

財務保守主義が 設備投資意思決定に与える影響¹

高 見 茂 雄

要約

先行研究では財務保守主義を有利子負債残高比率や DE レシオなどの状態変数指標によってとらえ、設備投資に与える影響を論じてきた。しかし、それらの状態変数には閾値の問題や新株発行のリスクがとらえられていないなどの問題を残している。そこで、本論文は財務保守主義を企業行動の面からとらえ、過去の長期資金調達実績をもとに、設備投資意思決定に与える影響を分析した。設備投資意思決定を設備投資計画と実施の 2 段階に分け、財務保守主義は前段階ではあまり影響を及ぼしていないものの、後者の設備投資実施段階では財務保守主義グループに属する企業は、いったん立てた計画に忠実であり環境変化には対応しにくいことを示唆している。

キーワード

①財務保守主義、②設備投資計画額、③設備投資実施額、④長期資金調達実績、⑤実質無借金、⑥財務制約度

1. はじめに

財務保守主義 (financial conservatism) またはゼロレバレッジ (zero leverage) に関しては、Minton and Wruck (2001) や Strebulaev and Yang (2013) を代表と

¹ 本研究はJSPS科研費15K03620の助成を受けたものです。ご支援に感謝します。

した多くの先行研究がある²。ただし、財務保守主義の定義や効果については、議論の余地が残されている。ゼロまたは低レバレッジによる定義にもとづき、閾値によって財務保守主義企業と非財務保守主義企業と2グループに分け、比較する分析手法には問題が残る。企業属性や資金調達履歴によって有利子負債残高は変わりうるし、DE レシオによる仕分けによるアプローチでも (Arslan-Ayaydin et al.(2014), Gamba and Trantis (2008), Graham and Leary (2011)), 新株発行はリスクをとりバランスシートを拡大する非財務保守的行動ととらえることができる点で難点を残す。高見 (2019) は財務保守主義を資金調達を行うか行ないかの企業の意思決定行動と関連付け、長期借入を返済すること、あるいは残高を維持することを財務保守的行動ととらえた。財務保守主義とは企業環境よりも企業のポリシーやスタンスなどの意思に現れるので、企業属性や状態より企業行動でとらえるべきとの考えにもとづく。

財務保守主義の効果については、DeAngelo and DeAngelo (2007) が論じるように、財務保守主義を貫くことで財務柔軟性を達成につながる。しかし、財務柔軟性の概念は個別性が強く、かつ財務柔軟性のメリットの感じ方も企業によって幅がありえる。金融機関との取引を網羅なく契約書に盛り込むことはできないので、実際には暗黙の了解事項が残る。その暗黙の了解事項の受け止め方は個別性が高く把握が難しい。反面、財務保守主義は投資機会や成果の喪失につながるものが指摘されているが、これも計量的な観察事項には限界がある。このように、財務保守主義の効果は定性的に論ずることはできても、測定データにもとづき計量的に因果関係を考察することは難しい。

そのなかで、高見 (2019) は過去の長期借入実績を非財務保守主義的行動とみなし、それが次期の長期借入に影響を与えているかを論じている。考察テーマ自体は財務保守主義の設備投資に与える効果を論じたものではないが、時間軸を設け企業行動が次の行動を引き起こすという視点は応用が利く。そこで、

² 先行研究の簡単なレビューは高見(2019)を参照のこと。

本論文では、財務保守主義が影響を与える対象として、最も重要な投資行動である設備投資意思決定をとらえ、時間軸を設けることで因果関係を分析する。ただし、過去の財務保守主義的行動が次期の設備投資実施額に直接影響を及ぼすとは想定しない。日本の上場企業の多くでは PDCA の企業風土があり、企業行動が直接次の企業行動を引き起こすというよりも、企業はいったん立てた計画に基づき、企業行動を起こし、予実乖離を反省すると想定するのが自然だからである。そのため、中間段階に置つけられる設備投資計画額がどのようにかわるかに注目する。

ところで、財務保守主義とは類似概念にあたる財務制約度 (financial constraint) でも、Fazzari et al. (1988) や Kaplan and Zingales (1997) 以来、財務制約度が設備投資に与える影響で、多くの研究がなされてきた。財務制約度は情報の非対称性やエージェンシーコストに理論的基盤があり、企業環境を規定するといえ、本論文の主題の財務保守主義が企業の意思と考えれば異なった概念である。ただし、設備投資計画額や設備投資実施額に対し、財務保守主義は財務制約度と比較し、どのように働き方が異なるのかを調べることで、財務保守主義の効果の独自性が明らかになることが期待できる。そこで、本論文は比較目的から財務制約度も念頭におく。

本論文は財務保守主義を企業行動面からとらえ、設備投資計画額と実施額にどのように影響を与えているかを明らかにすることを目的と定める。設備投資計画という中間段階を設定し、財務制約度と比較し因果関係を考察することに独自性があると考ええる。

本論文の構成は以下の通りである。第 2 節では分析対象データを説明、第 3 節では設備投資計画額、実施額や乖離率の実態を検討、第 4 節では財務保守主義が設備投資計画額と実施額に与える因果関係を回帰分析によって明らかにする。第 5 節では分析結果を考察する。そして、第 6 節で結論を述べる。

2. データ

本論文で用いるデータは日本の上場企業を対象とし、下記の条件をもとに抽出し作成した。①銀行、証券、保険など金融業を除く東証中分類 29 業種に所属、② 2006 年 1 月期から 2018 年 12 月期までを対象期間とし、③決算月が 2 年続けて同一であること、④事業規模・内容を大きく変える M&A などを行っていないこと、⑤決算期末に証券取引所に上場しており株価情報が得られること、⑥マイナス値の純資産や売上高のデータが欠落など異常値を示していないこと、⑦継続企業の前提に関する注記事項がないこと。そして、本論文の分析に不可欠な条件であるが、⑧設備投資計画額と実施額が同じ決算期で得られることを加えている。

その結果、3,391 社、最大 12 年、データ数 29,949 件のアンバランスパネルデータが得られた³。論文で採用するデータとしては十分なサンプル数といえる。設備投資計画額と実施額は東洋経済新報社から「減価償却費・設備投資額・研究開発費データ」をもとに加工を加え、被説明変数として活用する。説明変数の作成に当たっては、日経 NEEDS と eol (プロネクサス社) を主要源泉とし、時価総額を作成する際の株価データは、株価 CD-ROM (東洋経済新報社)、相場データ集 (パンローリング社) と Yahoo! ファイナンスの株価日足データを補完的に用いた。

分析対象データは各企業の決算期における財務諸表データと株主シェアなどの属性データからなる。財務データのほとんどはその期の総資産額で基準化した数値を各変数で用いる⁴。時点をコントロールする目的で、総合的な経済状態を表す TOPIX 株価指数も加えている。それぞれの代表値は表 1 で示している。

