

佳作

大阪企業の資本構成についての実証研究
—大阪企業と東京企業の比較分析—

学籍番号：14-3222

学 年：3 年 45 組 15 番

学部学科：経営学部経営学科

氏 名：釜内 想太

学籍番号：14-3048

学 年：3 年 41 組 48 番

学部学科：経営学部経営学科

氏 名：山木 佑介

学籍番号：14-3046

学 年：3 年 41 組 46 番

学部学科：経営学部経営学科

氏 名：森本 将也

学籍番号：14-3303

学 年：3 年 46 組 45 番

学部学科：経営学部経営学科

氏 名：松本 浩平

要 約

日本経済の先行きが不透明になる中、有利子負債を圧縮する企業が増加している。有利子負債がもたらすデメリットは経営環境が急激に悪化した場合、元金・金利の返済といった負担がのしかかり、倒産のリスクが高まる点であろう。実際、リーマンショックが起きた2008年には45社の上場企業が倒産に追い込まれる事態となった。また、上場企業の実質無借金企業比率は2008年以降高まっており、倒産のリスク回避を重視した保守的な企業経営が日本に普及していると考えられる。しかし、有利子負債の低下には企業の成長性を鈍化させ業績に負の効果をもたらす側面も存在している。そのため、企業業績の最大化には健全な財務状況を保てる範囲で有利子負債を負うことが重要であると考えられる。

本学の所在地である大阪は保守的な気質を持った商業都市といわれる。幕末から明治にかけて、船場商法と呼ばれる企業の永続を第一に希求する独特な商法が形成された。それを基にした保守的な経営方針は社訓や社是といった形で、住友商事を一例とした現在、大阪に本社を置く企業（以下、大阪企業とする）に残っており、江戸期由来の保守性は今なお大阪企業に継承されていると考えられる。

本研究ではそうした今も残ると考えられる大阪の保守性と企業の資本構成との関係について、データを用いた実証分析により明らかにした。分析の結果、大阪企業の負債比率の平均値と最適水準との差が14%、東京に本社を置く企業（以下、東京企業とする）のそれは22%であり、大阪企業のほうが東京企業より望ましい負債水準に近いことが明らかとなった。また、両者の負債比率の最適水準には4%もの差がある結果や大阪特有の歴史的背景は、大阪企業には東京企業とは異なる独自の資本構成モデルが存在する可能性を示唆している。

目 次

- 1 章 はじめに
- 2 章 先行研究
 - 2-1 大阪商法の歴史と性質
 - 2-2 資本構成についての実証的研究
- 3 章 負債が企業価値や業績に与える影響
 - 3-1 最適資本構成の理論と負債が与えるインセンティブ
 - 3-2 大阪の商文化と負債依存
 - 3-3 分析手法
- 4 章 分析に用いるデータ
- 5 章 分析結果
- 6 章 結論と考察

1 章 はじめに

近年、日本経済の先行きが不透明になる中で、有利子負債を圧縮する財務リストラを行う企業が増加している。企業が有利子負債を負う最大のデメリットは、経営環境が急激に悪化した場合に元金の返済や金利の支払いといった負担が大きくなる点であろう。かつてのバブル崩壊やリーマンショックの際は、これらの負担に耐え切れず倒産していった企業も少なくない。特にリーマンショックが起こった 2008 年には上場企業の倒産が相次ぎ、45 社もの企業が倒産に追い込まれる戦後最悪の事態となった(2009, 帝国データバンク)。このような過去から、有利子負債の減少と手元資金の増加によって財務内容健全化をおこない、倒産のリスク回避をしようとする保守的な企業経営が日本に広まっていったと考えられる。実際、リーマンショック直前の 2008 年 6 月時点では上場企業の約 40%が実質無借金¹であると日本経済新聞²が報じ、さらに欧州債務問題への不安が高まった 2012 年 6 月に約 50%が無借金経営であると報じられた。そしてマイナス金利政策への警戒が高まった直近の 2016 年 6 月には上場企業の 56%が実質無借金経営であり、手元資金は 109 兆円と過去最高を更新したと報じられた。また、イギリスの EU 離脱を受けて今後も経済の先行きが不透明な状況が続くものと思われ、有利子負債の圧縮を行う企業の割合は増加トレンドであると考えられる。

