

令和 3 年 5 月 21 日現在

機関番号：12613

研究種目：基盤研究(B) (一般)

研究期間：2017～2020

課題番号：17H02558

研究課題名(和文) 経営理念, 雇用構造, トップマネジメント構造が企業の財務政策に及ぼす影響

研究課題名(英文) The effect of top management, corporate culture, and employment on corporate finance

研究代表者

鈴木 健嗣 (SUZUKI, Katsushi)

一橋大学・大学院経営管理研究科・教授

研究者番号：00408692

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 13,100,000円

研究成果の概要(和文)：本研究プロジェクトは、これまで既存のコーポレートファイナンス研究で十分に考慮にいれられていなかった日本の経営の特徴(トップマネジメント構造、雇用など)が日本企業の財務政策に及ぼす影響について検証した。本研究プロジェクトの結果からは、トップマネジメントの人的特徴や構成によって企業の財務戦略の変更に、労働組合の強さは企業の情報開示の質やタイミング、負債比率といった財務政策に重要な影響を及ぼしていたことが明らかになった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の意義は、日本の財務政策や財務戦略を考えるうえでは、コーポレートファイナンスの教科書では述べられていないような、学閥や地域閥といった人と人との関係性やトップマネジメントの人的な特徴、企業・経営理念、企業文化、企業別労働組合の強さなどが重要な影響を及ぼしていることを明らかにした点にある。日米の企業間における財務政策の違いの一部は、こうした日本的な経営慣行や文化の違いによって説明できることが示唆される。

研究成果の概要(英文)：This research project examined the effects of Japanese management characteristics (e.g., top management structure, employment) on the financial policies of Japanese firms, which have not been adequately taken into account in existing corporate finance research. The results of this research project revealed that the human characteristics and composition of top management had an important impact on changes in firms' financial strategies, and the strength of labor unions had an important impact on firms' financial policies, such as the quality and timing of information disclosure and debt ratios.

研究分野：企業金融

キーワード：企業金融 経営財務 トップマネジメント

1. 研究開始当初の背景

1961年に発表されたモディリアーニ・ミラー理論以降、コーポレートファイナンス研究は50年以上経過しており、数多くの研究が行われてきた。しかし、これまで蓄積されたコーポレートファイナンス理論では、現実の企業の財務行動に対し、依然としてごくわずかな説明力しか持っていないことが明らかになってきている。長年築きあげられた既存のコーポレートファイナンス理論よりも、企業特有の要因が企業の財務行動の決定に極めて重要な影響を及ぼしていることを意味している。また、日本企業は企業の借入れのみならず現金保有やペイアウトといった様々な財務行動が海外企業と比べて大きく異なっていることが分かっている。こうした違いは日本企業特有の要因が影響していると考えられる。しかしながら、日本企業特有の要因から企業の財務行動に及ぼす影響を研究した論文はほとんど見当たらない。

2. 研究の目的

本研究プロジェクトは、より広い視点から企業の財務行動(投資、資金調達、利益還元)に及ぼす影響を検証するべく、日本企業特有の要因について着目する(経営理念、雇用構造、トップマネジメント構造)。コーポレートファイナンス研究においては日本企業特有の要因が企業の財務行動にどのような影響を及ぼすのか十分に検討されていない。これら3つの要因は、日本企業特有の特徴を反映しており、外国との比較で日本企業の財務政策の特徴を分析することが可能となる。

本研究プロジェクトの目的は、これまで十分に考慮されてこなかった3つの要因を取り上げ、日本企業の財務行動の課題と独自性を明らかにしていくことにある。これらの要因がいかに財務行動に影響を及ぼしてきたのかを解明し日本企業に適した財務政策へ示唆を与えることが本研究の意義である。

3. 研究の方法

本研究プロジェクトは経営学からの研究蓄積を生かすべくコーポレートファイナンスの研究者のみならず、経営学を専門とした研究者をプロジェクトメンバーに交え研究プロジェクトを進める。初年度には分析の基盤となる包括的なデータセットの整備と分析枠組みの共有とともに仮説の構築を行う。本研究は、世界的水準の研究成果を発表することを目指している。そのため、国内の研究者間のみ共同研究だけではなく、これまで海外のトップクラスの研究者と築いてきた関係・ネットワークを基礎とした共同研究を進めていく。

4. 研究成果

本研究プロジェクトを通じて、多くの査読誌論文や著書を出版することができた。以下では、その一部を取り上げ研究成果として報告する。

(1) Wiersema, M. F., Nishimura, Y., & Suzuki, K. (2018). Executive succession: The importance of social capital in CEO appointments. *Strategic Management Journal*, 39(5), 1473-1495.