³ 東洋経済新報社のデータベースから、同一年度に設備投資計画額と実施額がペアで掲載されているものを (条件⑧) 抽出すると、特に設備投資計画額で欠損値が多くみられた。一部は会社四季報のデータで補ったが、中には 1 年度しか使えない企業もあり、12 年フルの時系列が得られた企業は 1,001 社に限られた。そのため、2 期以上にわたる履歴を用いた分析は困難につき、本論文では時期を TOPIX でコントロールした分析に限定される。収録年度ごとの企業件数の分布は巻末付録の付表に掲げている。

⁴ トービンの q は (時価総額 + 有利子負債残高) / (純資産簿価 + 有利子負債残高) として、売上高変化率 d_sale は $(t$ 期売上高 $- t-1$ 期売上高) / $t-1$ 期売上高として、金融機関持株シェア、外

表 1 主要データの代表値

変数名	変数文字	平均値	標準偏差	標本数	最小値	第1四分位	メジアン	第3四分位	最大値
設備投資実施額	<i>inv</i>	0.043	0.043	29,949	0	0.014	0.031	0.057	0.614
設備投資計画額	<i>inv_plan</i>	0.046	0.047	25,858	0	0.015	0.034	0.061	1.037
減価償却費	<i>depreciation</i>	0.032	0.023	29,861	0	0.016	0.028	0.043	0.305
償却資産	<i>dep_asset</i>	0.176	0.122	29,657	0	0.082	0.157	0.246	0.899
トービンの <i>q</i>	<i>q</i>	0.974	1.480	29,949	0.010	0.408	0.654	1.074	62.97
売上高変化率	<i>d_sale</i>	0.040	0.332	26,242	0	0	0.024	0.087	29.14
現預金残高	<i>cash</i>	0.175	0.137	29,949	0	0.078	0.139	0.231	0.982
有利子負債残高	<i>intbeardebt</i>	0.187	0.174	29,949	0	0.030	0.148	0.301	0.946
証券投資額	<i>secinv</i>	0.009	0.034	29,949	0	0	0.001	0.001	1.195
配当額	<i>payout</i>	0.013	0.019	29,949	0	0.004	0.008	0.014	0.665
長期資金調達額	<i>ltfunding</i>	0.000	0.047	29,949	-1.628	-0.012	0	0.004	1.081
長期借入額	<i>ltloan</i>	0.000	0.047	29,949	-1.628	-0.012	0	0.004	1.081
営業キャッシュフロー	<i>opcf</i>	0.059	0.075	29,949	-1.750	0.029	0.060	0.092	2.311
金融機関持株シェア	<i>bankshare</i>	0.179	0.128	29,949	0	0.075	0.157	0.270	0.749
外国人持株シェア	<i>foreignshare</i>	0.098	0.117	29,949	0	0.008	0.050	0.153	0.818

設備投資計画額と実施額の関係は第3節以降に詳細に検討するが、平均値、四分位、最大値すべてで計画額の方が大きく、個社ごとに予実の乖離は異なるものの、標本全体としては計画が下方修正される傾向を示唆している。これら設備投資データには土地取得が含まれているが、土地を除く設備投資データが入手できなかったためである。一方、減価償却費と償却資産は土地を対象としていないが、経営者は設備性能を把握するためこれらの情報を活用していると想定して取り入れた。トービンの *q* と売上高変化率は投資機会、資金需要を表す代理変数として用いている。現預金残高と有利子負債残高は資金ポジションを表し、経営者が財務方針を決める出発点として活用するデータと想定して採用している。第4節はこれらの差額である実質有利子負債残高を議論する。証券投資額、配当額、長期資金調達額、長期借入額は、営業キャッシュフロー⁵

国人持株シェアは株式発行総数に対するシェアを表している。表1に加えて、企業規模、社齢、他の株主のシェアなども第4節のコントロール変数や操作変数として用いているが、冗長につき省略している。

⁵ 個社の有価証券報告書の(連結)キャッシュフロー計算書の営業キャッシュフローをデータの源泉とするが、支払利息が財務活動によるキャッシュフローに含まれるものはその額を加えている。

は主要な資金使途と調達源泉を示している。長期資金調達は金融機関借入に株式発行と社債発行を加えたもの、長期借入額は金融機関借入のみを示している。この2者と営業キャッシュフローはネット額を示すので負の値も取りうる。メジアンがゼロかゼロ近辺であることはそのことを示している。短期資金調達データは年度単位の分析には不向きと考え使用しない。持株シェアは先行研究から経営者の動向に影響を及ぼすと考えられるもののみをあげているが、他の持株シェアデータも第4節の分析では活用している。

3. 設備投資の評価指標

設備投資の実態をとらえるにあたり、評価指標を定める必要がある。しかし、設備投資は個々の企業によって、個別性があり多様であり、その質をとらえる指標としては、有価証券報告書の「設備の状況」で開示されているように、能力増強投資、設備更新投資や設備合理化投資などに分類してとらえることはできる。たとえば、能力増強投資はリスクが高く、更新投資は低く、財務保守主義の程度が高い企業は能力増強投資を抑える傾向にあると、設備投資の質との関連で議論を進める方向も考えられる。しかし、財務保守主義の指標自体にも議論が必要なのに加え、対応する設備投資の質にも議論を必要とするので、設備投資の質のアプローチには限界がある。

これらの制約から、計量的な議論を進めるために、企業横断的に把握できる指標として財務諸表を情報源とする設備投資額に依存せざるを得ない。そこで、本論文では設備投資額由来の指標により議論を限定することとする。

ただし、設備投資額指標も吟味を要する。第3節以降では、企業規模調整後設備投資計画額⁶、設備投資実施額、それら2つの指標からなる設備投資修正率を扱う。 t 期の i 企業の設備投資計画額 Inv_plan_{it} そのものは百万円、億円単位の実額であるが、大規模データを扱う本論文では、企業規模を調整する必

⁶ 以下「企業規模調整後」は、変数名の頭文字が小文字で始まることで示し省略する。

要がある。調整方法としては、対数をとる方法や土地を除く償却資産で割ることも考えられるが⁷、ファイナンスの分野で広く用いられている通り、総資産 $Asset_{it}$ で割った $inv_plan_{it} (= Inv_plan_{it} / Asset_{it})$ を用いることにする。設備投資実施額も同様で、 $inv_{it} (= Inv_{it} / Asset_{it})$ を表す。ただし、同じ t 期でも、実施額は t 期末に決定されるのに対し、計画額は $t-1$ 期の計数をもとに、経営者が t 期期初に決定するという性格をもつ。最後の設備投資修正率は実額データそのものから、 $(Inv_{it}-Inv_plan_{it})/Inv_plan_{it}$ と算出することも可能であるが、設備投資計画額がゼロの場合対応できない点に難がある⁸。そこで、正確に言えば率ではないが、総資産で割った先の2つの指標を用いて、設備投資修正率 $inv_diff_{it} = inv_{it}-inv_plan_{it}$ と定義する。この値が正（負）なら上方（下方）修正という意味をもつ。

