

別紙 4

報告番号	※	第	号
------	---	---	---

主 論 文 の 要 旨

論文題目 Conservative debt and cash policies of Japanese firms

(日本企業の保守的負債政策と現金保有政策)

氏 名 CUI Weihan

論 文 内 容 の 要 旨

本論文の目的は、企業が保守的負債政策を選択する理由、企業の現金保有量の決定要因、並びに世界金融危機前後における日本企業の保守的負債政策を既存文献に基づいた実証分析によって解明し、従来のコーポレート・ファイナンスの理論・実証分析では十分に説明できなかった企業の保守的負債政策と現金保有政策に対して新しい説明を提供することにある。

企業の最適負債水準は、コーポレート・ファイナンスの分野において長らく議論の対象となっている。主要な理論の一つであるトレード・オフ理論は負債の増大によって、企業はタックス・シールドを高めるという便益を享受できる一方、倒産コストの上昇というコストを負うと主張する。企業の最適負債水準はこれらの便益とコストのトレード・オフによって設定されると考えられる。

しかし、実際のところコーポレート・ファイナンスの実証分析結果に基づく定型化された事実では、企業のレバレッジはトレード・オフ理論が予測する最適負債水準より低いとされ、企業は利用可能な価値を「机に置いたまま」と言われている。この現象は「低レバレッジ・パズル」と呼ばれ、先行研究では、成長機会の多い企業は低レバレッジ政策をとる傾向があるという結果をえている。これは将来の投資機会に備えて、多くを借り入れないことで財務的柔軟性を蓄える行動として解釈される。成長機会の多い企業は低レバレッジ政策をとることで、借り入れによるメリットを一部手放すことになるが、将来において投資機会が現れる際に借り入れできずに投資を見送るコストのほうが高いため、低レバレッジ政策はこれらの企業にとっての最適負債政策になると言われている。低レバレッジ政策は保守的な行動といえるため、保守的負債政策とも呼ばれる。保守的負債政策は2008年の世界金融危機をきっかけに、低レバレッジ政策から一層保守的なゼロ・レバレッジ政策にエスカレートし、ゼロ・レバレッジ企業が世界的に増えている。

株式市場を外部資金調達的主要市場とする国々（米国など）と違い、日本は銀行を中心とした金融市場を形成し、企業の外部資金において銀行からの借り入れで賄われる部分は比較的多い傾向にあり、日本は先進国では一番低いゼロ・レバレッジ企業比率を有してい

る。世界金融危機後、ゼロ・レバレッジ企業数は世界的に増加傾向にある一方、日本では負債額を上回る現金保有量を持つ、いわゆる実質無借金企業が増え、2017年には上場企業の約六割に達した。しかし、保守的負債政策に関する研究の多くはグロスの負債額を対象として低レバレッジ政策やゼロ・レバレッジ政策について分析しているが、現金保有量を差し引いたネットの負債額を研究対象として実質無借金政策について分析したものは未だに存在しない。

本論文は五つの章によって構成される。第一章「Introduction」では一般的な負債政策と保守的負債政策の違いを説明する。特に保守的負債政策の由来と特徴、低レバレッジ政策とゼロ・レバレッジ政策それぞれのメリット、デメリットについて説明し、なぜ日本の実質無借金政策を研究する価値があるのかについて論述する。また、保守的負債政策、現金保有政策、および財務的柔軟性の関連性についても説明し、既存文献における実証分析の結果をまとめる。

第二章「Is Debt Conservatism the Solution to Financial Constraints? An Empirical Analysis of Japanese Firms」では実質無借金企業の特徴と企業が実質無借金になる原因について分析する。既存文献に基づき、保守的負債政策を表すダミー変数を被説明変数として分析を行う。既存文献では、成長機会は保守的負債政策に正の影響を与えるという結果をえているが、本章では成長機会の少ない企業ほど実質無借金になる傾向が強いという結果をえる。また、企業が実質無借金となる決定要因は規模が小さい、社齢が高い、収益性が高いことである。

