

令和 4 年 5 月 29 日現在

機関番号：32689

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2018～2021

課題番号：18K01711

研究課題名（和文）非財務情報開示が株価発見・企業財務特性に与える効果の分析

研究課題名（英文）Effect of non-financial information disclosure on stock price discovery and corporate financial performance

研究代表者

竹原 均 (TAKEHARA, Hitoshi)

早稲田大学・商学大学院(経営管理研究科)・教授

研究者番号：70261782

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,300,000円

研究成果の概要（和文）：本研究プロジェクトにおいては、企業の保有する特許権、商標権などの無形資産が企業価値に与える影響について検証した。また企業のCSR活動と技術競争力、企業価値の相互関係について実証的に明らかにすることを試みた。実証分析の結果から、無形資産とCSR活動は、ともに企業の直面する財務リスクを低下させることが明らかとなった。

研究成果の学術的意義や社会的意義

我が国においては、これまで研究の蓄積が極めて少なかった、無形資産、非財務情報開示と企業価値との関係について実証分析を実施して、企業のリスク/リターン特性への影響を明らかにした点は大きな貢献であると考えられる。

研究成果の概要（英文）：In this research project, we examined the impact of intangible assets such as patents and trademarks owned by Japanese firms on firm value. We also empirically clarified the interrelationship between CSR activities, technological competitiveness, and firm value. The empirical results show that both intangible assets and CSR activities reduce the financial risks faced by the firms.

研究分野：経営学

キーワード：特許権 商標権 無形資産 非財務情報開示 CSR 企業価値評価

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

## 1. 研究開始当初の背景

特許権数, あるいは商標権数等の数値尺度により測定された知的財産権の状況について, それら数値指標と企業の収益性, リスク, 株価との関係を分析した資本市場研究は, 米国においては Jaffe (1986)を端緒として数多くが存在する. 同時に Corporate Social Performance, とりわけ社内教育制度, 職務上の発明に対する報酬制度の有無などの雇用関係 (Employee Relations), 製品・サービスの品質(Product Quality), さらにはメセナ活動等の社会貢献(Social Contribution)といった評価項目とイノベーション・研究開発との関係についても, 企業の社会的責任(Corporate Social Responsibilities, CSR)を専門とする研究者により, 近年においては研究が進捗しつつある. 一方で, 日本企業に関するこれらの分野の研究は現時点でも研究成果の蓄積が不足していた. 技術競争力とブランドイメージの維持, 高品質・高付加価値製品の開発が, 日本企業にとって重要であるにも関わらず, 企業の財務特性と資本市場への影響が十分に解明されないままとなっている状況は許容されるべきではないと考え, 非財務情報開示が株価, ならびに財務パフォーマンスに与える影響に関する総合的研究を実施した.

## 2. 研究の目的

非財務情報のうち, 本研究プロジェクトでは, a) 企業が保有する特許ポートフォリオから測定された技術競争力, b) 企業が継続・維持している商標権ポートフォリオから測定されたブランドエクイティ, そして c) 東洋経済 CSR データを基に独自に構築した CSR インデックス, の3種類に焦点を絞り, その上でそれらの相互関係について分析する. また非財務情報開示が最終的に企業価値に与える影響についても, 収益性への効果とリスク(資本コスト)への効果に分けて分析することにより, 非財務情報から企業価値への複数のパスのどの部分が最も重要であるかを解明することを試みる.

## 3. 研究の方法

研究実施の前提として, 特許情報データベース, 商標権情報データベース, 本研究プロジェクト独自の CSR 評価スコアデータベースを構築・整備する. その上でオプションアプローチによる期待債務不履行リスク推定法, 企業価値評価モデルの一種である残余フリーキャッシュフローモデル等の既存モデル(あるいは手法)に基礎を置いた実証分析用の検証モデルを導出する. 最終的に実証モデルからの観察結果を解釈し, 非財務情報開示が, 日本企業のリスク/リターン特性, 企業価値へと伝搬するプロセスを解明することを目指す.

## 4. 研究成果

井出・竹原(2018)では, 日本の製造業の技術競争力と会計利益の持続性の関係を, 純営業資産利益率予想モデルに基づいて検証した. 純営業資産利益率予測モデルについては, Soliman (2004)が業種平均への平均回帰性を明示的に考慮したモデルを提案しているが, 同研究では Soliman(2004)のモデルを拡張し, モデルへの入力として特許の質に関する指標を組み入れることにより, 技術競争力が会計利益に与える効果を計量的に把握することを試みた. 分析の結果, 技術競争力と利益の持続性との間に正の相関関係が存在することが示

された。これは、資本コストや収益性など他の条件が同一であれば、技術競争力が利益の持続性を高めた結果として、将来の残余利益現在価値が上昇し、それを市場が評価して株式価値が上昇する可能性を持つことを示唆している。したがって本研究は技術競争力の価値関連性の背後に存在する構造に対する知見を与えるものである。

