

論文審査の結果の要旨および担当者

報告番号	※	第	号
------	---	---	---

氏 名 CUI Weihan

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)

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 野口 晃弘

論文審査の結果の要旨

1. 本論文の概要

(1) 本論文の目的

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・オフ理論では、企業は負債の増大によってタックス・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。企業の最適負債水準はこれら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」とされている。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されている。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。

(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「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している。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している。また、保守的負債政策、現金保有政策、および財務的柔軟性と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ている。

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している。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っている。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ている。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っている。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。

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している。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われている。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い、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ている。さらに、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ている。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。

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している。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が、実証分析で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、世界金融危機後では成長機会が企業の保守的負債政策に負の影響を与えるという結果をえている。また、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ている。

最後に、第五章では本論文全体の結論をまとめている。

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、保守的負債政策に関する既存文献はゼロ・レバレッジ政策に注目してきたが、この論文は初めて実質無借金政策を主要な研究対象とするものである。既存文献では成長機会が保守的負債政策に正の影響を与えるとされるが、本論文では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新しい結果をえている点において、学術的価値が非常に高いといえることができる。

第二に、日本企業が近年現金保有を増加させている原因を明らかにしている点があげられる。既存研究では社債発行と現金保有の関係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の関係は分析されていない。健全なメインバンクから借り入れている成長企業と不健全なメインバンクから借り入れている衰退企業が現金保有を増加させているという結果は既存研究にはない新しい結果という点で新規性に富み、実際の企業行動に対してもっている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、世界金融危機前には成長機会が多い企業ほど保守的負債政策を選んでいたが、世界金融危機後には成長機会が少ない企業ほど実質無借金になる傾向を強めたという結果は、世界金融危機という歴史的事態を乗り越える過程で企業の負債政策に変容が生じたということを示している。この点は学術的にも興味深い結果となっており、コーポレート・ファイナンスの当該分野において非常に重要な学術的貢献をなしていると言える。

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、保守的負債政策には財務上の柔軟性を高めるという意義がある一方、資金の非効率的配分が発生していることも意味する。将来の投資機会を逸さないように財務上柔軟性を高めておくという行動にも一理あるが、収益性の極めて低い資産に資源を投下し続ける企業行動は非効率であるため、不合理であるとさえ言える。このよう

論文審査の結果の要旨

な考えからは、企業が保守的負債政策を選択している理由には財務上の柔軟性を保つという目的以外の目的があるの考えるのが自然である。第三章の銀行影響力仮説はその一つとして位置づけられるものの、これ以外の仮説も検討し、保守的負債政策の決定要因の研究をさらに進めることは、当該分野の研究において極めて重要であり、今後の研究が必要とされる。

第二に、コーポレート・ファイナンスの理論では、実質的な企業のパフォーマンスを測定する際に現金保有額を除外する必要があるというのが定説である。その意味では、現金保有額が実質的な企業行動に影響を与えているのか否かという命題も考慮して、近年の日本企業の長期的パフォーマンスに現金保有額が与える影響を分析することも、当該分野の研究において極めて重要であり、今後の研究が必要とされる。

最後に、日本企業のレバレッジの低下傾向は最近始まったものではなく、バブル期にはすでに始まっていた傾向である。しかしながら、日本の金融市場において継続している低金利が企業行動に大きな影響を与えている可能性も無視できない。本論文では日本の企業だけを対象として分析しているが、他国の企業との比較分析を行うことによって日本企業に特有の行動を見出すことも今後の重要な研究課題となる。

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。

2020年2月19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	野口	晃弘

