

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 27 年 5 月 31 日現在

機関番号：32641

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2012～2014

課題番号：24530341

研究課題名(和文)日米企業の資本構成に関する実証研究

研究課題名(英文)Empirical study of the capital structure of the US and Japanese firms

研究代表者

辻 爾志(TSUJI, Chikashi)

中央大学・経済学部・教授

研究者番号：30367990

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,900,000円

研究成果の概要(和文)：平成24年度から26年度の研究課題である「日米企業の資本構成に関する実証研究」の主要目的は、米国での理論や仮説に照らしつつ、日本企業と米国企業の資本構成の差異や、企業の資本構成と企業のパフォーマンスや株式の所有構造あるいは流動性といった要因との関係を実証的に調査することでした。データを用いた計量的な分析により、本研究は、上記のような事項に関する有意義な実証結果を得るとともに、さらに企業のコーポレート・ソルベンシーの状況と資本構成に関する実証結果や、リーマンショック前後での日本企業の資本構成を含む財務行動に関する実証結果も導出しています。

研究成果の概要(英文)：The main objectives of this research, 'Empirical study of the capital structure of the US and Japanese firms' are investigations of the following issues while referring to some theories and hypotheses developed in the US. This research first empirically examined the differentials of capital structure of the US and Japanese firms, and then investigated the relations between capital structure and corporate performance, capital structure and equity ownership, and capital structure and corporate liquidity. Using firm data and econometric methodology, we obtained several significant results not only on the above issues but also on the relations between corporate solvency and capital structure and the financial behaviors of Japanese firms before and after the US Lehman shock.

研究分野：ファイナンス

キーワード：資本構成 ペッキング・オーダー理論 トレード・オフ理論 コーポレート・ファイナンス 株主構成

1. 研究開始当初の背景

(1) 研究の重要性と海外での研究動向

研究開始当初の本研究課題に関連する国外での研究動向等については、まず米国で、この「企業の資本構成 (Capital Structure)」の問題に強い関心を持ち、最も精力的に研究を行ってきたのは、コーポレート・ファイナンスの分野における権威的存在であるマサチューセッツ工科大学の Stewart Myers 教授です。彼は、「資金調達、資本構成の問題は、コーポレート・ファイナンスの領域の半分を占めている (Myers (2003))」と述べ、その重要性を強調しています。

さらにこの企業の資本構成問題は、コーポレート・ファイナンスの分野で非常に重要な、ハーバード大学の Michael Jensen 教授らが提唱したエージェンシー問題 (Jensen (1986)、Jensen/Meckling (1976)) と関連が強く、極めて重要な研究トピックスです。

本研究開始当初、この企業の資本構成の問題については、米国では、新しい追加的な実証研究も見られるような状況でした。例えば、企業の資本構成問題の3つの主要理論 (仮説) であるペッキング・オーダー理論、トレード・オフ理論及びマーケット・タイミング理論の3つを包括的に実証的に新たに検討する研究や、企業の流動性を新たな視点として織り込み、この資本構成問題を再検討する研究等が本研究課題の採択時点で進展している状況でした。

(2) 国内における状況

他方、日本にも、金融・ファイナンスの分野で著名な研究拠点が幾つか存在しますが、それらの研究拠点の研究の中心は、デリバティブズ市場に関する研究であったり、数理ファイナンスとその応用等といった理工系中心の色彩が非常に強いものであったりといった状況でした。よってこの研究を開始した当初、上記のように伝統的にかつ重要性が高く、また新しい研究の進展がみられる企業の資本構成の問題に関しては、日本でその研究を重点的に試みる研究拠点等が見当たらない状況でした。

以上から、海外での進展状況や種々の周辺状況・背景・経緯に鑑みて、学術的に見て、日本において、本研究を推進する意義が極めて高いと認識できる状況でした。

2. 研究の目的

本研究の目的は、米国で議論が進展しているコーポレート・ファイナンス分野における企業の資本構成問題を、主として3つの切り口から、日米両国の企業財務データを用いて実証的に分析し、その実際の状況を明らかにすることでした。

