

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 29 年 6 月 20 日現在

機関番号：22301

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2014～2016

課題番号：26380612

研究課題名(和文) 人的資本情報と併用方式による企業価値に関する実証研究

研究課題名(英文) An empirical study on human capital information and combining valuation

研究代表者

平井 裕久 (HIRAI, Hirohisa)

高崎経済大学・経済学部・教授

研究者番号：40399019

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 2,100,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、M&Aにおいて、DCF法、類似企業比較法(マルチプル法)、および市場株価法などを併用した企業価値評価モデルだけでは説明できない部分に関して、他の情報が補完的にどの程度有用であるのか明らかにすることを目的としている。この結果から、M&Aにおける価値評価はもちろん、非上場企業の株式価値評価や株式買取請求権の行使などにより生じる裁判所における価値評価などで有用な価値評価モデルを得ることができる。

研究成果の概要(英文)：Some aspects of M&A cannot be explained simply by corporate valuation models that use a combination of DCF analysis, the multiple method, and the market price method: we intend to reveal how useful other kinds of information can be in explaining these aspects in a complementary role. The obtained valuation models were useful not only for M&A valuation applications, but also in settings such as stock valuation for non-listed companies, and for cases of valuation in courtroom that occur due to shareholders exercising their right to buy and sell company stock.

研究分野：会計学

キーワード：企業価値評価 併用方式 人的資源

1. 研究開始当初の背景

投資家、銀行、経営者、アナリスト、課税当局、裁判所などは、継続的に株式価値評価をおこなう必要に迫られている。理論的にもっとも優れていると言われる株主価値評価方法は、割引キャッシュ・フロー法（DCF法）である。しかし、不確実性がない状況においてはその実行は容易であるが、現実の不確実な状況においては、将来キャッシュ・フローや資本コストを推定する際に困難が伴うため、必ずしもDCF法による推定値がもっとも正確になるとは限らず、また、さまざまな評価方法はそれぞれ利点と欠点を有することから、一つによらず複数の評価方法が用いられているのが現状である。実務においては、DCF法とともにマルチプル法など複数の方法を同時に用いる併用法が利用されることも多く、例えばアナリストが行っている方法はたいていアドホックであり、理論的なフレームワークがあるわけではなく、実務で一般に行われているのは、異なる価値評価額を加重平均することである。このように併用法に、実務家は非常に大きな関心を持っていると言えるが、その一方でアカデミックな文献ではこの方法を取り上げているものは決して多くはない。その中で、平井・椎葉(2010)では、企業評価における併用方式のモデル展開およびその有用性について明らかにしている。

一方、企業評価において補完的な情報となりうる、企業価値の創出に影響を与える要因としては、これまで多くの研究が累積されており、様々なものが考えられよう。近年では、インタangibleズに係る研究が多くなされてきているが、図1にあるように、インタangibleズには、人的資本、情報資本、組織資本の分類がなされることがある。企業における労働環境などによる業績への影響が言われる昨今、特に人的資本に関しては、企業価値を説明する補完的な情報となり得るものである。

人的資本	戦略のプロセスを実行するために必要となる人材 (その人材が持つスキルやナレッジ)
情報資本	戦略を実行するためのデータベースや 情報システムなどのITインフラやアプリケーション
組織資本	組織文化やリーダーシップ、チームワークなど

図1 intangibles : 無形資産
(引用 : Kaplan and Norton[2004])

例えば、Kaplan and Norton(1996)のバランス・スコアカードにおいては、4つの視点のうちの1つである「人材と変革の視点」において、企業価値を創出するにあたりインタangibleズの活用が必要であるとされ、その中でも、特に人的資本に関わるインタangibleズの有効活用が重要であり、その結果が成果を生み、業績(企業価値)へと繋がると考えられる(図2)。

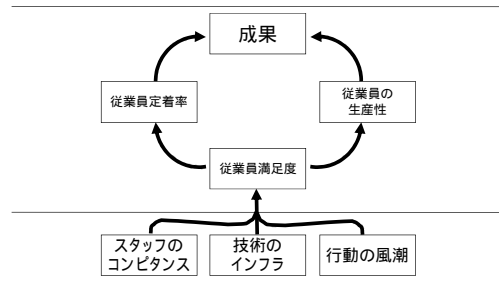


図2 人材と変革の視点における業績評価のフレームワーク
(引用 : 吉川[2011])

企業価値に対する人的資本に関する情報がいかなる影響を与えているのかについては、次のような先行研究がある。Edmans(2007)では、従業員満足度と株価の価値関連性を、またLajili and Zeghal(2006)では従業員の生産性を表すMP指標と株価の価値関連性について明らかにしている。

2. 研究の目的

本研究では、複数の価値要素を加重平均して価値評価を行っているYee(2008)のモデルを参考にして、複数の価値評価額のいずれに大きなウェイトがおかれて買付価格が決まっているかを推定する。複数の価値評価額のいずれに大きなウェイトがおかれるのか、また企業規模やアドバイザーの違いによりその影響はどのようなものなのか精査し明らかにすることで、より優れた価値評価額の算定が可能となる。そして、このモデルの補完的な情報として従業員満足度・従業員定着率・従業員の生産性に係る情報と企業価値の関連性を明らかにすることで、併用方式モデルの拡張型が得られ、より精緻な価値評価モデルによる企業価値の算定が可能となる。このことは、併用方式で説明しきれないインタangibleズに係る価値を明らかにすることとなり、財務数値のみによらない、すなわち定性的情報を考慮した企業価値評価が期待できる。