有利子負債を圧縮するメリットは倒産のリスク回避が可能になるだけでなく、実質無借金企業になると社債の格付けが上がり、低コストで資金調達が可能になる効果も得られる。また新見(2011)は、平均的な無借金企業は有借金企業と比較して規模や収益性に若干優れており、当然ながら財務安定性は明らかに相対的優位にあると結論付けている。そのため、無借金経営は必然的に経営者に好まれる経営モデルであると考えられる。

しかし、有利子負債の低下には、企業の成長スピードの鈍化を招きかねないという側面も存在している。新たなビジネスチャンスに対して投資に回せる手元資金がなかった場合は投資を断念せざるを得ないため、企業の成長性を低下させてしまい長期的に見ると企業業績に負の効果をもたらすと考えられる。新見(2011)も、設備投資強度³は無借金企業が有借金企業を有意に下回っており、投資が抑制されている傾向を指摘している。つまり、企業業績を最大化するためには財務の健全性を保てる範囲で有利子負債を利用することが重要である。

しかし、本学の所在地である大阪はしばしば保守的な土地であると言われ、企業も住友商事グループ⁴が一例とされるように、安定を第一に求めた経営を行う傾向が見られる。このような傾向は大阪企業の資本構成に影響を与えている可能性が大いに考えられるが大阪企業を対象にした分析研究はあまり行われていない。

そこで、本稿では本学の所在地であり商業の中心地でもある大阪に本社を置く企業と東

¹ 井口(2013)の定義では、企業が手元に保有している現金・預金などが短期、長期の借入金を上回っている状態を実質無借金としている。手元資金で有利子負債を完済することが事実上可能である。

² 本研究では日経テレコンより新聞記事を取得した。

³ 売上高に対して設備投資支出がいくらなされているかを表した数値である。

⁴ 本社はビジネスの都合上、現在は東京に移転しているが、大阪で設立された企業であり長期にわたって大阪に本社を構えた歴史ある企業である。

京に本社を置く企業のデータを用い、資本構成と収益性の関係性を大阪と東京で比較・分析を行うことで大阪企業の特徴から生じる特殊性の有無について検証する。そうした特殊性の意義を明らかにすると共に、大阪企業の企業業績の更なる向上への科学的提言を本稿の目的とする。

2 章 先行研究

2-1 大阪商法の歴史と性質

大阪は長い歴史を有する都市であり、経済・商業の中心地というイメージが非常に強い。その中でも、「船場」と言われる地域が特に中心地としての役割が大きい地域である。船場とは大阪市中央区の地域名⁵であり、名だたる企業が本社を構える⁶経済・商業の本場である。そこで、本節では大阪が商業の中心地として発展した経緯と大阪商法の本質を、船場の歴史を辿りながら明らかにしていきたい。

佐藤(1997)によると、船場の始まりは豊臣秀吉が大阪城を築城し、その城下町として船場、島之内方面のデルタを開拓、街区整備をして形成された。そこに秀吉の命によって堺、伏見、河内、阿波座といった商人が集められた。その後、近江商人や伊勢商人といった近畿一円の商人が加わっていった。特に近江商人の進出が幕末から明治にかけて著しかったと言われ、様々な商人たちが集められて船場は作り上げられたと考えられる。船場では、決して無理をせず安定を求めることで家業(企業)の永続を第一に希求する船場商法というもの定着したと佐藤(1997)は指摘するが、その経緯は以下の通りである。

1) 近江商人が江戸末期から明治にかけて船場に大挙して進出したこと

近江商人とは一獲千金を期待する投機的な発想を持たず、一步一步手堅く地盤を固めていく堅実第一主義であった。このような気質を持った近江商人たちが幕末から明治にかけて船場に多く入ってきたため、近江商法は船場商法の形成に大きな影響を与えたと考えられる。

