

## 科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 27 年 5 月 15 日現在

機関番号：32641

研究種目：基盤研究(B)

研究期間：2012～2014

課題番号：24330124

研究課題名(和文)危機対応の企業財務戦略 - サーベイ調査を中心とした実証的分析 -

研究課題名(英文)Financial Strategy of Japanese Corporations - Empirical Analysis by Survey Data

## 研究代表者

花枝 英樹 (HANAEDA, HIDEKI)

中央大学・総合政策学部・教授

研究者番号：50103693

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 11,100,000円

研究成果の概要(和文)：本研究の目的は、世界的金融危機や東日本大震災などに見られるように、さまざまなリスクに晒されている企業が、それらのリスクや危機にどのように対処しているのかを、日本企業の財務担当者への2回のサーベイ(アンケート)調査から明らかにすることにある。特に、(1)財務リスクマネジメント、(2)財務柔軟性を考慮に入れた資本構成・資金調達政策、(3)現金管理を含む流動性マネジメント、を研究課題として取り上げた。分析では、企業に対するアンケート調査データと、公表財務データをもとにしたアーカイバルデータとを組み合わせた実証分析も行った。

研究成果の概要(英文)：This study aims to the empirical research on financial decision makings of Japanese corporations. In this study, we did two surveys conducted among Japanese CFOs(Chief Financial Officers). In first survey, we investigate management views about financial risk management. In second survey, we investigate management views about cashholdings and liquidity management, capital structure and debt financing and equity financing.

研究分野：社会科学(経営学)

キーワード：経営財務 サーベイ調査 財務リスク管理 現金保有 流動性管理 資本構成 資金調達 金融デリバティブ

### 1. 研究開始当初の背景

2008年の米国発のリーマンショックを契機にした世界的金融危機時の資金手当困難や、2011年の東日本大震災時の工場被害やサプライチェーン寸断、あるいは、急激な為替変動に見られるように、企業は常に様々なリスクに晒されている。このようなリスクに対してどのように対処するかは、日本企業にとって喫緊の重要課題である。そのため、リスクに対処するための企業財務戦略を研究することは、学問上も実務的にも大きな意義がある。特に、(1)日本企業における財務リスクマネジメントがどのような考え方から行われているのか、(2)いざというときに備えた財務構造や資本構成の選択は如何にあるべきか、(3)現金保有や銀行からのコミットメントラインが、金融危機や災害時にどのように企業に対して資金を保証するのかといった、企業財務戦略の問題は、企業の存続に重大な影響を及ぼす研究課題であり、学術的重要性が高いと考えられる。

### 2. 研究の目的

本研究の目的は、世界的金融危機や東日本大震災などに見られるように、さまざまなリスクに晒されている企業が、それらのリスクや危機にどのように対処しているのかを、コーポレートファイナンスの観点から明らかにすることである。特に、(1)財務リスクマネジメント、(2)財務柔軟性を考慮に入れた資本構成・資金調達政策、(3)現金管理を含む流動性マネジメント、を研究課題として取り上げる。分析は、企業に対するアンケート調査と、大量の財務データをもとにしたアーカイバルデータによる回帰分析という2つの分析手法を組み合わせ、それぞれの分析の利点を生かす形で実証分析を行う。危機対応の企業財務戦略が、設備投資、R&D投資、その他の実物的側面にどのような影響を及ぼすかを明らかにすることも、本研究の目的のひとつである。

### 3. 研究の方法

経営財務に関する意思決定要因や仮説の検証に対するアプローチとして近年注目されているものに、企業に対して直接、サーベイ(アンケート)調査を行うものがある。Journal of Financial Economics等の著名なファイナンス専門雑誌でも、サーベイ・データを用いた実証分析論文が掲載され、年間最優秀論文賞を受賞するようになってきている。その後も米国では、Duke大学のGraham教授とHarvey教授を中心とした研究グループが、さまざまな財務政策に関連したサーベイ調査を行い、研究成果を世に問うている。特に、本研究と密接に関連するものとして、リスクマネジメントに関する経営者の考え方・意識を分析した研究や、金融危機時における事業会社の流動性マネジメントを分析した研究がある。

