

令和 2 年 6 月 8 日現在

機関番号：32641

研究種目：基盤研究(B) (一般)

研究期間：2016～2019

課題番号：16H03659

研究課題名(和文) 柔軟性を重視した財務政策に関する実証分析

研究課題名(英文) Empirical analyses of corporate finance policies based on financial flexibility

研究代表者

花枝 英樹 (Hanaeda, Hideki)

中央大学・その他部局等・客員研究員

研究者番号：50103693

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 12,100,000円

研究成果の概要(和文)： 将来のキャッシュフローや投資機会の予期しない変動等を含めた不確実性に対処できるように、様々な財務政策を事前に講じておくことをさす広い概念である、財務柔軟性(Financial Flexibility)をキーワードにして、(1)資本構成・資金調達、(2)現金管理政策・流動性マネジメント、(3)ペイアウト政策という、企業の主要な3つの財務政策に関するサーベイ調査を中心に実証研究を行った。その結果、日本企業では財務柔軟性が重視され、様々な財務政策が検討されているという結果が得られた。関連する4つの論文を専門誌に掲載した。また、本研究をもとにした本を2020年中に刊行する予定である。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の目的は、日本企業を対象にしたサーベイ調査をもとに、さまざまな財務政策に対する財務担当者の考え方・意識を分析し、そこから垣間見える日本企業の財務政策の特徴を明らかにすることである。その際、さまざまな財務政策に関して、企業の財務担当者の意識・考え方がコーポレートファイナンス理論と整合的か否かのチェックを通じて、理論と現実とのギャップを調べることも行っている。また、米国での同種のサーベイ調査を参考に、すべてではないが、同一テーマに関して同じ質問をし、日本と米国企業での考え方、意識の類似点や相違点を比較分析することによって、日本企業の特徴を浮き彫りにすることも試みた。

研究成果の概要(英文)： By using survey data collected from listed Japanese firms, we have done empirical research on main corporate financial policies, that is, (1) financial structure and financing, (2) cash holdings and liquidity management, and (3) payout policy, focusing on financial flexibility. Main result of our research is that many Japanese firms make many kind of financial decisions considering seriously their financial flexibility. We have published four papers on professional journals. Also, we are planning to publish one book based on our researches in this year.

研究分野：企業財務

キーワード：企業財務 財務柔軟性 サーベイ調査 資本構成 現金保有 ペイアウト政策 資金調達

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

モジリアーニ・ミラーが60年近く前に主張したように、摩擦のない完全金融・資本市場のもとでは、財務政策は企業価値に影響を及ぼさない。しかし、不完全な金融・資本市場に直面し、なおかつ企業を取り巻く様々な利害関係者の利益相反にさらされている現実の企業では、財務政策の違いが企業経営に影響を及ぼし得る。特に、企業の財務政策に関しては、将来の不確実性に対処するために、どのように財務柔軟性を高めるかが実務的にも学術的にも重要な課題となっている。ここで財務柔軟性 (Financial Flexibility) とは、将来のキャッシュフローや投資機会の予期しない変動等を含めた不確実性に対処できるように、様々な財務政策を事前に講じておくことをさす広い概念である。近年、コーポレートファイナンスの学術面でも将来の不確実性に対処するための財務政策の重要性が認識され、この財務柔軟性をキーワードにした研究が進んでいる。例えば、2011年に *Journal of Corporate Finance* で Financial Flexibility and Corporate Liquidity に関する特集が組まれたほどである。

2. 研究の目的

本研究の目的は、企業が将来の不確実性に備えて、どのように対処しているか、あるいは対処すべきかを、経営財務の観点から解明することである。特に、将来のキャッシュフローや投資機会の予期しない変動等を含めた不確実性に対処できるように、様々な財務政策を事前に講じておくことをさす広い概念である財務柔軟性をキーワードにして、(1) 資本構成・資金調達、(2) 現金管理政策・流動性マネジメント、(3) ペイアウト政策という、企業の主要な3つの財務政策を対象にする。分析は、われわれ研究グループが行う企業に対するサーベイ (アンケート) 調査データと、大量の公表財務データをもとにしたアーカイバルデータによる多変量回帰分析という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の実証分析を行う。