2) 家訓の制定が一般されたこと

商家の家訓が一般化し体系化されたのは江戸時代中期の享保期とされるが、その契機となったのは 1705 年に起こった「淀屋の闕所」⁷であるといわれている。商人の生活が分限に過ぎたものとされ幕府から全財産を没収されたのである。その結果、商家経営は「守りの商い」への方向転換を余儀なくされ、家訓を制定し行動規範としたのである。佐藤(1997)

⁵ 具体的には北が土佐堀川、南が長堀川、東西が東横堀、西横堀川といった河川と人口堀川に囲まれた四角形の地域を指す。

⁶ 武田薬品工業、丸紅、竹中工務店などが挙げられる。また、りそな銀行本店や大阪取引所なども存在している。

⁷ 宝永 2 年(1705 年)に大坂の豪商淀屋三郎右衛門が闕所処分された事件が有名である。

ではこうした事実から大阪の保守性の由来を説明している。

また、廣田(2007)は関西系企業の経営特色は、始末⁸・才覚⁹・算用¹⁰を重視し安定を求めている点であり、また、不況に焦点を当てた保守的な経営の傾向が強いことも特徴の一つと指摘している。これは、商家が制定した家訓の多くは「新儀停止」¹¹「祖法墨守」¹²といった保守的な経営方針を示したものが多かったが、このような家訓が社訓、社是といった形で現代の大阪企業に多く残っているためであると考えられる。代表的な例としては、住友家の「苟も浮利に趨り軽進すべからず」といった家訓は、「浮利を追わず」¹³といった言葉で現住友グループの経営理念・行動指針の原点として今なお受け継がれていることが挙げられる。しかし、経済成長期には勢いに乗り切れず、新しい環境への適応力も弱い点も指摘している。

以上のことから、大阪はいまなお保守的な性質を有していると考えられる。そうした保守性が現在の企業においてどのような影響を与えているのかについては、以下の章で検討していく。

2-2 負債比率についての実証的研究

本節では日本企業における資本構成と企業価値・業績との関係を分析した先行研究について述べる。

草場(2010)は1983年から2007年にわたる3万サンプル近くのデータを用い、PERやPBRに対して負債比率がどのような影響を与えるかについて回帰分析を用いて検証している。分析の結果、PER、PBRに対して負債比率は負の影響を与えることを示しており、さらに負債比率の高い企業ほどよりPER、PBRが低くなることも示している。また、時価総額が100億円を下回るような規模の企業においては、高い負債比率は低い企業価値と結びつきやすい傾向がある。しかし、時価総額がそれ以上の規模の企業では、負債比率の高低が企業価値にさほど影響しなくなる中で、高い負債比率は高い企業価値と結びつきやすい傾向がある。

北村(2003)では1991年から2000年にわたる20万ほどのデータを用い、収益と負債の関係についての分析を行っている。本研究ではパネル分析を用い、いくつかの分析を行っている。その結果、負債と収益性との関係が下に凸の関係があることを実証している。なお、下方に凸の頂点となる負債比率の値は非常に高く、日本企業全体として見ると負債比率が高まるほど、収益性が低下するという傾向があると論じている。

これらの研究は分析方法や期間、データは異なるものとなっているが、「負債比率が高まるほど企業価値・業績に負の影響を与える」という結果に帰結している点において、共通している。しかしながら、野嶋、岩田、野崎、回渕(2013)によると、負債比率が現実の企業価値にどのような影響を与えているか、という観点からの実証研究はそれほど多く行

