

平成22年5月25日現在

研究種目：若手研究（スタートアップ）

研究期間：2008～2009

課題番号：20830071

研究課題名（和文）わが国企業の内部資本市場に関する実証研究

研究課題名（英文）An Empirical Analysis on the Efficiency of Internal Capital Markets among Japanese Firms

研究代表者

佐々木 隆文（SASAKI TAKAFUMI）

名古屋市立大学・大学院経済学研究科・准教授

研究者番号：10453078

研究成果の概要（和文）：本研究では、コーポレート・ガバナンスが企業経営に及ぼす影響を負債に焦点を当てて分析する。資本構成と内部資本市場との関係を分析した結果、負債比率が高まると内部資本市場の効率性が低下することが示唆された。この結果は投資水準に及ぼす負債のベネフィットが内部資本市場の非効率というコストにより相殺されうることを示唆している。また、本研究では外部ガバナンスシステムにより規律づけられた経営者報酬が事後的なパフォーマンスとプラスの相関を持つことも示唆された。

研究成果の概要（英文）：This research project investigates the relationship between corporate governance system and internal capital markets efficiency, focusing on the role of debt. Our regression results on Japanese firms indicate that higher levels of debt are associated with a decrease in the efficiency of the internal capital markets. This result implies that the beneficial effect of debt on the choice of investment level might be canceled out by this harmful effect for diversified firms. Our research also shows that managerial compensation associated with efficient governance system has a positive correlation with ex post firm performance.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2008年度	1,370,000	411,000	1,781,000
2009年度	1,190,000	357,000	1,547,000
年度			
年度			
年度			
総計	2,560,000	768,000	3,328,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・経営学

キーワード：内部資本市場、エージェンシー問題、コーポレート・ガバナンス、経営者報酬

1. 研究開始当初の背景

(1) わが国においても、大企業の多くは事業展開を多角化している多角化企業である。このような多角化企業の財務管理においては、投資水準のみならず、事業セグメント間の資金

移動（内部資本市場）も重要な役割を果たす。

(2) 多角化企業における、事業セグメント間の投資資金の移動は内部資本市場と呼ばれ、外部からの資金調達と比べ、幾つかの点で異

なる性質を持っている。内部資本市場は投資機会の価値が高いセグメントへの集中投資を可能にすることで企業価値を高める可能性がある一方、部門長のエージェンシー問題を緩和するために投資機会の価値が低いセグメントに対し過剰な資金が配分される可能性もある。関連する実証研究では主に米国企業を対象に、後者の影響が強いことが示され、多角化ディスカウントの要因の一つと解釈されている。しかし、わが国企業を対象とした研究では、多角化ディスカウントの存在について研究した先行研究はあるものの、内部資本市場の効率性に関する直接的な検証は極めて限定的である。

(3)多角化企業の企業価値が単一セグメント企業に比べ低いことは多角化ディスカウントと呼ばれるが、そのようなディスカウントが存在する理由の一つとして、多角化企業における事業セグメント間の資金移動（内部資本市場）が非効率的に機能している可能性が挙げられる。昨今、わが国企業においても事業部門の売却、統合など企業組織の変革が加速化しているが、日本企業の内部資本市場の効率性を実証的に明らかにすることは、そのような企業組織の変化に対し重要な知見を与えると考えられる。

(4)負債が企業の投資行動に及ぼす影響については、主に投資水準に及ぼす影響という観点から数多くの研究が行われてきた。負債の存在は、新たな投資から得られるキャッシュフローが優先的に既存負債の返済に充てられるため、既存の負債が多い場合は過少投資（デット・オーバーハング）になる可能性がある一方、負債は経営者の裁量下にあるキャッシュフローを減らすことから、過剰投資を抑制する可能性もある。このように負債が投資水準に及ぼす影響については、コスト、ベネフィットの双方があるが、先行的な実証研究では、総じてベネフィットの方が強いことが示唆されている。

(5)しかし、多角化企業における、負債のコスト、ベネフィットを考えるためには、内部資本市場への影響も考慮する必要がある。このため、負債が内部資本市場の効率性にどのような影響を及ぼしているかを検証することは、多角化企業における負債の役割に関して重要なインプリケーションを与えると考えられる。また、この問題は内部資本市場の効率性がどのような条件に依存するかという視点からも重要と思われる。

(6)米国を中心に企業の投資行動に関する研究が内部資本市場を対象としたものにシフトしつつある一方、わが国企業を対象とした

同様の研究が極めて少ないことを踏まえると、日本企業のデータを用いて、事業セグメントレベルの投資に関する実証研究のノウハウを蓄積することは今後の当該分野の発展にとって一定の意義があると思われる

2. 研究の目的

(1)本研究では、わが国企業を対象に、資本構成と内部資本市場との関係を実証的に明らかにすることを目的としている。これまでの資本構成に関する研究では、資本構成が投資水準に及ぼす影響が主な議論の対象となり。内部資本市場への影響は議論されてこなかった。しかし仮に負債が企業の投資行動に及ぼす影響は、投資水準への影響という観点からベネフィットが大きかったとしても、そのようなベネフィットが内部資本市場への悪影響により相殺されてしまう可能性もある。

(2)同様の議論は、他のガバナンスシステムについても適用することができる。本研究では、ガバナンスシステムの評価視点として内部資本市場への影響を考慮し、各ガバナンスシステムのコスト、ベネフィットを論じることを目的としている。