Kubota and Takehara(2019)では、日本の同族企業が行っているイノベーション活動が、非同族企業が行っているイノベーション活動と区別されるかどうかを検証した。国内上場同族会社データベースを構築し、2003～2012年を分析期間とした実証分析を実施した。研究開発投資、イノベーション・インプット、イノベーション・アウトプット、イノベーション効率性の4つのイノベーション成果指標を並行使用した実証の結果、日本の同族会社では、イノベーション・インプットは高いものの、イノベーションのアウトプットは非同族会社のそれよりも相対的に低いことが明らかとされた。また同族会社のイノベーションは、非同族会社のそれと比べて非効率的であることも示された。

井出・竹原(2020)では、商標権情報と株式時価総額の関係について検証し、両者の間には正の相関関係が存在することが示された。その上で確認された商標権と株式時価総額の正の相関関係が、商標権が将来の収益性、あるいは成長性を高めることにより説明されるのか、あるいは商標権が企業のリスクプレミアムを低下させることにより説明されるのかについて議論した。実証分析の結果、商標権は自己資本利益率、成長性、リスクプレミアムのすべてと負の相関関係を持つことが明らかとなった。したがって商標権のリスクプレミアム削減効果が収益性と成長性の低下を上回ることにより株式時価総額との正の相関関係が説明され得る。つまり商標権は企業のリスク情報を市場に伝達するためのシグナリングとしての役割を担っており、結果として消費者の信頼を得てブランドエクイティを獲得していると言える。

Suto and Takehara (2020)では、企業の社会的責任(CSR)が、投資家の信頼のシグナルとして直接的に、また経営者の業績予測の精度に影響を与えることによって間接的に、投資パフォーマンスに影響を与えるかどうか、またどのように影響を与えるかを検証した。実証分析の結果から、投資家はCSR活動の活発な企業に対してリターンの低下というコストを支払うが、その一方で予期せぬ株価の変動リスクを回避できることが示された。この結果は、CSR活動が長期的には高CSR企業の株式リターンを安定化させ、短期的には経営者の情報開示バイアスを緩和することを示唆している。したがってステークホルダー・リレーションシップに基づくCSR活動は、企業への信頼性を高めるとともに、資本市場における近視眼的な投資を抑制するのに役立つことが示唆された。

井出・竹原(2021a)は、特許権を指標とする技術競争力と、商標権を指標とするブランドエクイティが企業価値に及ぼす影響を再確認するとともに、特許と商標の交互作用効果について分析した。金融業を除いた全上場企業を対象とした長期パネルデータ(2009-2019年)を用いた実証の結果から、特許権、商標権の両方が、同時に企業価値を高めることを確認した。また特許権と商標権の企業価値に対する交互作用は、単調性を持たず、特定の企業群に限定して有意なモデレータ効果が確認された。したがって特許権、商標権という非財務情報を企業価値評価に反映させる場合、評価対象企業の業態等に応じて、特許と商標の交互

作用効果が明示的に考慮されるべきである。

井出・竹原 (2021b)では、企業の保有している商標権ポートフォリオから推定されたブランドエクイティと企業のリスク・リターン特性との関係を明らかにすることを試みた。国内全上場企業(除金融業)、2009～2019年の11年間を分析対象とする大規模パネルデータを用いた実証分析の結果、ブランドエクイティは、企業の成長性を低下させるものの、同時にリスクを低減することが明らかとされた。またブランドエクイティは株式リターンを低下させる傾向を持つが、同時にもたらされるリスク削減効果が上回ることで、企業のデフォルトリスクを低下させる。したがって、企業財務論の視点からは、ブランドエクイティ戦略はリスク管理のための重要なツールとして議論されるべきであると結論付けている。

最後に、Suto and Takehara (2022)は、2006年から2017年までの日本における企業のCSR活動に対する投資家の認識と、イノベーションに対するリスク緩和効果について検証した。特にCSR活動がイデオシンクラティック・ボラティリティに与える影響について検証した点はこれまでに類を見ない。単純傾斜分析、および長期パネルデータを用いた回帰分析からCSR活動はイデオシンクラティック・ボラティリティを直接的に低減するだけでなく、イノベーションとイデオシンクラティック・ボラティリティとの間に存在する負の相関関係を強化するモデレータとして間接的にもリスクを低減することが示された。

