

令和 4 年 6 月 6 日現在

機関番号：30106
研究種目：若手研究
研究期間：2020～2021
課題番号：20K13528
研究課題名（和文）企業間信用の財務的保険機能の検証とM&A前後の企業間信用の決定要因における分析
研究課題名（英文）An analysis of financial insurance function through the trade credit mechanism and the determinants of trade credit before and after M&A activity
研究代表者
NAM HOICHEOL (NAM, HOICHEOL)
北星学園大学・経済学部・准教授
研究者番号：80826355
交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 700,000円

研究成果の概要（和文）：日本の上場企業のM&A（企業間の合併・買収・事業譲渡など）データを取得し、M&A前後における企業のバーゲニング・パワーのシフトとそれに起因する仕入債務の変化について研究を行った。企業価値が高い（代理変数として、M&A前年の買収側とターゲット側の相対的な時価総額やターゲット企業の時価総額の自然対数）企業に対してM&Aを行った企業は、バーゲニング・パワーの上昇によりM&A以降に仕入債務の使用を拡大するという仮説を立て実証分析を行った。買収側の仕入債務を従属変数とする横断面データ分析を実施した結果、仮説を支持する統計学的に有意な結果が得られており、頑健性テストを加え論文を執筆し、国際学会で発表した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

バイヤー側の仕入債務（一般に、手形の発行を伴う場合、支払手形の勘定に計上し、そうでない場合、買掛金に分類する。両者の合計を仕入債務という）は短期負債であり、その借入先は金融機関ではなく取引先のサプライヤーとなる。ビジネス関係に基づき成り立つ仕入債務は企業の代替的かつ補完的な資金調達手段として幅広く用いられている（日本企業の場合、総資産のうち約20%以上を占める）。仕入債務の水準を決める要因や、企業価値に与える影響について様々な研究が行われているが日本企業を対象とする研究はその重要性を考えれば決して多いとは言えない。日本企業の仕入債務における実証研究として本研究の成果は学術的・社会的意義を持つ。

研究成果の概要（英文）：I estimate the target effect on the use of accounts payable, especially before and after the M&A deals. Based on the bargaining power story on the use of accounts payable, the research empirical analysis tests whether or not acquirer with large target M&A increases their accounts payable after the M&A deal. To capture the bargaining power change of firm, as a unique point of this research using the M&A case. Using the sample from Japanese non-cross-border M&A deals among listed firms between 2012 and 2018, 145 M&A deals are confirmed. The empirical findings show that consistent with the research conjecture, acquirers significantly increase their accounts payable after the large target M&A. Two contributions are that, first this research supports the determinant of accounts payable through the bargaining power story, as previous literature argued it. Also, this research contributes to add empirical evidence to growing literature of firms' working capital management.

研究分野：金融およびファイナンス関連

キーワード：企業間信用 ワーキングキャピタル

1. 研究開始当初の背景

コーポレートファイナンスにおいて、運転資本が果たす役割は極めて重要である。その運転資本のうち主要構成要素となるのが仕入債務である（この分野の先行研究ならびに本研究者の過去研究によると、仕入債務は日本企業の総資産の約2割を占めている。例えば、参考文献として Nam (2020); Nam and Uchida (2019)がある）。仕入債務（一般に、手形の発行を伴う場合、支払手形の勘定に計上し、そうでない場合、買掛金と分類する。また支払手形と買掛金の合計を仕入債務と呼ぶ。QUICK Astra Manager 企業財務データ（北星学園大学データベース）を用いて2018年4月以降、日本企業の四半期単独財務諸表の仕入債務の記載情報を調査してみると仕入債務のうち支払手形のみ記載はほとんど見られず、一方で買掛金のみ記載が全体の約6割を占めていることが分かった。本研究担当者は企業の運転資本としての企業間信用の全般に対して研究の焦点を当てるため、支払手形と買掛金の合計である仕入債務に注目する）は企業の短期的（仕入債務回転率で算出した「みなし満期」は平均的に60日程度と把握される）な資金調達手段として活用されている。企業の外部資金調達手段である有利子負債（例えば、金融機関からの融資）とは異なり、企業は企業間信用を用いることでビジネス・ネットワーク（サプライ・チェーン）を通じた情報の非対称性の緩和や財務制約下での追加的な流動性供給を享受できる、いわゆる財務的保険機能を果たしていることが知られている。これら仕入債務の機能により、企業価値を高めるビジネス活動において仕入債務は恒常的かつ積極的に用いられる。先行研究では、企業の運転資本のマネジメントが企業価値に与える影響について実証分析を行っており、特に、仕入債務と売上債権からなる企業間信用に関しては、情報の非対称性の緩和と流動性供給機能に注目し企業価値との関連性について指摘している。一方、顧客とサプライヤーの関係が流動性供給機能及び企業間信用の水準の決定に影響を与えることが十分に予想されるが、ビジネスベースの固有の特性をコントロールしたうえで実証分析を行う先行研究は総じて多いとは言えない。本研究は企業の資金繰りに直接影響をおよぼす企業金融の運転資本に関わる研究として位置づけ、特にサプライ・チェーンの特性を考慮したうえでバーゲニング・パワーによる企業間信用の決定要因について検証を行う。

