

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 29 年 8 月 14 日現在

機関番号：24402

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2014～2016

課題番号：26380468

研究課題名（和文）企業の研究開発投資における財務スラックの価値に関する実証研究

研究課題名（英文）Value of financial slack for companies who invest R&amp;D aggressively

## 研究代表者

宮川 壽夫（MIYAGAWA, Hisao）

大阪市立大学・大学院経営学研究科・教授

研究者番号：30584049

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,700,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、コーポレート・ファイナンス理論を背景とした企業の財務的意思決定に関する実証研究である。研究の成果として、第一に、日本企業を対象に財務流動性と財務弾力性をメジャーメントとした企業分類を行うデータベースを構築したこと、第二に、企業の増資行動が株価に与える影響に対して新たな仮説を検証したこと、第三に、無形資産が企業の競争優位性を確保できるという現代企業の戦略的意思決定の現実を説明することができたこと、である。

研究成果の概要（英文）：Our goal of this study is to make clear the hypothesis that companies who have financial liquidity and financial elasticity can increase their corporate value because they can afford to invest human capital. First, we constructed a database of financial data of Japanese companies focused on financial liquidity and financial elasticity. Second we demonstrated a new empirical study that a capital increase is not necessarily bad news for stock pricing. Finally, we suggested that companies who invest human capital aggressively can have competitive advantages.

研究分野：コーポレートファイナンス

キーワード：企業価値 人的資本 財務弾力性 財務流動性

## 1. 研究開始当初の背景

本研究は、コーポレート・ファイナンス理論を背景とした企業の財務的意思決定に関する実証研究である。研究の目的は、イノベーションを目指す研究開発型企業において、財務的余裕 (financial slack) すなわち高い現金保有という「財務流動性」および高い自己資本比率維持という「財務弾力性」がイノベーションを実現する上で価値を創出し、結果として企業価値拡大の予見性を高める、という仮説を多角的に検証することにある。エージェンシー理論や情報の非対称性理論を論拠とした従来型の企業行動に対して批判的な立場を採ることによって、無形資産が競争優位となる現代企業の財務的意思決定の現実を説明するところに本研究の特徴が存在する。

これまで筆者は、配当政策をモチーフとし、人的資本の投入が経営能力や企業の競争的資産を形成することから利益連動型配当が必ずしも企業価値に寄与しないことを明らかにしてきた (H23~H25 基盤研究 C)。本研究はこれを発展させ、利益配分の前段階における企業の財務構成と保有資産に着目すると同時に、配分された後の資源の創造性という側面に着目を行う。重要な点は、分析対象である現代企業が人的資本や技術力など無形資産を競争優位としていると捉えるところである。

企業の財務的意思決定と企業価値との関係には膨大な蓄積があり、コーポレート・ファイナンス分野における一大研究領域を形成してきた。しかし、これらの研究蓄積を前提としつつも、本研究では次の三点の相い補う問いがまだもって未解明の状態であり、新たな実証研究が待たれると考えている。すなわち、

学術的に注目を集めている企業の財務的余裕 (財務スラック financial slack) の価値は、現代のように無形資産を競争力とする企業の財務的意思決定をどこまで説明できるのか。

実務的にも大きな課題となっているコーポレート・ガバナンスは、株主と経営者の特性を通じて企業の財務的意思決定にどこまで経済的影響を及ぼすのか。

従来、株主と経営者の利害調整の結果として資源の効率的配分に注目してきたコーポレート・ファイナンス理論は、配分後の資源の価値創造までを説明することができるのか。

以上の三点に対応した実証結果を統合することで、資本構成理論だけではなく、無形資産の競争力がもたらす株主と経営者のダイナミックな関係性、配分資源の価値創造性という観点からコーポレート・ファイナンス

の理論体系に貢献する新たな知見を得ることを目指してきた。

## 2. 研究の目的

本研究が明らかにする仮説は、大きく三つの観点からアプローチを行い、このことが研究の目的となる。

第一に無形資産を競争優位とする研究開発型企業は、株主がその競争優位を評価する結果、財務流動性と財務弾力性による企業価値の低下 (Jensen(1986)) を回避し、財務スラックが有効機能するという観点。第二に、株主の投資スタイルと株主構成によって企業のガバナンス評価に個別の影響を与える結果、財務スラックが容認されるという観点。第三に、研究開発の投資プロジェクトを事前評価と事後評価の2軸によって評価した場合、企業のイノベーションに対して財務的意思決定が影響を与えるという観点である。以下三つの観点について詳細を説明する。

無形資産と財務スラックがもたらす価値との関係

資本構成と企業価値が独立であるとしたMM理論に対して、株主と経営者の利害衝突によるエージェンシーコストの発生 (Jensen & Meclling(1976)) という考え方から、これまで学術的にも実務的にも企業の現金保有、過少レバレッジ、配当の粘着性が理論化され、企業価値に対して否定的に捉えられてきた。一方、予期せぬ投資機会や将来の利益ボラティリティに対するセーフガードとして財務スラックに価値があるとの考え方が、ペッキングオーダー理論 (Myers & Majluf(1984)) によって示唆され、近年、財務的柔軟性という観点から具体的な理論化の試みが行われている (DeAngelo & DeAngelo(2007))。

しかし、全ての企業が必ずしも予期せぬ投資機会や将来の利益ボラティリティへのセーフガードを必要としないことは明らかである。そこで、人的資本や技術力といった企業の無形資産に着目し、無形資産が競争優位の源泉となっている企業では財務スラック理論が有効に機能するとの考え方を実証的に示すことが本研究最大のテーマとなる。本研究の試みは現代企業の財務及び事業特性を捉えることによって学術的実務的要請に答えようとするものである。