3. 研究の方法

研究の目的でも呼べたように、本研究の方法上の特徴は、全上場企業を対象としたサーベイ調査データを用いた分析にある。サーベイ調査の長所としては、つぎのようなことが挙げられる。まず第1に、サーベイ調査では、ある財務政策、財務意思決定についての財務担当責任者の考え方、意識を質的な質問の形で直接問うことができる点である。このように、サーベイ調査の場合、代理変数を用いて迂回的に分析する必要はなく、回答を経営者から直接引き出すことができる長所がある。さらに、サーベイ調査では、実際の経営者の動機、目標も質問可能であり、理論が前提とする動機、目標と実際との違いも明らかにすることができる。このように、質問票を用いて経営者の考えを直接聞くサーベイ調査は、アーカイバル調査を補完する有力な分析手法である。

4. 研究成果

研究の目的で述べた、財務柔軟性をキーワードにして、(1) 資本構成・資金調達、(2) 現金管理政策・流動性マネジメント、(3) ペイアウト政策という、企業の主要な3つの財務政策に関する論文 (下記(1)~(3)) を専門誌に掲載することができた。また、本研究も含めた過去のサーベイ調査研究論文をもとに、一冊の本 (下記(4)) を2020年中に刊行する予定である。

(1) 「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』2018年、第38巻)

本稿の目的は、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は変化したのか否かを明らかにすることである。ペイアウト政策について企業の認識をサーベイ調査した先行研究には、Brav et al. (2005)、花枝・芹田 (2008) がある。両論文とも、ある1時点での企業の認識を調べているが、本稿は10年を隔てた期間でのペイアウト政策についての考え方の変化を調べている点が両論文との違いであり、他に見られない貢献と言える。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。

(2) 「企業の資金制約 - アンケート調査による分析」(『証券アナリストジャーナル』2016年、11月号)

日本企業へのアンケート調査より、(1) 企業規模は外部資金制約、特に社債発行に関する資金制約と関連している、(2) 現金保有の多さは市場からの資金調達制約の強さを反映している一方、投資資金の逼迫感を緩和している、(3) 銀行借入依存企業は市場からの資金調達制約が厳しく、相対的に金融制約が強い、(4) 機関投資家による株式所有や社外取締役導入は、大企業では資本市場へのアクセスを改善させる、などの知見を得た。

(3) Bank Soundness and Cash Holdings: Evidence from a Bank-Centered Financial Market
(*Pacific Basin Finance Journal*, 2019, Vol.57)

銀行中心型の市場で銀行の健全性が貸出先企業の現金保有に与える影響を検証し、銀行の健全性の悪化は企業の現金保有額を増やすことが示された。またこのような現金保有の増加は企業の過少投資問題を緩和し、投資家からも高く評価されることが示された。これらの結果は予備的動機による現金保有を示唆している。

(4) 『日本のコーポレートファイナンス - サーベイ調査による分析』(白桃書房、2020年刊行予定)

われわれ研究グループが過去15年以上にわたり計11回行ってきた、日本の上場企業を対象にしたサーベイ調査結果をまとめ、2020年中に一冊の本(仮題『日本のコーポレートファイナンス - サーベイ調査による分析』白桃書房)を出版する計画である。そのために、各章の執筆担当者を決め、10章分の原稿を完成させ、出版に向けた準備をしているところである。出版の目的は、サーベイ調査から見えるコーポレートファイナンスに対する日本企業の考え方、意識を明らかにすることである。章立ては以下のようである。序章 はじめに、第1章 日本企業のコーポレートファイナンスの特徴、第2章 投資決定、第3章 資本構成と資金調達、第4章 現金保有と流動性管理、第5章 ペイアウト政策、第6章 M&A、第7章 コーポレートガバナンス、第8章 財務リスクマネジメント、第9章 投資資金配分と財務意思決定の権限委譲、第10章 企業文化、終章 おわりに。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計19件（うち査読付論文 10件 / うち国際共著 1件 / うちオープンアクセス 4件）