3.1 設備投資計画額 inv_plan の実態

表2は本論文の扱うデータベースのなかで、 $t-1$ 期の資金調達データと対応がつく設備投資計画額 (inv_plan_{it}) の代表値を表している⁹。第4節の回帰分析では財務保守主義代理変数を複数用いて分析するが、ここでは代表的な $t-1$ 期長期資金調達額 $ltfunding_{it-1}$ で、経営者がバランスシートを拡大、維持、縮小したかの意思決定を想定し、正、ゼロ、負の3グループに分けグループ間の比較を行っている。

⁷ ミクロ経済学の分野では償却資産で割ることがコンベンションであるが、本論文では資金調達額との関連で議論を進めるため、除数を同じ総資産と定めることにした。

⁸ 本論文のデータでは設備投資計画額がゼロのデータが474個と無視できない個数が散見された。

⁹ 同一企業で、 $t-1$ 期の長期資金調達データと t 期の設備投資計画額データが存在すること、すなわち欠損値ではないことである。表2の標本数は17,833個で、表1の長期資金調達額の29,949個より大幅に少なくなっているのは対応条件を付けたためである。ただし、第3節の差異分析では1期前の長期資金調達データと設備投資計画額データを紐づけることはできない。

表 2 長期資金調達額 ($t-1$ 期) に対応する設備投資計画額 (t 期) 代表値

グループ	$lfunding_{t-1}$	標本数	平均値	平均値の差 (対① G)	標準偏差	最小値	第1四分位	メジアン	第3四分位	最大値
① 財務保守主義	負	8,693	0.049		0.043	0	0.020	0.039	0.066	0.599
② 中立	ゼロ	3,996	0.037	-0.012	0.040	0	0.010	0.026	0.049	0.504
③ 非財務保守主義	正	5,144	0.054	0.005	0.046	0	0.024	0.044	0.070	0.593
全体		17,833	0.048		0.044	0	0.019	0.037	0.064	0.599

イメージとして、グループ①は負債返済を第一義に進めているグループで、このグループを財務保守主義グループとみなしている。グループ②は内部資金調達額の範囲内で設備更新を行う方針をとる中立グループ、そして、グループ③は設備投資が第一義で不足資金を外部から調達する方針の非財務保守主義主義グループである。合計 17,833 個の標本のなかで、①の財務保守主義グループは 8,693 個 (48.7%) と大勢を占めている。 inv_plan_{it} の平均値を見ると、グループ間の平均値は t 検定 5% 水準で有意に異なっている。②がいちばん小さく線形関係にはないものの、③の非財務保守主義グループで 0.054 に対して、①の財務保守主義グループは 0.049 と低水準にあり、0.005 の差異がある。概して財務保守主義企業は設備投資計画策定時に消極的なことを示唆している。標準偏差ではグループ間の差異はあまりない。加えて、四分位で分布を観察すれば、最大値では異なるもの、第 1～3 四分位でいずれも①グループは③グループより低位である。

設備投資計画額では、グループ間で線形関係にないものの、平均値や四分位で①の財務保守主義グループは③の非財務保守主義グループより低水準であることが確認できた。ただし、単なる t 検定では、2 グループに働く交絡要因をコントロールできていない。そこで、第 4 節で用いる説明変数でコントロールし、傾向スコア分析を行ったところ、有意に 0.003 小さいという結果になった¹⁰。

¹⁰ コントロール変数は第4節の回帰分析で説明する。設備投資実施額と設備投資修正率も同様である。ただし、同時決定の問題は考慮していない。なお、傾向スコア分析にあたり、オーバーラップ条件は分布を図示し、2グループで顕著に分離していないことを確認している。

3.2 設備投資実施額 inv の実態

表3は同様に設備投資実施額 (inv_{it}) の代表値を3グループに分けて表している。

表 3 長期資金調達額 ($t-1$ 期) に対応する設備投資実施額 (t 期) 代表値

	グループ	$ltfunding_{t-1}$	標本数	平均値	平均値の差 (対①G)	標準偏差	最小値	第1四分位	メジアン	第3四分位	最大値
①	財務保守主義	負	8,693	0.045		0.043	0	0.019	0.036	0.060	0.477
②	中立	ゼロ	3,996	0.035	-0.010	0.039	0	0.010	0.023	0.046	0.400
③	非財務保守主義	正	5,144	0.052	0.007	0.038	0	0.023	0.043	0.069	0.435
	全体		17,833	0.045		0.040	0	0.017	0.035	0.060	0.477

設備投資実施額でも、グループ間で線形関係にないものの、平均値や四分位で①の財務保守主義グループは③の非財務保守主義グループより低水準であることが確認できた。t検定と傾向スコア分析でも有意に平均値の差異が見られたが、前者は0.007、後者は0.004と設備投資計画額より差異の幅は大きい。計画段階より実施段階の方が財務保守主義の影響が強く表れていると思われるが、この点は第4節の回帰分析で考察を進める。

3.3 設備投資修正率 inv_diff の実態

表4は同様に設備投資修正率 (inv_diff_{it}) の代表値を3グループに分けて表している。設備投資修正率では、3グループと全体と通して、平均値とメジアン双方で負値であることは注目すべきである。中村(2017, p.59)は、「基本的に工期のずれ込みやコストの見直しにより、実績値は計画段階より減額修正される傾向がある。」と説明している¹¹。ここで平均値では3グループ間線形関係を保ち、①の財務保守主義グループの減額修正率絶対値が大きい¹²。また、四分

¹¹ ただし、全体標本でプラスの値は7,366個で、全体の58.7%が負値またはゼロということは、負値が大勢的であるとまではいえない。また、中村(2017)は時系列で減額修正トレンドにあることも述べているが、本論文のデータベースでは認められなかった。

¹² ①と②、①と③の差異はt検定で有意であるが、②と③は有意でなかった。ただし、本論文の考察は①と③グループの比較に焦点をおいているので、その範囲ではいままでの議論に影響を及ぼさない。

位では線形関係にはないものの、最大値を除き修正率は③の非財務保守主義グループより低い。傾向スコア分析でも財務保守主義グループ修正率平均値は非財務保守主義グループより有意に 0.001 だけ低い。

