

令和 2 年 6 月 15 日現在

機関番号：24402

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2017～2019

課題番号：17K03887

研究課題名(和文) 人的資本投資の自由度と企業価値関連性についての実証研究

研究課題名(英文) The discretion for human capital investment and the corporate value

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) 3,400,000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拠り所とし、企業の人的資本投資における競争優位性を実証的に明らかにすることを目指しました。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、人的資本投資に対する柔軟な意思決定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です。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、人的資本が競争優位となる現代企業の投資意思決定の現実を説明するところに本研究の特徴があります。

研究成果の学術的意義や社会的意義

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りました。本研究の最も大きな貢献は、「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りました。研究成果の意義として、従来の研究では特許などの知的資産と人的資本を総合して無形資産を捉える傾向にありましたが、市場価値として測定不可能と思われた人的資本ならびに社会関係資本を切り出し、企業価値との関係を分析することによって企業の競争優位性を明らかにする点でした。

研究成果の概要(英文)：This research is based on the theory of corporate finance and aims to empirically clarify the competitive advantage of companies in human capital investment. The purpose of the research is to diversify the hypothesis that flexible decision-making for human capital investment creates value in realizing innovation in the research and development type company aiming at innovation, and as a result increases predictability of corporate value expansion. To explain the reality of investment decision-making of companies where human capital have competitive advantage by taking a critical position on traditional corporate behavior based on the theory of agency and the asymmetry of information.

研究分野：コーポレートファイナンス

キーワード：エージェンシー理論 企業価値 人的資本 研究開発 ソーシャルキャピタル論

様式 C-19、F-19-1、Z-19（共通）

1. 研究開始当初の背景

本研究のテーマである企業の人的資本投資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ました。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ます。すなわち、

- (1) 学術的に注目を集めている企業の人的資本は無形資産の一部として捉える傾向にあるが、人的資本は、売却して企業から切り離すことが可能な特許とは全く異なる性格を有しており、現代のように複雑な無形資産を競争力とする企業の投資意思決定をどこまで説明できるのか。
- (2) 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人的資本投資への意思決定にどこまで経済的影響を及ぼすのか。
- (3) 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、配分後の人的資本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、企業の投資意思決定理論だけではなく、人的資本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ました。本研究の骨子となる三つの問いの背景については以下のとおりです。

- (1) 人的資本を無形資産から切り離した上での人的資本投資がもたらす価値との関係
これまでの筆者の研究と同様、従来、無形資産価値は時価総額と有形資産との測定価値とのギャップから推定することが主流となってきました (Hall(1999)等)。また、無形資産を、物的形態も金融的形態も持たない将来の最終的便益に対する請求権であると定義することがほとんどであり (Lev(2008))、特許権、ブランド、顧客リスト、サプライチェーンなどを総合的に捉えることが一般的でした。しかし、個別企業における無形資産の真の競争力は当該企業から切り離せない特殊資産であり (Williamson(1975))、投資の事後に経済的価値を高めると理解すべきと考えます。本研究の試みは現代企業の特徴を捉えることで学術的実務的要請に答えようとするものです。

(2) コーポレート・ガバナンスと人的資本投資の関係

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します。このような外部ガバナンスのフレームワークは宮川 (2013) を踏襲するものですが、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ります。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となっていますが、Berglof & Protti (1997) で主張されたように株式の相互持ち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ます。しかし、あくまで持ち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ます。本研究では、人的資本投資をモチーフとし、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投資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ことを目指しました。

(3) 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、事業投資、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ります。そのために、具体的には、人的資本投資の成果を事前評価と事後評価の二軸で表現し、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、当該人的資本依存型企业は、いかなるガバナンスの元で自由度の高い投資意思決定を行えるのかという問いに挑みました。

2. 研究の目的

本研究は、コーポレート・ファイナンス理論を拠り所とし、企業の人的資本投資における競争優位性を実証的に明らかにすることを目的としています。

研究の目的は、イノベーションを目指す研究開発型企业において、人的資本投資に対する柔軟な意思決定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です。