⁸ 質素、儉約を意味するほか、辻褄が合う、計画性があるという意味もある。

⁹ 創意工夫をこらして目先を利かしてやりくりをすることである。

¹⁰ そろばん勘定に合うか合わないかという経済合理性に徹することである。

¹¹ 儲かると分かっているにもかかわらず新規の事業に手を出してはならないという意味である。

¹² 祖先の決めた規則を厳格に守り、旧来の慣行を大切にすべきという意味である。

¹³ 一時的な目先を追及するための軽率な行動は戒めるべきという意味である

われていない。そのため、本稿ではこれらの先行研究に用いたデータよりも最新のデータを用いて負債と業績との関係を検証すると共に、大阪に本社を置く企業においてそうした関係がいかなるものであるか、データを用いて検証する。

3 章 負債が企業価値や業績に与える影響

3-1 最適資本構成の理論と負債が経営者に与えるインセンティブ

負債への依存は業績にどのような影響を与えるのだろうか。標準的な資本構成の理論では、負債比率の高まりは利払いの負担を高めるため、結果として倒産リスクを高めることになる¹⁴とされる。また、負債比率が高く、倒産リスクが高いと認識されると、資金調達に際して貸出先からリスクプレミアムを要求されることになる。これは企業にとっては資金調達コストの上昇となるため、その分だけ企業価値や業績を悪化させることになる。つまり、負債依存度の増大は企業価値の低下要因となると考えられるのである。

逆に、負債依存度の増大が企業価値の上昇要因にもなりうる。自社の負債比率の高まりは企業経営者に危機感を抱かせる。倒産という事態に至れば経営者はその地位を失うことになる。そうした事態への恐怖から、経営者は平常時よりも努力水準を高め、より高い業績を残そうとするであろう。つまり、負債依存の高まりが業績改善の要因となりうるのである¹⁴。また、負債の増大は節税効果を通じて資金提供者に対するキャッシュフローを増大させるため、企業価値の向上に結実する。

以上の議論を踏まえると、負債が企業価値・業績に与える影響には正負両方の効果があり、これは負債利用の最適なレベルが存在することになる。最適な負債の水準に近づけるほど、企業価値や業績を向上させうるのである。

3-2 大阪の商文化と負債依存

前章で述べたように、大阪の商習慣は保守的であるとされる。このことと負債依存度の関係について考察してみよう。負債は倒産リスクを増大させるため、リスクを回避するためには負債依存度を低くすることになる。仮に、大阪企業が保守的な文化を継承しているのであるならば、大阪企業の負債比率はその他の地域の企業よりも低くなる可能性がある。これが本稿で明らかにする仮説の一つになる。

仮説 1：大阪企業は保守的な傾向を持つため、その他の地域の企業よりも負債依存度が低い

ここで、もし大阪企業が保守的で負債への依存が少ないとするならば、負債依存度と企

¹⁴ Grossman and Hart (1982) は、負債が経営者のインセンティブに与える影響を論じている。

業価値・業績との関係はどのようになるのであろうか。過度に保守的であると、機動的に利用できる銀行借入れをも回避してしまい、ビジネスチャンスを逃してしまうかもしれない。結果として、保守的な態度が企業価値・業績を低下させることになりかねない。逆に、大阪独自の歴史的背景により、少ない資金で最大限の収益性を実現できる企業体質になっていることも考えられる。いずれにせよ、大阪企業と東京企業とでは最適な負債の水準が異なる可能性がある。これが本稿で明らかにする第二の仮説である。

仮説 2：望ましい負債比率は大阪企業とその他の企業（東京企業）とでは異なっており、大阪企業には独自の望ましい資本構成が存在する。

3-3 分析手法

上記で設定した仮説を検証するために本稿で用いる分析手法は、平均値の差の検定と最小二乗法による回帰分析である。大阪企業と東京企業の負債比率の平均値の差が正か負か、その差が有意であるか否かを分析することによって大阪企業が本質的に保守的であるかを検証する。

回帰分析の具体的なモデルは以下の通りである。業績を被説明変数とし、説明変数は負債比率とその 2 乗項および、その他の条件を調整する諸変数を用いた。このモデルは 2 次関数の形状になるため、推定された説明変数の係数と有意水準によって負債の水準が業績に与える非線形的な影響を把握することができる。

