

氏名(本籍)	なが さわ けん いち 長 澤 賢 一 (埼玉県)
学位の種類	博士(経営学)
学位記番号	博 甲 第 5994 号
学位授与年月日	平成 24 年 3 月 23 日
学位授与の要件	学位規則第 4 条第 1 項該当
審査研究科	ビジネス科学研究科
学位論文題目	資金調達手段と無形資産投資との関係に関する多角的実証研究

主	査	筑波大学客員教授		
		・一橋大学教授	博士(経営学)	伊 藤 彰 敏
副	査	筑波大学教授	博士(工学)	猿 渡 康 文
副	査	筑波大学教授	博士(理学)	牧 本 直 樹
副	査	筑波大学客員教授		
		・青山学院大学教授	経営学修士	小 倉 昇
副	査	東京理科大学教授	博士(経営学)	平 木 多賀人

### 論 文 の 内 容 の 要 旨

無形資産投資が重要な役割を果たす企業では、無形資産が持つ情報の非対称性および企業特殊性のために資金調達上より多くの制約を受けることが先行研究から示唆されている。本論文は、そうした特異性を持つ無形資産集約度の高い企業の財務行動を実証分析することで、無形資産集約的な企業の経済特性について新たな知見を獲得することを企図している。この目的のために、第一に、無形資産集約度の高い企業は、投資資金確保の観点から裁量的会計発生高を用いた利益調整をどのように行っているかを分析している。第二に、投資原資が不足し、かつ無形資産の企業特殊性が深刻化しがちな財務パフォーマンス悪化時において、無形資産集約企業がどのようなリストラクチャリング行動をとるかを分析している。第三に、無形資産集約度の高い企業が投資原資として内部資金を重視する場合、エージェンシー問題への対応として株主との利害調整をどのように行っているかを配当政策の観点から分析している。

本論文の構成は以下の通りである。第二章では、無形資産の特性について概念整理を行い企業の資金調達行動に与える影響を明らかにするとともに、企業の利益調整行動およびリストラクチャリングに関する先行研究についてサーベイを行っている。さらに、無形資産集約度の高い企業の投資家との利害調整行動について議論されている先行研究についても併せて概観している。

第三章では、無形資産集約企業が、外部からの資金調達を容易にするため利益増加型の利益調整を行うという「利益シグナル仮説」と、逆に無形資産集約企業は、投資原資として内部資金を確保するため利益減少型の利益調整を行うという「節税効果仮説」という二つの相反する仮説を検証した。その結果、無形資産集約企業においては、「節税効果仮説」を支持する結果となり、無形資産集約企業は内部資本の蓄積を重視する傾向を示唆する実証結果となった。

第四章では、急激な財務パフォーマンス悪化に直面した企業において、無形資産集約度の高低が、経営者のリストラクチャリングへの動機付けに与える影響について検証した。検証仮説として、無形資産集約企業

では、利用する物的資産においても企業特殊性が高まることから取引コストが高くなりリストラクチャリングを抑制するという「戦略の硬直化仮説」と、無形資産の転用可能性の高さから逆にリストラクチャリングを促進するという「無形資産転用仮説」を設定して検証を行った。検証の結果、「無形資産転用仮説」が支持されることとなり、無形資産集約度の高い企業が、急速な財務パフォーマンス悪化に直面した場合、内部資本の確保を重視して速やかにリストラクチャリングを実施する傾向のあることが示唆された。

第五章では、無形資産集約度の高い企業が無形資産投資の原資確保のため内部資金を重視する場合、株主と経営者間に生じるフリー・キャッシュ・フローのエージェンシー問題にどう対応しているかを検証した。本章では、無形資産集約企業は、無形資産への投資活動を維持するために株主への配当を抑制するという「情報の非対称性仮説」と、一方で、無形資産集約企業が、エージェンシー問題を軽減するために、無形資産非集約企業よりも高い配当を株主に支払うという「配当の利害調整仮説」を設定し検証を行った。その結果、無形資産集約企業においては、無形資産非集約企業よりも配当割合が高いという結果となり、内部資金重視の財務政策をとりつつ、相対的に高い配当を支払うことでエージェンシー問題を緩和していることが示唆された。

最後に第六章では、第三章、第四章および第五章から得られた実証研究の結果を総括し、併せて、本研究の限界および今後の研究課題を示している。

## 審 査 の 結 果 の 要 旨

無形資産投資が重要となる企業の財務行動については、今日的な重要性があるにもかかわらず、これまであまり多くの実証研究が行われていない分野である。理論研究を中心とした先行研究によれば、一般に無形資産投資が重要な企業は、情報の非対称性や資産の企業特殊性が高く、金融市場からより多くの制約を受けることが示唆されている。しかしながら無形資産が重要となる企業が、金融市場からの制約に具体的にどのように対応しているかという問題については、先行理論研究からは必ずしも明確な示唆は得られていない。本論文は、先行研究の成果を踏まえつつ、利益調整行動、財務パフォーマンス悪化時の投資原資確保、配当政策という三つの側面について、無形資産集約型の企業の財務行動の特徴を実証的に明らかにしたという点で学術的貢献が高いと考えられる。特に本論文は、無形資産投資が重要となる企業が、資金調達上の制約にどのように対応しているかという点について、極めて具体的な実証的成果をもたらすことに成功している。

本論文の主要な発見は、以下の通りである。第一に、投資家との情報の非対称性が大きい無形資産集約度の高い企業は、無形資産集約度の低い企業に比して、利益を過小に計上するなど、節税効果を通じて内部資本の水準を高める利益調整を行っている。第二に、財務パフォーマンスの急速な悪化に直面した際には、物的資産を速やかに処分することによって継続的な投資資金の確保を行うなど、やはり内部資本の蓄積に重きを置いた財務行動を選択している。最後に、無形資産集約度の高い企業は、内部資本を高い水準で留保し無形資産への投資原資を確保するのと併せて、無形資産集約度の低い企業よりも多くの配当を株主に支払うことで、内部資金重視の財務政策から生じるフリー・キャッシュ・フローのエージェンシー問題を緩和するという株主との利害調整方法を実施している。

審査委員会による最終試験を平成24年2月2日に行い、全員一致で合格と判定した。

よって、著者は、博士（経営学）の学位を受けるに十分な資格を有するものと認める。