3つの切り口とは、第一に、企業の資本構成の問題において重要なペッキング・オーダー理論、トレード・オフ理論及びマーケット・タイミング理論の3つの理論 (仮説) を

包括的に検討している米国での先行研究を参考に、日本のデータを用いて実証研究を実施するというものでした。

第二の切り口は、流動性要因を新たな視点として織り込み資本構成の問題を再検討している米国における先行研究を参考に、さらにこれに企業パフォーマンス (企業価値) との関係性を考慮しながら独自に実証研究を行い、日米企業に関する状況を明らかにするというものでした。

第三の切り口は、エージェンシー理論を踏まえ、株式の所有構造と企業価値との関係を分析している米国の先行研究を参考に、さらにこれに、企業の資本構成との関係をも考慮しつつ独自に実証研究を行い、日米企業の状況を明らかにするというものでした。

以上のような新しい切り口を軸に、丁寧に実証研究を行うことにより、米国企業と日本企業における財務政策上の特色や財務行動の傾向を明らかにし、また米国における標準ファイナンス理論が予測するところとの整合性や、それとの差異を確認することが本研究の目的でした。

これらにより、我が国企業の発展のためにどのような政策上の方針や配慮が有効なのか、また、上記のような3つの軸から今後の研究の発展性がどのように考えられるのか、といった事項を検討・考察することも本研究が研究期間内に企図・想定するところでありました。

3. 研究の方法

初年度の平成 24 年度においては、早期の研究体制・基盤確立の必要性から、主要設備として、高性能なアプリケーション・ソフトの使用に十分に耐えうる機能性に優れたデスク・トップ・パソコンを準備し、着実に実証研究を開始しました。また、分析に必要な種々のデータを順序良く整備するとともに、分析のためのアプリケーション・ソフトも準備し、着実に実証分析を進めました。

より具体的には、まずは、日本企業の資本構成の状況をペッキング・オーダー理論、トレード・オフ理論及びマーケット・タイミング理論の観点から明らかにすべく、データと計量的手法を用いて、これに関する実証研究に着手しました。

次に、次年度は、流動性要因を新たな視点として織り込み資本構成の問題を再検討している先行研究を参考に、さらにこれに企業パフォーマンス (企業価値) との関係性を考慮しながら、データと計量的手法を用いて独自に実証研究を進めました。

その後、既述のように、エージェンシー理論を踏まえ、株式の所有構造と企業価値との関係を分析している先行研究を参考に、さらにこれに、企業の資本構成との関係をも考慮しつつ、データと計量的手法を用いて独自に実証研究を推進しました。なお、各年度で上記の中心的トピックスからさらに踏み込ん

だ発展的研究が可能な場合は、それらも随時実施しました。

4. 研究成果

(1) 平成 24 年度

先述のとおり、初年度の平成 24 年度は、米国における包括的な先行研究等を参考に、複数の理論や仮説を踏まえつつ、日本企業の資本構成の状況を明らかにすべく、実証研究を推進しました。

その結果、以下のような有意義な成果が得られました。即ち、第一には、日本の企業の収益性とその資本構成との関係を一定程度明らかにできたことが挙げられます。また、第二には、当初の計画からさらに踏み込み、日本企業におけるコーポレート・ソルベンシーの状況と資本構成との関係を一定程度明らかにできたことが挙げられます。コーポレート・ソルベンシーと企業の資本構成との関係は、特に、従来にない新しい研究成果となっており、意義深いものであると考えられます。

(2) 平成 25 年度

平成 25 年度は、継続的に実施した日本企業の資本構成に関する実証研究からの成果を複数の論文にとりまとめ公刊しました。

より具体的な新たな成果としては、第一に、日本企業の業種別の資本構成の概観・調査を現実のデータを用いて実施し、その状況を包括的にとりまとめ、提示しました。

第二には、企業の資本構成と株主の株式所有構造に関する議論を踏まえつつ、日本企業における株式所有の状況と株式リターンとの関係に関する実証結果を提示しました。

加えて、さらに踏み込んで、日本企業における流動性と資本構成とその企業パフォーマンスとの関係に関する実証結果も提示しました。

上記のように、平成 25 年度は、当初計画よりも少し進んだ形で研究を実施することができ、最終年度への良好な橋渡しができたと考えられます。

(3) 平成 26 年度と総括

平成 26 年度は、まずは、米国企業の資本構成の問題を中心に据えながら、これを含む形で米国企業における財務比率の推移に関する問題を実証的に検討・考察しました。次に、日米企業の資本構成の問題を核としつつ、日米企業の資金調達の全体的な状況に関する実証的検討も実施しました。