表 4 長期資金調達額 ($t-1$ 期) に対応する設備投資修正率代表値

グループ	$lfunding_{t-1}$	標本数	平均値	平均値の差 (対① G)	標準偏差	最小値	第1四分位	メジアン	第3四分位	最大値
① 財務保守主義	負	8,693	-0.004		0.035	-0.549	-0.014	-0.002	0.006	0.428
② 中立	ゼロ	3,996	-0.002	0.002	0.034	-0.458	-0.011	-0.001	0.006	0.384
③ 非財務保守主義	正	5,144	-0.001	0.003	0.039	-0.530	-0.013	-0.002	0.010	0.428
全体		17,833	-0.003		0.036	-0.549	-0.013	-0.002	0.007	0.428

第3節では、3つの設備投資指標を通して、財務保守主義グループは非財務保守主義グループよりも、平均値でみて設備投資に消極的であることがうかがわれた。ただし、傾向スコア分析でコントロールを行っているとはいえ、個社次元の因果関係が反映されておらず、説明変数の内生性や背景となる経営者の意思決定過程などを十分吟味していない。そこで、第4節の回帰分析ではそれらの点を考慮におき、財務保守主義が設備投資意思決定に与える影響を検討する。

4. 設備投資意思決定の回帰分析

第4節では設備投資に影響を与える要因を可視化することを目的に、説明変数をコントロールしたうえで、財務保守主義が与える因果関係を回帰分析で検討する。はじめに、設備投資計画額と設備投資実施額では、経営者の意思決定の時期と影響を与える要因は異なることを検討する。つまり、設備投資意決定を2段階に分けて考察する。第1節で述べたように、日本企業に特有なPDCAの組織文化を想定するからである。

まず、時期であるが、設備投資計画額は t 期期初に決まり、設備投資実施額は t 期を通して、 t 期期末に決定される。そのため、異時点間の差異を表す設備投資修正率は、意思決定の時期が混在するため、直接回帰分析を行うことは

適切ではない。

次に経営者の意思決定行動は個別企業 i によって異なり、一律にとらえることはできないが、ある程度のモデル化を考えれば、設備投資計画額 (inv_plan_{it}) は $t-1$ 期の償却資産額 (dep_asset_{it-1}) や景気動向 (q_{it-1} , 売上高変化率 d_sale_{it-1}) と資金・有利子負債残高 ($cash_{it-1}$, $intbeardebt_{it-1}$) が主に影響を与えていると考えられる。また、減価償却額も設備性能を検討する上で重要な変数である。 t 期に新たに取得する償却資産にかかわるものもありうるが、過去に取得した償却資産から主に構成され、 t 期末の落着見込額はある程度の確度で予測可能と想定するのが自然である。そのため $t-1$ 期の金額よりも t 期 (dep_{it}) が適切であると考えられる。このように、個社単位で異時点間の変数と紐づけし因果関係を想定している点で、第3節の標本平均値の差異にあった問題点を解決している。

他方、設備投資実施額 (inv_{it}) は設備投資計画額 (inv_plan_{it}) をもとに、特に t 期のフロー変数が影響されると考えられる。資金の流入を表すフリーキャッシュフロー ($opcf_{it}$)、新株発行も含む長期資金調達額 ($lrfunding_{it}$)、設備投資と並ぶ主な資金支出として、証券投資額 ($secinv_{it}$) と自社株買いも含む配当 ($payout_{it}$) があげられる。短期借入、CP、割引手形などの短期資金調達額は経営者の意思というより一時的な資金繰りを反映すると考えられ説明変数には考えない。ここで、フリーキャッシュフローは外生的に決まると考えられるのに対し、残りの3者は経営者の意思が反映され、設備投資実施額と同時決定の関係にあると考えられ、回帰分析にあたり内生性を考慮しなければならない。

4.1 財務保守主義の代理変数

本論文の主題は財務保守主義が設備投資意思決定に与える影響である。財務保守主義は直接観察できない変数であるから、その代理変数を吟味する必要がある。第3節では、1期前の長期資金調達実績を用いたが、その背景には財務保守主義は企業の財務状態というよりも企業行動に現れるとの考えに基づく。先

行研究では代理変数を有利子負債比率や DE レシオを用いてきた。ただし、日本の上場企業においては、現預金残高が有利子負債残高より多い実質無借金企業が約 6 割を占める（日本経済新聞 (2018)）。手元資金で完済できるのにあえて返済しないスタンスには、金融機関との取引関係を維持しようという特殊事情がみられる。加えて、新株発行は DE レシオの減少要因になるが、リスクをとってバランスシート拡大するという意味では、むしろ非財務保守主義の現れと考えられる。このように考えれば、財務保守主義は企業を囲む外的要因よりも自ら能動的な行動にもとづいて把握するのが適切である。すなわち、高見 (2019) が指摘するように、過去の長期資金調達実績は企業行動を顕著に示している。

ところで、財務保守主義と関連する概念として財務制約度がある。それは金融機関の融資方針などの資金調達の困難度を表すので、先行研究で用いられてきた企業規模、格付け、配当性向などの外形的な状態変数を代理変数として用いることは妥当である。財務制約度が高い企業は資金調達が難しいので、財務保守主義的スタンスをとる環境にあるととらえがちであるが、この点は第 5 節で議論を進める。

このような考察にもとづき、本論文では財務保守主義の代理変数を長期資金調達額 (*ltfunding*)、長期借入額 (*ltloan*) を主眼とする。これらの変数は企業自らの意思だけで決まるわけではないが、企業行動をとらえるには残高ベースの状態変数よりは適していると考えからである。加えて、状態変数といえども手元資金で完済できるにあえて返済しないという企業の意思が反映される実質有利子負債残高 (*netdebt*) を採用し¹³、比較の観点から財務制約度の代理変数とし

¹³ 数値が負値で小さいほど財務保守主義の程度が高いと想定している。ただし、リスクのとらえ方によっては議論の余地を残す。本論文では数値が低いほど金融機関との関係を保持する傾向が強いという面で、リスク回避的と考えたが、現預金と有利子負債を両建てに保つことは、バランスシート圧縮の機会を放置することにもなる。現預金を保持すること自体にはリスクがないと思われるが、事実上使用するのに金融機関との相談を要する場合や海外においている預金は凍結リスクや為替リスクにさらされる。ただし、第4節の分析結果では相関係数は低いものの、ほぼ長期資金調達額と同じ傾向がみられた。

