

論文の内容の要旨

論文題目 金融面の諸条件が企業行動に及ぼす影響について

氏名 安藤 浩一

本論文の目的は、主に 1990 年代以降の個別企業データ・集計データや市場データを用いて、金融面の諸条件が企業行動に及ぼす影響についてファクトファインドを行うことと、それと関連する様々な理論仮説に対して示唆を与えることである。

本論文の主な分析は、データの特性を中心に論じた 2 つの章と、個別企業の財務データを用いたパネル分析により分析を行った 3 つの章からなっている。

第 1 章では、論文の問題意識を説明し、全体の概観を行う。第 2 章では集計データの時系列分析を行うことにより、流動性資産の保有と企業行動について、グレンジャーの因果関係を明らかにする。金融政策のショックについても分析対象に含めている。第 3 章では、企業の設備投資行動や財務にかかる意志決定の重要な説明変数と考えられるトービンの Q について、データの構築方法により生じる計測誤差が、分析の結論にどの程度影響するかを論じる。シンプル Q の実用性についても考察を行う。

第 4 章では、個別企業の財務データと格付けデータに基づき、負債の格付けに応じて設備投資行動がどのような影響を受けるかを論じる。第 5 章では、流動性の保有状況に応じて、設備投資行動が受ける影響について論じる。設備投資関数におけるキャッシュフローの感応度についても議論する。第 6 章では、企業の流動性の保有動機について調べる。保有動機に影響する変数をチェックすることで、企業ガバナンスの変化や、金融政策の影響についても議論する。

本論文の各章の主な分析内容は、以下の通り。

第 2 章では、日本の製造業を対象とした時系列データを用いることにより、流動性資産への需要に影響を与える要因やあるいはその他の経済変数との関係を考察した。その推定結果によれば、まず売上高から流動性資産へのグレンジャーの因果性が観測され、さらに流動性資産から設備投資へ、また設備投資から売上高への因果性が観測された。この推定結果は流動性資産や金利の定義に依存することなく頑健であった。したがって売上高の変化が流動性資産の保有量に影響を与え、また資本市場の不完全性が設備投資や景気循環、金融政策の波及経路に影響を及ぼしている可能性があることが明らかになった。

第 3 章は、企業の収益性や成長性を表し、企業の設備投資行動の基準となるとされるトービンの Q に関して、そのデータ構築方法の違いが計測結果にどのような差異をもたらすかを観察し、それらが推計結果に及ぼす影響について確認した上で、簡易な計算方法を利

用する意義について考察した。主な結論は、①6種類の計算方法の比較では、大きく分けて、資産を有形固定資産に限定した計算の場合（資本ストックに対応するQ）と、その他の資産を含めた簡易な計算の場合（企業全体のQ）との間に、質的な差が見られる、しかしながら、②①のそれぞれのQを用いた設備投資関数の推計結果については、定性的な差は大きくない、③資産を有形固定資産に限定して計算したQは、理論的な厳密性はあるものの、データ制約に起因する計測誤差のためにより代理変数となっていない可能性があり、簡易な計算方法によるQにも利用価値があるというものである。

第4章では、1990年代の設備投資の低迷が、債務負担の重さによるものであったかどうかを検証した。まず理論的に負債比率の高さが設備投資行動に与える影響について分析し、次いで設備投資関数を推計することによって債務負担の影響を見た。理論的な考察によれば、財務体質が不健全な企業では負債の重みが設備投資を抑制すると考えられるが、財務体質が健全であればその効果は小さくなり、資金調達に合わせて追加的な借り入れを行うことが出来るため、むしろレバレッジ効果により設備投資が刺激される可能性があると考えられる。上場企業のデータを分析した実証結果によると、負債比率の高さが設備投資を抑制する効果は、全体的には見られない。企業の格付けを財務体質の代理変数と考えて、サンプルをグルーピングした分析を行うと、財務体質のよくない企業については、負債比率の高さが設備投資を抑制する効果が見られるが、財務体質のよい企業については、むしろ設備投資を刺激する効果が確認できる。分析結果を踏まえると、1990年代の設備投資の全体的な低迷は債務負担の重さが主因であったとは言えない。ただし、企業ごとの設備投資への影響については、財務体質の健全さが低下するに従って、債務がレバレッジ効果によるプラス方向からデットオーバーハングによるマイナス方向の影響を与えていたと考えられる。

第5章では、上場企業の財務データを用いて、日本の企業金融行動の大きな変化を十分に考慮しながら、なぜ1990年代に設備投資が停滞したのかを実証的に分析した。主なファインディングとして、（1）設備投資関数においてキャッシュフロー感応度が有意に観察されるが、それが流動性制約の帰結とはかならずしもいえない、（2）一方、トービンの q の動向が設備投資の停滞を説明することができる、（3）流動性資産の保有が流動性ショックに対するバッファの役割を果たしていたことを報告している。

第6章では、日本の上場企業の財務諸表から構築したパネルデータを用いて、1980年代から2000年代前半にかけて企業の現預金をはじめとした流動性資産の保有行動や、流動性資産に対する投資行動がどのように変わってきたのかを実証的に検証している。1990年代半ばまでは、製造業、非製造業ともに、銀行借入や企業間信用、あるいは土地担保などの資金調達手段は、流動性資産保有と強い代替関係にあった。しかし、1997年度、1998年度の金融危機を含む1990年代後半にはそうした代替関係が弱まった。金融緩和基調となった2000年代前半には、流動性資産保有のメリット自体が低下した。また、1980年代に関する推計結果では、メインバンク制度の資金制約ショック緩衝の役割が明らかにされている。