

( 続紙 1 )

京都大学	博士 (経済学)	氏名	福嶋幸太郎
論文題目	連結経営基盤キャッシュ・マネジメント・システムの運用課題と対応に関する研究		
<p>(論文内容の要旨)</p> <p>本論文は、CMS (Cash Management System) の連結企業経営における意義を明確化し、そのグローバルな適用 (Global CMS、GCMS) によって、連結企業グループの財務的基盤が強化されることを理論・実務の両面から検証したものである。ここで、CMSとは、キャッシュ・プーリング、グループ貸借管理、ネットィング、支払代行等のグループ会社間の決済取引の効率化や流動性管理の高度化のためのソリューションを意味する。以下、各章の要約である。</p> <p>まず、序章「本稿の目的と構成」では、リサーチ・モチベーション、本論文の研究課題及び本論文の構成が述べられている。本論文の目的は、海外子会社も含めた、連結グループの資金管理の効率性向上とガバナンスの強化のためにCMS及びGCMSが有効であることを理論および実務の両面から検証し、これらのシステムをどのように適用すれば最も有効であるかを探求することである。</p> <p>次に、第1章「先行研究とリサーチ・クエスチョン」では、キャッシュ・マネジメントの代表的な先行研究を整理した上で、本論文のリサーチ・クエスチョンを引き出している。まず、先行研究を、キャッシュ・プーリング (CMSの主要機能) を前提とする研究か否かで分類し、次に、ネットィングや支払代行で資金の一元管理 (CMSの補助機能) を前提とする研究か否かで分類することによって、マトリクス形式で類型化し、当該マトリクス内に本論文を「キャッシュ・プーリングで資金集中、かつネットィング・支払い代行で一元管理」として位置づけている。本論文のリサーチ・クエスチョンは、どのようにCMS・GCMSを導入すれば、連結グループ経営における財務的効率性を高めることができるか、である。</p> <p>また、第2章「CMS・GCMSの運用実態調査」では、CMS・GCMSの運用実態調査 (調査対象企業が抱えている問題) を半構造化訪問面接調査によりまとめている。14社の国内CMSの運用開始時期、インハウスバンクの担当組織、CMSアプリケーションの提供元、国内CMSの提携銀行、インハウスバンクのスプレッド、長期CMSの実施の有無、CMSによる連結総資産圧縮の程度、CMSの各機能の採用状況、CMSの運用課題、GCMSの運用課題について訪問面接調査を行い、CMS・GCMSの運用実態・課題を明らかにしている。</p> <p>次に、第3章「キャッシュ・プーリングの経済効果と運用課題」では、CMSの主要機能であるキャッシュ・プーリングについて、その本質と経済的効果を明らかにした上で、キャッシュ・プーリング運用に係る広範な課題を整理し、その解決策について検討が行われている。</p> <p>具体的には、まずエージェンシー理論や内部資本市場の理論を援用し、(外部の)金融機関が有する機能との対比からキャッシュ・プーリングの本質が明らかにされている。続いて、数値例を用いながら、キャッシュ・プーリングによって企業グループが享受しうる経済効果について検討が加えられている。</p> <p>さらに、本章ではキャッシュ・プーリングの運用に伴って生じる課題についても検</p>			

討が行われている。そのひとつがCMS参加企業の資金繰りが甘くなるというグループ経営上の問題であり、本章では訪問面接調査の結果も踏まえながら、この経営上の課題を克服するための施策について提案がされている。また、インハウスバンクが親会社の経理財務部門としてではなく、別法人格を有して経済活動を行う場合の各種法令との関係についても詳細な考察がなされている。最後に、CMSは基本的にCMS参加企業間で短期運転資金を融通する仕組みであるが、CMS参加企業の中には長期的な設備投資資金に対するニーズも存在しているため、長期CMSの運用に伴って生じる問題とその対応策についても検討が行われている。

また、第4章「CMSネットィングのメカニズムと運用課題」では、CMSネットィングの本質を明らかにした上で、CMSネットィングの3つの手法—すなわち、債権債務差額の相殺（第一法）、貸借勘定付替えによる債権債務の相殺（第二法）、そして新たな手法であるCMS口座統制による債権債務の相殺（第三法）—の長所・短所を資金移動の有無、運転資金の有無、システミック・リスクの有無、システム制作・銀行利用のコストの有無、および銀行振込手数料の有無の観点から明らかにしている。

