

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成24年 5 月 22 日現在

機関番号：12102

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2009～2011

課題番号：21530291

研究課題名（和文） 行動コーポレート・ファイナンスに関する理論と実証

研究課題名（英文） Theories and Empirical Studies on Behavioral Corporate Finance

研究代表者 辻 爾志 (TSUJI CHIKASHI)

筑波大学・システム情報系・准教授

研究者番号：30367990

研究成果の概要（和文）：

本研究では、近年、文献で整理されつつある米国での理論や定型的事実を踏まえつつ、我が国のデータを用いて、「行動コーポレート・ファイナンス」に関する実証分析を実施した。より具体的には、「行動コーポレート・ファイナンス」の観点からの利益還元政策に関する研究を中心に実証研究を行い、さらに資本構成等のトピックスに関しても既存研究をさらに深く議論する調査・研究も実施し、成果として発表した。

研究成果の概要（英文）：

This study implemented the empirical studies of behavioral corporate finance based on theories and stylized facts recently appeared in the US literature. Our empirical studies were conducted by using the Japanese data, and the results were published in journals. More concretely, we demonstrated the empirical studies mainly on payout policy of the Japanese firms from the viewpoints of behavioral corporate finance. Moreover, we also discussed other topics such as capital structure, and published the results in journals as well.

交付決定額

（金額単位：円）

| | 直接経費 | 間接経費 | 合計 |
|--------|-----------|-----------|-----------|
| 2009年度 | 1,600,000 | 480,000 | 2,080,000 |
| 2010年度 | 1,400,000 | 420,000 | 1,820,000 |
| 2011年度 | 500,000 | 150,000 | 650,000 |
| 年度 | | | |
| 年度 | | | |
| 総計 | 3,500,000 | 1,050,000 | 4,550,000 |

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学、財政学・金融論

キーワード：限定合理性・企業金融・利益還元政策・資本構成

1. 研究開始当初の背景

今回の研究課題である「行動コーポレート・ファイナンスに関する理論と実証」に関

しての研究開始当初の背景は以下のとおりである。

まず、研究開始当初及び現在において、海

外でこの「行動コーポレート・ファイナンス」の研究を行っていることで良く知られているのは、ハーバード大学の経済・経営系の両組織である。

「行動コーポレート・ファイナンス」を研究している同大学の中心人物は、Jeremy Stein、Richard Ruback、Malcolm Baker らで、関連著作がファイナンスや経済学関連のトップ・ジャーナルに出始めたのも近年になってからである。

この「行動コーポレート・ファイナンス」という研究領域は、経済学者及びファイナンス研究者が、心理学分野における関連的基礎事項や実験等により解明された諸事実を柔軟に取り込みながら、まずは、主にファイナンスのインベストメントやアセット・プライシングの分野・領域で、発展を始めた「行動ファイナンス」という研究領域が深く関連する。

この「行動ファイナンス」と従来からのファイナンス分野における重要かつ伝統的な研究領域であるコーポレート・ファイナンスの双方を複合させたものが、「行動コーポレート・ファイナンス」である。

このような発展経緯から、現時点でもそうであるが、研究開始当初は特に、海外でも新しいファイナンス分野の研究領域であったという経緯がある。

一方、我が国の状況を研究開始当初見渡すと、この「行動コーポレート・ファイナンス」に関して、日本でその研究を重点的に試みる研究室や大学等が私の認識する限りでは、特に見当たらない状況であった。

少し具体的な例をあげると、東京大学の経済系では、比較的デリバティブズに関する研究か、ミクロやマクロ等の経済学に関する研究に重点が置かれているようであった。

また、大阪大学にも金融関連の教育・研究

センターが設立されているが、同センターでは、比較的、数理・工学系の色合いが強く、この「行動コーポレート・ファイナンス」は、国内では、特に、当初我が国で未開拓であり、開拓余地の非常に大きな研究テーマであるという状況であった。

以上のような海外での本研究テーマの進展経緯や、国内での研究の状況に鑑みても、学術的に見て、日本において、とりわけ研究開始当初、本研究を迅速かつ着実に推進していく意義が高い状況と認識できた。

このような国内外の状況・背景から、「行動コーポレート・ファイナンスに関する理論と実証」という本研究の申請・着手に至ったものである。

2. 研究の目的

この「行動コーポレート・ファイナンス」に関連する研究全般を考えた場合、関連する研究全体の大きな長期的・最終的研究目標は、米国で提唱された行動ファイナンスに関する理論や提示された定型的事実を踏まえつつ、我が国の企業財務データを用いて実証分析を行った後、この結果を特にコーポレート・ファイナンスの理論研究に還元し、日本独自あるいは全く新しい理論やコンセプトを打ち立てることであった。

しかしながら、今回のこの「行動コーポレート・ファイナンスに関する理論と実証」という研究については、研究期間が3年間であったという関係もあり、研究目標をもう少し絞り込んだ形とした。

即ち、今回の研究課題における研究においては、米国での理論を踏まえた我が国での実証研究により、日本独自の心理構造や行動バイアスに起因する企業財務関係者の行動の状況を実証的に解明し、理論研究への示唆を

得るところまでをその研究目的に設定した。

より具体的には、特に、企業の利益還元政策等に関して、日本で、米国での行動コーポレート・ファイナンスの理論・実証結果が成立するかどうか、を実証的に分析することを主眼とした。

その他、日本企業の資本構成の問題に関しても、より詳細な調査・検討を行うことで、これまでよりもさらに深い議論を学術論文に基づきながら行う、といった事柄も本研究課題の研究目的に含めることとした。