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) 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 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 オープンアクセスとしている (また、その予定である)	国際共著 -

1. 著者名 鈴木健嗣	4. 巻 59
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 Sumio Saruyama and Xu Peng	4. 巻 -
2. 論文標題 Private Debt Restructuring and Alternative Dispute Resolution in Japan	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 ICES Discussion Paper	6. 最初と最後の頁 1 - 45
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 鈴木健嗣・芹田敏夫・花枝英樹	4. 巻 第38巻
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 佐々木隆文	4. 巻 第56巻
2. 論文標題 コーポレートガバナンスと無形資産投資	5. 発行年 2018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 28 - 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 第92巻
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 東洋大学『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 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 胥騰	4. 巻 未定
2. 論文標題 企業統治改革の到達点と展望	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 笠原武明・他編『会社法の到達点と展望－森淳二郎先生退職記念論文集』（仮題）』法律文化社	6. 最初と最後の頁 269-292
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 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 東洋大学「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 オープンアクセスとしている（また、その予定である）	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 東洋大学「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 30
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 佐々木隆文・佐々木寿記・胥鵬・花枝英樹	4. 巻 第54巻第11号
2. 論文標題 企業の資金制約 - アンケート調査による分析 -	5. 発行年 2016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 71-82
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 第54巻4号
2. 論文標題 増資インサイダー事件に対する取り組みと企業の資金調達コスト	5. 発行年 2016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 77 - 87
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・佐々木寿記・胥鵬・花枝英樹	4. 巻 37巻
2. 論文標題 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 -	5. 発行年 2016年
3. 雑誌名 現代ファイナンス	6. 最初と最後の頁 19-48
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 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 Takafumi Sasaki	4. 巻 Vol. 39
2. 論文標題 Financial Cash Flows and Research and Development Investment	5. 発行年 2016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) 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 Takafumi Sasaki	4. 巻 Vol. 24
2. 論文標題 Pension Accruals and Share Prices: Evidence from the Amortization Costs of Transition Amounts	5. 発行年 2016年
3. 雑誌名 Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics	6. 最初と最後の頁 216-231
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 佐々木寿記, 鈴木健嗣, 花枝英樹	4. 巻 35巻1・2号
2. 論文標題 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－	5. 発行年 2016年
3. 雑誌名 経営財務研究	6. 最初と最後の頁 2-28
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 胥鵬	4. 巻 第11章
2. 論文標題 株価と売買高から見た情報開示, 応募手続と支配権市場	5. 発行年 2016年
3. 雑誌名 田中亘, 森・濱田松本法律事務所編 『日本の公開買付け -- 制度と実証』	6. 最初と最後の頁 3 8 3 - 4 1 0
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21件 (うち招待講演 1件 / うち国際学会 7件)

1. 発表者名 芹田敏夫
2. 発表標題 日本のETF市場の流動性：マーケット・メイカー制度導入の影響
3. 学会等名 日本経営財務研究学会
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 佐々木隆文
2. 発表標題 企業の社会的責任と資本コスト
3. 学会等名 日本経営財務研究学会
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 鈴木健嗣
2. 発表標題 学会賞記念講演：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 芹田敏夫・花枝英樹
2. 発表標題 ETFが個別株式の株価水準に与える影響
3. 学会等名 日本経営財務研究学会
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 芹田敏夫
2. 発表標題 日経平均ETFが現物市場に与える影響
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 芹田敏夫
2. 発表標題 Effects of Nikkei 225 ETFs on stock markets: Impacts of purchases by Bank of Japan
3. 学会等名 World Finance Conference (国際学会)
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 花枝英樹
2. 発表標題 Effects of Nikkei 225 ETFs on stock markets: Impacts of purchases by Bank of Japan
3. 学会等名 Australasian Finance & Banking Conference (国際学会)
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 佐々木寿記
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 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 鈴木健嗣
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 鈴木健嗣
2. 発表標題 Bank Soundness and Cash Holdings: Evidence from a Bank-Centered Financial Market
3. 学会等名 日本金融学会
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 佐々木寿記・鈴木健嗣
2. 発表標題 銀行の健全性と企業の現金保有
3. 学会等名 日本経営財務研究学会2016年東日本部会
4. 発表年 2016年