本論文は日本企業における人と人とのつながり(Social tie、Social capital)に着目し、新

CEO の選任に及ぼす影響を検証している。企業の財務パフォーマンスとコーポレート・ガバナンスは、CEO の選任に影響を与えることが示されているが、Social tie の役割についての理解はより限定的である。本研究では、Social tie の役割をより深く理解するために、Social capital の「ボンディング」と「ブリッジング」の両方の形態が CEO の任命に与える影響を検証する。その結果、組織内在職期間、取締役会在職期間が CEO と重なっている Social tie を持つ候補者は、CEO に任命される可能性が高いことがわかった。また、地理的なつながり、名門大学とのつながり、前職とのつながりなど、外部とのつながりを持つ候補者が、CEO に任命される可能性が高いこともわかった。

(2) Sasaki, T., & Suzuki, K. (2019). Bank health and cash holdings: Evidence from a bank-centered financial market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 57, 101195.

本論文は、銀行の健全性が企業の現金保有に及ぼす影響について、銀行中心の市場である日本で検証した。その結果、銀行の健全性が低下すると、企業はキャッシュフローから現金をより多く貯蓄するようになることがわかった。また、銀行の健全性が低下すると、銀行に依存する企業の投資が減少し、銀行に依存する企業の現金保有が過少投資問題を緩和することがわかった。これらの効果は統計的にも経済的にも有意である。これらの結果は、金融制約仮説と整合的であり、銀行パワー仮説とは整合的ではないことから、銀行の健全性は企業に金融制約を与え、銀行中心の市場において企業の現金保有や投資に影響を与えることが示唆される。

(3) Suzuki, K., & Zushi, N. (2020). Labour unions and leverage: evidence from firm-level union data. *Applied Economics*, 52(27), 2882-2894.

本論文は、日本の企業レベルの労働組合データを用いて、労働組合が企業のレバレッジに与える影響を調査した。その結果、労働組合のカバー率が高まると、レバレッジの水準と変化の程度が低下することがわかった。これらの関係は、企業が赤字に陥った際にも強固に維持される。また、組合のカバー率が高い企業は、インタレスト・カバレッジ・レシオが高いことも分かった。さらに、組合員のカバー率が高い企業は、財務上の問題に直面したときに、株式の発行よりも負債の発行を選択する可能性が低いことも分かった。我々の結果は、労働組合によって強化された従業員の大きな影響力が、固定費を増加させ、企業の負債能力を締め出し、結果として企業のレバレッジを低下させることを示唆している。

(4) 金木健、鈴木健嗣、頭土奈加子 . (2019). MS ワラントの発行要因と株価リターン. *証券経済研究*, 108 巻, 47-61.

本論文は、日本で発行した MS ワラントについて、発行の決定要因、発行発表時の株価の変動、発行後の株価パフォーマンスを実証分析している。検証の結果、リスクが高く、収益性が低く、財務の健全性が低い企業が、株価の高いタイミングで MS ワラントを発行していることを示唆する結果が得られた。また、MS ワラント発行企業は発行後の株価パフォーマンスが悪いことがわかった。こうした結果は、第三者割当てで引受ける投資家は、企業の将来性が悪かろうが、行使価額との差額から収益を上げることができるために引受けるといふ考えと整合的であり、ラスト・リゾート仮説と一致している。また、MS ワラントがゾンビ企業といった不適切な企業の退出を遅らせ、社会にとって望ましくないという議論と、企業と市場間の情報の非対称性が高く企業の将来性を市場が見抜けない企業に対して資金

が供給され、社会にとって望ましいという議論がある。本稿の結果は、不適切な企業の退出を遅らせるという効果が強い可能性を示唆している。しかし、MS ワラント発行後に企業価値が改善している企業も少数だが存在している。MS ワラントが、情報の非対称性の問題が大きい有望な投資案件に対し、資金供給する仕組みとなることが望まれる。

(5) 鈴木健嗣, 芹田敏夫, & 花枝英樹. (2018). 企業のペイアウト政策：再サーベイ調査による分析. 経営財務研究, 第 38 巻 1・2 号, pp.49-74.

