

# 企業財務に対するサーベイ・アプローチ —日本企業へのサーベイ調査の経験を踏まえて—

花 枝 英 樹

## I はじめに

少なくとも企業財務の分野では、以前はサーベイ調査に基づく論文は、主要な専門誌に掲載されず、一段低い論文と見なされる傾向があった。それが、Graham and Harvey (2001) による米国企業を対象にした設備投資、資本コスト、資本構成に関するサーベイ調査に基づく論文が、ファイナンスの著名な専門誌のひとつである *Journal of Financial Economics* に掲載されて以降、状況が変わったと言ってよい。J. Graham と C. Harvey が中心となって行った企業財務と会計に関するサーベイ調査は、上記を含め3つの論文に分けて米国の有力誌に掲載され、Graham and Harvey (2001) と Brav et al. (2005) は “Jensen Prize for the best corporate finance paper” を受賞し、Graham, Harvey and Rajgopal (2005) は米国会計学会から “2006 Notable Contribution to Accounting Literature Award” を得た。その後も J. Graham らのグループによるサーベイ調査に基づく論文が専門誌に掲載され続けており、大量のアーカイバル・データが利用可能となった今、サーベイ調査が見直されつつある<sup>1)</sup>。

---

1) J. Graham らのグループによるサーベイ調査には、Ben-David, Graham and Harvey (2013), Bodnar et al. (2011), Brav et al. (2005), Campello et al. (2011), Campello, Graham and Harvey (2010), Dichev et al. (2013), Graham and Harvey (2001), Graham, Harvey and Puri (2011), Graham, Harvey and Puri (2013), Graham, Harvey and Rajgopal (2005) がある。その他として、Jagannathan, Meier and Tarhan (2011), Lins, Servaes

大量のアーカイバル・データをもとにした実証分析は今後も企業財務研究の主流であり続けるであろうが、その中でサーベイ調査はアーカイバル調査を補完する重要な役割を果たしていくと考えられる。本稿では、われわれ研究グループが日本の上場企業を対象に行った企業財務のサーベイ調査の経験を織り込みながら、サーベイ調査アプローチの特徴、役割等をまとめていきたい<sup>2)</sup>。

## II 実証分析に対する3つのアプローチ

### 1. アーカイバル調査

実証分析の方法としては、アーカイバル調査、ケース分析、サーベイ調査の3つがある。以下で、簡単にそれぞれの方法の特徴を長所と短所を含めて簡単にまとめておく。

まず、アーカイバル調査 (archival research) は、特定の理論に基づいて仮説を設定し、たくさんの公表データから統計的に仮説を検証するという調査である。大量の公開財務データや株式投資収益率データを用いた多変量回帰分析で、企業財務を含めたファイナンスの実証分析では最もよく用いられており、一般的な方法といってよい。大量データを用いるので、クロスセクショナル的、あるいは時系列的に様々なデータがとられ、統計的な検証力が強いという利点がある。特に、企業財務の実証分析では、公表財務数値や株式投資収益率のデータ・ベースが利用可能であり、様々な計量経済学的手法を用いて、仮説の検証が行いやすい。

しかし、仮説を実証するための変数として代理変数を用いることが多いが、代理変数が得られなかったり、適切でない代理変数が用いられてしまうとといった、変数の特定化 (variable specification) に問題を抱えることが起こること

---

and Tufano (2010), Servaes, Tamayo and Tufano (2009) がある。

2) われわれグループによるサーベイ調査には、須田・花枝 (2008)、芹田・花枝 (2007)、芹田・花枝 (2012)、芹田・花枝 (2013)、芹田・花枝・佐々木 (2011)、花枝・胥・鈴木 (2010)、花枝・芹田 (2008)、花枝・芹田 (2013)、Hanaeda and Serita (2013)、Serita and Xu (2011) がある。

がある。また、仮説の妥当性の峻別の問題もある。例えば、配当政策の仮説のひとつとしてペッキングオーダー仮説とフリーキャッシュフロー仮説があるが、両仮説とも負債比率と配当との間にはマイナスの関係が想定されている。このようなとき、被説明変数として配当の多寡を示す変数を、説明変数のひとつとして負債比率を用いた回帰分析の結果、負債比率の係数が有意にマイナスになった場合、どちらの仮説が妥当するのかを識別できない。さらに、財務政策や財務意思決定に際して重視している目標や意思決定者の動機といった点の解明が難しいことや、目標や動機、重要度を直接聞くと言った質的な質問 (qualitative question) を尋ねることが出来ない問題もある。

## 2. ケース分析

大量のデータを用いるアーカイバル調査の対極にあるのが、ケース・スタディである。ある特定の企業を対象に分析するもので、経営組織論や戦略論などの経営学の分野ではよく用いられている方法である。有名な例としては、A. Chandler (1962) による『Strategy and Structure』がある。同著は、外部環境や戦略の変化に対応して、企業が如何に組織構造の変革を行ったかそのプロセスを、デュボン、ゼネラルモーターズ、スタンダード石油ニュージャージー、シアーズ・ローバックの4社の詳細なケース分析から明らかにしたものである。経営財務分野でのケース分析としては、National Products Corporation というひとつの会社内部での投資決定プロセスを詳細に調べた、Bower (1970) による書籍が有名である。実際に企業内部で重要な意思決定がどのように行われているのかを調べるのには、ケース分析は有効であろう。

Chandler (1962) の事例分析は、その後、O. Williamson によって、分権的複数事業部制組織の生成の一般的命題として理論化されたが、常に、ケース分析で得られた知見が、仮説なり理論として一般化できるとは限らないという問題点がある。また、社内資料や書簡の利用に制限がある場合には、企業の内部情報を入手するのが困難になるという問題もある。そのため、clinical study として専門雑誌にときどき掲載されるが、企業財務の分野では、ケー

ス分析はあまり一般的ではない。

### 3. サーベイ調査

実証分析に対する3番目のアプローチがサーベイ調査 (survey research) による分析である。ある意味では、アーカイバル調査とケース分析の中間に位置すると言ってよいだろう<sup>3)</sup>。

