

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 29 年 5 月 18 日現在

機関番号：34315

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2013～2016

課題番号：25380490

研究課題名(和文) 企業外部・内部の環境変化がコーポレート・ファイナンスに及ぼす実証分析

研究課題名(英文) Empirical analysis of the relationship between management strategy and corporate finance

研究代表者

三谷 英貴 (MITANI, Hidetaka)

立命館大学・経営学部・准教授

研究者番号：80584052

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,700,000円

研究成果の概要(和文)：本研究から得られた成果は次の2つである。企業は(製品の)多角化を負債という手段で進めようとするが、「選択と集中」という戦略をも同時に進めようとする。この時、同業他社より、多角化の程度が進んでいる企業が「選択と集中」を進めようとするほど、負債を減らす傾向がある。次に、製品・サービス市場における企業間の競争が激しくなるほど、企業は流動性を保有しようとする。しかしながら、その企業の市場支配力が高まるほど、そのインセンティブは弱まる。

以上の研究成果から得られる結論は、次の2点となる。(1)経営戦略には、それに適合した資金調達手段が存在する(2)流動性の保有状況は、企業間の競争環境から影響を受ける。

研究成果の概要(英文)：We examine the combined effect of diversification and core competence on the capital structure of publicly traded manufacturing firms in OECD member countries. We find that taking the combined effect of the degree of diversification and the level of core competence into consideration, the interaction between leverage and the diversification strategy is no longer uniformly linear relationship. Specifically, on pursuing a core competence strategy, the larger the degree of diversification, the lower their debt ratios become in comparison with leverages, which are determined by their diversification levels.

Moreover, we examine the combined effect of predation risk and firms' market power on cash holdings. We find that the higher the firm's market power, the weaker the above interplay becomes. Moreover, we find that even when firms' investments are decreased at the industry level, firms with larger cash holdings seek to mitigate predation risk by increasing own investments.

研究分野：コーポレート・ファイナンス

キーワード：経営戦略 製品多角化 選択と集中 資本構成

1. 研究開始当初の背景

企業を取り巻く外部環境は、ここ 10 年間で大きく変化している。そのような外部環境の変化に応じて、企業は経営戦略を最適化していく必要がある。経営戦略は多岐に及ぶが、特に、資金調達に関する意思決定は、外部環境の変化を反映しやすいと考えられる。

研究開始当初、電気機器メーカーのシャープに関する経営困難が連日、報道される状況にあった。シャープは、液晶の分野に特化して世界シェア 1 位を目指すという「選択と集中」を採用し、同分野で市場シェアをリードするに至った。シャープは、その戦略を実行するにあたり、負債による資金調達を積極的に活用し有利子負債総額は 1 兆円を超えるまでになった。

その後、台湾や韓国などのライバル企業の新規参入による液晶価格の急激な下落、プロダクト・ライフサイクルの短命化など急激で複雑な外部環境の変化に戦略を最適化させることができず経営状態は悪化するに至る。

シャープの例から見て取ることができるのは、巨額の有利子負債が経営上の足かせとなり、外部環境の変化に経営戦略を最適化させることができないという事態である。

つまり、企業は、外部環境の変化とともに経営戦略も変化させていくことになるが、その際、変化させた経営戦略にファイナンスが合うようにしなければ経営上の危機的な状況をまねてしまうということである。研究開始時点における当該テーマの背景は、このようなものであった。

その後、研究を進めていくにつれて、わが国企業を取り巻く外部環境の変化（特に、企業どうしの競争状態）と（現金などの）流動性保有の状況をも分析しなければ、本研究が完成しないという事態が判明した。この方向性は研究開始当初の背景には含まれておらず、研究を進めていくにつれて新たに生じたものである。

わが国企業は、（現金などの）流動性資産の保有比率が先進諸外国と比べて高いと言われている。企業にとって流動性を保有することは、それにかかる機会費用などを考慮すると合理的でない行動といえる。わが国企業の流動性資産保有に関しては、先行研究が複数存在する。その多くは、系列関係やメインバンクという視点での研究であり、外部環境の変化（特に、製品・サービス市場における企業どうしの競争状態）という視点から流動性の保有比率を分析した研究は存在しない。流動性を保有するという企業にとって合理的でないと思われる行動が、企業どうしの競争状態の変化という外部環境に起因しており、機会費用を上回る便益を享受できているようであれば合理的でないと言い切ることができない。