本研究では、公開買付の際に提出が義務付けられている『公開買付届出書』からデータの収集をおこない、それぞれの評価方法による評価額と最終的な買付価格との関係を検証する。一方でインタangibleズ、特に人的資本に係る情報が企業価値に与える影響を明らかにする事で、財務数値として認識されない企業価値の構成要素についても明らかにできる。これらのことから、M&Aにおける価値評価はもちろん、非上場企業の株式価値評価や、株式買取請求権の行使などにより生じる裁判所における価値評価など、幅広い局面においてベンチマークとして利用できる価値評価方法を得ることができると期待できる。また、人的資本のインタangibleズ

と企業価値の価値関連性が明らかになれば、明確な人的資本の重要性も示され、これら人的資本情報を含むCSR情報の開示を進めることで、現在の雇用問題に対して有益な情報を与える事ができるであろう。

<引用文献>

Edmans, A. (2011) Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices, *Journal of Financial Economics*, Vol. 101, pp. 621-640

Kaplan, R. S. and D. P. Norton (1996) *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*, Harvard Business School Press (日本語訳 吉川武男, 『バランス・スコアカード 戦略経営への変革』生産性出版, 2011年)

Kenton K. Yee. (2008). "A Bayesian Framework for Combining Valuation Estimates," *Review of Quantitative Finance and Accounting* 30, pp. 339-354

Lajili, K. and D. Zeghal (2006) Market Performance Impacts of Human Capital disclosures, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 25, No. 2, pp. 171-194

平井裕久, 後藤晃範「株式市場における生産性指標を用いた人的資本情報の評価に関する分析」年報経営分析研究, Vol. 29, 2013
平井裕久, 椎葉淳「併用方式による企業価値評価：加重平均におけるウェイトの問題に焦点を当てて」原価計算研究, Vol. 34, No. 2, 2010

3. 研究の方法

研究目的が、M&A、特に公開買付の際の企業価値評価において、割引キャッシュ・フロー法、類似企業比較法、および市場株価法などを併用した企業価値評価モデルで説明できない部分に関して、人的資本に係る情報による価値関連性について明らかにする。そのため、まずM&Aに関する事例を精査する。並行して、M&Aに関する内容を含んだデータセットをより充実したものとして作成する。市販データでの企業情報だけでなく、ホームページや株主説明会資料などで公表されている情報についても、特に従業員(労務)に関する情報を中心に収集を行い、これらを利用する。このことで、企業価値の算定の際に影響を与える非財務情報を確認したい。このファクトファインディングでは、考えられる様々な情報収集が重要と考え、初期の段階で慎重に検討を行い、データ収集を積極的に行う。

4. 研究成果

本研究で主となる併用方式による企業価値評価について、平井・椎葉(2010)の研究を拡張し、複数の評価額を加重平均する際の

ウェイトの推定を行なった。まず、各評価額に対する最適なウェイトを導出した。このモデルの展開は、実際に併用方式を用いる際に重要となる。また、日本のTOBデータを用いて、併用方式におけるウェイトの推定を行い、実証研究をおこなった。この結果、市場株価法とDCF法に比較的大きなウェイトがおかれている一方、類似企業比較法に対するウェイトはマイナスでゼロに近い値となっていた。その一方で、類似企業比較法による評価額に対するウェイトは非常に小さな値となった。そして、ウェイトの推定ではすべて類似企業比較法に対するウェイトが小さくなるという結果であった。また人的資本に関する情報では、特に従業員の生産性を表すMP指標と業績に相関が確認された。今後は、これらが統合されたモデルの構築が望まれる。

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 7件)

Jaewook Kim, Takayuki Asada, Hirohisa Hirai, 「Effect of Management Maturity Levels on Inter-organizational Management in Value China Relations」, *Journal of Modern Accounting and Auditing*, refereed, 12-2, 2016, 119-126.
池島真策・平井裕久, 「持株会社化の制度と企業価値の創造」, 大阪経大論集, 査読なし, 67巻4号, 2016年, 37-54頁。

廣瀬喜貴, 平井裕久, 新井康平, 「将来業績に影響を与える非財務情報の分析」, 経営分析研究(日本経営分析学会), 査読有, 33巻, 2017年, 87-101頁。

池島真策, 「企業集団と内部統制について」, 慶應義塾大学『法学研究』, 査読なし, 89巻1号, 2016年, 169-191頁。

平井裕久, 「企業グループの価値評価」, 日本会計研究学会スタディ・グループ最終報告書, 査読なし, 75巻1号, 2015年, 143-167頁。

長屋信義, 山浦裕幸, 平井裕久, 「わが国企業の会計システムの実態に関する調査」, 産業経理, 査読なし, 2015年, 184-202頁。

丹波靖博・平井裕久・池島真策, 「会社分割制度による信用リスクと企業価値の関連性」, 大阪経大論集, 査読なし, 65巻6号, 2015年, 139-148頁。

[学会発表](計 2件)

廣瀬喜貴, 平井裕久, 新井康平, 「将来業績に影響を与える非財務情報の分析」, 日本経営分析学会 第33回年次大会, 2016年5月21日(於: 中部大学)。

Tamba Yasuhiro, Hirohisa Hirai,

Akinori Goto, 「The Relationship between corporate performance and corporate human resources information using a Balanced Score Card in Japan」, The Global Conference on Business Management, 2014年6月12日(於: シンガポール)

出願状況(計 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 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

平井 裕久 (HIRAI Hirohisa)
高崎経済大学・経済学部・教授
研究者番号: 40399019