て企業規模 (*size*) と配当性向 (*div_cf*) を用いる。表 5 はそれらの変数の相関係数を示しているが、長期資金調達額 (*ltfunding*) と長期借入額 (*ltloan*) はほとんど相関係数が 1 のため、以下では前者のみ扱う。また、長期資金調達額 (*ltfunding*) を軸として、他の変数の相関をみると、財務制約度の企業規模 (*size*) と配当性向 (*div_cf*) との間はほとんどゼロに近い。このことは財務保守主義の程度は必ずしも財務制約度のような環境だけで決まらないことを示唆している。しかし、同じ財務保守主義の代理変数である実質有利子負債残高 (*netdebt*) との間も 0.06 と著しく低く、代理変数によって回帰結果は変動することが予想される。

表 5 代理変数間の相関係数

	<i>ltfunding</i>	<i>ltloan</i>	<i>netdebt</i>	<i>size</i>	<i>div_cf</i>
<i>ltfunding</i>	1				
<i>ltloan</i>	0.999	1			
<i>netdebt</i>	0.059	0.059	1		
<i>size</i>	0.032	0.032	0.089	1	
<i>div_cf</i>	0.005	0.005	-0.010	-0.002	1

N=17,833

つぎに、設備投資計画額 (*inv_plan*) と設備投資実施額 (*inv*) の回帰分析において、財務保守主義の代理変数を説明変数に加えることは原則として行わない。財務保守主義の程度は連続的に動く性質にはないと考えられるからである。それは企業のスタンスを表し、財務保守主義の程度を考えるにしても、類型別にとらえるのが現実合っている。そこで、第 4 節では財務保守主義の程度でグループに分け、それぞれ回帰分析を行うことにした。この方法は Fazzari et al. (1988) 以来の財務制約度別にグループを分け回帰分析を行う伝統的な方法である。すでに、第 3 節では $t-1$ 期の長期資金調達の符号別に、財務保守主義的、中立、非財務保守主義的の 3 段階に分けて分析した。しかし、符号には経営意思決定をデジタルに振り分けることになるが、閾値を少しでも超えれば別のグ

グループに分類される点は改善を要する。たとえば、経営者は資金調達額をマイナス値に誘導するつもりであったが、微細な資金繰りの結果ゼロ値に落ち着くようなことがありうる。そこで、本節では財務保守主義を示す代理変数を5または10の段階に分け、両端のグループを比較し分析する。

4.2 設備投資計画額決定の回帰分析結果

設備投資計画額 (inv_plan_{it}) は主に $t-1$ 期の償却資産額 (dep_asset_{t-1})、景気動向 (q_{it-1} 、売上高増加率 d_sale_{it-1})、現預金・有利子負債残高 ($cash_{it-1}$, $intbeardebt_{it-1}$)、そして t 期の減価償却費 (dep_{it}) で決定されると議論した。回帰分析の説明変数を決定するにあたり、これらのコントロール変数は経営者の意思決定にとれだけ影響を与えているか分析するために欠かせない。そのため、たとえ有意でなくても基本的枠組みとしてすべて採用し、回帰結果の係数を考察する。残りの変数は、本論文においてはそれ自体にはあまり考察対象におかず、個社と時期の変動性をコントロールするために選択する。まず全体標本 (17,833 個) を用いて、主要説明変数とともに有意な変数をピックアップし、適合率の高いモデルを決定した。その結果、すべて $t-1$ 期の社齢 (会社創設日から対象時点までの年数)、企業規模 (百万円単位の総資産の対数値)、金融機関持株シェア、外国人持株シェア、TOPIX 株価指数¹⁴ を選択した。加えて、本件パネルデータで固定効果モデルを選択し¹⁵、個社の変動性をコントロールしている。

4.1 節で議論した財務保守主義と財務制約度の代理変数の分けについては、それぞれの代理変数を昇順に十分割または五分割し、第1十分位または第1五分位より小さい値を示す標本をいちばん財務保守主義の程度の高い標本、反対

¹⁴ 本論文のデータは決算年を時系列にしたパネルデータで構成されるが、決算月は企業によって異なるため、決算月の違いをコントロールするために同一年でも月ごとに異なる TOPIX 指数を説明変数に加えている。なお、これらの変数は本論文では直接考察対象としないので、回帰結果では省略する。

¹⁵ 全体標本を対象にハウスマン検定を行ったところ、変動効果モデルは棄却されている。

に第 10 十分位または第 5 五分位より大きい値を示す標本がいちばん非財務保守主義の程度の高い標本ととらえている。長期資金調達額がいちばん低いグループはいちばん返済額の大きいグループで、実質有利子負債残高がいちばん低いグループは手元現預金で有利子負債を返済してもいちばん現預金が余るグループを意味するからである。4 種の代理変数の分位点などの数値は表 6 で示している。

表 6 代理変数代表値

	最小値	第1十分位	第1五分位	メジアン	第5五分位	第10十分位	最大値	平均値	標準偏差	標本数
$lfunding_{it-1}$	-1.628	-0.031	-0.016	0	0.012	0.036	0.578	0.001	0.043	17,833
$netdebt_{it-1}$	-0.917	-0.283	-0.177	0.014	0.230	0.337	0.947	0.021	0.245	17,833
$size_{it-1}$	4.88	7.60	8.17	9.58	11.4	12.4	17.2	9.81	1.87	17,833
div_cf_{it-1}	0.000	0.048	0.069	0.134	0.262	0.405	655.7	0.3463	5.731	15,360

表 7 設備投資計画額回帰結果（財務保守主義グループ分け）

パネル A								
説明変数	$lfunding_{it-1}$ 第1十分位		$lfunding_{it-1}$ 第10十分位		$lfunding_{it-1}$ 第1五分位		$lfunding_{it-1}$ 第5五分位	
	係数	p 値	係数	p 値	係数	p 値	係数	p 値
$depreciation_{it}$	-0.064	0.66	-0.143	0.36	0.080	0.38	** -0.243	0.00
dep_asset_{it-1}	** -0.112	0.00	-0.025	0.51	** -0.217	0.00	-0.019	0.37
q_{it-1}	0.000	0.90	* 0.010	0.07	** 0.007	0.00	** 0.008	0.01
d_sale_{it-1}	-0.001	0.77	-0.003	0.52	-0.002	0.36	-0.004	0.23
$cash_{it-1}$	0.043	0.11	* 0.065	0.06	0.009	0.59	** 0.052	0.01
$intbeardebt_{it-1}$	** -0.048	0.01	** -0.080	0.00	** -0.05	0.00	** -0.072	0.00
n	1,784		1,784		3,567		3,566	
R^2	0.016		0.024		0.052		0.039	

