

博士論文審査結果の要旨

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、金融面の構造が企業行動に及ぼす影響について分析を行っている。そこでは、資金制約の程度や流動性資産が、設備投資水準等にどのような影響を及ぼしたかを検討している。また、1990 年代におけるマクロ的な設備投資水準の低迷の要因等を分析し、2000 年代前半の企業金融を巡る構造変化や金融政策の影響等について検討している。本論文の構成は以下のとおりである。

第 1 章 はじめに

第 2 章 流動性資産と企業行動：時系列データによる分析

第 3 章 トービンの Q の構築方法について：代替的な方法間の比較

第 4 章 資金供給者間の利害対立が設備投資に与える影響について：負債による抑制効果の検証

第 5 章 What caused fixed investment to stagnate during the 1990s in Japan? : Evidence from panel data of listed companies

第 6 章 企業の流動性資産保有の決定要因について：上場企業の財務データを用いたパネル分析

各章の内容の要約・紹介

各章の内容を要約・紹介すると以下ようになる。

まず、第1章では、本論文全体の基本的問題意識や実証分析の手法、各章で議論するポイント等がまとめられている。

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て、流動性資産需要に影響を与える要因について、分析している。そこでは、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ること、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とが説明されている。

第3章では、データ構築方法の違いがトービンのQの計測結果にどのような影響をもたらすかを考察することで、トービンのQの推計方法についての現実的方法論について検討を行っている。そこでは、トービンのQの計測値は、資本ストックの再評価を行うか否か、土地を含めるか否かといった影響はかなり小さいことが確認されている。そして、企業全体のQと資本ストックに限定したQとの間には質的な違いがあるものの、設備投資関数の推計に用いる場合には、この両者のいずれを用いるかによる、定性的な違いは小さいことが示されている。さらに、定義式の資産の対象として企業全体を取る、簡易な計算方法によるQについては、理論的には問題があるものの実用的な指標としての利用価値があることなどが主張されている。

第4章では、負債比率が設備投資行動に与える影響について、理論的に再検討して、それを実証的に検証している。また、そこで得られた結果を用いて、企業の財務戦略のあり方や負債による資金調達の意義と問題点を整理している。まず、理論的検討によって、財務体質が不健全な企業の場合には、負債が設備投資を抑制する効果があるものの、財務体質が比較的健全であればその効果は小さくなるという結果を得ている。そこで、上場企業のデータを分析した実証結果をおこなってみると、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という結果を得た。企業の格付けを財務体質の代理変数と考えて、サンプルをグループ分けした分析を行うと、理論が予測したとおり、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、そうした効果は見られないことが確認された。

第5章では、個別企業レベルの財務データを用いて、90年代の設備投資低迷の実証的検証を行っている論文である。ここでの主な問題意識は、設備投資低迷の基本的な要因はどこにあったのか、収益性や成長性の低下によるものなのか、それとも資金面での制約が大きかったのかを探ることであり、また、流動性資産の保有が設備投資や企業金

融にどのような影響を与えているのか探ることになった。ここで得られた主な結果としては、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正となることが観察される。しかし、サブグループに分けて考えてみると、流動性制約にあまり直面していないと考えられるグループのほうが、強いキャッシュフロー感応度が推計されるという結果となった。そのためこの結果は、流動性制約の帰結とはかならずしもいえないと結論づけている。次に 1990 年代を通じてトービンの Q と設備投資に強い正の関係が認められる。言い換えると、設備投資の停滞には、生産的な投資機会が枯渇していたことが反映していることが明らかになった。また、相対的に流動性資産を保有していない企業のほうが、高いキャッシュフロー感応度が認められた。このファインディングは、前もって流動性資産を保有することが将来の流動性制約を緩和、流動性ショックを吸収することに役立っていた可能性を示している。