加えて、日本企業の資本構成の問題を中心に据えつつ、リーマンショックの前後の期間での負債比率等の比較や、当該ショックの前後で日本企業の収益性がどのように時系列的に変化したのか、といった事項、さらには、リーマンショックの前後で日本企業の財務行動全般がどのように時系列的に変化したのか、といった問題も実証的に検討・考察し

ました。

上記のような研究は、日米における実際の状況を現実のデータを用いて実証的に明らかにしている点や、上述のとおり、資本構成の問題を核としながら、それに付随あるいはそこから派生・関連する複数の重要な問題を検討しているという点で意義深いと考えられます。

このように、最終年度である平成 26 年度に、上記のように、本研究が広がりを見せるような成果が複数得られたことは非常に有意義であり、今後もこれを機会に、さらに関連研究を進展させていきたいと考えております。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 11 件)

[1] Chikashi Tsuji (2015) Financial Behavior of the Japanese Firms: Before and After the US Lehman Shock. Archives of Business Research, 3, 13-19. DOI:10.14738/abr.32.1011 (査読有)

[2] Chikashi Tsuji (2015) How Did the Profitability of the Japanese Firms Change? Before, During, and After the Lehman Shock in the US. Business and Management Research, 4, 74-82. DOI:10.5430/bmr.v4n1p74 (査読有)

[3] Chikashi Tsuji (2014) An Empirical Comparison of the Corporate Financing Behavior: The Case Study of the Major US and Japanese Firms in the Electrical-related Industries. International Finance and Banking, 1, 18-29. DOI:10.5296/ifb.v1i2.6696 (査読有)

[4] Chikashi Tsuji (2014) Exploring the Financial Ratios: The Case Study of the Famed Chemical Industry Firms in the US. Case Studies in Business and Management, 1, 11-21. DOI:10.5296/csbn.v1i2.6434 (査読有)

[5] Chikashi Tsuji (2014) Capital Structure, Turnover, and Stock Return: The Case of the Firms in the Nikkei 225. Journal of Management and Sustainability, 4, 84-95. DOI:10.5539/jms.v4n1p84 (査読有)

[6] Chikashi Tsuji (2014) Equity Ownership and Capital Structure: Evidence from the Firms in the Nikkei 225 Stock Index. International Journal of Economics and Finance, 6, 55-63. DOI:10.5539/ijef.v6n3p55 (査読有)

[7] Chikashi Tsuji (2014) An Overview of the Corporate Capital Structure in the Industries at the Tokyo Stock Exchange. International Business Research, 7, 100-112. DOI: 10.5539/ibr.v7n2p100 (査読有)

[8] Chikashi Tsuji (2013) Corporate Solvency

and Capital Structure: The Case of the Electric Appliances Industry Firms of the Tokyo Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 5, 46-54. DOI:10.5539/ijef.v5n6p46 (査読有)

[9] Chikashi Tsuji (2013) An Investigation of Comprehensive Income and Firm Performance: The Case of the Electric Appliances Industry of the Tokyo Stock Exchange. *Accounting and Finance Research*, 2, 29-35. DOI:10.5430/afr.v2n2p29 (査読有)

[10] Chikashi Tsuji (2013) Corporate Profitability and Capital Structure: The Case of the Machinery Industry Firms of the Tokyo Stock Exchange. *International Journal of Business Administration*, 4, 14-21. DOI:10.5430/ijba.v4n3p14 (査読有)

[11] Chikashi Tsuji (2013) The Market Valuation Hypothesis of Dividend Policy: New Evidence from Japan. *Research in Applied Economics*, 5, 54-76. DOI:10.5296/rae.v5i1.3412 (査読有)

6 . 研究組織

(1)研究代表者

辻 爾志 (TSUJI, Chikashi)

中央大学・経済学部・教授

研究者番号 : 30367990