つまり、経営戦略の変化とファイナンスという大きなテーマの中に、わが国企業の流動性資産保有を外部環境の変化（特に、製品・

サービス市場における企業どうしの競争状態）という視点から分析するというサブテーマを設定するということである。

上記のサブテーマは、研究開始当初には思いよらなかったことであるが、経営戦略の変化とファイナンスという大きなテーマに取り組んでいく過程で、このようなサブテーマを設定する必要性が生じた。これによって、本研究から 2 編の論文を完成させることができた。

2. 研究の目的

本研究の目的は、次のようなものである。「1. 研究開始当初の背景」でも述べたように、わが国の企業を取り巻く環境は、ここ 10 年間ほどで劇的に変化している。企業を取り巻く環境の変化は、外的なもの（国境を越えた企業間競争の激化 / 製品・サービス市場の構造変化 / 主力商品のプロダクト・ライフサイクルの短命化）のみにとどまらず、内部（人的資源の国際化・流動化 / 賃金体系の多様化）からも起こっているものである。

このような状況のもと、本研究では、企業を取り巻く（外部・内部も含めた）環境の変化が、企業のファイナンスに及ぼす影響を実証分析することで、国際的な規模で進展する環境の変化に適応することができるような企業の財務政策をデザインすることを目的としている。

経営戦略の変化とファイナンスとの関係を分析した研究は古くから存在する。Brander and Lewis [1986]はその代表例である。本研究も、古典とされるこの研究からヒントを得たものである。彼らは、製品・サービス市場においてクールノー型の競争を想定した場合、企業が「攻撃的な経営戦略」を採用する場合、株式よりも負債を積極的に利用する傾向があると結論づけている。この結論は先に挙げたシャープの事例と一致している。

Brander and Lewis [1986]は、経営戦略とファイナンスとの関係を理論的に分析した先駆的な研究であるものの「攻撃的な経営戦略」のみが行われる場合を想定したうえで両者の関係が分析されている。しかしながら、現実的には、企業が戦略を実行するにあたり、ひとつだけの戦略を唯一実行するということにはならず、いくつかの戦略を同時並行で行うものであると考えられる。つまり、彼らの研究では、企業がいくつかの戦略を同時に実行した場合、戦略の複合的な要因がファイナンスに及ぼす影響が分析されていないという事である。

本研究の目的は、国際的な規模で進展する環境変化に適応できるような企業の財務政策をデザインするという点にある。この目的を達成するためには、環境の変化をどのような切り口でとらえるのかという点が極めて重要になる。というのも、環境の変化は多面

的で複雑であり、分析の切り口によって研究の成果もさまざまなものになると考えられるからである。そこで本研究では「経営戦略の変化」という切り口で環境の変化をとらえることにしたい。

次に、経営戦略と一言で言っても、さまざまな戦略が考えられ、その全てを取り上げることは現実的でない。そこで本研究では、現代の企業であればほとんど(全て)の企業が行っているであろう(製品の)多角化戦略と「選択と集中」を取り上げることにする。

現代の企業は、複数の財・サービスを消費者に供給している存在であり、多角化戦略は必要不可欠な戦略となっている。同時に、そのような企業が同業他社よりも比較優位を持ち、競争上の優位性を確保しようとした場合、「選択と集中」も必要不可欠な戦略となる。つまり、生産している複数の財・サービスの中から自社の得意な分野を選択し、そこに資源を戦略的に集中させることで比較優位を持ち、競争上の優位性を確保しようとするということである。したがって、多角化戦略と「選択と集中」は、無数にある戦略の中で、これら2つの戦略を実行しない企業は皆無といえるほど、一般的な戦略と考えられるのである。また、これら2つの戦略を企業は同時に実行することになる。

先行研究においては、多角化戦略とファイナンス(資本構成)との関係を分析したものは複数存在するが、「選択と集中」と資本構成との関係を分析したものは存在しない。まして、これら2つの戦略が資本構成に及ぼす複合効果に着目した研究は存在しない。したがって、本研究の目的である「環境の変化に適應できるような財務政策のデザイン」を達成するためには、これら2つの戦略の複合効果がファイナンス(資本構成)に及ぼす影響を分析する必要があるということになる。

