

## 論文審査の結果の要旨および担当者

|      |   |   |   |
|------|---|---|---|
| 報告番号 | ※ | 第 | 号 |
|------|---|---|---|

氏 名 RABBANI Naheed

論 文 題 目 Three Essays in Corporate Financial Policy  
(企業金融政策に関する3論文)

### 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 加藤 英明

名古屋大学大学院経済学研究科准教授 中島 英喜

名古屋大学大学院経済学研究科教授 野口 晃弘

## 論文審査の結果の要旨

## 1. 論文の概要

## (1) 本論文の目的

本論はコーポレートファイナンスの重要な柱である資本構成理論と配当政策について取り組んだ 3 つの研究論文を中心に構成されている。第一論文(第 3 章)は、東京証券取引所上場企業の資本構成の決定要因についての検討である。比較対象論文としては、Lemmon, Roberts and Zender(2008)を用いている。第二論文(第 4 章)では、すこし角度を変えて、対象とする企業を上場企業、非上場企業に分類し、資本構成の相違について検討する。第三論文(第 5 章)では、テーマを資本構成から配当政策に移して、バングラデシュのダッカ証券取引所上場銘柄の配当額変更発表日における株価反応について検討をする。

## (2) 本論文の構成と概要

第 1 章では、本博士論文のコアである 3 つの論文の目的、貢献についてそれぞれの章に対応させながら簡潔に整理しまとめられている。

第 2 章では、バングラディシュ並びに東京市場についてコーポレートファイナンス的側面からその特徴を簡潔にまとめている。

これまでレバレッジ比率の決定要因を探るために数多くの研究がなされてきた。その中で伝統的理論としてトレードオフ理論/ペッキングオーダー理論が最もポピュラーなモデルではあったが、これまでの実証結果は必ずしも全面的に伝統的理論の説明力を支持しているわけではなく、消極的支持といえる状況だった。

レバレッジ比率を決める要因について新しい発見を紹介した論文が登場して様相は変わった。Lemmon, Roberts and Zender (2008)の分析によれば、レバレッジ比率の変動要因の多くは、観察不能で時間とともに変化しない企業固有の固定的要因であることがわかった。日本という異なった国でも同じ傾向が見られるかどうか、第 3 章では彼らの手法を踏襲しながら、1980 年～2014 年、東京証券取引所上場企業を対象に分析を進めている。得られた結果はアメリカのデータを用いた Lemmon et al. (2008) と多くの部分で似通っている。例えば、レバレッジ比率をベースにランキングしたポートフォリオのレバレッジ比率の時系列の推移をみると、20 年前のレバレッジ比率から大きく変更しないものの、レバレッジ比率の高かった銘柄群のレバレッジ比率は下がり、低かった銘柄群は上昇する傾向が見られた。アメリカ同様、クロスセクション分析においては、レバレッジ比率の変動が大きいままで推移している。長期的には、時間をかけてゆっくりとレバレッジ比率が減少す

## 論文審査の結果の要旨

る方向へと収束している一方、クロスセクションで見ると企業間のレバレッジ比率の変動の大きさは変わらない。

日本固有の企業グループである系列企業に関しては、非系列企業に比べそのレバレッジ比率は有意に高い。アメリカに存在しないこのグループ企業の存在は、企業全体のレバレッジ比率の動向に影響を与えていない。比較対象となる Lemmon et al. (2008) の図表と本論文の図表を比べてみると系列企業効果を除けば大きな違いは見取れない。Lemmon et al. (2008) の結果の頑健性を日本のデータで確認したことにより、論文のタイトル通り資本構成のパズルは振り出しに戻ったように見えるかもしれない。資本構成は相変わらず謎に満ちた分野だが、謎に対する理解度は上がっており手がかりをつかめつつある。幾つかの時間とともに変化する要因、収益性、企業規模、企業年齢とも関係がありトレードオフ理論が否定されたわけではない。企業スタート時のレバレッジ比率と将来のレバレッジ比率との高い相関は、レバレッジに対するスタート時点の企業財務政策と関係があることを示唆している。

第 4 章では第 3 章で対象外とした非公開企業に焦点をあてて分析を行っている。非公開企業を対象にした研究が少ないこと。特に、日本企業を対象にした研究は少なく、非公開企業の資本構成が公開企業の資本構成とどのように異なるのか興味深い。第 3 章の結果とも比較しながらまとめてみると、先ず言えることは非公開企業の規模が小さいこと、非公開企業のレバレッジ比率は公開企業のそれより有意に大きいこと、市場との情報の非対称性も大きいので市場からの調達は難しく、必要資金の多くはプライベート情報を握っている銀行からの借りに頼ることになる。ターゲットのレバレッジ比率への調整速度は、コストが高い未公開企業の方が予想通り遅くなっている。また、非公開企業の方が公開企業より、初期のレバレッジ比率の将来の資本構成に対する説明力が高か高いことが示された。

第 5 章では配当政策に関しては、イベントスタディ手法を用いて、現金配当支払額の変化に対する株式市場の評価について検証を行っている。バングラデシュのダッカ証券取引所に上場している企業のデータを使って、発展途上国における企業の配当額の増減が市場でどのように評価されているか検証している。市場が未成熟のダッカでは、アナウンスメント効果は顕著でなく、配当情報のリークによる取引の形跡がみられた。

第 6 章では、これまでの章の結果を整理するとともに、今後への課題について議論し、方向性について触れながら章を結んでいる。

## 2. 本論文の評価

3 論文の学術的貢献、並びに問題点は、それぞれ以下の点に集約される。

### (第 3 章論文)

第 3 章の目的は、欧米とは異なる経営スタイルの日本の上場企業に焦点

## 論文審査の結果の要旨

を当て、資本構成の決定要因の相違を探ることにあつた。系列企業グループに属する上場企業はレバレッジ比率が高いことがわかった。比較の対象となった Lemmon et al. (2008)の分析手法を丁寧を追いかけている点は好感が持てる。日本の株式市場で結果の頑健性を確認したことは価値があるが、最適資本構成に関してあらたな知見を引き出すには至っていない。一方、この10年の間にこの分野は多岐にわたり急速な進展を遂げた。もう一步踏み出して新しい切り口で資本構成問題を取り上げることを期待したい。

### (第4章論文)

日本ではじめて上場企業と非上場企業に分類し、資本構成の違いを指摘した。レバレッジ比率は非上場企業の方が高く、情報の非対称性による市場からの資金調達の高難しさなどから、銀行借入れによる資金調達が中心にならざるを得ないと予想された結果を説明している。今ひとつの貢献は、上場企業に比べ非上場企業の方が、レバレッジ比率の変動について、初期のレバレッジの説明力が著しく高いことを明らかにしたこと。上場企業が16%に対し、非上場企業は48%とその違いは歴然としている。

### (第5章論文)

市場が未成熟のダッカでは、アナウンスメント効果は顕著でなく、問題は情報リークによる不正取引のように見える。現状の取引制度の問題点を指摘し市場の効率性に向けての提言をまとめてあつたら論文としてもっと完成していたのではないか。アナウンスメント効果以前の問題を解決しておく必要がある。

なお、以上の評価で指摘した問題点は、今後の著者のさらなる研究の発展を期待するもので、本論文の学術的価値を損なうものではなく、本論文に対する我々の評価を変えるものではない。

### 3. 結論

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

2017年7月12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 加藤 英明