サーベイ調査の長所としては、つぎのようなことが挙げられる。まず第1に、サーベイ調査では、ある財務政策、財務意思決定についての財務担当責任者の考え方、意識を質的な質問の形で直接問うことができる点である。例えば、負債調達に際して、「財務柔軟性 (いざという時に備えて、負債調達余力を残しておく)」をどの程度重視しているかを、「まったく重要でない」から「非常に重要」までをゼロから4までの5段階のどれかで答えてもらうことによって、企業の財務柔軟性に対する考え方、意識を知ることができる。

別の例として、利益調整の例がある (Graham, Harvey and Rajgopal (2005)、須田・花枝 (2008))。経営者が企業価値を犠牲にしてまで報告利益を調整するか否かは、アーカイバル調査の場合、幾多の代理変数を用いて迂回的に分析することになる。しかし、サーベイ調査によれば、企業価値を犠牲にしてまで報告利益を調整するか否かを直接聞くことによって、その回答を経営者から直接引き出すことができる。サーベイ調査の場合、代理変数を使用する必要はなく、直接的でかつ広範囲に及ぶ調査が可能となる。

さらに、通常のアーカイバル調査、特に、大量データを用いた計量経済学的分析では、変数間の因果関係が理論と整合的であるか否かによって、その理論の妥当性がチェックされるが、必ずしも理論が前提とする企業の目的、経営者の動機、目標の現実妥当性は十分には検討されない。しかし、サーベイ調査では、実際の経営者の動機、目標も質問可能であり、理論が前提とす

---

3) Baker, Singleton and Veit (2011) は、企業投資意思決定、資本構成、資金調達、ペイアウト政策、財務リスク管理といった企業財務のさまざまな領域に関するサーベイ調査結果を、米国とそれ以外の国を含めて展望的に紹介している。

る動機、目標と実際との違いも明らかにすることができる。

このように、質問票を用いて経営者の考えを直接聞くサーベイ調査は、アーカイバル調査を補完する有力な分析手法である。サーベイ調査によれば、特定の理論が実務と整合しているか否かを知ることができ、あるいは複数の理論について、実務と整合している程度を比較することが可能となる。またサーベイ調査を通じて、新しい代理変数が得られたり、既存の代理変数について優先順位をつけることができるだろう。さらに、アーカイバル調査で観察された行動パターンと全く異なる行動パターンが、サーベイ調査で明らかになる場合もある (Graham, Harvey and Rajgopal (2005), p. 8)。このように、既存の理論が現実にも当てはまるかの検証、及びそれに基づく理論の修正が可能となる。

サーベイ調査によって、企業の考え方、意識と整合的な新しい理論の開発が行われた著名な例として、配当政策に関するリントナーモデルがある。Lintner (1956) は、今から半世紀も前に、アメリカ企業28社に対するインタビュー調査 (サーベイ調査の一部と考えられている) から、配当政策に関してつぎのような行動仮説を提唱した。第1の仮説は、企業は利益の一定割合を配当に振り向けるという意味で、目標とする配当性向を持っているというものである。第2の仮説は、企業は目標配当性向を持っているが、利益の変動にあわせて瞬時に配当額を調整せず、配当の調整は時間的ラグを伴って行われるというものである。

サーベイ調査には以上述べたような長所がある一方で、問題点もある。サーベイ・アプローチの問題点の第1は nonresponse bias (非回答バイアス) である。これは、回答した企業群が母集団を代表していない問題である。non-response bias が生ずる2つの大きな理由は、回答率が低いために回答企業が母集団を代表していない場合と、ある程度の回答率が確保されても回答企業にさまざまな意味で偏りがあり母集団を代表しない場合である。

その他の問題点としては、(1)経営者の考え方が反映されるだけであり、必ずしもそれに従った行動がなされているとは限らない、(2)質問票に対する回

答が経営者の真の考え方を示しているとは限らず、いわば通説に従った回答を提示したにすぎない場合がある、あるいは、望ましくない行動をとることを正直に回答したがない可能性がある、(3)経営者が質問内容を誤解して回答している場合がある (Graham, Harvey and Rajgopal (2005)、p. 9)、という問題点を忘れてはならない。

### Ⅲ 企業財務に対するサーベイ調査の方法

#### 1. 質問票のデザイン

サーベイ調査での質問は大きく3つのタイプに分けることができる。第1が回答者や会社の属性を聞く質問である。第2が過去の財務政策や決定に関して聞く質問である。第3が中心的な質問で、企業財務の理論や仮説の妥当性を調べる質問である。

第1の回答者や会社の属性に関する質問としては、以下のような質問が考えられる。回答者の属性については、年齢、所属部署、現在の職位、学歴、財務政策決定（例えば、資金調達、配当政策、財務リスク管理）に関わった経験の有無、などがある。会社の属性に関しては、売上高、総資産などの規模、従業員数、業種、利益額、PER 等の様々な財務指標・財務比率、などがある。

第2の過去の財務政策や決定に関する質問に関しては、当該サーベイ調査の主要テーマに関連して、過去の財務政策について質問する形式のものである。例えば、ペイアウト政策のサーベイ調査であれば、過去に自社株買いをしたことがあるか否かを問う質問がこの例である。M&Aに関するサーベイ調査であれば、M&Aの実施の有無や回数の質問がある。また、現金保有や流動性管理のサーベイ調査では、コミットメントライン設定の有無の質問がある。これに関連した質問として、われわれのサーベイ調査では、毎回、「貴社の株価は現在、市場でどのように評価されていると考えますか。該当する番号に○をして下さい。」という質問を設けて、(1)かなり過小評価、(2)少し過小評価、(3)正しく評価、(4)少し過大評価、(5)かなり過大評価、(6)わか