また、本研究では、わが国企業の流動性資産に関する保有比率を外部環境の変化(特に、製品・サービス市場における企業どうしの競争状態)という視点から分析するサブテーマを設定している。わが国企業の流動性資産の保有比率は諸外国に比べて高いと言われている。流動性資産を保有することは、それにかかる機会費用などを考慮すると、企業にとって合理的でない行動といえる。このように、企業にとって合理的でないと思われる行動を、先行研究では無視されていた外部環境の変化(特に、企業どうしの競争状態の変化)という視点から捉えなおすことで、合理的な行動として説明がつくのではないかという点を明らかにしたいというのがサブテーマの目的である。

つまり、企業が外部環境(特に、製品・サービス市場における企業間の競争状態)から受ける影響によって、流動性資産の保有にかかる機会費用を上回る便益を享受できているのであれば、合理的な行動でないと言い切ることにはできないということである。

最後に、「2. 研究の目的」をまとめると次のようになる。本研究の目的は、国際的な規模で進展する環境の変化に適應できるような財務政策をデザインするという点にある。この目的を達成するために、次の2点を明らかにしたい。

(1) 多角化戦略と「選択と集中」が、ファイナンス(資本構成)に及ぼす複合効果を実証分析する。

(2) 外部環境(特に、製品・サービス市場における企業間の競争状態)という視点から、企業の流動性資産の保有比率を実証分析する。

[参考文献]

[1] Brander, J., and Lewis, T. (1986)

Oligopoly and financial structure: The limited liability effect. *American Economic Review*, 76. 956-970.

3. 研究の方法

研究の方法は、次のようなものである。まず、ビューロー・ヴァン・ダイク社の Osiris というデータベースを購入する。このデータベースには世界中の上場企業の財務データが収録されている。本研究では、その中から OECD 加盟 34 か国の証券取引所に上場している製造業 4,575 社に焦点を絞ることとした。また、分析期間は 2004 年から 2011 年までとした。

次に、分析対象企業の多角化の程度を測定する必要があるため、データベース内に収録されているセグメントデータの抽出が必要となる。このデータと分析対象企業とをマッチングさせ、それぞれの企業のセグメント数を把握することができた。多角化に関しては、先行研究を参考に、セグメント数が 2 以上の企業を多角化企業と定義した。

上記の定義にもとづいた多角化企業を対象に、多角化の程度(レベル)を測定することとした。多角化の程度(レベル)は、先行研究にもとづきエントロピー指数とよばれる指数で測定している。この指数は 0 から 1 の範囲に収まるもので、1 に近いほど多角化の程度(レベル)は高い、つまり、同業他社より積極的に多角化を進めているということになる。本研究では、この指数を DIVER と定義する。

また、「選択と集中」の程度の測定は、次のような指数で行うものとする。多角化企業の売上が最も大きいセグメントを売上高が 2 番目に大きなセグメントで割り算して求められた指数で測定する。本研究では、この指数を CORE と定義する。

これら2つの指数は、いずれも売上高から求められているものの両指数の相関係数はほぼゼロであり、相関関係はほとんどないといえる。

企業のファイナンスの状態は、先行研究にもとづき、貸借対照表に記載されている簿価

の負債総額を簿価の資産総額で割り算して求められる負債比率（簿価）で測定する。本研究では、これを DEBT と定義する。負債比率に関しては、資産総額を求める際、簿価ではなく株式の時価総額を用いて時価の資産総額で測定する場合もある。しかしながら、Fama and French [2002]は（1）時価の資産総額を用いた場合、負債比率の年次の変動が激しくなる。（2）企業経営者は時価で求められる負債比率ではなく、簿価で求められる負債比率で財務政策をデザインしようとする、という2点を指摘している。本研究ではこれら2点の指摘にもとづき、簿価で求められる負債比率を用いることとする。

分析の具体的な方法としては、DIVER と CORE を主たる説明変数とし、被説明変数としての DEBT に回帰させることで、両説明変数が統計的に有意になるか否かを検証していくことになる。ただし、被説明変数としての負債比率（DEBT）を決定付ける変数は DIVER と CORE 以外にも存在する。これらの変数については先行研究を参考に7個の変数を考え分析に加えることとする。