続いて、第5章「CMS支払代行と回収代行のメカニズムと運用課題」では、前章までで検討したキャッシュ・プーリングやネットィングに加えて、支払代行および回収代行の本質やその経済効果を明らかにしている。本章では、CMS支払代行・回収代行について（1）事務コストの削減、（2）短期運転資金の圧縮、および（3）銀行手数料の圧縮といった面で経済効果が見込まれることが明らかにされている。

続いて、第6章「グローバル・キャッシュ・マネジメント・システムの運用課題」では、海外子会社の資金（「カネ」）の流れを可視化し、そのガバナンスを強化した上で、グループ内での資金効率化を追求するというGCMSの本質が明らかにされている。また、為替レートのトリレンマ理論をGCMSの議論に適用することや金融規制の変遷を追うことによって、GCMSが有効に機能するための金融環境についても検討が行われている。加えて、本章では資本移動規制が存在する東南アジアについても、資本移動規制のない地域（欧州、北米、日本）と同様に有効なGCMSの運用が可能か、その実践可能性を探るため実際の資金移動を伴わないノーショナル・プーリングの運用とそれに伴い生じる課題（特に事前に予想される税務面での課題）も含めた検討が行われている。

最後に、終章「本稿のまとめ」では、本論文の研究目的を確認した上で、研究結果、及び研究貢献を整理している。第1章で設定したリサーチ・クエスチョン対して、CMS・GCMSは導入の仕方を工夫すれば、連結経営の財務的効率性向上に寄与するシステムであることを指摘している。

(論文審査の結果の要旨)

本論文は、CMS・GCMSの連結経営グループのキャッシュ管理への理論上・実務上の貢献を明らかにした上で、当該制度の経済的運用における複数の課題の解決に取り組んだものである。

本論文において評価すべき点は、以下の3点である。

第1は、これまで官庁による包括的な調査以外では取り上げられてこなかった、CMS・GCMSの実態を、半構造化方式の訪問面接調査によって明らかにしたことである。とりわけ、CMSの運用上の課題を析出し、そのソリューションを提示したことは、今後、財務担当者が企業グループ全体での効率的資金管理の実現に取り組む場合に役立つものである。実務上の大きな貢献と言えよう。

第2は、CMSの主要な機能であるキャッシュ・プーリングの経済的合理性を、エージェントモデルや内部・外部資本市場理論によって論証したことである。これまでも、キャッシュ・プーリングの便宜性について、実務的視点から説明した論文はあるが、CMS・GCMSの理論的説明に取り組んだものはほとんどないので、このチャレンジングな試みはこの領域の理論研究の先駆けとして評価できる。

第3は、GCMSの運用上の課題について、企業努力で解決できることとできないことを明確にしたことである。企業が努力によって克服できる問題と努力によって克服できない問題とを識別した点は、財務担当者が努力目標を設定する際に役立つものとして評価できる。GCMSの具体的な運用課題は、東南アジア新興国間での資本移動規制によってアクチュアル・プーリングが運用できないことである。東南アジア新興国間で安定的な為替レートと自律的金融政策を維持するためには、自由な外貨取引を規制せざるを得ないので、結果として東南アジア新興国においてアクチュアル・プーリングが運用できないことを、為替レートのトリレンマ理論を援用して論証している。また、そのような状況下でのノーショナル・プーリング運用の可能性について検討している点も新しい試みであり、評価できる点である。

因みに、本論文を構成する6つの章のうち4つは、査読付きジャーナルに掲載されており、個々の研究の水準は担保されている。

本論文は、以上にみられるような学術的貢献を有しているが、同時に今後に残された課題もある。それらは、以下のとおりである。

第1は、キャッシュ・プーリングの経済的合理性を理論的に解明し、その運用課題に対して解決策を与えようと試みているものの、これらの論点について十分な解答を与えるためにはより一層の理論的な深堀りが必要だという点である。今後、さらなる理論研究が展開されれば、本論文で示されているソリューションは説得力を増すであろう。

第2は、訪問面接調査においてメガバンクからの回答が得られていないことである。CMS・GCMSへの対応で先行していると期待されるメガバンクへの包括的訪問面接調査を実施することによって、CMS・GCMSのより精緻な実務を見いだせる可能性がある。

以上のような課題を残しているものの、それらは本論文の学術的価値を損なうものではない。本論文は、わが国におけるCMS・GCMS研究の今日的到達点を示す業績である。よって、本論文は博士(経済学)の学位論文として価値あるものと認める。

また、平成30年5月21日、論文内容とそれに関連した事項について試問を行った結果、合格と認めた。