業績（被説明変数）として用いた変数は総資産営業利益率（ROA）である。ROA は企業の全体的な収益性を表す収益性指標である。負債の水準が業績に影響を及ぼすのならば、ROA にも何らかの影響を及ぼすであろう。

負債比率以外の説明変数としては総資産の規模（総資産額を自然対数値化した数値）を用いた。これは規模の違いが業績に与える影響を調整するために導入した。さらに、産業ごとの業績の水準の違いを考慮し、負債が業績に与える影響を正確に把握するために当該産業に属する場合を 1、そうでない場合を 0 とする産業ダミー変数を導入した。

4 章 分析に用いるデータ

本節では分析に用いるデータについて解説する。分析対象は大阪と、それに比肩しうるほど多くの企業が本社を置いている東京企業である。その中で総資産規模が各業種 20 社に可能な限り近づけるように選択した。なお、業種は東証 33 業種分類に基づき、その中から大阪と東京に本社を置く製造業企業を対象とした。

しかしながら、業種に属するサンプル企業が 20 社を大きく下回る業種があり、それらを除いた総企業数 338 社のサンプルとなった。データには非上場企業は含まれず、上場企業のみ（1 部・2 部上場、マザーズ、JQS）とした。

分析期間は 2011 年から 2015 年の過去 5 年間とし、この期間の企業の業績は NEEDS Financial QUEST を利用した。具体的には、同データベースから各企業の総資産、営業利益、総負債を取得した。データの総数は 338 社の過去 5 年間であり、総サンプル数は 18711 個になる。しかし、データ欠損等の理由により除外したデータを除くと、最終的に 15422 個という大規模なデータ数となっている。データの基本統計量は以下の通りであった（表 1）。

表 1 基本統計量（平均値・標準偏差）

		総資産 (百万円)	営業利益 (百万円)	負債比率 (%)	ROA (%)
大阪	平均値	264,592	14,060	43.82	5.39
	標準偏差	710,137	40,990	18.83	4.53
東京	平均値	760,351	39,242	48.20	5.40
	標準偏差	1,562,561	79,645	18.96	3.81
全体	平均値	558,316	28,980	46.42	5.40
	標準偏差	1,307,970	67,781	19.03	4.12

5 章 分析結果

表 2 は大阪・東京企業の負債比率の平均値の差の検定結果をまとめたものである。表 2 を読み解くと、繊維製品、医薬品、精密機器の 3 業種では大阪企業のほうが負債の水準が高いが、それ以外の業種では大阪企業の負債水準が低く、しかも概ねその差は 1%水準で有意であった。全業種を含むデータを用いて検定しても、大阪企業の負債比率が東京企業と比べ低水準であり、その差は有意であった。

分析結果を要約すると、大阪企業は同産業で比較しても、概ね低い負債比率であるという特徴を持っているということになる。このことは、大阪企業が保守的、すなわち負債比率上昇に伴う倒産リスクの増大を回避する傾向を示唆している。そのため、前章で提示した仮説 1 とこの結果は概ね整合的であると言える。

表 2 負債比率の平均値の差の検定

産業	大阪	東京	差(大阪-東京)	有意水準
食料品	41%	49%	-8%	***
繊維製品	57%	49%	8%	***
パルプ・紙	54%	63%	-10%	***
科学	42%	52%	-9%	***
医薬品	33%	30%	3%	
ゴム製品	43%	54%	-11%	
ガラス・土石製品	39%	48%	-9%	***
金属製品	44%	46%	-2%	**
機械	40%	47%	-7%	***
電気機器	44%	58%	-15%	***
精密機器	62%	44%	18%	
全体	44%	48%	-4%	***

※ 有意水準に関して、***は 1%、**は 5%、*は 10%をそれぞれ示している。

次に、負債の水準が業績に与える影響を把握するためにおこなった回帰分析の結果について考察する。表 3 は大阪企業サンプル、東京企業サンプル、本稿で作成したデータすべてを用いたサンプルにそれぞれ回帰分析を適用した分析結果である。