コーポレート・ガバナンスと財務スラックの関係

本研究とガバナンスとの関係は株主構成、特に外国人株主と金融機関を中心に展開する。このような外部ガバナンスのフレームワークは H25 までの基盤研究 C 並びに宮川 (2013) を踏襲するものであるが、本研究では機関投資家データベースによる株主分類を精緻化することになる。

近年、日本では社外取締役の制度化をめぐって内部ガバナンスのあり方がホット 이슈となっているが、Berglof & Protti (1997) で主張されたように株式の相互持合いは企業の競争力にとって合理性を持つことが考えられる。しかし、あくまで持合いが大株主間の相互監視として機能するという説明であって、株主特性と企業特性に及んだ実証は未解決として残されている。本研究では、財務スラックをモチーフとし、投資家の投資スタイルと企業の競争資源という視点から企業の財務的意思決定に及ぼすガバナンスの経済的影響を明らかにする。

#### 資源配分後の価値創造

本研究の最もチャレンジングな点は、これまで別個に分析されてきた資金調達すなわち資本構成、現金保有すなわち資産構成、事業投資と利益配分というサイクルを独立した事象と捉えるのではなく相互依存するとの前提に立ち、最終的な資源配分後の価値創造に及んだ分析を行うことにある。具体的には、研究開発投資の成果を事前評価と事後評価の2軸で表現し、例えば事前評価が低く、事後評価が高かったものをイノベーションと定義した場合、当該研究開発型企業は、いかなるガバナンスの元で自由度の高い財務的意思決定を行えるのかという問いに挑む予定であった。ただしパイロットケースを収集し、今後メジャメントを特定することは可能と考える。

### 3. 研究の方法

本研究は国内上場企業を対象とし、企業財務、株主構成、株価に関するデータを用いて仮説検証を行うことによってその目的を達成する。

したがって、文献レビュー、データ収集、データベース構築、統計ソフトによる実証分析というフェーズを踏み、さらに企業と投資家への大規模なインタビューを実施することによって仮説の理論構築と必要に応じた仮説の修正作業を行うというプロセスで進めてきた。研究プロセスは大きく以下三つのフェーズに分類することができる。

- (1) 財務スラックの役割とメジャメント
- (2) コーポレート・ガバナンス、株主構成と財務スラックの関係
- (3) 研究開発投資とイノベーション効果

### 4. 研究成果

本研究が目指したことは、イノベーションを目指す研究開発型企業において、財務的余裕 (financial slack) すなわち高い現金保有という「財務流動性 (financial liquidity)」および高い自己資本 (equity

capital) 比率維持という「財務弾力性 (financial elasticity)」がイノベーションを実現する上で価値を創出し、結果として企業価値拡大の予見性を高める、という仮説を多角的に検証するところにあった。

研究の成果として、第一に、日本企業を対象に財務流動性と財務弾力性をメジャメントとした企業分類を行うデータベースを構築したこと、第二に、企業の増資行動が株価に与える影響に関するデータベースを構築し、従来増資が株価に対してネガティブな反応を示すとの知見に対して、批判的な仮説を立て、長期的に株価が回復する企業の理論的背景を明らかにしたこと、第三に、エージェンシー理論や情報の非対称性理論を論拠とした従来型の企業行動に対して批判的な立場を採ることによって、無形資産を活用した企業が競争優位性を確保できるという現代企業の戦略的意思決定の現実を説明することができたこと、である。

さらに研究の副産物として、財務的意思決定を広い範囲にとらえ、企業が導入する株主優待制度を材料に、なぜ株主サービスを行うかという企業の意思決定を明らかにしたことにも意義があった。また、本研究の成果を応用して1冊の著書にまとめて出版できたことも大きな成果である。

これまでコーポレート・ファイナンス理論が対象としてきたのは、経済主体間の利害調整の末に実現される「資源配分の効率性」という経済現象の理解にあった。本研究が目指した最も大きな貢献は、「配分の対象となった資源」自体が事後に創造する価値に及んだ分析を行うことにあった。そのために企業の財務的意思決定を縦糸に、財務スラック、ガバナンス、研究開発投資という三本の横糸を織り込むことによって具体的なフレームワークを構成してきた。その結果、株主と経営者による交渉の末に意思決定される財務的企業行動を適切に行うための科学的根拠を提供することになる。

このことはコーポレート・ファイナンスの理論体系に貢献する新たな知見を提供し、学問的意義ばかりではなく実務的意義も大きいと考えている。

### 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 2件)

①宮川壽夫、株主価値と一株当たり利益の誤解、ジャパニーズインベスター、92巻、査読無、2017、52-53

②宮川壽夫、PBR1倍の非対称性に見える日本企業の低ROE問題、証券アナリストジャーナル

ル、53 卷 第 6 号、査読有、2015、28-38

〔学会発表〕（計 2 件）

①宮川壽夫、野瀬義明、伊藤彰敏、株主優待が株価にもたらす独自効果、日本経営財務研究学会、2016 年 8 月 9 日、武蔵大学（東京都練馬区）

②宮川壽夫、野瀬義明、伊藤彰敏、株主優待は企業からのギフトか、日本証券経済学会、2015 年 11 月 7 日、山口大学（山口県山口市）

〔図書〕（計 1 件）

①宮川壽夫、中央経済社、企業価値の神秘～コーポレートファイナンス理論の思考回路、2016、249

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

宮川壽夫 (MIYAGAWA, Hisao)  
大阪市立大学大学院経営学研究科  
教授  
研究者番号：30584049

### (2) 研究分担者

( )

研究者番号：