本論文では 2006 年と 2017 年に行ったペイアウトに関するサーベイ調査をもとに、日本企業のペイアウト政策に対する認識の変化の有無を検証した。主な検証結果としては、(1)配当に対する認識は概ね変わっていないが、自社株買いの意思決定については大きく変化した、(2)自社株買いを通じた ROE の改善についての意識は高い、(3)機関投資家・外国人投資家を惹きつけるためにペイアウトを用いる意識は高い、(4)ペイアウトの手段間での代替性は強く認識されていない、等のことがわかった。

(6) 鈴木健嗣 (2017) 『日本のエクイティ・ファイナンス』中央経済社.

本著書は、公募増資を中心に、第三者割当増資、ライツ・オフリング、転換社債、株式分割、自社株買いを取り上げ、様々な角度から日本のエクイティ・ファイナンスに関する実証分析を行ったものである。実証分析の結果から、日本のエクイティ・ファイナンスの発行費用や発行タイミング等の決定要因を明らかにし、日本の公開価格決定方式であるブックビルディング制度といった日本の増資制度に関する課題を示し、解決策について提言を行っている。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計17件（うち査読付論文 8件 / うち国際共著 2件 / うちオープンアクセス 1件）

1. 著者名 Suzuki Katsushi、Zushi Nakako	4. 巻 52
2. 論文標題 Labour unions and leverage: evidence from firm-level union data	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 Applied Economics	6. 最初と最後の頁 2882 ~ 2894
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1080/00036846.2019.1683150	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 芹田敏夫・花枝英樹	4. 巻 58
2. 論文標題 日本のETFの流動性の実証分析	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 証券アナリストジャーナル	6. 最初と最後の頁 80-90
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 佐々木隆文・花枝英樹	4. 巻 21
2. 論文標題 日本企業のESGに対する意識調査	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 RIETI Discussion Paper Series 21-J-004	6. 最初と最後の頁 1-48
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 芹田敏夫・花枝英樹	4. 巻 59
2. 論文標題 株価指数とそれをめぐる諸問題	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 証券アナリストジャーナル	6. 最初と最後の頁 24-33
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Suzuki Katsushi, Nishimura Yoichiro, Wiersema Margarethe	4. 巻 -
2. 論文標題 Newly Appointed CEOs and Strategic Change: The Impact of Social Ties	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 Academy of Management Proceedings	6. 最初と最後の頁 -
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 該当する

1. 著者名 大西宏一郎・西村陽一郎	4. 巻 Vol. 17(1)
2. 論文標題 政府統計調査の回答精度の比較分析と問題点の整理	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 日本知財学会誌	6. 最初と最後の頁 23-30
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 西村陽一郎	4. 巻 Vol. 17(1)
2. 論文標題 特許の権利移転研究の動向と権利移転データの留意点	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 日本知財学会誌	6. 最初と最後の頁 31-41
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Toshinori Sasaki, Katsushi Suzuki	4. 巻 57
2. 論文標題 Bank Health and Cash Holdings: Evidence from a Bank-Centered Financial Market	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 Pacific Basin Finance Journal	6. 最初と最後の頁 1-15
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1016/j.pacfin.2019.101195	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 金木健、鈴木健嗣、頭士奈加子	4. 巻 108
2. 論文標題 MSワラントの発行要因と株価リターン	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 証券経済研究	6. 最初と最後の頁 47-61
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 鈴木健嗣	4. 巻 59(8)
2. 論文標題 日本企業の資本政策について	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 証券レビュー	6. 最初と最後の頁 1-31
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 佐々木寿記	4. 巻 92
2. 論文標題 雇用の硬直性と企業の財務政策の関係 製造業務派遣解禁の影響	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 経営論集	6. 最初と最後の頁 15-26
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 大西宏一郎・西村陽一郎	4. 巻 Vol.15 No.2
2. 論文標題 中小企業における特許保有・営業秘密とパフォーマンスとの関係 - 特許審査請求料・特許料減免制度の非連続性をういた分析 -	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 日本知財学会誌	6. 最初と最後の頁 68-85
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 鈴木健嗣・芹田敏夫・花枝英樹	4. 巻 Vol. 38 No.1-2
2. 論文標題 企業のペイアウト政策：再サーベイ調査による分析	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 経営財務研究	6. 最初と最後の頁 49-74
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 芹田敏夫・花枝英樹	4. 巻 387
2. 論文標題 ETFが現物株式市場に与える影響	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 『月刊 資本市場』	6. 最初と最後の頁 28-37
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている(また、その予定である)	国際共著 -