3. 研究の方法

(1)実証分析は、基本的に内部資本市場の効率性指標を従属変数、資本構成等のガバナンス変数を説明変数とする回帰分析により行う。また、分析においては、内部資本市場の効率性を低下させる要因として議論されている投資機会の分散度（Diversity）も考慮する。

(2)セグメントデータは、一つの企業に複数のセグメントが存在するため、本研究で扱うデータは通常のパネルデータにセグメントという階層が加わったデータとなる。このデータを基に、年毎の各企業のデータについて、内部資本市場の効率性、Diversityに関する指標を作成する。このうち、前者については理論研究との整合性を考え、加重平均ベースの投資機会分散度を指標として用いる。他方、内部資本市場の効率性については、内部資本市場のQ-Sensitivity（企業内におけるセグメント毎の規模調整後の投資額と投資機会との相関）などから把握する。

(3)セグメントの把握については、まず日経NEEDSのセグメント情報を日本標準産業分類コードに基づき分類し、分析の基準とするセグメントを定義する。同分類では複数の階層で業種分類がなされているが、本研究では企業が認識しているセグメントが内部資金移動の単位となると考え、企業が報告しているセグメントを一つのセグメントとして用い

る。

4. 研究成果

(1) 資本構成と内部資本市場の関係については、2000年代のプールデータを対象に業種ダミー、年次ダミーを導入した分析では高いレバレッジが内部資本市場の効率性（内部資金配分と投資機会との共分散で計測）に負の影響を及ぼしていることが示唆された。その一方、固定効果を考慮した計測では統計的に有意な傾向が得られなかった。この結果は、資本構成、内部資本市場の効率性ともに企業固有の要因による影響を受けていることを示唆するが、ガバナンスに関する変数は時系列的な変動が小さく固定効果モデルによる推計に適さないという先行研究の議論とも符合する。本研究ではこのような推計上の問題に留意しつつ、先行研究で議論されることが少なかった負債のコスト（内部資本市場の効率性への悪影響）を指摘し、負債のコスト・ベネフィットは投資水準への影響のみでなく、投資の構成も考慮して論じるべきであることを主張している。

(2) 尚、負債と企業の投資行動との関係を分析する上では負債の内生性バイアスに考慮することが必要である。負債水準の選択、投資に関する企業行動はともに経営者の意思決定を反映する変数であり、そのような経営者の私的情報に関する適切なコントロール変数がなければ、偏った推計量になってしまう。このような問題に関し、最近の研究では年金負債の変動によってもたらされる外生的な資本構成の変化に着目した分析が行われている。換言すれば、市場要因による年金債務の変動を外生的な資本構成変動の操作変数として位置づける分析である。本稿でも年金負債を資本構成に関する変数として取り入れ分析した結果、年金負債の増加が内部資本市場の効率性低下に影響を及ぼしうることが示唆された。

(3) また、事業セグメント間の格差は、事業部門長に機会主義的な行動を採らせる可能性があり、彼らの誘因両立制約を満たすために非効率な資金移動が必要となる可能性があるが、本研究においても米国における分析結果と同様に、加重平均ベースの投資機会分散度が内部資本市場の効率性を低下させていることが示唆された。

(4) 他方、本研究では、ガバナンス変数として取締役構成や株主構成に着目した分析も進めている。具体的には、これらの変数が経営者報酬の水準にどのような影響を及ぼすかを検証するとともに、経営者報酬とどのような補完性を持つかについて研究している。

(5) 本稿ではまずコーポレート・ガバナンス変数と経営者報酬の水準との関係について検証し、機関投資家持株比率、支配会社持株比率が経営者報酬と正の相関を持つこと、委員会設置会社ダミーが負の相関を持つことが示された。しかし、このことは必ずしも機関投資家保有比率などが超過報酬をもたらし、委員会設置会社ダミーなどの変数が過剰報酬を抑制していることを意味しない。わが国企業の経営者報酬が安定的で低水準にあることを踏まえると、ローリスク、ローリターンな経営者報酬をハイリスク、ハイリターンなものに移行することはより望ましい経営者報酬に近づく可能性があるからである。

(6) そこでガバナンスによって説明される経営者報酬が事後的な企業パフォーマンスとどのような関係にあるかを分析した結果、内部ガバナンスシステム、外部ガバナンスシステムによって説明される経営者報酬はともに事後的なパフォーマンスと正の相関関係を持つことが示唆された。本稿の分析結果は、経営者報酬の見直しの前に、ボード構造、株式保有構造などのガバナンス改革が必要であることを示唆している。

(7) 本研究ではこれらのガバナンス変数が内部資本市場の効率性に及ぼす影響についても検証を進めている。また、資本構成と内部資本市場に関する論文は学会誌への投稿に向けて、準備を進めている。

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1件）

山本諭、佐々木隆文、コーポレート・ガバナンスと経営者報酬、証券アナリストジャーナル、査読無し、2010年6月号掲載予定。

〔学会発表〕（計0件）

〔図書〕（計0件）

〔産業財産権〕

○出願状況（計0件）

名称：

発明者：

権利者：

種類：

番号：

出願年月日：

国内外の別：

○取得状況（計〇件）

名称：

発明者：

権利者：

種類：

番号：

取得年月日：

国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

6. 研究組織

(1) 研究代表者

佐々木 隆文 (SASAKI TAKAFUMI)

名古屋市立大学・大学院経済学研究科・
准教授

研究者番号：10453078

(2) 研究分担者

()

研究者番号：

(3) 連携研究者

()

研究者番号：