2. 研究の目的

バイヤー側の企業間信用である仕入債務の決定要因について、企業のバーゲニング・パワーが運転資本の使用に与える影響を検証することが本研究の目的である。社債や株式といった企業の資金調達手段に比べ、仕入債務は取引関係を持つ企業間の信頼関係に基づく流動性供与メソッドであり、近年企業の持続的な投資活動、それによる企業価値の向上の観点から仕入債務の役割および決定要因の究明が重要な研究課題とされている。本研究は日本企業の財務データを用いて、実証研究を行うことで、同分野への科学的エビデンスを提示するとともに、企業の資金調達に関わる政策過程に一定の役割を果たすことを狙いとする。

本研究者は、企業の仕入債務の決定要因について、企業のバーゲニング・パワーが仕入債務の規模に与える影響に注目し、日本の上場企業を対象に実証的な分析を行う。一般的に企業のサイズ（総資産または売上高の規模）やサプライヤーの売上に占めるバイヤーの割合といった要素がバーゲニング・パワーの代理変数として用いられているが、本研究では「合併・買収」による企業のバーゲニング・パワーの変化とそれに起因する企業間信用の水準を計量分析している。本研究は、仕入債務の決定要因のうち、バーゲニング・パワーを多面的に考察することで一定の貢献

を果たすことが期待できる。

3. 研究の方法

「M&A 前後の企業間信用の決定要因に関する研究」について以下の方法を用いる。まず、日本の上場企業の M&A データは 2013 年～2019 年末までの合併・買収のデータベース（当事者企業の証券コード、合併・買収の形態、そして出資比率などを含む）を構築したうえ、分析手法としては、M&A ケースを基準としたクロスセクション（横断面）分析およびパネル形式のデータベースを用いる固定効果モデル分析を実施する。日本企業の仕入債務使用状況について、QUICK Astra Manager 企業財務データ（北星学園大学データベース）から四半期報告書や有価証券報告書を収集し分析を行う。具体的な研究の方法として、「Accounts Payable and Sales Growth Rate: Evidence from Manufacturers under COVID-19 State of Emergency」では、2020 年 4 月から 6 月までの新型コロナウイルス感染症緊急事態宣言の期間とその 1 年前四半期における日本の上場企業の仕入債務の変化と売上高成長率（バーゲニング・パワーの代理変数）の関係を実証分析し、売上高成長率と同期間仕入債務の間の関係を明らかにする。また「Target Effect on the Determinant of Accounts Payable: Evidence from Acquisitions among Japanese Listed Companies」では、2013 年以降の日本の上場企業の M&A（IN-IN の M&A）データと財務データを結合し、M&A のターゲット企業の時価総額が買収側の時価総額より大きい場合、買収側のバーゲニング・パワーが増加することから M&A 以降買収側の仕入債務の使用に影響を与えるという仮説を立て実証分析を行う。