本稿で特に着目する負債比率、その 2 乗項については 3 モデルすべてで 1%水準が有意という推定結果であった。大阪サンプル、東京サンプルの推定係数を用い、収益性（Y）を負債比率の 2 次関数で表すと以下ようになる。

大阪サンプル

$$Y = -0.17X^2 + 0.103X$$

東京サンプル

$$Y = -0.141X^2 + 0.074X$$

これらの 2 次関数はどちらも上方に凸の形状になる。これは収益性を最大化する負債比率が存在することを意味する。それらを計算すると、大阪サンプルでは約 30%、東京では約 26%となった。大阪企業では負債比率が約 30%に至るまでは企業の収益性が増大し、その数値を超えると逆に収益性が低下していく傾向があることを示している。一方、東京企業では負債比率が約 26%に至るまでは企業の収益性が増大し、その数値を超えると逆に収益性が低下していくことになる。大阪企業の負債比率の平均値が 44%、東京企業のそれが 48%であるので、大阪・東京企業ともに半数以上の企業が最適な負債比率を超えた状態に

ある。しかしながら、大阪企業の負債比率の平均値と最適水準との差が14%、東京企業のそれは22%であるので、全体的な傾向としては大阪企業のほうが東京企業より望ましい負債水準に近いとは言えよう。以上のことから、大阪企業と東京企業の両企業の多くは負債比率が超過していることがわかった。しかし、東京企業と大阪企業の負債比率の最適水準には4%の差があることから、大阪企業には独自の望ましい資本構成があるといえる。よって仮説2は真であった。

3モデルとも自由度調整済み決定係数は0.2に届かず、若干低い傾向であった。説明変数の不足や内生性問題の考慮の欠如が決定係数の低さの原因となっているのかもしれない¹⁵。このことについては今後の研究の課題としたい。

表3 回帰分析結果

変数	大阪サンプル		東京サンプル		全サンプル	
	係数	有意水準	係数	有意水準	係数	有意水準
切片	0.046	**	0.021	**	0.025	***
総資産(対数値)	0.002	***	0.003	***	0.002	***
負債比率2乗	-0.170	***	-0.141	***	-0.151	***
負債比率	0.103	***	0.074	***	0.085	***
大阪企業ダミー変数					0.001	
機械ダミー変数	-0.011		0.004		0.008	**
ガラスダミー変数	-0.043	***	-0.014	***	-0.022	***
電気機器ダミー変数	-0.006		-0.007		0.006	
医薬品ダミー変数	0.000		0.009	*	0.015	***
化学ダミー変数	-0.005		-0.005		0.007	*
金属製品ダミー変数	-0.019	*	-0.006		0.001	
食料品ダミー変数	-0.032	***	-0.006		-0.005	
繊維製品ダミー変数	-0.035	***	-0.010	**	-0.011	***
ゴム製品ダミー変数	-0.016		0.010		0.011	*
紙・パルプダミー変数	-0.032	***	-0.020	***	-0.014	***
自由度調整済み決定係数	0.17		0.19		0.17	

※ 有意水準に関して、***は1%、**は5%、*は10%をそれぞれ示している。

¹⁵ 『世界の経営学者はいま何を考えているのか「知られざるビジネスの知のフロンティア」』参照

6 章 結論と考察

本稿では、大阪企業と東京企業の製造業企業 338 社の 2011 年から 2015 年のデータセットを作成し、資本構成と業績との関係についての検証を目的としてきた。大阪企業と東京企業の負債比率と企業業績（総資産営業利益：ROA）との関係について上記データセットを用いて回帰分析を行ったところ、両者の間にはそれぞれ上方に凸型の非線形の関係であることが明らかになった。すなわち、大阪企業では負債比率が 30%に至るまでは企業の収益性が増大し、その数値を超えると逆に収益性が低下していく傾向があることを示している。一方、東京企業では負債比率が 26%に至るまでは企業の収益性が増大し、その数値を超えると逆に収益性が低下していくことになる。