パネル B								
説明変数	$netdebt_{it-1}$ 第1十分位		$netdebt_{it-1}$ 第10十分位		$netdebt_{it-1}$ 第1五分位		$netdebt_{it-1}$ 第5五分位	
	係数	p 値	係数	p 値	係数	p 値	係数	p 値
$depreciation_{it}$	0.134	0.147	** -0.279	0.03	0.103	0.12	** -0.225	0.01
dep_asset_{it-1}	-0.038	0.319	** -0.050	0.02	** -0.092	0.00	** -0.052	0.00
q_{it-1}	** 0.002	0.019	** 0.025	0.00	** 0.002	0.00	** 0.016	0.00
d_sale_{it-1}	0.001	0.234	0.003	0.47	0.001	0.12	0.002	0.42
$cash_{it-1}$	** 0.025	0.027	** 0.109	0.00	** 0.017	0.03	** 0.090	0.00
$intbeardebt_{it-1}$	** -0.087	0.009	** -0.104	0.00	** -0.034	0.05	** -0.100	0.00
n	1,784		1,784		3,567		3,566	
R^2	0.003		0.031		0.061		0.029	

** は 5%水準, * は 10%水準で有意であることを表す

表 7 は第 4.1 節で考察した財務保守主義の代理変数のうち、長期資金調達額 ($ltfunding_{it}$) (パネル A) と実質有利子負債残高 ($netdebt_{it}$) (パネル B) のグループごとに、回帰結果を示している。

長期資金調達額を代理変数と定めたパネル A では全体的に有意な係数が少ないが、そのなかで、非財務保守主義グループでは、投資機会を表すトービンの q が反応している (特に五分位の比較では係数絶対値が財務保守主義グループより大きくなっている)¹⁶。この傾向は実質有利子負債残高を代理変数と定めたパネル B でより顕著に表れている (十分位と五分位の比較双方で当てはまる)。パネル B では現預金残高と有利子負債残高の絶対値が非財務保守主義グループで合理的に対応している。これらは、非財務保守主義グループの方が、設備投資計画を決定するにあたり、資金需要と資金供給両面の変化により敏感に反応し合理的に判断していることを示唆している。しかし、入手可能な説明変数と代理変数において、設備投資の計画段階では十分な違いを観察できたとはいえない。個社の固定効果を考慮しているとはいえ、資金需給以外のたとえば前例踏襲やヒューリスティクスのような本論文では観察できない変数が影響していることが考えられる。

表 8 は比較のために、財務制約度でグループ分けした回帰結果を示している。ここでも有意な係数は少ないが、パネル A,B とともにトービンの q 、売上高変化率の資金需要面の説明変数ははっきりした特徴はなく、資金供給面の現預金残高と有利子負債残高がパネル A で、財務制約度の低い企業で有意に係数絶対値が大きいのが注目される。また、減償却資産残高で有意な係数が散見される。これらのことは大規模あるいは高配当企業のような安定的企業が合理的に設備投資計画を行っていることを示唆している。しかし、表 5 の相関係数が低いことが示すように、これら安定的企業は非財務保守主義企業とは別の区分けである。

¹⁶ 本論文では、財務保守主義グループでどの説明変数で反応に違いがあるかを明らかにすることに考察の焦点をおくので、説明変数間の係数絶対値の比較や田中(2019, p.95)が指摘するようなトービンの q のリーマンショック前後の時代区分などの議論は行わない。

表 8 設備投資計画額回帰結果（財務制約度グループ分け）

パネル A								
説明変数	size _{t-1} 第1十分位		size _{t-1} 第10十分位		size _{t-1} 第1五分位		size _{t-1} 第5五分位	
	係数	p 値	係数	p 値	係数	p 値	係数	p 値
<i>depreciation_{it}</i>	** -0.381	0.00	-0.030	0.64	** -0.175	0.01	0.057	0.33
<i>dep_asset_{it-1}</i>	** -0.049	0.05	** -0.043	0.03	** -0.078	0.00	** -0.127	0.00
<i>q_{it-1}</i>	0.000	0.94	0.001	0.17	0.000	0.94	** 0.009	0.00
<i>d_sale_{it-1}</i>	** 0.009	0.00	-0.003	0.48	* 0.003	0.08	** 0.008	0.01
<i>cash_{it-1}</i>	0.018	0.16	** 0.029	0.03	** 0.024	0.02	* 0.042	0.00
<i>intbeardebt_{it-1}</i>	** -0.034	0.01	-0.014	0.19	** -0.040	0.00	** -0.045	0.00
<i>n</i>	1,784		1,784		3,567		3,566	
<i>R</i> ²	0.151		0.000		0.118		0.006	

パネル B								
説明変数	div_cf _{t-1} 第1十分位		div_cf _{t-1} 第10十分位		div_cf _{t-1} 第1五分位		div_cf _{t-1} 第5五分位	
	係数	p 値	係数	p 値	係数	p 値	係数	p 値
<i>depreciation_{it}</i>	** -0.494	0.00	0.125	0.39	** -0.632	0.00	0.031	0.74
<i>dep_asset_{it-1}</i>	-0.057	0.16	-0.053	0.17	* -0.051	0.06	** -0.068	0.00
<i>q_{it-1}</i>	** 0.018	0.01	0.000	0.84	** 0.007	0.01	0.000	0.81
<i>d_sale_{it-1}</i>	** -0.013	0.00	** 0.013	0.04	** -0.010	0.01	** 0.011	0.01
<i>cash_{it-1}</i>	** 0.090	0.01	0.016	0.27	0.036	0.10	0.003	0.78
<i>intbeardebt_{it-1}</i>	** -0.100	0.00	-0.005	0.79	** -0.109	0.00	-0.004	0.74
<i>n</i>	1,536		1,536		3,072		3,072	
<i>R</i> ²	0.476		0.050		0.052		0.021	

** は 5%水準, * は 10%水準で有意であることを表す

4.3 設備投資実施額決定の回帰分析結果

第3節で述べたように、設備投資実施額 (inv_{it}) は、まず設備投資計画額 (inv_plan_{it}) とともに、資金の流入を表すフリーキャッシュフロー ($opcf_{it}$)、資金需要を表す q_{it} や売上高変化率 (d_sale_{it}) の枠組みが考えられる。これらは外生変数とみなすことができる。加えて、資金供給面で、新株発行も含む長期資金調達額 ($ltfunding_{it}$)、設備投資と並ぶ主な資金支出として、証券投資額 ($secinv_{it}$) と自社株買いも含む配当額 ($payout_{it}$) があげられるが、これらは設備投資と同時決定の関係にあり、内生変数として扱わなければならない。そこで、第1段階では、これら3つの内生変数を操作変数を用いて決定する。第2段階では、内生変数理論値と外生変数を用いて設備投資実施額の回帰を行う¹⁷。操作変数は

¹⁷ ハウスマン検定で固定効果モデルを選択した。2段階の過程を同時に行役できるStata®のxtivregコマンドで実行した。表9と10の回帰結果は第2段階目の回帰結果のみを示している。

