

令和元年6月4日現在

機関番号：17102

研究種目：挑戦的萌芽研究

研究期間：2016～2018

課題番号：16K13387

研究課題名（和文）労働者mobilityと経営財務行動

研究課題名（英文）Labor mobility and corporate financial behaviors

研究代表者

内田 交謹（Uchida, Konari）

九州大学・経済学研究院・教授

研究者番号：80305820

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,600,000円

研究成果の概要（和文）：(1)不確実性回避度が高く、個人主義的な国ほど、リスクテイキングおよびリストラクチャリング実施確率が低いという結果を得た。(2)長期関係の価値が高いと考えられる国では、金融危機時に仕入債務と企業価値の関係が正になることを明らかにした。(3)株主の集中が進むと、配当平準化の程度が低くなることを明らかにした。(4)分散したポートフォリオを保有する外国人機関投資家は、株主総会の投票行動において議決権行使助言会社の推奨に従う傾向にあることを明らかにした。(5)銀行借入のオペラビリティが低下した時期に、短期負債の多い企業は株式市場の状況が悪くても新規株式公開を実施する傾向にあることを明らかにした。

研究成果の学術的意義や社会的意義

日本企業は、リスクをあまりとらず、リストラクチャリングはあまり実施しない傾向にあり、コーポレートガバナンスの強化により、過度に保守的な行動を改善することが求められている。本研究では、企業の保守的な行動が法制度や文化によって生じている面があることをさまざまな角度から明らかにしており、コーポレートガバナンスの改革を検討する際にも、法制度や文化との整合性を考慮すべきことを示唆している。また、企業間信用が企業価値に正の影響を与えることや、銀行借入のオペラビリティが新規株式公開のタイミングに影響するなど、先行研究にはない新しい知見を提示することに成功している。

研究成果の概要（英文）：We find: a) firms in countries with high uncertainty avoidance and individualism take less risky behaviors and are less likely to conduct restructuring; b) In countries where long-term relations are likely beneficial, accounts payable has a positive relation to firm value especially during the global financial crisis; c) firms with concentrated ownership structures smooth dividends less; d) foreign institutional investors who have well-diversified portfolios tend to mechanically follow the recommendation of voting adviser for their vote casts in shareholder meetings; e) In Japan, firms with large short-term debt are likely to go public even in bear markets especially when bank debt is less likely available.

研究分野：コーポレートファイナンス

キーワード：投資家保護法制 不確実性回避 企業間信用 機関投資家 株主総会 新規株式公開 銀行

様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19、CK - 19 (共通)

1. 研究開始当初の背景

研究開始当初、日本政府の成長戦略として、さまざまなコーポレートガバナンス改革が実施されていた。かねてより、米国企業と日本企業では、その行動様式にさまざまな相違があることが指摘されてきた。特に本研究を開始した時期には、負債比率の継続的な低下など、日本企業がリスクテイキングを避けていること、不採算部門からの撤退やリストラクチャリングが不十分であるとの指摘が多くなされていた。これらの日本企業の行動を適切に理解し、企業成長に向けた行動改善の処方箋を描くには、文化や法制度、労働市場の特徴の影響を分析する必要があった。実際、申請者が事前に国際データを用いて実施していた分析でも、リスクテイキング水準や業績不振企業のリストラクチャリング実施確率が、国レベルの文化(不確実性回避度、個人主義度)と有意な関係にあるという結果が得られていた。一つの仮説として、日本のように不確実性回避度が高く、個人主義度の低い国では、労働者が企業に対して安定的な雇用機会の提供を期待するため、リストラクチャリングの実施確率が低く、業績悪化を回避するためにリスクテイキング水準が低くなると考えることが可能であった。これらを背景に、法制度や文化、労働市場の特徴が保守的な企業行動に与える影響を検証することは、きわめて現代的意義の大きい課題であった。

2. 研究の目的

投資家保護、労働者保護、労働市場の特徴、文化が保守的な企業行動に与える影響を分析する。具体的な分析対象としては、(1)リスクテイキングとリストラクチャリング、(2)企業間信用(特に仕入債務)、(3)配当政策、(4)株主総会における機関投資家の投票行動を取り上げた。また日本企業を対象に、(5)財務の健全化志向と新規株式公開(IPO)の関係について分析した。(1)は研究開始当初の日本において特に改善が求められた保守的な企業行動を直接検証しようとするものである。(2)は、サプライヤーによる流動性供給・保険機能が日本の企業経営の安定化に貢献している可能性があり、それが法制度や文化の影響を受けているかを明らかにする必要があった。(3)は伝統的な日本企業が大幅な増配を行わず、資金を企業内に留保する傾向にあるという意味でも保守的な行動をとっていることから分析対象とした。(4)は、日本企業の保守的な行動に対して、スチュワードシップ・コードにおいて有効なコーポレートガバナンス手段として期待されている機関投資家のモニタリング能力を測ることを目的としている。最後に(5)については、一般にIPOは、成長資金の調達を目的としており、株式市場の活況時に行われる傾向にあると指摘されているが、日本のIPOについては、その無視できない割合が株式市場の低迷期に実施されていることから、日本企業の財務の健全化志向と関係している可能性があると考え、分析対象とした。