4. 研究成果

(1) 仕入債務の決定要因の一つとして、バイヤー側とサプライヤー側間のパワー・バランスが指摘される。特に、先行研究ではバイヤー側のバーゲニング・パワーにより、有利な返済条件（例えば、満期、早期返済による割引）の仕入債務を使用していることを明らかにしている。一方、売上高の成長は、企業の市場支配力に影響を与え、バーゲニング・パワーの向上にもつながる。つまり、企業の売上高と仕入債務の水準に因果関係があると推測できる。本研究者は、バーゲニング・パワーを企業の売上高成長率から測定し、仕入債務の決定要因としてバーゲニング・パワーの有意性について実証研究を行った。なお、その検証結果をまとめ北星論集（ISSN/ISBN: 02893398）に投稿している（Accounts Payable and Sales Growth Rate: Evidence from Manufacturers under COVID-19 State of Emergency、北星論集、第 60 巻第 2 号（2021 年 3 月発行）、21-31 頁）。さらに、バイヤー側とサプライヤー側の取引関係に基づく運転資本のマネジメントおよびパワー・バランスによる影響を推定し、その結果を「2020 年度日本応用経済学会春季大会（オンライン大会）」と「日本ファイナンス学会第 28 回大会（オンライン大会）」にて研究報告を実施した（論文タイトル：Inventory as a Liquidity Provision Channel）。

(2)「合併・買収」(以下、M&A)は近年企業の投資手段として定着しており、本研究者の調査によると(図1)2020年度日本企業におけるM&Aは4千件を上回る(うち国内企業同士の合併と買収、いわば、IN-INのM&Aは全体の8割に達している。参考:「入門 証券・企業金融論」創成社(2021年10月)秋森弘・南ホ Chol(共著)、208頁)。M&Aは企業の投資機会の拡大やビジネスの成長可能性を向上することが期待でき、買収側の企業価値の上昇をもたらすことが知られている。さらに、先

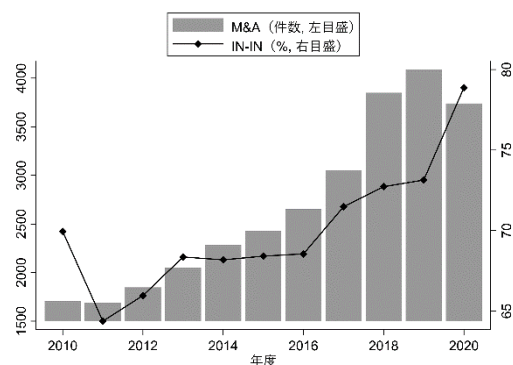


図2 日本企業におけるM&AとIN-INの推移

行研究はM&Aが企業の資本構成にも一定の変化を及ぼすことを指摘している。一方、サプライ・チェーンの関係によって供与が発生する企業の仕入債務は、ターゲット企業のビジネスの吸収かつ再編を伴うM&Aの影響を受けることが予想される。本研究者は、2013年以降の日本の上場

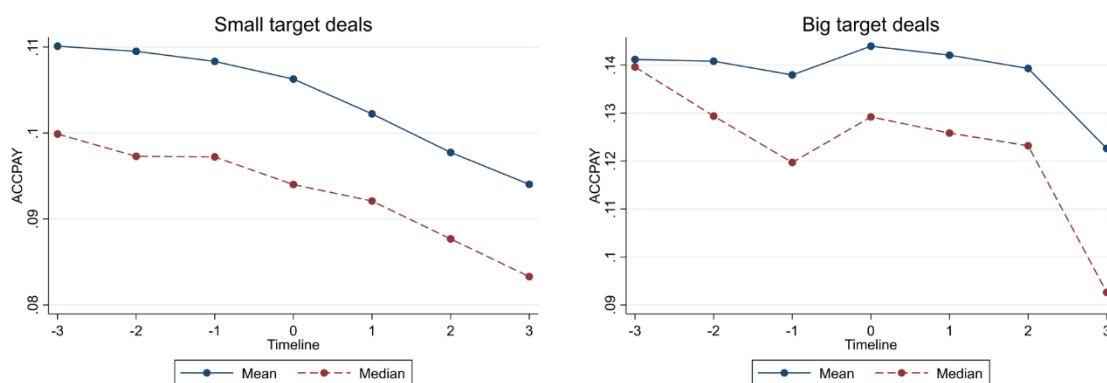


図1 ターゲットが買収側より小さい場合(左)と大きい場合(右)の買収側の仕入債務(M&A年=0)企業のM&Aデータを取得し、M&A前後における企業バーゲニング・パワー、そして、仕入債務の変化について計量的な分析手法を用いて、実証研究を行った。企業価値が高い(代理変数として、M&A前年の買収側とターゲット側の相対的な時価総額やターゲット企業の時価総額の自然対数)企業に対してM&Aを行った企業は、バーゲニング・パワーの上昇によりM&A以降仕入債務の使用を拡大するという仮説を立て実証分析を行った。その結果、仮説を支持する統計学的に有意な結果が得られており(図2)、主な結果を支持する頑健性テストを加え論文として執筆し、2022年6月4日に青山学院大学で開催された「日本ファイナンス学会第30回記念大会」にて研究報告を行った(論文タイトル: Target Effect on the Determinant of Accounts Payable: Evidence from Acquisitions among Japanese Listed Companies)。なお、同研究は2022年6月25日に熊本大学で開かれる「2022年度(令和4年度)日本応用経済学会春季大会」にも報告論文として採択され、セッション2-5A(企業分析)で発表する予定である。