適合度の高いものを試行錯誤の上、以下の変数を選択した。設備投資計画額 (inv_plan_{it})、フリーキャッシュフロー ($opcf_{it}$)、トービンの $q(q_{it-1})$ 、以下 $t-1$ 期の自社株購入額、配当性向、有利子負債残高、償却資産残高、DE レシオ、企業規模、社齡、金融機関持株比率、外国人持株比率、個人持株比率、法人持株比率、上位十株主比率、TOPIX 株価指数。表 9 の回帰結果は第 4.2 節と同様、2 つの財務保守主義グループで示している。

表 9 設備投資実施額回帰結果（財務保守主義グループ分け）

パネル A								
説明変数	$lfunding_{t-1}$ 第1十分位		$lfunding_{t-1}$ 第10十分位		$lfunding_{t-1}$ 第1五分位		$lfunding_{t-1}$ 第5五分位	
	係数	p 値	係数	p 値	係数	p 値	係数	p 値
\widehat{secinv}_{it}	*1.396	0.06	0.005	0.99	**1.754	0.00	**1.083	0.00
\widehat{payout}_{it}	0.177	0.48	*0.406	0.09	**0.518	0.01	**0.542	0.00
$\widehat{lfunding}_{it}$	**0.262	0.03	**0.438	0.00	**0.335	0.00	**0.501	0.00
inv_plan_{it}	**0.187	0.00	**0.061	0.05	**0.171	0.00	**0.127	0.00
q_{it}	0.005	0.68	**0.026	0.01	*0.012	0.07	**0.018	0.00
d_sale_{it-1}	** -0.009	0.02	**0.013	0.03	** -0.005	0.03	0.001	0.66
$opcf_{it-1}$	0.081	0.14	-0.043	0.29	**0.076	0.02	-0.008	0.78
n	1,784		1,784		3,567		3,566	
R^2	0.122		0.101		0.080		0.093	

パネル B								
説明変数	$netdebt_{t-1}$ 第1十分位		$netdebt_{t-1}$ 第10十分位		$netdebt_{t-1}$ 第1五分位		$netdebt_{t-1}$ 第5五分位	
	係数	p 値	係数	p 値	係数	p 値	係数	p 値
\widehat{secinv}_{it}	*0.439	0.09	-0.338	0.63	**0.774	0.00	**2.198	0.00
\widehat{payout}_{it}	**0.140	0.02	**1.163	0.00	**0.205	0.00	**0.704	0.00
$\widehat{lfunding}_{it}$	*0.359	0.08	**0.632	0.00	-0.172	0.22	**0.664	0.00
inv_plan_{it}	0.060	0.14	**0.078	0.04	**0.162	0.00	**0.133	0.00
q_{it}	0.008	0.30	**0.037	0.00	0.005	0.30	**0.015	0.02
d_sale_{it-1}	* -0.002	0.07	0.008	0.44	-0.002	0.18	*0.013	0.07
$opcf_{it-1}$	-0.025	0.29	**0.273	0.00	-0.012	0.53	**0.176	0.00
n	1,784		1,783		3,567		3,566	
R^2	0.001		0.112		0.001		0.103	

** は 5%水準, * は 10%水準で有意であることを表す

総じて、表 7 の設備投資計画額の結果にくらべ、有意の係数の箇所が多く、これらの説明変数の説明力が高いことを示している。そのなかで、分位を問わずパネル A と B で共通して指摘できるのは、以下の 3 点である。 t 期長期資金

調達額は有意に非財務保守主義グループで感度は高い、 t 期設備投資計画額は有意に財務保守主義グループの方が感度は高い、資金需要を表すトービンの q が有意であるのは非財務保守主義グループに限られる。これらのことは、財務保守主義グループは t 期期初に立てた設備投資計画額に依存しがちで、その後の資金供給や資金需要の変化には、柔軟に対応することは難しいことを示唆している。

表 10 は財務制約度のグループで回帰結果を示している。

表 10 設備投資実施額回帰結果（財務制約度グループ分け）

パネル A								
説明変数	size _{t-1} 第1十分位		size _{t-1} 第10十分位		size _{t-1} 第1五分位		size _{t-1} 第5五分位	
	係数	p 値	係数	p 値	係数	p 値	係数	p 値
\widehat{secinv}_{it}	*1.228	0.07	-0.164	0.14	**1.529	0.01	-0.152	0.25
\widehat{payout}_{it}	0.049	0.83	0.090	0.15	0.003	0.99	**0.209	0.00
$\widehat{tfunding}_{it}$	**0.363	0.00	**0.477	0.00	**0.291	0.00	**0.439	0.00
$\widehat{inv_plan}_{it}$	**0.125	0.00	**0.248	0.00	**0.128	0.00	**0.275	0.00
q_{it}	0.012	0.13	** -0.017	0.02	0.006	0.40	** -0.012	0.01
d_sale_{it-1}	-0.010	0.21	-0.002	0.28	-0.004	0.41	** -0.002	0.03
\widehat{opecf}_{it-1}	*0.068	0.06	*0.059	0.07	0.019	0.53	0.025	0.20
n	1,784		1,783		3,568		3,566	
R^2	0.061		0.080		0.008		0.118	

パネル B								
説明変数	div cf _{t-1} 第1十分位		div cf _{t-1} 第10十分位		div cf _{t-1} 第1五分位		div cf _{t-1} 第5五分位	
	係数	p 値	係数	p 値	係数	p 値	係数	p 値
\widehat{secinv}_{it}	0.895	0.18	0.125	0.33	0.097	0.75	-0.142	0.43
\widehat{payout}_{it}	0.601	0.37	**0.261	0.01	-0.101	0.71	**0.166	0.00
$\widehat{tfunding}_{it}$	0.136	0.37	-0.035	0.87	**0.490	0.00	**0.310	0.01
$\widehat{inv_plan}_{it}$	**0.119	0.00	**0.303	0.00	**0.137	0.00	**0.232	0.00
q_{it}	0.006	0.47	**0.015	0.04	0.000	0.95	0.003	0.63
d_sale_{it-1}	-0.002	0.64	0.000	0.85	-0.001	0.61	** -0.003	0.01
\widehat{opecf}_{it-1}	0.008	0.90	-0.009	0.71	*0.083	0.01	-0.023	0.15
n	1,536		1,536		3,072		3,072	
R^2	0.139		0.099		0.224		0.168	

** は 5%水準, * は 10%水準で有意であることを表す

ここでは、表 9 ほどにはパネル A と B を通して一貫した傾向はみられない¹⁸。その中で、設備投資計画額では財務制約度の低いグループが敏感な点では表 9 の財務保守主義グループ分けとは異なっている。これらのことは、表 8 の設備投資計画額の回帰で観察したように、安定的な企業は t 期の環境変化に対し、合理的に対応していることを示唆している。この点で、財務保守主義は財務制約度とは異なった概念といえる。