わが国においては、本研究代表者(花枝英樹)を中心とした研究グループが、過去3回の科学研究費補助金(基盤研究(B)、平成14年度-平成15年度、『株価指数の再検討と新指数の設計』、基盤研究(B)、平成17年度-平成19年度、『成熟経済下における企業の財務政策』、基盤研究(B)、平成20年度-平成22年度、『グローバル競争下でのわが国企業の財務戦略』)において、5回にわたるサーベイ調査を行った。その結果、財務データを用いた通常の実証分析では得られない、ペイアウト政策やM&A戦略等に関するわが国事業会社の意識・考え方についての貴重なサーベイ・データを得ることが出来た。そのデータをもとにした分析結果を専門雑誌で公開し、高い研究実績をあげている。

これらのサーベイ調査の経験、研究実績を踏まえ、特に本研究では、『危機対応の企業財務戦略』という題目の下、(1)企業内での財務リスクマネジメント、(2)資本構成・資金調達、(3)現金管理政策・流動性マネジメントという研究課題を計画するに至った。上記3つのテーマについて、日本ではまだ行われていないサーベイ調査による分析と、通常の実証分析を用いた回帰分析を相互補完的に行うことによって、わが国の企業がリスクや危機に対してどのように対処しているかを、経営財務の観点から解明することを試みた。

### 4. 研究成果

(1) 『Risk Management of Japanese Firms: A Survey Research』

本研究では、現実の日本企業の財務リスク・マネジメントについて、全上場企業(金融除く)へ行ったサーベイ調査により、以下の点を明らかにすることを目的としている。(1)どんなタイプのリスクにどの程度直面しているのか、(2)財務リスク・マネジメントの目標は何か、(3)財務リスク・マネジメントを具体的にどのように行っているのか。さらに、リスク・マネジメントの理論から導かれる仮説の検証も行う。主な分析結果として、以下のことが明らかになった。まず第1に、全体をみると、金利リスク、為替リスクなどの市場リスクよりも、事業リスクを重要視している企業の方が多い。それに呼応するように、金融デリバティブの利用が回答企業の半数弱と少ない。しかし、市場リスクに晒されている企業では、金融デリバティブの利用は高まる。また、大企業ほど財務リスク・マネジメントに積極的である。第2に、財務リスク・マネジメントを行う理由に関する理論仮説の検証では、概ね理論と整合的な結果が得られた。特に、倒産リスクや資金制約がデリバティブの利用の決定に重要であることが検証された。第3に、米国等との国際比較の点では、日本企業の財務リスク・マネジメントの重要視度が低く、実際にも金融デリバティブの利用の程度が低いことが判明した。

本論文の主な特徴および貢献としては、以下の3点を挙げることができる。第一に、日本の全上場企業（金融除く）への大規模なサーベイ調査で、われわれの知る限り、本研究と同じ分析目的のサーベイ調査はまだ行われていないことがあげられる。第二に、日本企業のリスク・リスクマネジメントを諸外国（主に米国）企業と比較を行うことである。Servaes et al. [2009]やBodnar et al. [2011]などの先行研究におけるサーベイ調査で尋ねた質問と共通の質問を多く組み入れたことにより、日本企業の特徴を国際比較で明らかにすることが可能となっている。第三は、リスク・マネジメントの決定要因を明らかにし、理論研究から導かれた理論仮説の検証をサーベイ調査のデータを用いて実証分析を行うことである。Servaes et al. [2009]やBodnar et al. [2011]などの過去のサーベイ調査は、回答の単純集計や、回答された属性との単純なクロス集計により、直面する財務リスクや、利用するリスク・マネジメント手法について基本的な事実を明らかにするものが中心であった。それに対して、本研究では回答内容と回答企業の属性とを結びつけた分析を行うことにより、先行研究では行えなかった、理論仮説の検証をはじめとした実証分析が可能となる。Geczy et al. [1997]などの財務データを用いた実証分析を別のアプローチから補完するものとも考えることが出来る。