3. 研究の方法

本研究は、法制度や文化、労働市場の特徴について分析するため、主に国際データを用いる。Bureau Van Dijk社のOsirisデータベースを用いて、世界約50か国、約50,000社の2002年~2017年の財務データベースを構築した。また各国の投資家保護法制については、La Porta et al. (1997)、Spamann (2010)などの法とファイナンス分野の著名な論文、各国の文化については、Hofstede (2001)の文化インデックスやWorld Bankのアンケートデータ、労働市場の特徴・労働者保護法制については、Botero et al. (2004)等からインデックスデータを入手した。そのうえで、投資家・労働者保護法制、文化が(1)リスクテイキング、リストラクチャリング、(2)企業間信用の価値効果、(3)配当平準化、(4)株主総会における機関投資家の投票行動に与える影響を分析した。内生性の問題に対処するため、内生変数の推定値を用いたマッチングや操作変数法を用いるとともに、特に(2)では、企業間信用の価値効果が2008~2009年の世界金融危機時にどのような変化を示したかを検証した。(5)については、日本企業のIPOを株式公開白書から入手し、Nikkei NEEDS FinancialQuestより非上場企業を含めた財務データを抽出することで、財務状況と新規株式公開(IPO)のタイミングの関係について分析した。これについても、Propensity Score MatchingやHeckmanの二段階推定など、内生性やサンプルセレクションバイアスについて、可能な限りの対処を行った。

4. 研究成果

国際データを用いた(1)リスクテイキング・リストラクチャリングの分析については、従来の分析からデータ期間を延長したうえで、不確実性回避度が高く、個人主義度の低い国では、リスクテイキング水準および業績悪化時のリストラクチャリング実施確率が有意に低くなるという結果が得られた。一方、労働者保護法制や労働者mobilityが文化特性とは独立にリストラクチャリング、リスクテイキングに影響しているかについては、頑健な結果が得られなかった。またリストラクチャリングの難しさがリスクテイキング水準を引き下げているかについても明確な結果が得られず、研究期間終了後も、引き続き分析方法を改善しながら研究を継続する予定である。

(2)企業間信用が企業価値に与える影響については、長期関係の価値が高いと考えられる大陸

法の国、長期関係の重視度の高い国、不確実性回避度の高い国においては、金融危機時に仕入債務と企業価値の関係がより正の方向に強くなるという頑健な結果が得られた。またこれらの国では、金融危機時に在庫投資の低下が有意に小さくなっていることが明らかになった。これらの分析結果は、法制度や文化特性によって取引相手との長期関係が広く成立する経済においては、企業間信用の流動性供給機能が有効になり、投資を安定化することを示唆している。この研究は、国際会議3件で公表し、ファイナンス分野のトップジャーナルの一つである Journal of Banking and Finance に掲載された。顧客企業にとっての仕入債務の価値効果を実証的に示した研究として高く評価されている。また日本企業に分析を限定し、世界金融危機だけでなく、1990年代末～2000年代初頭の銀行パニックにおける分析を加えた研究が、経営財務研究に掲載が決定している。

(3) 配当政策については、投資家保護法制の弱さなどが原因で株主構造が集中している（支配株主の存在が一般的な）国では、配当平準化の程度が低いことを明らかにした。日本企業は国際的にみて配当平準化の程度が非常に高く、業績が上がってもそれほど増配しない傾向にあるが、その一因は分散した株主構造にあることが示唆される。この結果は、英文書籍の章として公開した。

(4) 株主総会における機関投資家の行動については、労働者・投資家保護法制の異なるイギリス、フランス、日本の株主総会のデータを用いて分析を行った。その結果、議決権行使助言会社が反対投票を推奨した議案の賛成率の低下が、特に分散化したポートフォリオを持つ外国機関投資家の持株比率が高くなるほど大きくなることを明らかにした。またイギリスについて、英語圏以外の外国人機関投資家持株比率が高くなるほど、議決権行使助言の影響力が大きくなることを明らかにした。これらの結果は、日本企業の行動を改善させるうえで、分散したポートフォリオを持つ外国人機関投資家には大きな期待ができないことを示唆している。この研究は Western Economics Association International で報告するとともに、SSRN Working Paper として公開した。研究期間終了後も、引き続き論文を改訂していく予定である。