続いて、サブテーマの研究方法について述べることとする。

サブテーマでは、企業を取り巻く外部環境の変化でも、特に、製品・サービス市場における企業間の競争状態に焦点を絞り、企業間の競争状態の変化と流動性資産の保有比率との関係を分析する。

まず、日経 NEEDS というデータベースから、東京証券取引所第1部の上場企業を抽出する。分析期間は2001年から2011年までとした。

次に、企業の流動性資産の保有比率をどのように測定するのかという点であるが、これに関しては Opler et al. [1999]を参考に測定することとした。本研究では流動性資産の保有比率を CASH として定義する。

企業間の競争状態に関しては、さまざまな手法での測定が可能である。本研究では MacKay and Phillips [2005]を参考に、自社の技術と同業他社の技術との類似性に着目した指数で企業間の競争状態を測定することにしたい。この指数は、企業間の競争状態を技術の類似性という視点でとらえている。つまり、産業内において技術の類似性が高いほど、競争どうしの競争は激しくなる（激しい）と考えられる。一方、類似性が低い産業においては、それぞれの企業の技術は、まねされる可能性の低い独自の技術にもとづいていると考えられるので、そのような産業において企業どうしの競争は激しくならぬと考えられる。本研究では、企業間の競争状態を PDR と定義する。PDR は、0 から 1 の範囲に収まるもので、1 に近いほど企業間の競争は激しくなることを意味している。

分析の具体的な方法としては、PDR を主たる説明変数とし、被説明変数としての CASH に回帰させることで、説明変数が統計的に有

意になるか否かを検証していくことになる。ただし、被説明変数としての流動性資産の保有比率（CASH）を決定付ける変数は PDR 以外にも存在する。これらの変数については先行研究を参考に10個の変数を考え分析に加えることとする。

以上のように、本研究では、企業の財務データを用いて実証分析することで、研究テーマを明らかにしていくという形をとる。

[参考文献]

[1] Fama, E., and French, K. (2002)

Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, Vol.15, No.1. 1-33.

[2] Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R. (1999)

Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.

[3] MacKay, P., and Phillips, G. (2005)

How does industry affect firm financial equilibrium. *Review of Financial Economics*, 18, 1433-1466.

4. 研究成果

本研究の研究成果は、次のようなものである。

まず、多角化の程度と負債比率との関係は、次のようなものであった。多角化の程度（レベル）が高くなるほど、負債比率も高くなる。この実証結果は、企業が多角化戦略を進めていくにあたり、負債を利用しようとする傾向があるということを示している。この結果は、先行研究と一致しており驚くべきことではない。

これはキャッシュフローに関するポートフォリオ効果が働くからであると考えられる。この効果により企業は（1）より多くのキャッシュフローを獲得できる（2）企業全体のビジネス・リスクが低下する、という2つの便益を享受することができる。これら2つの便益により、多角化が進むほど資金調達にかかる（資本）コストは低下していくことになる。資本コストの低下は、負債による資金調達のインセンティブを高める。それゆえ、多角化の程度（レベル）が高くなるほど、負債比率も高くなるという結果が導かれる。多角化がもたらすキャッシュフローのポートフォリオ効果は co-insurance effect と呼ばれており、多角化と負債比率との関係を説明する考え方として先行研究においても支持されている。

多角化と負債比率との関係が明らかになったところで、「選択と集中」の程度を分析

に加え、この関係にどのような変化が生じるのかを検証した。すると、(同業他社より)多角化の程度の高い企業が、同時に「選択と集中」を進めれば進めるほど、負債比率は低くなるという結果が得られた。

この結果から次のような考察が得られる。「選択と集中」は戦略の性質上、リスクの高い戦略であるといえる。多角化の進んでいる企業が、そのようなリスクの高い戦略を実行するに際して、多角化から得られる(1)の便益を利用しながら、膨れた負債を削減し、高まった負債比率が低くなるような行動を取っているということである。

この考察から、経営危機に陥ったシャープが取るべきだった財務政策を導くことができる。シャープは、多角化戦略により事業を拡大していく過程で負債を利用した。同時に、液晶の分野で「選択と集中」を進めた際、この戦略の持つリスクを認識し、多角化によって膨れた負債を削減するような財務政策をデザインするべきだったということである。