<引用文献>

- ① Cuñat V., Trade credit: suppliers as debt collectors and insurance providers, Review of Financial Studies, 20, 2007, 491-527
- ② Fabbri D., Klapper L., Bargaining power and trade credit, Journal of Corporate Finance, 41, 2016, 66-80
- ③ Giannetti M., Burkart M., Ellingsen T., What you sell is what you lend? explaining trade credit contracts, Review of Financial Studies, 24, 2011, 1261-1298
- ④ Klapper L., Laeven L., Rajan R., Trade credit contracts, Review of Financial Studies, 25, 2012, 838-867
- ⑤ Nam Hocheol, Accounts payable and natural hedge: evidence from manufacturing

industry, Hokusei Review, 59-2, 2020, 67-78

⑥ Nam Hocheol, Uchida Konari, Accounts payable and firm value: international evidence, Journal of Banking & Finance, 102, 2019, 116-137

⑦ Ng C.K., Smith J.K., Smith R.L., Evidence on the determinants of credit terms used in interfirm trade, Journal of Finance, 54, 1999, 1109-1129

5. 主な発表論文等

[雑誌論文] 計1件 (うち査読付論文0件/うち国際共著0件/うちオープンアクセス1件)

1. 著者名 NAM HOCHEOL	4. 巻 60
2. 論文標題 Accounts Payable and Sales Growth Rate	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 北星論集 (Hokusei Review)	6. 最初と最後の頁 21~31
掲載論文の DOI (デジタルオブジェクト識別子) http://id.nii.ac.jp/1238/00002418/	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	国際共著 該当しない

[学会発表] 計3件 (うち招待講演0件/うち国際学会3件)

1. 発表者名 NAM HOCHEOL
2. 論文標題 Inventory as a Liquidity Provision Channel
3. 学会等名 2020年度日本応用経済学会春季大会 (国際学会)
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 NAM HOCHEOL
2. 論文標題 Inventory as a Liquidity Provision Channel
3. 学会等名 日本ファイナンス学会第28回大会 (国際学会)
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 NAM HOCHEOL
2. 論文標題 Home-field advantage in the use of accounts payable
3. 学会等名 2021年度日本応用経済学会春季大会 (国際学会)
4. 発表年 2021年

[図書] 計1件

1. 著者名 秋森 弘・南 ホチョル	4. 発行年 2021年
2. 出版社 創成社出版	5. 総ページ数 272
3. 書名 入門証券・企業金融論	

以上

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計1件（うち査読付論文 0件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 1件）

1. 著者名 南ホチヨル	4. 巻 60
2. 論文標題 Accounts Payable and Sales Growth Rate: Evidence from Manufacturers under COVID-19 State of Emergency	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 Hokusei Review, the School of Economic	6. 最初と最後の頁 21-31
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 オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

〔学会発表〕 計3件（うち招待講演 0件/うち国際学会 3件）

1. 発表者名 南ホチヨル
2. 発表標題 Inventory as a Liquidity Provision Channel
3. 学会等名 2020年度日本応用経済学会春季大会（オンライン大会）（国際学会）
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 南ホチヨル
2. 発表標題 Inventory as a Liquidity Provision Channel
3. 学会等名 日本ファイナンス学会第28回大会（オンライン大会）（国際学会）
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 南ホチヨル
2. 発表標題 Home field advantage in the use of accounts payable
3. 学会等名 2021 年度日本応用経済学会春季大会（国際学会）（国際学会）
4. 発表年 2021年

〔図書〕 計1件

1. 著者名 秋森 弘、南 ホチヨル	4. 発行年 2021年
2. 出版社 創成社	5. 総ページ数 272
3. 書名 入門 証券・企業金融論	

〔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
---------------------------	-----------------------	----

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
---------	---------