5. 考察

第 4 節の回帰結果を振り返ると、設備投資計画額と設備投資実施額では財務保守主義が与える影響は異なっていた。前者はあまり顕著な反応はなく、後者は有意に認められる面が多かった。その点では、設備投資計画策定は過去の財務保守主義行動とは独立に、前例踏襲のように決まっていることを示している。企業の資金調達環境を示す財務制約度においても同様である。ただし、限界的是ではあるが、非財務保守主義行動を示した企業はトービンの q 係数が有意に大きく、財務制約度が低い安定的な企業は償却資産残高、現預金残高、有利子負債残高の係数が有意に大きい。概して、企業が借入を増加させるなどの非財務保守的行動をとる背景には、財務制約が少なく金融機関からの借入も容易な環境にあるととらえがちである。しかし、企業がおかれた環境と実際に企業がいかに行動するかは別問題である。非財務保守的行動にはバランスシートを拡大してリスクをとる面があるので、容易に借入を起こすことができる環境にあっても、リスクをとることに躊躇する企業は非財務保守的行動を起こさない。すなわち、非財務保守主義グループと財務制約度が低いグループは全く別のグループである。前者が敏感に設備投資計画に反応するのは投資機会の増大を、後者が反応するのは設備性能、現預金、有利子負債など自ら保有する経営資源、

¹⁸ パネル A では $Itfunding_{it-1}$ で絶対値が大きいのは財務制約度の低いグループであるのに対し、パネル B の五分位では逆になっているなど一貫した傾向にはなっていない。

キャパシティを認識してからと解釈できる。前者の投資機会はリターンが確定しないリスクのある要素で、後者は自らの企業を正確に把握した合理的な要素である。

同様のことは、説明変数は異なるものの、より有意な係数が散見される設備投資実施額で確認できる。財務保守主義グループでは設備投資計画額に忠実なのに対し、非財務保守主義グループは投資機会 q に敏感である。また、長期資金調達額では後者の方がより敏感である。設備投資実施段階においては、期初に立てた計画後の環境変化にさらされている。財務保守主義グループは計画に忠実であり、資金需給面で環境が好転しても、あまりリスクをとる傾向にはない。非財務保守主義グループは対称的で環境変化に機動的である。財務制約度で見た場合、設備投資計画に忠実であるのはむしろ財務制約度の低いグループであった。安定的な企業は設備投資計画段階では自らのポジションに敏感に反応していたが、実施段階では外部環境の変化にあまり敏感ではないと解釈できる。

6. 結論

本論文は財務保守主義を企業行動面からとらえ、財務保守主義が設備投資計画額と実施額にどのように影響を与えているかを明らかにすることを目的と定めた。第2節では分析対象データを検討し、標本平均や四分位の次元では、設備投資実施額は計画額より低いことをもって、減額修正が大勢的であると検討をつけた。第3節では財務保守主義を過去の長期資金調達を3つのグループに分け、財務保守主義グループと非財務保守主義グループの設備投資指標差異を調べた。設備投資計画額、実施額、修正率とも平均値で前者は後者より低いことが示された。しかし、その差異は小さく分析上問題点を含んでいた。第4節ではそれら問題点を計画額と実施額で2段階の因果関係を考え、回帰分析を行うことで解消した。第5節ではその回帰結果の意味を検討したが、財務保守主義企業は設備投資計画段階では前例踏襲的に決まるが、設備投資実施段階では

外部環境にはあまり反応せずに計画に忠実であることを示唆していた。反対に非財務保守主義企業は計画段階では投資機会に、実施段階では投資機会も長期資金調達額にも敏感に反応し、環境変化に機動的に対応しているといえる。

本論文では財務保守主義と財務制約度を行動と環境に対応し、分析・議論を行ってきた。ただし、本論文では財務保守主義企業と非財務保守主義企業の設備投資意思決定傾向を裏付けてはいるが、なぜそういう傾向になるのかについては踏み込んでいない。加えて、設備投資の成果や失敗の反省などのテーマには着手していない¹⁹。このような限界は残しているが、本論文の貢献は財務保守主義を企業行動面からとらえ、設備投資計画段階と実施段階の2段階に分けて検討し、一定の結論を導き出した点にある。

¹⁹ 田中(2019)は過去の設備投資の失敗経験がその後の設備投資に及ぼす影響という興味深いテーマを考察している。

参考文献

- Arslan-Ayaydin, O, Florackis, C., and Ozkan, A. (2014), “Financial flexibility, corporate investment and performance: evidence from financial crisis,” *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 42, No. 2, pp. 211-250.
- DeAngelo, H. and DeAngelo, L. (2007), “Capital structure, payout policy, and financial flexibility,” working paper no. FBE 02-06, Marshall School of Business, Los Angeles, CA.
- Fazzari, Steven M., Hubbard R. G., and Petersen B. C. (1988), “Financing Constraints and Corporate Investment,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, pp.141-206.
- Gamba, A. and Trantis, A. (2008), “The value of financial flexibility,” *Journal of Finance*, Vol. 63, No. 5, pp. 2263-2296.
- Graham, J. R. and Leary, M. T. (2011), “A review of empirical capital structure research and directions for the future,” *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 3, No. 1, pp. 309-345.
- Kaplan, Steven N. and Zingales, L. (1997), “Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No. 1, pp. 169-215

- ・ Minton, B. A. and Wruck, K. H. (2001), “Financial conservatism: Evidence on capital structure from low leverage firms,” working paper, Ohio State University
- ・ Strebulaev, I. A., and Yang, B. (2013), “The mystery of zero-leverage firms,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 109, No. 1, pp. 1-23.
- ・ 中村純一 (2017) 「日本企業の設備投資はなぜ低迷したままなのか—長期停滞論の観点からの再検討—, 『経済分析』 193 号, pp.51- 82.
- ・ 日本経済新聞 (2018) 「実質無借金, 6 割に迫る」 2018 年 6 月 26 日, 17 ページ.
- ・ 高見茂雄 (2019) 「長期借入を引き起こす要因—財務保守主義からの脱却」『立正経営論集』 第 51 巻第 2 号, pp.1-20.
- ・ 田中賢治 (2019) 「堅調な企業収益と低調な設備投資のパズル」『経済分析』 200 号, pp.63-100.

付録

付表 年数別収録企業数

年数	企業数
1	351
2	303
3	229
4	185
5	162
6	150
7	136
8	131
9	156
10	209
11	278
12	1,101
合計	3,391