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、人的資本が競争優位となる現代企業の投資意思決定の現実を説明するところに本研究の特徴があります。

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します。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を進めました。研究計画は大きく以下三つのフェーズに分類することができます。

第1フェーズ：必要テーマに分かれた段階的な文献レビューと仮説の理論構成

特に人的資本の定義と機能、経済価値については、近年の萌芽的な理論研究を詳細に検討し、検証可能な仮説の導出を行うことに大きな主眼を置きました。また、人的資本とイノベーションのメジャメント開発のため、小規模サンプルでいくつかのパイロットスタディを実施するとともに、企業、機関投資家との意見交換の場を設け、メジャメントの説明力を現実的なものとするのが課題となりました。

第2フェーズ：データベース構築と情報収集ならびにアップデート

データベースの構築が最大の目的となります。当フェーズにあたって主に必要なデータは、(1)企業財務に関するデータ、(2)企業の株主構成に関するデータ、(3)株価データ等です。いずれも回帰モデルの実証において説明変数、被説明変数として有効に用いられ、直近20年間程度のパネルデータとして構築しました。

第3フェーズ：実証分析と定性的な裏付けによる結論の整合性構築

仮説検証作業はもっぱら第2フェーズまでに収集した情報とデータの分析作業となりま

した。本研究が膨大なデータベースを背景としていることから実際の仮説検証作業を行いました。また、最新のデータに基づく証拠を提供することが実証研究において特に重要であることに鑑みて、さらに新たなデータの取り込みを行いました。さらに、一旦結論に至った分析結果について再び機関投資家と企業へのインタビュー調査並びに第 1 フェーズでのインタビューに対するフィードバックを実施しました。

4. 研究成果

(1) データベースの構築

まず、本研究の成果として、膨大なデータベース構築に成功したことがあります。企業財務に関するデータは主要な指標につき過去 40 年に遡り網羅することとなりました。また、本研究で活用した企業の株主構成に関するデータは過去 10 年間に亘り詳細なデータを取得することとなりました。さらに、株価データを含めて、人的資本に関する指数、ガバナンスに関する指数、CSR（企業の社会的責任）に関する指数などが整理され、機関投資家とのインタビュースクリプトも詳細なものができ上がりました。

これらのデータや構築理論は今後のファイナンスにおける研究に幅広く応用可能と思われませんが、以下のように人的資本と企業価値の関係のみにとどまらず大きな研究成果を得ることができました。ただし、企業の資金調達、事業投資、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は立脚したものの、最終的な資源配分後の価値創造に及んだ分析を行うという点についてはデータに限界があり、完全に果たせなかった課題と認識しています。

(2) ソーシャルキャピタル論への応用

本研究で追及した人的資本のデータについてソーシャルキャピタル論への応用を行うことによって大きな成果を挙げました。ソーシャルキャピタル (social capital) は、一般的に「社会関係資本」という日本語訳が当てられ、各分野で古くから研究されてきたテーマです。それだけに定義も広範でかつ複雑であるため、本研究のデータや理論を応用することが可能となりました。

ソーシャルキャピタルを端的に言えば、人と人とのつながりや関係にはそれ自体になんらかの価値があるという考え方を共通の前提としています。人と人、人と組織、あるいは組織と組織、というように人がごく一般的な社会行動を取る上で、これらの間にはお互いの協調的な行動を促すための規律が暗黙的に働いていると考えられます。

宮川 (2019-A) では、ソーシャルキャピタルに関する研究をレビューし、ファイナンス理論への応用可能性を検討しました。ソーシャルキャピタル理論はこれまでファイナンス分野で扱われることはあまりありませんでしたが、本研究で行った人的資本という企業内部に根差した資本とソーシャルキャピタルという外部との関係性によって蓄積される資本という関係から研究成果がありました。ソーシャルキャピタル理論の研究分野では最近になって CSR (corporate social responsibility: 企業の社会的責任) をメジャメントとしたソーシャルキャピタルの研究が始まっていますが、宮川 (2019-A) と宮川 (2019-B) は ESG という観点を含め、当該分野への大きな貢献を行ったと自負しております。