らない、の中から、ひとつ選択してもらう質問を設けている。

第3の質問は、当該サーベイ調査がテーマとする財務政策に関しての仮説や理論の妥当性を検証するために設けられる質問で、質問票の中で最も重要な部分となる。質問の形式から3つのタイプに分けることができる。最初が、あるステートメントや命題にどの程度同意するか否かの質問である。つぎが、あるステートメントや命題がどの程度、自社にとって重要かの質問である。最後が、ある事柄について、最も当てはまるものをひとつ選択してもらう質問や、優先順位をつけてもらう質問である。

同意する程度や重要度の程度を聞く質問では、いくつかの段階からひとつを選択させる、マルチプル選択問題が一般的である。例えば、同意の程度を聞く質問なら、つぎのような5段階の中からひとつを選択してもらうような質問である。-2 = 全くそう思わない、-1 = そう思わない、0 = どちらとも言えない、+1 = そう思う、+2 = 強くそう思う。同様に、重要性の程度を聞く質問では、つぎの5段階からひとつを選択してもらう質問である。-2 = 全く重要ではない、-1 = あまり重要ではない、0 = どちらとも言えない、+1 = なかり重要、+2 = 非常に重要。

表1にわれわれが行ったM&Aに関するサーベイ調査（花枝・胥・鈴木（2010）参照）から、具体的な質問の例が示されている。表1のパネルAは、敵対的買収に関する肯定的あるいは否定的なステートメントにどの程度同意するかを問うことによって、敵対的買収に関してどのような考え方、意識を持っているかを調べる質問である。パネルBは、敵対的買収防止策としてどのような手段を重視しているかを問う質問である。パネルCは、ある事柄について、最も当てはまるものをひとつ選択してもらう質問、あるいは優先順位をつけてもらう質問の例である。

サーベイ調査の質問票のデザインでつぎに問題になるのが、会社や回答者の名前を聞かない匿名にするか、会社や回答者の名前を書いてもらう非匿名にするかの問題である。匿名のメリットは、会社名や回答者名を伏せることによって、サーベイ調査への回答が増加し、また、本当のことを言ってもら

表1 サーベイ調査の質問例

パネルA：同意の程度を聞く質問

問. 貴社が仮に敵対的買収に遭遇したとして、以下の考え方についてどのように思われるか伺います。該当するところに○印をしてください。

	全くそう思わない		どちらともいえない		強くそう思う
	-2	-1	0	1	2
1. 株の売抜けで短期的利益を得ようとするのが目的であり許せない					
2. 従業員の利益を株主へ移転することになり、士気低下を招く					
3. 一般株主の利益を犠牲にすることになる					
4. 会社が切り売りされることになる					
5. 顧客・供給先の利益を損なう					
6. 短期の株価を気にし、長期的視野に立った経営が損なわれる					
7. 緊張感をもたらすということで評価する					

パネルB：重要性の程度を聞く質問

問. 貴社は敵対的買収への備えとして、以下の対策をどの程度重要視しますか。該当するところに○印をしてください。

	全く重視しない		どちらともいえない		非常に重視する
	-2	-1	0	1	2
1. 無議決権優先株などの種類株を導入する					
2. 事前警告型防衛策（新株予約権の無償割当）を導入する					
3. 株式持合いを拡大する					
4. 取引金融機関等へ新株予約権付社債を割り当てる					
5. 個人株主を増やして株式保有の集中を防ぐ					
6. IRを充実する					
7. 増配による株主利益還元					
8. 自社株買いによる株主利益還元					



- |                         |  |  |  |  |  |
|-------------------------|--|--|--|--|--|
| 9. 取締役の定員枠を削減する         |  |  |  |  |  |
| 10. 授権株式数を増やす           |  |  |  |  |  |
| 11. スーパー・マジョリティ条項を導入する  |  |  |  |  |  |
| 12. 業績改善により高い株価を達成・維持する |  |  |  |  |  |
| 13. 社外取締役を導入する          |  |  |  |  |  |
| 14. MBO で非上場にする         |  |  |  |  |  |

パネルC 当てはまる項目の選択

問. 貴社が株式持合いなど親密関係にある会社に対して他社による敵対的買収行為がなされたとき、貴社はどのように行動しますか。該当する□にレ点をしてください。

1. 保有株式の売却について
  - どの状況でも売却しない
  - 状況次第で売却する
  - どちらも言えない
2. 委任状合戦が行われる際の対応について
  - 常に経営者側（被買収会社）に投票する
  - 状況次第で買収側に投票する
  - どちらともいえない

（出所）『日本企業のM&Aに関する調査』による。質問票と個別質問の単純集計結果は、「中央大学総合政策学部・花枝英樹研究室」<http://www.fps.chuo-u.ac.jp/~hanaeda/questionnaire.html> を、分析結果は花枝・胥・鈴木（2010）を参照せよ。

える可能性も高まる。いずれにしろ、非回答バイアスを低下できる効果がある。そのため、匿名がサーベイ調査で一般的なようであるが、われわれのサーベイ調査ではあえて、会社名を書いてもらう非匿名のサーベイ調査を行った。それは、非匿名には別のメリットがあると考えられるからである。大きなメリットは、会社名が明らかになることによって、公表されている財務データなどと、回答結果を組み合わせた分析が可能となる点である。もちろん、原理的には、匿名のサーベイ調査でも、回答企業の財務データに絡んだ質問を

付け加えることによって、必要な財務情報を獲得することは可能である。しかし、その場合には、質問数が大幅に増加し、全体の回答必要時間が増加し、回答企業数が減るというマイナス効果が生ずる危険性がある。

## 2. 実施と回収

サーベイ調査の実施に関しては、調査対象の抽出方法と実施方法が問題となる。国勢調査などの大がかりな調査では、母集団の傾向を的確に反映するように如何に標本を抽出するかが問題となり、さまざまな標本抽出法が考えられてきた。企業財務のサーベイ調査では、調査の対象企業をどこまで絞るかが問題となる。日本に限定しても会社数は株式会社だけでも250万社近くに達する。上場企業だけに限定するのか、非上場企業も含めるのか、含めるとしてどのような基準で非上場企業を選ぶかといった問題である。