1. 著者名 Wiersema, M., Y. Nishimura and K. Suzuki	4. 巻 39
2. 論文標題 Executive succession: The importance of social capital in CEO appointments	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 Strategic Management Journal	6. 最初と最後の頁 1473-1495
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 該当する

1. 著者名 佐々木寿記	4. 巻 91
2. 論文標題 我が国企業のペイアウト政策の推移-2001年以降の最新データによる分析-	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 経営論集	6. 最初と最後の頁 25-36
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 佐々木寿記	4. 巻 91
2. 論文標題 企業のリスク管理におけるペイアウト政策と非正規雇用の役割	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 経営論集	6. 最初と最後の頁 37-48
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計8件 (うち招待講演 2件 / うち国際学会 1件)

1. 発表者名 佐々木寿記
2. 発表標題 財務柔軟性の価値－コロナ禍での株価反応－
3. 学会等名 日本ファイナンス学会
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 西村陽一郎
2. 発表標題 「CEOの知財経験と知財マネジメント」
3. 学会等名 日本知財学会 (招待講演)
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 西村陽一郎
2. 発表標題 The Structure of Transferring Ownership of Inventions: Outlook in Japan
3. 学会等名 International Conference of Innovative Research in East-West Business (国際学会)
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 鈴木健嗣
2. 発表標題 日本のエクイティ・ファイナンス
3. 学会等名 証券経済学会（招待講演）
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 鈴木健嗣
2. 発表標題 日本の労働組合とコーポレートファイナンス
3. 学会等名 日本証券経済学会
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 鈴木健嗣
2. 発表標題 企業のペイアウト政策：再サーベイ調査による分析 サーベイ調査による分析
3. 学会等名 日本経営財務研究学会
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 Katsushi Suzuki
2. 発表標題 Bank Soundness and Cash Holdings: Evidence from a Bank-Centered Financial Market
3. 学会等名 日本ファイナンス学会
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 Katsushi Suzuki
2. 発表標題 Bank Soundness and Cash Holdings: Evidence from a Bank-Centered Financial Market
3. 学会等名 日本ファイナンス学会
4. 発表年 2017年

〔図書〕 計2件

1. 著者名 公益財団法人日本証券経済研究所、花枝 英樹、芹田 敏夫、胥 鵬、佐々木 隆文、鈴木 健嗣、佐々木 寿紀	4. 発行年 2020年
2. 出版社 白桃書房	5. 総ページ数 356
3. 書名 日本のコーポレートファイナンス	

1. 著者名 鈴木 健嗣	4. 発行年 2017年
2. 出版社 中央経済社	5. 総ページ数 482
3. 書名 日本のエクイティ・ファイナンス	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
研究分担者	西村 陽一郎 (Nishimura Yoichiro) (10409914)	中央大学・商学部・准教授 (32641)	

6. 研究組織（つづき）

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
研究分担者	佐々木 寿記 (Sasaki Toshinori) (10609738)	東洋大学・経営学部・准教授 (32663)	
研究分担者	花枝 英樹 (Hanaeda Hideki) (50103693)	中央大学・その他部局等・客員研究員 (32641)	
研究分担者	中内 基博 (Nakauchi Motohiro) (20339732)	青山学院大学・経営学部・准教授 (32601)	削除：平成30年2月27日

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関