#### (2) 『日本企業の現金保有と流動性管理 - サーベイ調査による分析 - 』

本研究では、現金保有や流動性管理に関する企業の意識や考え方を調べるために、企業の財務責任者に直接アンケートの形で問うサーベイ調査を行った。具体的には以下のような点を調べるのが、本サーベイ調査の目的である。(1)日本企業も米国企業と同様に、将来の有利な事業機会や投資機会への備え、或いはキャッシュフロー不足に備えて余剰資金保有をするのか否か、余剰資金保有の動機・目的を明らかにする。(2)一方で過剰な余剰資金保有は、株主への利益還元を損なうという主張もあり、この考えに対する企業経営者、財務責任者の考え・意識を調べる。(3)リスクや危機時の資金不足に対処するための手段として、余剰資金保有と銀行からのコミットメントラインのどちらを重視しているか、及び、それぞれの役割についての企業経営者の考え方・意識を調べる。(4)銀行への依存度、ガバナンス構造が現金保有の動機・目的、コミットメントラインの利用にどう影響するかについても考察し、日本型のガバナンス構造や金融システムが企業の現金保有に及ぼす影響について検討する。本研究では日本企業を対象に流動性保有の動機、目的をアンケートにより調査し、(1)日本企業においても米国を含めた外国企業と同様、予備的動機が余剰資金保有の最も重

要な動機となっていること、(2)日本企業における余剰資金保有では、消極的な予備的動機（将来のキャッシュフロー不足への備え）のみでなく、積極的な予備的動機（将来、予想外の投資機会が生じた場合への備え）も同じぐらい重要な動機となっていること、(3)当座貸越の利用やメインバンクへの信頼感がコミットメントライン未設定の要因になっていること、(4)余剰資金保有の背景に直接金融へのアクセスが限定されているとの認識があること、(5)銀行への信頼感は積極的な予備的動機による余剰資金保有のみを代替し、消極的な予備的動機による余剰資金保有を代替しないこと、(6)ガバナンスのあり方が流動性管理のあり方に影響を及ぼすなどの知見を得た。このように金融システムの違いが流動性手段の選択、現金保有の目的の相違をもたらすことを明らかにしたことが本稿の主要な貢献である。

#### (3) 『企業の資本構成と資金調達 - 日本企業へのサーベイ調査による分析 - 』

本稿の分析結果は、つぎのようにまとめることができる。(1)トレードオフ理論については、我が国では多くの企業が倒産コストを重視する一方で、負債の節税効果はあまり重視していない。また、大多数の企業が目標負債比率を設定していることや、資金調達時には目標負債比率の維持をある程度考慮していることなども判明し、おおむねトレードオフ理論と統合的な結果が得られた。(2)負債による資金調達に際して最も重視する点は、財務柔軟性（いざという時に備えて、負債調達余力を残しておく）であり、目標負債比率は通常のトレードオフ理論で考えられている要因以外に、財務柔軟性をも考慮に入れて決められている可能性が示唆された。(3)ペッキングオーダー理論については、外部資金より内部資金が優先されることはわかったが、外部資金内（株式、負債、転換社債）で情報の非対称性に応じた資金調達の優先順位を確認できないなど、ペッキングオーダー理論と統合的な結果は得られなかった。(4)資金調達のタイミングに関しては、特に株式調達において、株価が割高あるいは適正水準と企業が判断するタイミングで株式を発行することがわかった。これらの結果は、タイミング仮説の中でも非合理的なタイミング仮説や意見の一致仮説と統合的である。(5)エージェンシーコスト理論とは統合的な結果は得られなかった。その他、株式発行に際して1株当たり利益の希薄化を懸念していることが明らかになった。

本稿の特徴及び貢献として以下の3点を挙げることができる。第1は、わが国での資本構成、資金調達に関する本格的なサーベイ調査という点である。特に、実際の企業の考え方、意識が、資本構成、資金調達に関するさまざまな理論とどの程度統合的なのかを分析した点に特徴がある。第2は、米国、欧

州企業との比較分析を行った点である。多くの点で、米国企業、欧州企業と同じ回答結果が得られたが、欧米企業に比べ日本企業では、負債の節税効果はあまり重視してないのに対し、負債調達に際して倒産コストをより重視している点が相違点として得られた。第3は、近年の実証分析結果の成果を紹介しつつ、サーベイ調査に基づく先行研究では十分に触れられていない財務柔軟性、タイミング仮説等に関して、より詳細な説明、分析を行った点である。

#### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計 11 件)