対象企業を決めたとしてつぎに問題になるのは、サーベイ調査の対象者である。財務に関連するサーベイ調査なので、本来であれば、例えば財務担当取締役などの財務担当最高責任者（CFO）に直接、回答してもらえばそれが一番望ましい。しかし、CFO 宛に直接、郵送などしても多忙な CFO が回答してくれる可能性は低いかもしれない。そもそも、CFO に調査用紙などが届かない可能性も高い。さらに、問題になるのは、財務部門が経理や会計業務が主で、財務に関わる意思決定を経営企画などの部門が担当している場合があり得ることである。あるいは、外部からの郵便物は全て最初に IR 部門などでチェックされた後で、各部署に振り分けられる可能性もある。そこで、われわれのサーベイ調査では、宛先を会社名のつぎに「財務／経営企画担当部門責任者殿」あるいは、「財務／経営企画／IR 担当部門責任者殿」といった表現を用いた。

つぎに、サーベイ調査の実施に際して実際に質問票を送る方法としては、郵送、ファックス、電話、eメールなどがある。郵送の場合には、印刷代や郵送料などの費用がかかる。全上場企業に送るとなると結構な金額になる。これに対して、eメールなどであればこれらの費用を抑えることができる。

表2 過去のサーベイ調査

調査名	実施時期	回収率
株価と企業財務に関する実態調査	2003年2月～3月	21.9%
企業の利益分配に関する実態調査	2006年5月～6月	17.3%
上場企業の財務報告に関する実態調査	2007年9月	15.9%
日本企業のM&Aに関する調査	2008年7月～8月	13.8%
企業の財務政策（ペイアウト政策および株式分割）に関する機関投資家の意識調査	2009年11月	22.1%
企業の投資政策に関するアンケート調査	2011年7月	6.2%
財務リスク・マネジメントに関する企業の意識調査	2012年9月	12.9%
資金調達・現金保有に関する企業の意識調査	2013年9月	9.2%

しかし、eメール等の場合には、メールアドレスをどこにするか、アドレスをどのように知るかといった問題や、安全対策上、eメールの受け取りを拒否される可能性が高いといった問題がある。

回収に関しては、回収率を如何に高めるかが問題となる。回収率の高低に影響を及ぼす要因にはさまざまなものが考えられる。回収率を高める方法として、決算期末を除くなど財務部門が忙しくない時期を選んだり、回答に要す時間を20分前後に抑えるなど質問の数を制限することや、回答がしやすいように明快な質問文にするなどの質問表の工夫が必要になってくる。さらに、締切日の直前や直後に催促状を送り、回答を促すことも有効な手段となる。対象企業を増やせば回答企業数は増えるかもしれないが、通常は、回収率は低下する危険性がある。

表2に過去のわれわれのサーベイ調査の回収率が示されている。われわれのサーベイ調査は毎回、全上場企業（ただし、銀行、保険会社、証券会社等の金融関連企業を含んだ場合と除いた場合がある）を対象にし、質問用紙を郵送する形式である。質問に要する時間、答えやすい質問・テーマであるか否か、調査の季節的な時期などの違いのため、過去に行ったサーベイ調査の回収率はそれぞれ異なっている。しかし、だいたい20%台から10%前後といったところに集中している。ただし、2011年7月に実施した『企業の投資政策に関するアンケート調査』では、回収率が6.2%と他の調査の回収率よりか

なり低いが、東日本大震災の直後に行ったことがその理由のひとつと考えられる。なお、2003年から2013年に渡った8回のサーベイ調査のそれぞれの質問票の内容と個別質問の単純集計結果は、「中央大学総合政策学部・花枝英樹研究室」<http://www.fps.chuo-u.ac.jp/~hanaeda/questionnaire.html> に掲載されている。

### 3. 分析方法

#### 3.1 サンプルとユニバースの分布の比較

質問票を回収し、データの入力が終わり、整理されたデータを用いて分析を行う最初のステップとして、まず行わなくてはならないことは、集められたサンプル企業が母集団から偏りがなく集められ、非回答バイアスがないサンプルであることをチェックすることである。これには、回答締切日までに回答した企業と、遅れて回答した企業を比べ、違いがないかどうかチェックする方法がある。遅れて回答した企業は、無回答企業と似通っているとすれば、回答締切日までに回答した企業と、遅れて回答した企業を比べることは、通常の場合と非回答企業を比べることになり、非回答バイアスのチェックになるというわけである。しかし、より一般的な方法は、ユニバースとサンプル企業の分布の比較を行う方法である (Serita (2007)、p.106 参照)。

表3にユニバースとサンプル企業の比較の例が載っている。上場区分や業種では、ユニバースとサンプル企業それぞれの分布の相対度数が示され、両者の間で特に大きな違いがないかどうかチェックされている。一方、株式時価総額、売上高、実績 PER、PBR、実績配当利回りについては、ユニバースとサンプル企業それぞれの平均値とメディアンが示され、特に大きな違いがないかどうかチェックされている。

#### 3.2 回答者の属性のチェック

分析のつぎのステップとして、回答者の属性のチェックから回答者が回答するに相応しい人であるかどうかの確認を行う必要がある。すでに述べたよ

表3 ユニバースとサンプル企業の比較の例

① 上場区分

	相対度数	
	ユニバース	サンプル
東証一部	49.1%	45.2%
東証その他	13.6%	17.1%
大証	5.1%	5.9%
名証	3.3%	2.9%
福証・札証	1.9%	1.5%
ジャスダック	27.1%	27.4%
合計	100.0%	100.0%

② 業種（東証大分類の10業種）

業種	相対度数	
	ユニバース	サンプル
水産・農林業	0.3%	0.0%
鉱業	0.2%	0.9%
建設業	5.0%	5.6%
製造業	44.8%	49.1%
電気・ガス業	0.7%	0.5%
運輸・通信業	13.2%	9.3%
商業	20.5%	21.5%
金融・保険業	1.7%	1.4%
不動産業	3.4%	3.3%
サービス業	10.0%	8.4%
合計	100.0%	100.0%