本稿の実証結果は、それほど多く行われていないという、負債比率が現実の企業価値にどのような影響を与えるか、について新たなる一つの結果をもたらすものとなった。本稿の分析によると、現在の大阪企業は負債比率の平均値が 44%であるために、われわれが推定した負債比率の最適水準をすでに超過しているというものである。一方、東京企業は負債比率の平均値が 48%であり、こちらも負債比率は最適水準を超過している。両者の負債比率の最適水準に 4%もの差があるという実証結果や大阪特有の歴史的背景は、大阪企業には東京企業とは異なる独自の資本構成モデルが存在している可能性を示唆している。

最後に今後の研究課題について述べる。大阪特有の歴史的背景を考慮すると、大阪企業には独自の経営モデルが存在する可能性がある。この大阪独自の経営モデルこそが、かつては「天下の台所」といわれた大阪の経済的地位を復権させる可能性をも示唆した。これを実現するためにこのモデルの設計と考察を深め、大阪企業の価値向上をもたらす経営行動を探求することこそが、今後の研究課題である。

【参考文献】

- 井口秀昭(2013)「無借金経営は望ましいことなのか?」,
<<http://www.ag-tax.or.jp/column/2013/07/post-17.php>>,2016 年 9 月 28 日アクセス.
- 入山章栄(2012)『世界の経営学者はいま何を考えているのか「知られざるビジネスの知のフロンティア」』英治出版,6 章, p. 112-114.
- 北村行伸(2003)「企業収益と負債『企業活動基本調査』に基づく日本企業行動のパネル分析」,<<https://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/rs/bitstream/10086/13882/1/wp2003-7a.pdf>>
2016 年 9 月 28 日アクセス.
- 草場洋方(2010)「財務レバレッジと株式の市場価値」,
<<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/market-insight/MI100713.pdf>>
2016 年 9 月 28 日アクセス.
- 佐藤悌二郎(1997)『松下幸之助 成功への軌跡 その経営哲学の源流と形成過程を辿る』,PHP 研究所,2 章, p. 100-117.
- 帝国データバンク(2009)「特別企画: 2008 年度上場企業倒産の動向調査」,
<<https://www.tdb.co.jp/report/watching/press/pdf/p090401.pdf>>2016 年 9 月 12 日アクセス.
- 新美一正(2011)『「無借金企業」の経営分析 財務安定性と成長性のトレードオフを考える』,
日本総研 Business & Economic Review 2011 年 3 月号.
- 日本経済新聞「ゼミナール 無借金経営はいいことか」2015 年 7 月 28 日付朝刊, 25 ページ.
- 日本経済新聞「『実質無借金』5 年連続最多」2014 年 6 月 18 日付朝刊, 15 ページ.
- 日本経済新聞「上場企業、半数が無借金」2012 年 6 月 4 日付朝刊, 1 ページ.
- 日本経済新聞「上場企業 4 割 実質無借金」2008 年 6 月 25 日付朝刊, 1 ページ.
- 日本経済新聞「手元資金、過去最高 109 兆円」2016 年 6 月 11 日付朝刊, 15 ページ.
- 野嶋哲・岩田雄一郎・野崎真利・回渕純治(2013)「企業の負債比率と株式市場の評価」,
<<http://www.b.kobe-u.ac.jp/~keieizaimu/uploads/files/zenkokutaikai/37/93ver2.pdf>>
2016 年 9 月 28 日アクセス.
- 廣田俊郎(2007)「グローバル化の進展と関西系企業の経営戦略」,

<http://www.kansai-u.ac.jp/Keiseiken/publication/report/asset/sousho144/144_02.pdf>
2016 年 9 月 28 日アクセス.

Grossman and Hart(1982) 「Corporate Financial Structure and Managerial Incentives」 ,<<http://www.nber.org/chapters/c4434.pdf>> 2016 年 9 月 28 日アクセス.