

令和 3 年 4 月 29 日現在

機関番号：32687

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2017～2020

課題番号：17K03901

研究課題名(和文)日本型財務保守主義の実態と企業価値に与える影響

研究課題名(英文)How financial conservatism affect the value of firms in Japan

研究代表者

高見 茂雄(Takami, Shigeo)

立正大学・経営学部・教授

研究者番号：50345550

交付決定額(研究期間全体):(直接経費) 3,600,000円

研究成果の概要(和文): 先行研究では財務保守主義をレバレッジ比率の静態レベルでとらえていたが、本研究では新株発行も含め、前年度からの限界的な資金調達額の変化でとらえることを特徴とする。すなわち、前年度より資金調達額が変化のないこと、現状維持自体を日本型財務保守主義ととらえる。資金調達を引き起こす要因は単に資金需要だけでなく、資金提供者との関係も大きく影響している。新株発行も長期銀行借入金も資金提供者との関係を維持しようという動機が強ければ、限界的な資金調度を抑制する傾向がある。また、財務保守的な企業は設備投資計画が前例踏襲的で、新たな環境変化に対応できにくいことも示唆された。

研究成果の学術的意義や社会的意義

財務保守主義をゼロレバレッジや低D/Eレシオの静態レベルでとらえた先行研究は多くあるが、本来財務保守主義とは、資金調達額を現状維持に据え置くこと、変化しないことを意味すると考える。すなわち、環境変化に感度が鈍く、資金調達額を増やさないことは、企業価値の減少につながる。このような独自の問題意識に立脚し、本研究では新株発行と長期銀行借入金のデータ、と設備投資計画・実行額データをを用い分析した。同様のデータを用いた実証研究は多くみられるが、本研究のように財務保守主義企業を資金調達ポジションの変化でとらえて、資金提供者との関係維持を決定要因と結論づけた点にオリジナリティがある。

研究成果の概要(英文): While many preceding studies are based on the definition that the financial conservatism is characterized on static zero or low leverage ratio on the balance sheets of firms, our study adopts the definition of dynamic, or marginal year by year change of the fund-raising amounts, including second issuing offerings of listed Japanese firms. That is, our study recognizes Japanese financial protectionism as the inertia aspects of fund-raising policy. Funding raising, in our view, are motivated by not only the change of market environments, but the relations with stakeholders, stockholders or banks. Firms, inclined to conservatism, intended to keep stress-less or decent relations, tend to inhibit new fund raising, including SEO or new long-term loans. Also, as far as we investigated, physical investment policy of conservative firms are precedent or bureaucratic oriented of firms, which connotes those firms are likely to lose chances of changing market environments.

研究分野：経営財務

キーワード：日本型財務保守主義 ゼロレバレッジ 財務保守主義からの脱却 資金需要に対する感度 設備投資計画・実行額

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、研究者個人に帰属します。

## 様式 C - 19、F - 19 - 1、Z - 19 (共通)

### 1. 研究開始当初の背景

(1) 先行研究では、低レバレッジや過剰現金準備を財務保守主義ととらえ、緊急時の資金需要に備えるための一時的な企業行動であるとする。これに対し、弊職は日本企業においては、負債残高と現金残高を両建てに保つ実質無借金の状態を保持することが散見され、先行研究は必ずしも当てはまらないことを確認した。

(2) そこで、本研究では日本型財務保守主義を先行研究で用いられた静態的な財務比率ではなく、資金調達額そのものを増加させないことととらえ、株主も含む資金提供者との関係、設備投資計画、企業価値への影響を調べることにした。

### 2. 研究の目的

(1) 本研究では投資側も含め広く「日本型財務保守主義」をモデル化し、保守的財務戦略にともなう資金調達額や設備投資額の抑制が、リスクとリターンの両面で、企業価値にいかん影響を与えるかを調べることを目的とした。

(2) 当初予想した結果は、先行研究と異なり、リスク軽減効果による企業価値への貢献は小さく、むしろ投資機会ロスによる弊害の方が大きいというものである。本研究の結果は財務戦略と企業価値の関連を可視化するという点で経営実務にも貢献が期待できると考えた。

### 3. 研究の方法

以下の4つの研究テーマを通し、「日本型財務保守主義」が企業価値に与える影響を解明する。

資金提供者との関係による資金調達額抑制効果の調査：企業と銀行、社債投資家、株主とのそれぞれの関係を、実際の資金調達事例から、借入銀行体制、社債発行回りや発行形態、第三者割当増資先と主要株主との関係等、重要な情報に注目し、資金調達抑制効果を調べる。

企業内部組織形態による設備投資額抑制効果の調査：会社四季報等で入手可能な企業ごとの設備投資予定額と実際の設備投資額データから両者の乖離額を求め、企業組織形態ごとに分類し、乖離額の分布状況を調べる。