3. 研究の方法

本研究の研究方法としては、それまでに、日本学術振興会からの科学研究費補助金での研究助成のもと、「行動ファイナンスに関する理論と実証」という研究テーマで蓄積してきた行動ファイナンスに関する知識・実績に、最近、Baker et al. (2007) 等で整理されつつある「行動コーポレート・ファイナンス」に関する米国での理論や定型的事実を加味しつつ、日本のデータを用いて、実証分析を丹念に行う方法により研究を進めた。

ファイナンス研究の初期においては、理論分析や理論モデルの開発・改良等が中心であったファイナンスの研究も、現在では、種々のデータが提供されてきていることもあり、特に海外においては、ファイナンスにおける学術研究は、実証研究が中心であるといってもよい状況となっている。

実証分析に際しては、早期にデータ・ベースを構築し、着実な進展に努めた。日本の企業に関する研究であるため、諸データは、日本の企業財務データや株価データ及び基礎的なマクロ経済データ等を利用しつつ、また、データ・ベース的なデータの整理をまずは進めた。

実際の実証分析においては、分析用のアプリケーション・ソフトも整備した。実証分析を確実にを行うためには、使い勝手の良いアプリケーション・ソフトは必須なツールであり、これらも効率的に適宜利用・活用しながら、着実に実証分析を進めるよう努めた。

また、必要に応じ、市場動向や企業財務に関する実践的な知識と感覚を持つ実務家からの情報収集なども行った。

さらに関連するセミナーや研究会が開催される場合には、そのような会合等にも参加し、関連諸情報の情報収集等も積極的に行った。

このようにして、自己が行った分析から得られた実証結果をまずは丁寧に整理し、検討できる形に整えた。

その後、これらの実証分析結果を深く考察し、またその過程においては、日本の市場や企業あるいは制度等の特性と米国での市場や企業あるいは制度等の特性等の差異も考慮に入れた。

最終的には、日本のデータからの実証結果を慎重に議論・検討しながら、学術論文として発表できる成果につなげた。

4. 研究成果

以上のように、米国での先行研究を踏まえて、実証研究を実施した結果、米国で提唱される理論や分析結果とは異なる結果が得られた。

より具体的には、特に、企業の利益還元政策等に関して、日本では、米国での行動コーポレート・ファイナンスの理論・実証結果が必ずしも成立するものではないことが実証的に解明された。

米国では、Malcolm Baker らが、米国企業は、米国の市場参加者の企業配当への需要に

迎合して、その配当を開始あるいは継続すると論文に発表し、主張している。

しかしながら、日本企業においては、その配当政策において、市場参加者や投資家の企業配当への需要の変化に応じて、その配当政策を変更・調整するといった状況は、実証分析結果からは、見て取れなかった。

これらの成果は、学術論文として発表・公開したが、日米で、その企業行動が異なるという状況を示す良い例の一つであると認識できる。

日本企業の財務政策を考えた場合、日本の企業経営者の考え方や性質がその政策に表れるはずであるから、欧米の企業経営者との性質の差異だけを考えても、日米で企業の財務行動に関する結果が異なることを理解するのは難しいこととは思われない。

今後も、以上のような本研究の研究成果を活かし、日本のコーポレート・ファイナンスとその周辺に関して、慎重に分析・考察を継続し、有意義な発見・成果をあげるべく努力していきたく考える。

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)

[雑誌論文] (計 10 件)

- (1) Chikashi TSUJI (2012) A Discussion on the Signaling Hypothesis of Dividend Policy, The Open Business Journal, 5, 1-7. 査読有
DOI:10.2174/1874915101205010001
- (2) Chikashi TSUJI (2011) Exploring the Corporate Dividend Payment Behavior of the Japanese Chemicals Industry Firms, The Open Business Journal, 4, 1-13. 査読有
DOI:10.2174/1874915101104010001
- (3) Chikashi TSUJI (2011) An International Survey of the Evidence on the Pecking Order Theory of Corporate Financing, Business and Economics Research, 1, E1. 査読有
DOI:10.5296/ber.v1i1.952
- (4) Chikashi TSUJI (2011) A Survey of the Trade-off Theory of Corporate Financing, Business and Management Review, 1, 102-107. 査読有
- (5) Chikashi TSUJI (2011) Recent Development of the Agency Theory and Capital Structure, Economics and Finance Review, 1, 94-99. 査読有
- (6) Chikashi TSUJI (2011) A Test of Dividend Policy: The Case of the Japanese Machinery Industry Firms, International Journal of Economics and Finance, 3(3), 119-130.
DOI:10.5539/ijef.v3n3p119 査読有
- (7) Chikashi TSUJI (2011) Do the Japanese Machinery Industry Corporations Cater to the Dividend Demand? Annual Report on the Multi Use Social and Economic Data Bank, 88, 73-88. 査読無
- (8) Chikashi TSUJI (2010) What are the Determinants of Dividend Policy? The Case of the Japanese Electrical Appliances Industry, Business and Economics Journal, Vol.2010, BEJ-9. 査読有,
http://astonjournals.com/manuscripts/Vol2010/BEJ-9_Vol2010.pdf
- (9) Chikashi TSUJI (2010) A Test of the Catering Theory of Dividends: The Case of the Japanese Electric Appliances Industry, Journal of Management Research, 2, E6. 査読有

- (10) Chikashi TSUJI (2010) Testing the Catering Theory of Dividends: The Case of the Japanese Chemicals Industry, Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, 2, 168-184. 査読有

6. 研究組織

(1) 研究代表者

辻 爾志 (TSUJI CHIKASHI)
筑波大学・システム情報系・准教授
研究者番号：30367990

(2) 研究分担者

()

研究者番号：

(3) 連携研究者

()

研究者番号：