企業は、外部環境の変化に経営戦略を合わせて対応していくことになるが、戦略の変更に合わせて財務政策をデザインする際、戦略の持つ性質の中でも、特に、リスクの側面を認識し、そのリスクに合うような財務政策をデザインしなければ、経営上の大きな困難が生じてしまうということである。

次に、サブテーマの研究成果について記す。まず、企業間の競争状態が激しくなるほど、流動性資産の保有比率は高くなる。つまり、競争の激しい産業内に属する企業ほど、流動性を必要とするということである。この実証結果は、次のような示唆を与える。

昨今、わが国の大企業は、内部留保などの流動性を必要以上に溜め込んでいる。成長に向けた投資をせず、漫然と資金を抱えているのであれば、賃金として配分するか、株主に還元するべきだという主張が耳にされる。確かに、わが国の大企業の流動性資産の保有比率は、先進諸外国より高い傾向にある。上記の主張のように、多額の流動性を抱えるという行動は、一見すると合理的でない行動のように見える。

しかしながら、企業を取り巻く競争環境という要因から分析すれば、この行動を合理的でないと言い切ることはできない。つまり、競争で同業他社に勝つためには、ライバルと自社との置かれている状況を比較し、自社にとってベストな機会をとらえて投資しなければならない。重要なことは、ベストな機会が今すぐにあるという状況ではないかもしれないということである。そうであるならば、来るべき機会に備えて、企業は手元に資金を準備しておく必要があるし、競争の激しさから生じる収益の変動リスクに備えて、手元に資金を準備しておく必要もある。一見すると、わが国の大企業が流動性を溜め込むその行動は、漫然としたものであり合理的でないように見える。しかしながら、その行動が予備

的な動機にもとづいているのであれば、合理的でないと言い切ることはできない。と同時に、予備的な動機にもとづいているならば、蓄えた流動性を出せという要求は、企業の競争力を奪ってしまうという事態を招きかねない。

また、本研究では、同業他社より、製品の価格をどの程度まで引き上げることができるのかという市場支配力を求め、この指標を企業間の競争状態と流動性の保有比率との関係に組み込んで分析を行った。すると、市場支配力が高まるほど、企業間の競争状態が激しくても流動性を保有しようとするインセンティブは弱まるという結果が得られた。つまり、市場支配力が高ければ、競争の激しさから生じる収益の変動リスクを、価格の引き上げという手段で消費者に転嫁することができるということである。

市場支配力の高さは、企業どうしの競争を阻害する要因となる。本研究ではサンプル企業の中にずば抜けて市場支配力の高い企業はなかったことから、競争という観点から見て、わが国の産業は健全な状態にあるといえる。このことを言い換えれば、もし、わが国の産業において企業どうしの競争が活発でないならば、逆に、企業は流動性を溜め込もうとはしないはずということである。

最後に、「4. 研究の成果」をまとめると次のようになる。本研究からは、次の2点を明らかにすることができた。

(1) 企業が戦略の変更に合わせて財務政策をデザインする際、戦略の性質を十分に把握し、それに合うような財務政策をデザインしなければ、経営上の大きな困難が生じてしまう。

(2) 企業どうしの競争状態という視点から、企業の流動性資産の保有比率を分析すると、多額の流動性を抱えるという行動を合理的なものとしてとらえることができる。

これらの成果は、学術的な枠組みにとどまらず、企業が財務政策をデザインする際、極めて重要な視点を提供するものであるといえる。

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)

[学会発表](計 2 件)

三谷 英貴, The Combined Effect of Diversification and Core Competence on Capital Structure, 日本経営財務研究学会西日本部会, 2016年7月16日, 甲南大学(兵庫県・神戸市)

三谷 英貴, Predation Risk, Market Power, and Corporate Cash Policy, 日本経営財務研究学会第40回全国大会, 2016年10月8日, 武蔵大学(東京都・練馬区)

6 . 研究組織

(1)研究代表者

三谷 英貴 (MITANI , Hidetaka)

立命館大学・経営学部・准教授

研究者番号 : 80584052

(2)研究分担者

播磨谷 浩三 (HARIMAYA , Kozo)

立命館大学・経営学部・教授

研究者番号 : 90347732