乖離額から潜在調達額と投資額の推定：キャッシュフロー計算書データから求めた実際の運用・調達額をもとに、統計手法により、潜在能力調達額、企業価値減少額を推定する。

日本型財務保守主義が企業価値へ与える影響の分析：本研究の最終的な目的と位置付ける。設備投資計画乖離額が企業価値に与える影響は、リスク軽減効果は正の、キャッシュフローを潜在的に失う効果は負に働くことを導き、統計的手法で実証する。

### 4. 研究成果

(1) 研究テーマ 「資金提供者との関係による資金調達額抑制効果の調査」では、2年度に渡る調査の上、一定の成果を上げた。

まず、日本の上場企業において、新株発行の実態を調べ、企業はいかなる要因から新株発行を行うかを2段階最小二乗法による需要供給均衡モデルで推定した。その結果、規模が大きく社齢の古い安定的な企業は、P0、第三者割当増資による株式発行はみられるが、IPO後に新株発行を行うことは少ない。負債調達だけでは資金調達に限界がある場合に新株発行はみられることもあるが、空運業のようにむしろ少数派である。このことは、一般的に株主構成を変えることに保守的な態度をとる企業が大勢派をしめることを示している。次に、新株発行の要因を調べた研究(学会発表)では、ディスカウント率を価格として、資金調達額が需給均衡するモデルで、IPO、P0、第三者割当増資の3つのマーケットごとに検証した。得られた結論は、3つのマーケットごと企業が重視する要因は異なること、IPO後、P0または第三者割当増資を行う要因には株主構成が大きくかわっていることである。これらから、株主構成を変えたくないという保守主義はむしろ新株発行に抑制的であることを示唆している。

一方、銀行との関係、すなわち過去の長期借入増加実績が時期の資金調達行動や資金需要の感

度にいかなる影響を与えるかも調べた。積極的な資金調達活動や資金需要に敏感に反応することは、財務保守主義からの脱却とみなすことができるので、その観点で研究した。得られた結論は、過去の資金調達手段のうち長期借入実行のみが、次期の投資機会に敏感に反応し、さらなる長期借入を引き起こすというものである。日本企業は先行研究が想定した財務保守主義行動とは異なり、銀行との取引関係を深めることで経常的な資金需要に敏感になる素地があると示唆している。分析過程においては、資金調達手段とキャッシュフローの間の内生性の問題に対処すべき、2段階最小二乗法を用い、十分な注意を払った。

(2)研究テーマ 「企業内部組織形態による設備投資額抑制効果の調査」については、3年度目に取り組んだ。まず、会社四季報のデータから、設備投資計画と設備投資実施額のデータベースを作成することから始めた。約3,300社12年間のデータを調べたが、設備投資計画のデータ欠落事例が多く、他のソースで補うことに努めた。抽出の結果、設備投資計画と実施額、ファイナンスデータ等を関連付けた約30,000件の標本を取得できた。

続いて、財務保守主義を過去の長期資金調達を3つの企業組織グループに分け、中間を除く、財務保守主義グループと非財務保守主義グループの設備投資指標差異を調べた。設備投資計画額、実施額、修正率とも平均値で前者は後者より低いことが示された。加えて、因果関係を調べるために、過去の長期借入金実行あるいは返済という行動が、まず設備投資計画額にどのように影響を与え、究極的に設備投資実績にどのように反映するかを2段階に分けて回帰分析を行った。分析結果から示唆されたことは、財務保守主義企業(過去借入を返済)は設備投資計画段階では前例踏襲的に決まり、実施段階でも外部環境にあまり反応せず、計画に忠実である。反対に非財務保守主義企業(過去顕著に借入を増加)は計画段階でも投資機会に敏感で、実績段階では長期借入調達額にも敏感し、環境変化に機動的に対応している。

(3)研究テーマ 「乖離額から潜在調達額と投資額の推定」と 「日本型財務保守主義が企業価値へ与える影響の分析」については、文献収集とデータ整備を試み、着想を練っていたが、新型コロナウイルス問題で、大学の仕事の大部分がオンライン授業の準備と運営に費やされ、遺憾ながら、研究を進めることはできなかった。このため、研究目的に掲げた4つの研究テーマのうち、半分はやり残して研究期間を終えたことになる。なお、最終年度においては予算の消費は行わなかった。

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計2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 0件）

1. 著者名 高見 茂雄	4. 巻 52
2. 論文標題 財務保守主義が設備投資意思決定に与える影響	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 立正経営論集	6. 最初と最後の頁 17-39
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 高見茂雄	4. 巻 51
2. 論文標題 長期借入を引き起こす要因 財務保守主義からの脱却	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 立正経営論集	6. 最初と最後の頁 1-20
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1件（うち招待講演 0件/うち国際学会 0件）

1. 発表者名 高見 茂雄
2. 発表標題 日本企業の新株発行による資金調達の実態と発行要因
3. 学会等名 日本経営財務研究学会
4. 発表年 2017年

〔図書〕 計1件

1. 著者名 立正大学経営学部	4. 発行年 2018年
2. 出版社 中央経済社	5. 総ページ数 248
3. 書名 経営学研究の新展開	

〔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
---------	---------