジメントの状況を明らかにして、狭義のキャッシュ・マネジメントの状況と比較する必要がある。

以上のように、本論文の目的は、国有企業の民営化後の変化に着目し、ベトナム企業におけるキャッシュ・マネジメントについて、エイジェンシー理論を用いながら分析しようとするものである。そのため、民営化後の期間がキャッシュの保有高に及ぼす影響に着目して、キャッシュの保有高の決定要因を分析している。そして、キャッシュに加え、短期の金融投資にまで分析対象を広げ、支払目的での流動資産のマネジ

論文審査の結果の要旨

メントについて、明らかにしている。

(2) 本論文の構成と内容

本論文は、第一章 序論、第二章 キャッシュ・マネジメントに関する先行研究のレビュー、第三章 エイジェンシー問題とキャッシュの保有高：ベトナム企業のデータを用いて得られた結果、第四章 ベトナムにおける短期金融資産がキャッシュの保有高に及ぼした影響、第五章 結論、から構成されている。

第一章では、問題の所在と論文の構成について述べられている。

第二章では、第三章及び第四章の基礎となる先行研究のレビューが行われている。トレード・オフ理論、ペッキング・オーダー理論、エイジェンシー理論など依拠する理論や、キャッシュの保有高の決定要因として用いられている変数に着目して、先行研究が取り上げられ、要約されている。

第三章では、第二章で取り上げられていた先行研究において従来から用いられてきた変数に加え、民営化後の年数を用い、政府保有比率がキャッシュの保有高に及ぼす影響について、2010年から2017年までの期間について、ベトナムの上場企業をサンプルとして分析している。金融機関を除く、ホーチミン証券取引所及びハノイ証券取引所上場企業について、FiinGroup 提供のデータベースを利用し、政府保有比率、民営化後の年数、そして両者の交差項がキャッシュの保有高に及ぼした影響について、回帰分析を行っている。その結果、Chen et al. (2018) と同様に、政府保有比率とキャッシュの保有高の間に正の強い相関関係を観察することができ、その結果は、エイジェンシー理論と整合的なものであった。加えて、民営化後の年数とキャッシュの保有高の相関、及び、民営化後の年数と政府保有比率の交差項のキャッシュの保有高との相関、について分析が行われ、ともに有意に負という結果が示されている。民営化後の時間の経過とともに、市場に提供される情報が増加し、市場における評価が定まり、キャッシュを保有する意味が小さくなり、エイジェンシー問題が改善されることによって、ベトナムの上場企業のキャッシュの保有高の減少につながったものと考えられる。第三章では、銀行借入と政府保有比率との間に有意な負の相関があることについても観察している。

第四章では、金融機関を除くベトナムの上場企業の2014年から2018年までのデータを用いて、短期の金融投資を含むキャッシュ及び支払手段に関するマネジメントを分析している。ベトナム企業では14-15%を支払手段に充てられる資金として用意しているものの、現金は5%水準で維持しつつ、現金同等物の比率を徐々に引き下げながら、同時に短期の金融投資を増やしている様子が観察されている。さらにその短期の金融投資の中身を見ると、ほとんどが満期保有目的の債権で定期的な利払いの行われる種類のものとなっていた。これは、Duchin et al. (2017) で観察されたアメリカ企業がリスクの高い金融資産への短期投資を増やしていった状況とは異なっており、

論文審査の結果の要旨

ベトナム企業のキャッシュ・マネジメントの特徴であるといえる。そして、短期の金融投資に関する決定要因の分析結果によれば、規模が大きいほど、社歴の長い企業であるほど、その比率は高くなっていた。社歴の長さは、有意に正の結果が得られており、キャッシュ・マネジメントに習熟することを通じて、徐々に効果が現れているものと考えられる。

第五章では、明らかになったベトナム企業のキャッシュ・マネジメントの状況がまとめとして、述べられている。ベトナムでは2010年以降、キャッシュの保有高と政府保有比率がともに減少しており、キャッシュの保有高は政府保有比率が高いほど、高くなっていた。その中で、民営化後の期間、及びその期間と政府保有比率の交差項、については、キャッシュの保有高と有意に負となっていたことから、民営化後の期間が長くなれば長くなるほど、政府保有比率がキャッシュの保有高に及ぼす影響は、小さくなることが示された。

支払手段に関するマネジメントという観点からすると、キャッシュの保有高だけではなく、短期の金融投資の状況についても視野に入れる必要があるため、短期の金融投資の状況についても、分析を行った結果、現金及び現金同等物の比率が低下する一方で、短期の金融投資の比率は年々上昇していた。流動性の高い資産を手許に残しながら、収益性も追求するようになってきている。

2. 本論文の評価

本論文の学術的貢献としては、以下の二つをあげることができる。

第一に、回帰分析の結果、キャッシュの保有高に対して、民営化後の年数、及び、民営化後の年数と政府保有比率の交差項が、ともに有意に負という結果を示した点にある。政府保有比率とキャッシュの保有高の関係については、先行研究において確認されていたが、民営化後の年数という社歴を同時に用いて分析している点が、本論文の貢献である。政府保有比率の影響を、急速な民営化の進展というベトナムならではの状況の中で、得られたデータを用いて分析することができている。政府保有比率の影響に着目していることから、社歴として一般に用いられている創業以来の年数ではなく、民営化後の年数を用いている点に意味がある。

第二に、キャッシュの保有高だけではなく、短期の金融投資も含めたキャッシュ・マネジメントの状況を分析し、ベトナム企業においても、現金同等物から収益性の高い短期の金融投資への動きが見られることを確認するとともに、国内の資本市場の状況から、アメリカにおける先行研究の結果とは異なり、リスクの低い金融資産への投資が多いという特徴を示している。短期の金融投資について、規模が大きいほど、そして社歴が長いほど、その比率は高くなっており、ここでも民営化のキャッシュ・マネジメントに及ぼす影響の一つが示されている。

論文審査の結果の要旨

このように、本研究では、その時期のベトナムだからこそ得られた民営化が急速に進められた期間のデータを用い、社歴の長さが、民営化後の企業のキャッシュ・マネジメントに及ぼした影響を明らかにするものとなっており、地域研究の重要性を示している。

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、社歴という変数については、民営化後の年数と創業後の年数の両方が考えられるが、社歴に関する二つの変数の影響の違いについては、本論文では分析されていない。国有企業の民営化が行われた場合であれば、創業後の年数と民営化後の年数、という二つの社歴に関する変数を用いて分析を行うことが考えられる。

第二に、本論文で得られた検証結果は、社会主義国における国有企業の民営化、それもベトナム一か国、に限られたものとなっている。検証結果が、どのような環境要因によって影響されているのか、ベトナムという地域の特性を明らかにすることを通じて、どのような状況であれば、他の地域においても同様の現象を観察できる可能性があるのか明らかにする必要がある。

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	野口	晃弘
委員	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	仙場	胡丹