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計7件（うち査読付論文 5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 Megumi Suto and Hitoshi Takehara	4. 巻 18 (3)
2. 論文標題 Impact of corporate social responsibility intensity on firm-specific risk and innovation: evidence from Japan	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 Social Responsibility Journal	6. 最初と最後の頁 484 500
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1108/SRJ-08-2020-0335	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 井出真吾, 竹原 均	4. 巻 41
2. 論文標題 商標権ポートフォリオがリスク・リターン特性に与える効果：リスク削減仮説の検証	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 経営財務研究	6. 最初と最後の頁 56 72
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 井出真吾, 竹原 均	4. 巻 59 (5)
2. 論文標題 特許権、商標権が企業価値に与える影響 特許と商標の交互作用効果の確認	5. 発行年 2021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 69 78
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 Megumi Suto and Hitoshi Takehara	4. 巻 27 (6)
2. 論文標題 Corporate social responsibility intensity, management earnings forecast accuracy, and investor trust: Evidence from Japan	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 Corporate Social Responsibility and Environmental Management	6. 最初と最後の頁 3047 3059
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1002/csr.2022	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 Keiichi Kubota and Hitoshi Takehara	4. 巻 57
2. 論文標題 Firm-level innovation by Japanese family firms: Empirical analysis using multidimensional innovation measures	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 Pacific-Basin Finance Journal	6. 最初と最後の頁 -
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1016/j.pacfin.2018.05.012	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 井出真吾, 竹原 均	4. 巻 58
2. 論文標題 商標権情報が株式価値に与える影響 長期パネルデータを用いた分析	5. 発行年 2020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 81 90
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 -

1. 著者名 井出真吾, 竹原 均	4. 巻 17
2. 論文標題 コーポレート・イノベーションと利益の持続性: 純営業資産利益率予想モデルに基づく分析	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 現代ディスクロージャー研究	6. 最初と最後の頁 1 15
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15件 (うち招待講演 0件 / うち国際学会 8件)

1. 発表者名 竹原 均
2. 発表標題 フィンソロピーと自己資本コスト: 日本市場での投資家の認識
3. 学会等名 日本経営財務研究会東日本部会
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 井出真吾
2. 発表標題 特許権, 商標権が企業価値に与える影響: 特許と商標の相互作用効果の検証
3. 学会等名 日本ファイナンス学会第28回大会
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 Hitoshi Takehara
2. 発表標題 Innovation, CSR Intensity, and Firm-specific Risk:Evidence from Japan
3. 学会等名 日本ファイナンス学会第28回大会
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 竹原 均
2. 発表標題 商標権ポートフォリオが企業財務特性に与える効果: リスク削減仮説の検証
3. 学会等名 日本経営財務研究学会第44回全国大会
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 竹原 均
2. 発表標題 同族企業のブランド戦略: 商標権ポートフォリオデータを用いた実証分析
3. 学会等名 日本ファイナンス学会第2回秋季研究大会
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 Hitoshi Takehara
2. 発表標題 Employee-Oriented CSR, Innovation, and Firm Value
3. 学会等名 Southwestern Finance Association 2021 Annual Meeting (国際学会)
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 井出真吾
2. 発表標題 商標権によるブランディングとリスク削減効果
3. 学会等名 日本ファイナンス学会第27回大会
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Hitoshi Takehara
2. 発表標題 Management Earnings Forecasts and Investor Trust: Signaling Effect of Corporate Social Responsibility
3. 学会等名 2019 European Accounting Association Annual Congress (国際学会)
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Hitoshi Takehara
2. 発表標題 The Heterogeneity of Institutional Ownership and Innovation in Japanese Firms
3. 学会等名 2019 Asian Finance Association Meeting (国際学会)
4. 発表年 2019年



1. 発表者名 Hitoshi Takehara
2. 発表標題 Management Earnings Forecasts and Investor Trust: Signaling Effect of Corporate Social Responsibility
3. 学会等名 2019 American Accounting Association Annual Meeting ( 国際学会 )
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Hitoshi Takehara
2. 発表標題 Innovation, CSR Intensity, and Market-based Risk: Evidence from Japan
3. 学会等名 43rd Annual Meeting of Japan Finance Association
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Hitoshi Takehara
2. 発表標題 30th Asian Finance Association Annual Meeting
3. 学会等名 Relationship between Technological Innovation, Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance ( 国際学会 )
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 Hitoshi Takehara
2. 発表標題 Management Forecast Bias and Corporate Social Responsibility Awareness: Evidence from Japan
3. 学会等名 2018 American Accounting Association Annual Meeting ( 国際学会 )
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 Hitoshi Takehara
2. 発表標題 Management Forecast Bias and Corporate Social Responsibility Awareness: Evidence from Japan
3. 学会等名 The 9th International Conference of The Japanese Accounting Review (国際学会)
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Hitoshi Takehara
2. 発表標題 Value Relevance of Trademarks: Evidence from Tokyo Stock Exchange Firms
3. 学会等名 43rd International Conference on Social Sciences, Business, Economics and Management Studies (国際学会)
4. 発表年 2018年

〔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
研究分担者	海老原 崇 (EBIHARA Takashi) (00367129)	武蔵大学・経済学部・教授  (32677)	

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------