第 6 章は、流動性資産保有関数の推計を通じて、1980 年代から 2000 年代前半までの企業の流動性資産（現預金）保有行動や、企業金融環境の変化を分析している。そして、1980 年代以降の流動性資産の保有には、企業金融環境の顕著な違いが反映されていることを明らかにしている。1990 年代半ばまでは、製造業、非製造業ともに、企業は規模に応じて流動性資産を保有する傾向が強く、企業内に積み立てた現預金が設備投資の原資となってきた。銀行借入や企業間信用などの代替的な資金調達手段は、製造業を中心に現預金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 年代後半になると、企業規模に比した流動性資産の保有サイズは圧縮される傾向が生じていることが明らかにされている。2000 年代前半には、製造業でも非製造業でも流動性資産保有のメリットが薄れている。また、1990 年代前半までの製造業では、メインバンクとの資本関係が強いほど、将来の流動性制約に備えた現預金保有の必要性が低下した。また、1980 年代前半については、銀行との融資関係が強いほど、現預金が積み増されるという結果も提示されている。

論文の評価

本論文がとりあげたテーマは、わが国の企業行動や金融構造を理解するうえで、重要なものであり、また学術的にみても多くの興味深いトピックスである。特に後半の流動資産の保有が設備投資に与える影響等は、経済危機の影響等を分析する上でも重要な視点と分析結果を提示しており、その貢献は高く評価できる。また、問題意識も現実生じている諸問題と密接に結びついており、その点でも評価できる論文となっている。

第 2 章で扱われている時系列的因果関係の分析では、まず売上高から流動性資産への因果性、さらに流動性資産から設備投資への因果性が観測されている。もちろん、この結果だけから多くのことを結論づけるのは拙速であるものの、ここでの結果は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によってその流動性

資産の保有が、設備投資や景気動向に影響を及ぼしている可能性があることが示されたという点で興味深い分析となっている。

第3章で行っているのは、分析というよりは手法に関する評価である。トービンのQの計測において簡便な方法を用いて計測した場合でも、その誤差があまり大きくない可能性が高いことを示した点は興味深い結果となっており、今後の計測に対して有用な情報を提供していると考えられる。ただし、その小さな誤差がどこまで一般性を持ち得るのか、経済環境が変化した場合にどこまで同様な結論が得られるのかという点については課題として指摘された。

第4章では、負債比率と設備投資との関係が議論されている。本章が興味深い分析となっているのは、格付けの違いによってグループ分けをして、影響を比較している点である。それによって、財務体質の程度によって、負債比率が設備投資に与える影響が異なるという興味深い結果が導出されている。ただし、この結果が、追い貸しの議論とどう整合的であったのか説明が欲しいという指摘もあった。

第5章は、流動性資産の保有が設備投資や企業金融に与える影響を検討している点で重要な分析となっている。ここでは、流動性資産が多い企業の場合には、キャッシュフローが設備投資の有意な説明変数にならないという結論が得られており、この点は流動性資産保有の意義と役割を議論するうえで、有意義な結果となっている。ただし、流動性資産の定義の仕方は議論のあるところであり、その点も考慮した分析も望まれるところである。

第6章は、流動性資産保有が、どのような要因によって決まり、どのような要因に影響を受けているかを検討している点で、興味深い視点に基づいた分析となっている。特に、90年代以降保有に関して規模の経済が観察されることが明らかになったこと、予備的需要に基づく流動性資産の保有が90年代以降にみられる点等、いくつかの興味深いファクトファインディングが得られている。

このように本論文は、この分野における丁寧な実証分析が行われた興味深い論文であるが、改善しうる点が残されていないわけではない。まず本論文が分析対象とした時期は、日本のマクロ経済環境がさまざまな要因によって変化した時期である。本論文全体の分析が、それらの要因とどのように関連しているのかについてもっと明確にした分析や記述にしたほうが良いのではないかという意見が出された。また、実証分析の手法についても、内生性のコントロール等、もう少しきめ細かく行ったほうが良い部分があるという意見もあった。しかしながら、これらの点はいずれも今後の更なる研究の発展を示唆するものであり、本論文の価値を損なうものではないと考えられる。

以上により、審査委員は全員一致で本論文を博士（経済学）のが学位授与に値するものであると判断した。

審査委員（主査）柳川 範之
新井 富雄
加納 隆
植田 和男
福田 慎一