佐々木隆文、花枝英樹、「従業員処遇と資本構成」、『現代ファイナンス』査読有、35 巻、2014、63-86

花枝英樹、「企業財務に対するサーベイ・アプローチ - 日本企業へのサーベイ調査の経験を踏まえて - 」、関西学院大学『商学論究』査読無、61 巻、2014、1-23

加藤政仁、鈴木健嗣、「日本の公募増資のディスカウント率の決定要因」、『経営財務研究』査読有、33 巻、2014、38-55

佐々木寿記、花枝英樹、「企業の成熟度と配当政策に関する実証分析 - 株式のシステムティックリスク、利益剰余金比率が配当額に与える影響 - 」、『証券アナリストジャーナル』査読有、52 巻、2014、71-80

花枝英樹、芹田敏夫、「財務意思決定の権限委譲と投資資金配分 - サーベイ調査による分析」、『現代ファイナンス』査読有、34 巻、2013、53-82

佐々木寿記、「企業の現金保有とペイアウト政策の関係 - リーマンショック前後でのわが国企業おける変化 - 」、『証券アナリストジャーナル』査読無、51 巻、2013、26-35

加藤政仁、鈴木健嗣、「増資インサイダー問題と資金調達コスト」、『証券アナリストジャーナル』査読有、51 巻、2013、88-99

[学会発表](計 23 件)

芹田敏夫、Capital Budgeting Practices: Evidence from Japan, World Finance Conference(Venice),2014.7.4,The CaFoscari University of Venice, Venice, Italy

芹田敏夫、「日本企業の財務リスクマネジメント:サーベイ調査に基づく実証研究」,日本経営財務研究学会全国大会、2014.10.5, 明治大学駿河台キャンパス

芹田敏夫、Risk Management of Japanese Firms: A Survey Research, The Second Annual IFMA International Conference on Finance,2014.12.17,Grand Inna Kuta

Hotel, Bali Indonesia

佐々木寿記、「日本企業の現金保有と流動性管理 - サーベイ調査による分析 - 」、日本ファイナンス学会第 22 回大会、2014.5.31,中央大学多摩キャンパス

胥鵬、Trading Activities of Short-sellers around Index Deletions: Evidence from the Nikkei 225, World Finance & Banking Symposium 2014, 2014.12.13.,Nanyang Technological University, Singapore

Ajai Singh、鈴木健嗣、Does Divergence of Opinion Affect Stock Return? Evidence from Seasoned Equity Offerings, European Finance Association, 2014.8.27,スイス、ルガーノ

芹田敏夫、「日本企業の財務リスクマネジメント:サーベイ調査に基づく実証研究」,日本ファイナンス学会、2013.6.1., 武蔵大学江古田キャンパス

芹田敏夫、「日本企業が用いる投資評価手法とハードルレート」,日本経営財務研究学会全国大会、2013.10.5,兵庫県立大学

鈴木健嗣、Hedge Fund as Monitor or Last Resort Investor: Evidence from Japanese PIPE Market, South Western Finance Association Annual Conference,2014.3.12, Sheraton Hotel, Dalas, Texas,USA

胥鵬、Energy Stock Returns and Fukushima Nuclear Accidents, Asian Finance Association and Taiwan Finance Association, 2012.7.8, Grand Hotel Taipei, Taipei

[図書](計 1 件)

橘川武郎、島本実、鈴木健嗣、坪山雄樹、平野創、有斐閣、出光興産の自己変革、2012、310

[その他]

ホームページ等

花枝英樹:

<http://www.fps.chuo-u.ac.jp/~hanaeda/>

#### 6. 研究組織

(1)研究代表者

花枝 英樹 (HANAEDA HIDEKI)

中央大学・総合政策学部・教授

研究者番号: 50103693

(2)研究分担者

芹田 敏夫 (SERITA TOSHIO)

青山学院大学・経済学部・教授

研究者番号: 80226688

胥 鵬 (SYO HO)

法政大学・付置研究所・教授

研究者番号: 60247111

佐々木 隆文 ( SASAKI TAKAFUMI )  
東京理科大学・経営学部・准教授  
研究者番号：10453078

鈴木 健嗣 ( SUZUKI KATSUSHI )  
神戸大学・大学院経営学研究科・准教授  
研究者番号：00408692

佐々木 寿記 ( SASAKI TOSHINORI )  
名古屋商科大学・商学部・専任講師  
研究者番号：10609738