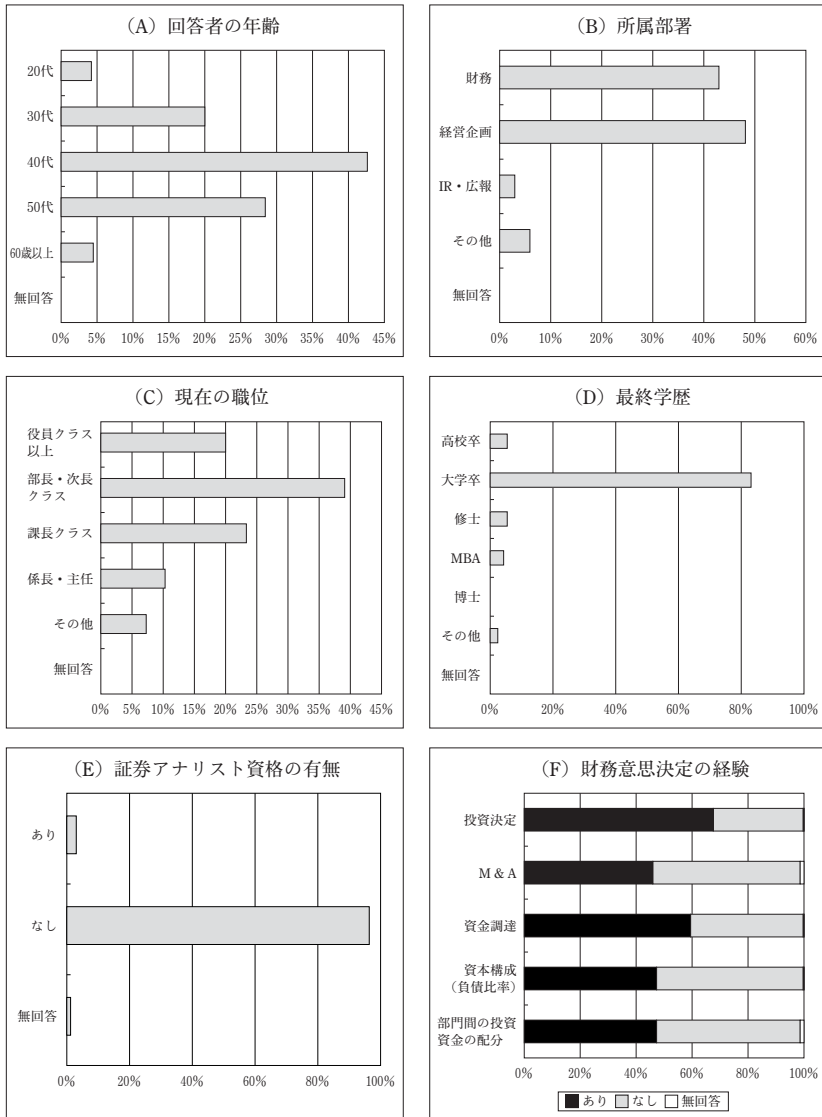
		ユニバース	サンプル
		③ 株式時価総額（億円）	平均
	メディアン	82	104
④ 売上高（億円）	平均	1,810	2,885
	メディアン	267	388
⑤ 実績 PER	メディアン	11.6	12.1
⑥ PBR	平均	1.31	1.39
	メディアン	0.78	0.84
⑦ 実績配当利回り（%）	平均	2.1	2.1
	メディアン	2.0	2.1

（注）花枝・芹田（2013）の表1より引用。

うに、企業財務に関するサーベイ調査では、企業の財務意思決定に関わる責任のある財務最高責任者（CFO）に答えてもらうのが一番望ましい。しかし、必ずしも、財務最高責任者が答えるとは限らないので、回答者の属性のチェックをする必要が出てくる。

図1は、回答者の属性のチェックの例である。年齢、所属部署、現在の職位、最終学歴、財務意思決定の経験の有無などの分布が調べられている。また、このときの調査では、証券アナリスト資格の有無も質問の一部になっていた。この例では、年齢は40代が最も多く、30代から50代で約9割を占めている。所属部署は質問票の送付先の通りに、財務部と経営企画に二分され、

図1 回答者の属性チェックの例



(注) 花枝・芹田 (2013) の図1より引用。

約9割を占める。現在の職位は、役員クラスと部長・次長クラスを含めた中堅管理職以上の職位が約6割を占めている。財務上の意思決定に関わった経験として、投資決定に関わった人が約2/3、資金調達でも過半数を占めている。M&A、資本構成、部門間の投資資金配分についても半数近くが経験を持っている。以上のことから、このサーベイ調査の回答者は、全体的に見ると所属企業の財務意思決定に対する考え方を尋ねるに当たり、「財務／経営企画担当部門 責任者」として所属企業を十分に代表していると考えられる。

### 3.3 サーベイ・データによる経営財務の理論や仮説の検証

つぎが、サーベイ調査の主要な目的である、サーベイデータを用いた経営財務の理論や仮説の検証の仕方についてである。分析方法は大きく3つに大別できる。第1が平均得点による分析、第2が回答結果のクロス分析、第3が回答結果と企業の財務データなどの公開データを組み合わせた多変量回帰分析である。

第1の平均得点による分析は、「賛成」、「反対」あるいは「重要」、「重要でない」などの両極端の考え方を含む複数の選択肢から選択してもらい、その平均尺度を用いるものである。例えば、つぎのような5段階の間隔尺度が用いられた場合、各回答者の回答得点の単純平均を求め、単純平均得点が統計的に有意に0と異なるか否かを検定することによって、仮説の検証を行う。-2 = 全くそう思わない、-1 = そう思わない、0 = どちらとも言えない、+1 = そう思う、+2 = 強くそう思う。