1. 発表者名 佐々木寿記・鈴木健嗣
2. 発表標題 銀行の健全性と企業の現金保有
3. 学会等名 日本経営財務研究学会第40回全国大会
4. 発表年 2016年

1. 発表者名 佐々木寿記・鈴木健嗣
2. 発表標題 Bank soundness and cash holdings: Evidence from a bank-centered financial market
3. 学会等名 29th Australasian Finance and Banking Conference (国際学会)
4. 発表年 2016年

1. 発表者名 鈴木健嗣
2. 発表標題 Shareholder Perks, Ownership Structure, and Firm Value
3. 学会等名 2016 FMA Annual Meeting (国際学会)
4. 発表年 2016年

1. 発表者名 鈴木健嗣
2. 発表標題 Strategic Change after Succession: The Impact of Social Ties between Prior President and New President
3. 学会等名 SMS 36th Annual conference (国際学会)
4. 発表年 2016年

1. 発表者名 鈴木健嗣
2. 発表標題 Shareholder Perks, Ownership Structure, and Firm Value
3. 学会等名 The 28th Asian FA Annual Meeting (国際学会)
4. 発表年 2016年

1. 発表者名 鈴木健嗣
2. 発表標題 Do Client Knowledge and Audit Team Composition Mitigate Partner Workload?
3. 学会等名 American Accounting Association 2017 Auditing Section Midyear Meeting (国際学会)
4. 発表年 2017年

1. 発表者名 鈴木健嗣
2. 発表標題 Do Client Knowledge and Audit Team Composition Mitigate Partner Workload?
3. 学会等名 日本経営財務研究学会第40回全国大会
4. 発表年 2016年

1. 発表者名 芹田敏夫・花枝英樹
2. 発表標題 日経平均ETFが現物市場に与える影響
3. 学会等名 日本経営財務研究学会第40回全国大会
4. 発表年 2016年

〔図書〕 計3件

1. 著者名 Sumio Saruyama, Peng Xu	4. 発行年 2019年
2. 出版社 Springer	5. 総ページ数 未定
3. 書名 Segment employment and segment investment: evidence from Japanese electrical industriesDevelopment (Bank of Japan Research SeriesSpringerBriefs in Economics)	

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	

1. 著者名 佐山展生, 野間幹晴, 宮川大介, 鈴木健嗣, 中川秀敏, 伊藤彰敏, 横内大介, 中村信弘, 大橋和彦, 本多俊毅	4. 発行年 2017年
2. 出版社 中央経済社	5. 総ページ数 244
3. 書名 MBAチャレンジ 金融・財務	

〔産業財産権〕

〔その他〕

<p>花枝英樹ホームページ https://sites.google.com/site/hidekihanaeda/</p>
--

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	鈴木 健嗣 (Suzuki Katushi) (00408692)	一橋大学・大学院経営管理研究科・教授 (12613)	
研究分担者	佐々木 隆文 (Sasaki Takafumi) (10453078)	中央大学・総合政策学部・教授 (32641)	
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	宵 鵬 (Sho Ho) (60247111)	法政大学・経済学部・教授 (32675)	
研究分担者	芹田 敏夫 (Serita Toshio) (80226688)	青山学院大学・経済学部・教授 (32601)	