(3) 株主優待研究への発展

本研究のアイデアは、さらに株主優待制度の研究へと発展を遂げました。日本企業が導入する株主優待制度が資本市場における認知度 (financial visibility) を高める役割を果た

すというアイデアを提示し、その効果を実証しました。

株主優待制度は日本国内で多く見られる日本企業特有の企業行動といえます。株主優待制度を導入している企業の株主になると、株主は配当以外に当該企業の商品や割引券、金券などをギフトのように企業から無料で受け取ることができます。欧米にも事例は散見されるが、その導入企業の数と制度としての定着の歴史は日本が圧倒的です。

問題は企業はなぜ株主優待を実施するのか、また株主優待と企業価値と関連性はどのように説明できるのかというところにあります。

本研究のアイデアは、**financial visibility** の拡大に株主優待制度が一定の役割を果たすというものでした。すなわち、セルサイドアナリストや機関投資家からの興味を惹きつけられなくなり、**financial visibility** が低下したスモールキャップ企業でも、株主優待制度を導入することによって市場における存在感を顕在化させ、機関投資家マーケットとは異なる投資家マーケットにおいて **financial visibility** を拡大することが可能になる。このような企業は株主優待による注目をきっかけにして自社の特性に適應した個人投資家マーケットを開拓、維持することによって企業の株価パフォーマンスと流動性を向上させ、市場からの退出を回避することになります。

本研究の成果としては、第一に株主優待実施企業では権利付き最終日に向けて相対的に高い株価パフォーマンスが得られること、第二に超過リターンの源泉として優待・配当利回り、空売りの可否、流動性の向上が示唆されたこと、一方で、本稿サンプルでは資本コストの低減は、超過リターンと相関を示さなかったことです。

(4) 研究成果について幅広いメディアで発信

以上の研究成果については途中報告も含め、学会のみならず投資家を集めた研究会や企業関係者による勉強会など幅広い場所で発信し、さまざまな議論に及んだことは本研究における大きな成果と考えます。

(参考文献)

宮川壽夫「ソーシャルキャピタル論から見た ESG 投資の効果」『資本市場』第 403 号、24-33 頁 (2019 年 3 月) 資本市場研究会

宮川壽夫「ソーシャルキャピタルによる企業価値創造のプロセス」『経営研究』第 69 巻、第 3.4 号、1-14 頁 (2019 年 2 月)

宮川壽夫「株主優待が株価にもたらす独自効果」『証券アナリストジャーナル』第 55 巻 第 10 号、82-93 頁 (2017 年 10 月) 日本証券アナリスト協会

(同志社大学野瀬義明准教授と一橋大学伊藤彰敏教授との共著)

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』2017 春号 No. 92 (2017 年 1 月 25 日) 宝印刷

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計4件（うち査読付論文 3件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 宮川壽夫	4. 巻 403
2. 論文標題 ソーシャルキャピタル論から見たESG投資の効果	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 資本市場	6. 最初と最後の頁 24-33
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 宮川壽夫	4. 巻 69
2. 論文標題 ソーシャルキャピタルによる企業価値創造のプロセス	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 経営研究	6. 最初と最後の頁 1-14
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 宮川壽夫、野瀬義明、伊藤彰敏	4. 巻 55
2. 論文標題 株主優待が株価にもたらす独自効果	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 証券アナリストジャーナル	6. 最初と最後の頁 82-93
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 宮川壽夫	4. 巻 92
2. 論文標題 株主価値と一株当り利益の誤解	5. 発行年 2017年
3. 雑誌名 ジャパニーズインベスター	6. 最初と最後の頁 10-11
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計0件

〔図書〕 計0件

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----