表4には、平均得点や5段階の回答の割合などによる分析例が示されている。配当政策に関しては、配当の硬直性ということがよく指摘されるが、同表では、実際の企業での考え方、意識はどうかを調べている（花枝・芹田（2008））。まず、「1株当たり配当額を低下させないことは、どの程度重要だと考えますか」という質問に対して、「かなり重要」が64.0%、「非常に重要」が20.2%で、両者を合計すると84.3%を占める。それに対して、「重

表 4 平均得点による分析例

	平均得点	重要	重要でない
問10 1株当たり配当額を低下させないことは、どの程度重要か	0.99**	84.3%	4.5%
		現金配当	
問 5 配当の決定要因	平均得点	重要	重要でない
(1)当期純利益の一時的な変化	0.20**	44.4%	31.9%
(2)当期純利益の長期的に維持可能な変化	1.06**	79.8%	4.8%
(3)当面使途の決まっていない余剰資金	0.01	27.5%	25.4%
(4)同業他社の配当政策	-0.18**	28.4%	35.6%
(5)配当およびキャピタルゲインに対する税制	0.12**	32.7%	21.0%
(6)既存株主の要求	0.64**	59.2%	4.8%
(7)外部資金調達コスト	0.10**	26.9%	21.0%
(8)過去の配当政策と整合性を維持	0.77**	69.3%	7.0%
(9)株主資本が過剰になるのを抑える	-0.06	23.3%	25.7%
(10)自社内での有利な投資機会の存在	0.14**	31.7%	21.1%
(11)敵対的買収の対象企業になることの防止	0.39**	46.5%	13.4%

(注)「得点」は平均得点、「重要」は「かなり重要」と「非常に重要」の割合の合計、「重要でない」は「全く重要でない」と「重要でない」の割合の合計、\*は5%、\*\*は1%で平均得点が有意にゼロと異なる、を表す。

(出所) 上段は花枝・芹田(2008)、p.140、表5を一部抜粋  
下段は花枝・芹田(2008)、p.139、表2を一部抜粋

要でない」の割合は4.5%どまりである。平均得点で見ても0.99と非常に高く、ゼロとは1%水準で有意に違いがある。つぎに、利益の変化と配当政策の関係を見てみると、「(2)当期純利益の長期的に維持可能な変化は、配当の決定に重要である」の平均得点は1.06である。「重要でない」の割合が4.8%と低いのにに対して、「重要」の割合は79.8%に達し、非常に高いパーセントである。それに対して、「(1)当期純利益の一時的な変化は配当の決定に重要である」の平均得点は0.20で、「重要」の割合は44.4%である。「重要でない」の割合31.9%に比べて高い。また、「(4)過去の配当政策と整合性を維持」の平均得点は0.77で、重視する割合が69.3%である。この割合は、「(2)当期純利益の長期的に維持可能な変化」について高い割合である。過去の配当政策



を維持しようとする企業が多いことが分かる。これら4つの結果から、わが国企業では、多少の利益減では配当を低下させず、配当削減を忌避する傾向があることが分かる。また、利益の増加に対しても、一時的な利益増ではなく、長期的に増益を持続することが確信できたときに初めて増配することが分かる。いずれにしろ、現在のわが国企業もリントナーの時代と同じように、配当政策は硬直的で保守的に決められていることがこのサーベイ調査から明らかになった。

2番目の分析方法である回答結果のクロス分析は、2つのタイプに分けることができる。ひとつが、企業属性の違いによる回答結果の相違を分析するもので、表5に例が示されている。表5は、敵対的買収防止策としてペイアウト政策をどの程度企業が重視しているかを見たものである（花枝・胥・鈴木（2010））。回答全企業をトービンのQとフリーキャッシュフローの大小によって、低q・低フリーキャッシュフロー企業、低q・高フリーキャッシュフロー企業、高q・低フリーキャッシュフロー企業、高q・高フリーキャッシュフロー企業の4つに分類し、これらの企業の間での利益還元に対する意識の違いを調べた。結果を見ると、低Qかつ高フリーキャッシュフロー企業（(a)欄）の平均得点0.74は、低Qかつ低フリーキャッシュフロー企業

表5 企業属性の違いによるクロス分析

		Low TobinQ× High CFflow(a)	Low TobinQ× Low CFflow(b)	t 値 (a)-(b)	High TobinQ× High CFflow(c)	t 値 (a)-(c)	High TobinQ× Low CFflow(d)	t 値 (a)-(d)
増配による株主利益還元	平均得点	0.74 ***	0.58 ***	1.86 *	0.83 ***	-0.93	0.68 ***	0.51
	標本数	105	179		153		79	

(注) TobinQの高低とキャッシュフローの大小でサンプルを4つに分割し、敵対的買収に対する備えとしての利益還元意識の平均得点を算定している。TobinQ=(株式時価総額+負債総額(簿価))/総資本(簿価)、CFflow=(純利益+減価償却費-年間配当総額)/総資産。TobinQはTobinQの値が1を基準に、CFflowは中央値を基準にそれぞれ2つのグループに分けている。t値はLow TobinQ×High CFflowのサンプルとその他のサンプル群の平均得点の差の検定を行った検定値である。\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1, 5, 10%で平均得点が有意にゼロと異なること、または平均得点に有意な差があることを表している。

(出所) 花枝・胥・鈴木（2010）、p.92、表11より一部抜粋

表 6 回答間のクロス分析

		問 4 高株価企業ほど優良企業だ			合計
		思う	思わない	どちらともいえない	
問11-1 株式分割によって株価 をある範囲に収めるべきか	思う	88社(18.5%)	18社(24.7%)	33社(15.7%)	139社
	思わない	388社(81.5%)	55社(75.3%)	117社(84.3%)	620社
	合計	476社(100%)	73社(100%)	210社(100%)	759社

(注) パーセント数値は、「高株価企業ほど優良企業だ」と「思う」、「思わない」、「どちらともいえない」と答えた企業グループ内で、問11-1に「思う」、「思わない」と答えた企業の割合(出所) 芹田・花枝(2007)、p. 74、表13の一部を抜粋