最後に、(5) 日本企業の財務状況と IPO のタイミングについては、銀行パニックや世界金融危機で銀行借入のオペラビリティが低下した時期に、短期負債の多い企業は株式市場の状況が悪くても IPO を実施し、借入金を返済する傾向にあることを明らかにした。この結果は、企業の財務健全化志向が、本来は成長資金確保の手段と考えられている IPO の意思決定にも影響することを示している。本研究は3つの国際学会で報告し、アジア地域のファイナンスに関するトップジャーナルである Pacific-Basin Finance Journal に掲載された。IPO の新しい動機を解明し、銀行貸出市場の状況が IPO のタイミングに影響するという新しい知見を提示したことで高く評価されている。

全体として、3年間で国内外の査読付き学術雑誌に3本の論文を掲載し、英文著書の分担執筆と国際学会報告を7件行うなど、十分な成果を挙げたと考えている。

引用文献

- Botero, J.C., Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-silanes, F., Shleifer, A., The Regulation of Labor, Quarterly Review of Economics, 119, 2004, 1339-1382.
Hofstede, G., Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations across Nations, 2001, Sage Publications.
La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., Law and Finance, Journal of Political Economy, 106, 1998, 1113-1155.
Spamann, H., The "Antidirector Rights Index" Revisited, Review of Financial Studies, 23, 2010, 467-486.

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 4 件)

南ホチヨル・内田交謹「仕入債務と企業価値:金融危機時の実証分析」『経営財務研究』掲載予定、査読あり。

Hocheol Nam, Konari Uchida, Accounts Payable and Firm Value: International Evidence, Journal of Banking and Finance, Vol. 102, 2019, 116-137, 査読あり。

Pengda Fan, Konari Uchida, Credit Crunch and Timing of Initial Public Offerings, Pacific-Basin Finance Journal, 53, 2019, 22-39, 査読あり。

Edouard Dubois, Sean McGinty, Konari Uchida, What Roles Proxy Advisors Play: Evidence from International Comparison, SSRN Working Paper, 2019, 1-83, 査読なし。

〔学会発表〕(計 7 件)

Edouard Dubois, Sean McGinty, Konari Uchida, What Roles Proxy Advisors Play: Evidence from International Comparison, Western Economics Association International, March 24, 2019, Keio University, Tokyo.

Hocheol Nam, Konari Uchida, Accounts Payable and Firm Value: International Evidence, Jiangsu Normal University Finance Seminar, March 18, 2019, Jiangsu, China.
Pengda Fan, Konari Uchida, Credit Crunch and Timing of Initial Public Offerings, Financial Management Association, October 11, 2018, San Diego, US.
Hocheol Nam, Konari Uchida, Accounts Payable and Firm Value: International Evidence, Free University of Berlin Symposium, September 21, 2018, Berlin, Germany.
Pengda Fan, Konari Uchida, Credit Crunch and Timing of Initial Public Offerings, Asian Finance Association, June 27, 2018, Hitotsubashi University, Tokyo.
Hocheol Nam, Konari Uchida, Accounts Payable and Firm Value: International Evidence, 2017 Paris Financial Management Conference, December 19, 2017, Paris, France.
Pengda Fan, Konari Uchida, Credit Crunch and Timing of Initial Public Offerings, Paris Financial Management Conference, December 18, 2017, Paris, France.

〔図書〕(計 2 件)

Shinya Shinozaki, Konari Uchida, Ownership Structure, Tax Regime, and Dividend Smoothing. In Tohru Naito, Woohyung Lee, Yasunori Ouchida (eds.) Applied Approaches to Societal Institutions and Economics, 2017, 41-55, Springer.
格付け投資情報センター編集部 『点検 ガバナンス大改革 年金・機関投資家が問う、ニッポンの企業価値』 2016年、分担執筆(33ページ)。

〔産業財産権〕

出願状況(計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
出願年：
国内外の別：

取得状況(計 0 件)

名称：
発明者：
権利者：
種類：
番号：
取得年：
国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究分担者

研究分担者氏名：

ローマ字氏名：

所属研究機関名：

部局名：

職名：

研究者番号(8桁)：

(2) 研究協力者

研究協力者氏名：

ローマ字氏名：

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。