さらに、実質無借金政策には継続性があるという結果を踏まえて、サバイバル分析を用いた分析も行う。企業が実質無借金になるのは次の二つの場合である：(1) ゼロ・レバレッジから実質無借金になる；(2) 実質借金から実質無借金になる。また、企業が実質無借金でなくなるのは次の二つの場合である：(3) 実質無借金から実質借金になる；(4) 実質無借金からゼロ・レバレッジになる。(1)と(3)はアグレッシブな方向に向けて負債政策を調整するのに対して、(2)と(4)は保守的な方向に向けて負債政策を調整することと解釈できる。分析結果として、財務制約が弱い企業、収益性が高い企業、有形資産の少ない企業は保守的負債政策を継続する期間が長く、より保守的な負債政策に移行する傾向が見られる。一方、保守的負債政策を継続する期間が短い企業の特徴は成長機会が多い、財務制約が厳しい、収益性が低い、有形資産が多いことである。これらの企業は保守的負債政策を継続する期間が短く、よりアグレッシブな負債政策を採用する傾向が見られる。前述したように、保守的負債政策に関する既存文献は低レバレッジ政策やゼロ・レバレッジ政策に注目しているが、本章の研究は初めて日本の実質無借金政策を主要な研究対象とするものである。成長機会が日本企業の実質無借金政策に負の影響を与えるという既存文献と異なる結果は、保守的負債政策の決定要因の解明に貢献できると考えられる。

第三章「Cash policy and firm-bank relationship」では企業の投資成長率（増減）とメインバンクの健全性が企業の現金保有変化率に与える影響を分析する。財務制約に直面しない企業は現金保有の予備的動機が弱いと考えられるため、実証分析は財務

制約が厳しい企業に絞って行う。本章で用いる財務制約の指標は三つあり、年ごとに簿価資産が少ない下位三分の一の企業、年ごとに配当支払いが少ない下位三分の一の企業、社債市場へのアクセスがない企業を財務制約が厳しい企業と定義する。サンプルを成長企業（投資増加企業）グループと衰退企業（投資減少企業）グループに分けて実証分析を行う。

まず、各グループの現金保有率を比較すると、成長企業グループは衰退企業グループより現金を多く保有しているという結果をえる。また、成長企業はより健全な銀行から借り入れる傾向が見られるが、衰退企業は不健全な銀行から借り入れる傾向があるという結果をえる。さらに、日本企業の現金保有変化率は企業の投資増減とメインバンクの健全性に依存すると見られる。具体的には、銀行の健全性は成長企業の現金保有変化率に正の影響を与える一方、衰退企業の現金保有変化率に負の影響を与えるという結果をえる。近年の日本企業の現金保有量の増加は健全な銀行から借り入れる成長企業と不健全な銀行から借り入れる衰退企業の両方によって実現されたと考えられる。続いて、成長企業はメインバンクをより健全な銀行に変更する可能性があるという内生性問題を考慮するため、平均トリートメント効果(average treatment effect)分析を行う。分析の結果、メインバンクを変更する前後において、メインバンクの流動資産比率が高くなるが、主な関心である企業の現金保有変化率に明確な違いは見られないという結果をえる。既存文献では社債発行（債券市場へのアクセスの有無）と現金保有量の関係については分析されているが、メインバンク関係と近年の現金保有量増加の関係については未だに分析されていない。日本企業の現金保有変化率が企業の投資増減とメインバンクの健全性に依存するという新しい結果は近年の現金保有量増加の決定要因を分析する文献に貢献できると考えられる。

第四章「Financial Flexibility during the Pre- and Post-Global Financial Crisis」では第二章の内容に基づき、世界金融危機の前後における日本企業の保守的負債政策と財務的柔軟性について分析する。財務的柔軟性は外部からの資金調達コストが高いほど価値は高いとされる。結果としては、世界金融危機前では財務的柔軟性仮説が示唆するように、成長機会が企業の保守的負債政策に正の影響を与えるが、世界金融危機後には成長機会が企業の保守的負債政策に負の影響を与えたという結果をえる。続いて、世界金融危機直前の3年間に実質無借金になったことがない企業、世界金融危機までに一度も実質無借金になったことのない企業を財務的柔軟性が少ない企業と定義し、分析を行う。世界金融危機後において成長機会が保守的負債政策に与える負の影響は、世界金融危機前に財務的柔軟性が少ない企業においてより強く見られるが、世界金融危機後では時間が経つにつれて弱まる傾向も見られる。これらの結果は、世界金融危機前後において企業の保守的負債政策の決定要因に変化が生じたことを示し、本章の研究は世界金融危機と財務的柔軟性の関係を分析する関連文献に対して貢献できると考えられる。

最後に第五章では、本論文全体の結論をまとめ、残された研究問題について論じる。