((b)欄)の平均得点0.58より有意に高い。つまり、低Q企業に限定してみると、低フリーキャッシュフロー企業よりも高フリーキャッシュフロー企業の方が、敵対的買収への備えとして「増配による株主利益還元」を重視している。この結果は、企業価値が低く、余剰資金を抱えている企業ほど、敵対的買収の危険性に晒されているので、敵対的買収防止策としての利益還元を重視するというフリーキャッシュフロー仮説と整合的な結果である<sup>4)</sup>。

もうひとつのタイプのクロス分析は、サーベイ調査の質問間の関係を調べるもので、表6に例が示されている。絶対的株価水準に対する意識の違いが、株式分割によって株価をある範囲に収めるべきかどうかに関する考え方に影響を及ぼしているかどうかを調べたものである(芹田・花枝(2007))。

芹田・花枝(2007)では、絶対的株価水準に対する企業の意識、考え方を調べるために、「問4 わが国の株式市場では、時価総額が同じであっても高株価企業ほど優良企業と見なされる傾向があると思いますか」という質問をした。選択肢は、(1)思う、(2)思わない、(3)どちらともいえない、の3つからひとつを選んでもらうものである。結果は、「(1)思う」が476社なのに対し、「(2)思わない」が73社、「(3)どちらともいえない」が210社で、高株価企業ほど優良企業と見なされる傾向があると考えている企業が多いことが分かる。同じサーベイ調査の別の質問として、つぎのような株式分割に関する質問を

4) 表5の左欄の「増配による株主利益還元」は、表1のパネルBの「7. 増配による株主利益還元」に対応している。

している。「問11-1 米国では株価がある水準を超えたら株式を分割する習慣がありますが、貴社では株式分割によって、株価をある範囲に収めるべきだと思いますか」。選択肢は、(1)思う、(2)思わない、のどちらかを選んでもらうものである。結果は、「(1)思う」が139社、「(2)思わない」が620社で、株価をある範囲に収めるために株式分割を行うという意識は、圧倒的に少ない。以上の両者の質問のクロス集計を示したのが表6である。

「高株価ほど優良企業だ」と「思う」企業476社の中では、「株式分割によって株価をある範囲に収めるべき」と「思わない」企業が81.5%（388社）と大多数を占めている。それに対して、「高株価ほど優良企業だ」と「思わない」企業73社の中では、「株式分割によって株価をある範囲に収めるべき」と「思わない」企業が75.3%（55社）と割合が低下している。つまり、絶対的株価水準に対する意識の違いが、株式分割に影響を及ぼしていることが分かる。

第3の分析方法として、回答結果と財務データなどの公開データを組み合わせた分析がある。個々の回答企業とその企業の財務データをつき合わせた分析を行うためには、回答の際に会社名を記入してもらう非匿名形式のサーベイ調査である必要がある。既に第Ⅲ節1で述べたように、匿名、非匿名には一長一短があるが、われわれグループのサーベイ調査では、非匿名型のサーベイ調査なので、この分析が可能である。表7には、この分析例として財務意思決定の権限委譲の決定要因分析が示されている（花枝・芹田（2013））。

サーベイ調査では、「経営陣による以下の財務上の意思決定は、貴社では実質的にだれがどのように関わっていますか。以下の表にある5段階「1～5」の内の該当する□にチェック☑を入れて下さい」と尋ねた。財務上の意思決定としては、(1)資本構成、(2)ペイアウト政策（配当・自社株買い）、(3)設備投資、(4)R & D 投資、(5)部門間の投資資金の配分、(6)M & A、の6つを取り上げ、それぞれについて、+1（社長が単独で決定）+2、+3（社長と他のメンバーが平等な立場で決定）、+4、+5（社長が別の人に全て権限委譲）までの5段階から1つを選択させている。

表7 サーベイ回答結果と財務データを組み合わせた分析例

説明変数	予想符号	(5)投資資金の配分	(6)M & A
定数項		-0.355 (-0.30)	0.512 (0.44)
LSALES	+	0.109 ** (2.37)	0.053 (1.17)
CEOTENU	-	-0.006 (-0.58)	-0.026 ** (-2.49)
VCIND10Y	-	-1.020 (-0.44)	-1.506 (-0.66)
CEOSHR	-	-0.024 *** (-3.00)	-0.001 (-0.10)
PBR	+	0.028 (0.56)	0.011 (0.22)
DERATIO	+ or -	0.000 (-0.01)	0.016 (0.73)
サンプル数		204	204
Log Likelihood		-207.482	-204.586
Pseudo R <sup>2</sup>		0.12	0.06

(注) 上段は係数を、下段括弧内は t 値を表す。\*\*\* は 1%, \*\* は 5%, \* は 10%水準で有意。

LSALES: 売上高の対数, CEOTENU: 社長の在職年数,

VCIND10Y: 所属業種の売上高変動係数。CEOSHR: CEO の持株比率, PBR: PBR, DERATIO: 負債比率。

(出所) 花枝・芹田 (2013)、表 5 の一部を抜粋

それぞれの財務意思決定の権限委譲の程度を示す 1 (=社長が単独で決定) から 5 (=社長が別の人にすべて権限委譲) までの序列を示す離散値を被説明変数とし、企業特性を表すさまざまな変数を説明変数とする順序プロビット分析を行うことによって、この序列に影響を与える要因の分析を行った結果が、表 7 に示されている。ただし、表 7 には、(5)部門間の投資資金の配分と、(6)M & A の権限委譲に関する結果だけが抜粋されている。

例えば、いくつかの説明変数の符号や統計的有意性を見てみよう。まず、売上高の対数 (LSALES) に関しては、(5)投資資金の配分の意思決定で、LSALES の係数が有意でプラスである。(6)M & A の意思決定でも、有意性

は低いプラスとなっている。これらの結果は、企業規模が拡大し組織の複雑性が増すにつれ、特に、(5)投資資金の配分といった投資政策の意思決定では、事業部門の判断を尊重するなど権限委譲が進むことを示唆している。それに対して、(6)M & A に関して統計的に有意でないのは、M & A に関する意思決定は規模に関係なくトップ経営陣が意思決定しており、規模にあまり影響されないことを示唆している。

トップ経営陣の知識や経験の代理変数として、社長の在職期間 (CEOTENU) を用いた結果では、両方の意思決定権限で係数の符号はマイナスで、特に、(6)M & A に関しては統計的に有意であった。社長の在職期間が長くなり、社長の知識や経験が増すほど権限委譲が弱まるという結果が得られた。

通常のアークाइバル調査では、大量の公開財務データや株式投資収益率データのみを用いた多変量回帰分析が行われる。その場合の公開データは、企業行動の結果を示すデータであったり、企業行動の結果もたらされた成果を示すデータである。しかし、サーベイ調査では、公開データ以外に、企業側の目標や考え方、意識を表すサーベイ回答データも組み合わせて、仮説を検証できる利点がある。

(筆者は中央大学総合政策学部教授・一橋大学名誉教授)

[付記] 本研究について、日本学術振興会科学研究費補助金 (基盤研究 (B) 研究課題番号24330124) の援助を得た。

#### 引用文献

- Baker, H. K., J. C. Singleton, and E. T. Veit (2011), *Survey Research in Corporate Finance: Bridging the Gap between Theory and Practice*, Oxford University Press.
- Ben-David, I., J. Graham, and C. Harvey (2013), "Managerial Miscalibration," *Quarterly Journal of Economics* 128(4), 1547-1584.
- Bodnar, G., J. Graham, C. Harvey, and R. Marston (2011), "Managing Risk Management," Working Paper.
- Bower, J. (1970), *Managing the Resource Allocation Process: A Study of Corporate Planning and Investment*, Richard D. Irwin.
- Brav, A., J. Graham, C. Harvey, and R. Michaely (2005), "Payout Policy in the 21st Century,"

- Journal of Financial Economics* 77(3), 483-527.
- Campello, M., E. Giambona, J. Graham, and C. Harvey (2011), "Liquidity Management and Corporate Investment during a Financial Crisis," *Review of Financial Studies* 24(6), 1944-1979.
- Campello, M., J. Graham, and C. Harvey (2010), "The Real Effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis," *Journal of Financial Economics* 97(3), 470-487.
- Chandler, A. (1962), *Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise*, The MIT Press (有賀裕子訳『組織は戦略に従う』ダイヤモンド社).
- Dichev, I., J. Graham, C. Harvey, and S. Rajgopal, (2013), "Earnings Quality: Evidence from the Field," *Journal of Accounting and Economics* 56(2-3), Supplement 1, 1-33.
- Graham, J., and C. Harvey (2001), "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field," *Journal of Financial Economics* 60(2-3), 187-243.
- Graham, J., C. Harvey, and M. Puri (2011), "Capital Allocation and Delegation of Decision-Making Authority within Firms," *NBER Working Paper Series, No. 17370*.
- Graham, J., C. Harvey, and M. Puri (2013), "Managerial Attitudes and Corporate Actions," *Journal of Financial Economics* 109(1), 103-121.
- Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal (2005), "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting," *Journal of Accounting and Economics* 40(1-3), 3-73.
- Hanaeda, H., and T. Serita (2013), "Capital Budgeting Practice: Evidence from Japan," Social Science Research Network eLibrary, <http://ssrn.com/abstract=2312264>
- Jagannathan, R., I. Meier, and V. Tarhan (2011), "The Cross-Section of Hurdle Rates for Capital Budgeting: An Empirical Analysis of Survey Data," *NBER Working Paper* 16770.
- Lins, K., H. Servaes, and P. Tufano (2010), "What Drives Corporate Liquidity? An International Survey of Cash Holdings and Lines of Credit," *Journal of Financial Economics* 98(1), 160-176.
- Lintner, J. (1956), "Distribution of Income of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," *American Economic Review* 46(2), 97-113.
- Serita, T. (2008), "On Survey Analysis in Corporate Finance," *Journal of International Economic Studies* 22, 97-111.
- Serita, T., and P. Xu (2011), "Managerial Attitudes Toward to Market Valuations," Social Science Research Network eLibrary, <http://ssrn.com/abstract=1913580>
- Servaes, H., A. Tamayo, and P. Tufano (2009), "The Theory and Practice of Corporate Risk Management," *Journal of Applied Corporate Finance* 21(4), 60-78.
- 須田一幸・花枝英樹 (2008) 「日本企業の財務報告—サーベイ調査による分析」『証券アナリストジャーナル』第46巻第5号、51-69頁。
- 芹田敏夫・花枝英樹 (2007) 「わが国企業の株価認識と財務行動—サーベイ・データにもとづく実証分析—」『現代ファイナンス』第21巻、55-79頁。
- 芹田敏夫・花枝英樹 (2012) 「日本企業が用いる投資評価手法とハードルレート：サーベ

- イ調査に基づく実証分析」『日本ファイナンス学会第20回大会予稿集』.
- 芹田敏夫・花枝英樹（2013）「日本企業の財務リスク・マネジメント：サーベイ調査に基づく実証研究」『日本ファイナンス学会第21回大会予稿集』.
- 芹田敏夫・花枝英樹・佐々木隆文（2011）「日本企業のペイアウト政策と株式分割—機関投資家へのサーベイ調査による実証分析—」『経営財務研究』第31巻第1号、2-25頁.
- 花枝英樹・胥鵬・鈴木健嗣（2010）「日本企業のM&A戦略—サーベイ調査による分析—」『現代ファイナンス』第28巻、69-100頁.
- 花枝英樹・芹田敏夫（2008）「日本企業の配当政策・自社株買い—サーベイ・データによる検証—」『現代ファイナンス』第24巻、129-160頁.
- 花枝英樹・芹田敏夫（2013）「財務意思決定の権限委譲と投資資金配分—サーベイ調査による分析—」『現代ファイナンス』第34巻、53-82頁.