

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成24年6月11日現在

機関番号：12613

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2009～2011

課題番号：21530292

研究課題名（和文）企業における人的資本投資と株主による監視との関係についての実証分析

研究課題名（英文）Empirical examinations on the relationship between the human capital investments and monitoring by shareholders in business corporations

研究代表者

伊藤 彰敏（ITO AKITOSHI）

一橋大学・大学院国際企業戦略研究科・教授

研究者番号：80307371

研究成果の概要（和文）：本研究の目的は、企業の人的資本投資と株主による経営者監視との間のトレードオフ関係を実証分析することである。大規模データ分析から、人的資本を重視する企業は、内部資金確保のため利益調整を節税の方向で行うこと、内部資金積み増しとともに株主への還元額も高めに設定していることが実証的に見出された。また買収防衛策に関する分析から、人的資本投資の中には経営者保身を動機とする投資が存在する可能性が示唆された。

研究成果の概要（英文）：The objective of this research is to examine empirically the tradeoff between the human capital investments and managerial monitoring by shareholders in business corporations. The empirical results based on the large-scale dataset show: (1) the firms in which human capital is important use earnings management in order to reduce tax payments and (2) the firms in which human capital is important on average set the amount of dividends at a relatively high level, preserving a relatively large amount of internal cash. In addition, the empirical results from the analysis of takeover defenses indicate that there may be managerial entrenchments in the motives of human capital investments.

交付決定額

（金額単位：円）

| | 直接経費 | 間接経費 | 合計 |
|--------|-----------|---------|-----------|
| 2009年度 | 1,100,000 | 330,000 | 1,430,000 |
| 2010年度 | 900,000 | 270,000 | 1,170,000 |
| 2011年度 | 700,000 | 210,000 | 910,000 |
| 年度 | | | |
| 年度 | | | |
| 総計 | 2,700,000 | 810,000 | 3,510,000 |

研究分野：ファイナンス

科研費の分科・細目：経済学 財政学・金融論

キーワード：コーポレート・ファイナンス、人的資本、コーポレート・ガバナンス、買収防衛策、利益調整、配当政策

1. 研究開始当初の背景

近年、コーポレート・ファイナンスの領域で、企業価値を高める上で経営者の企業特種的な人的資本投資が重要であることが認識

されてきた。株主ガバナンスについては、大株主の存在が基本的には経営者への監視・規律付けの主体となって正のガバナンス効果をもたらすが（Shleifer and Vishny (1997)）、株主の強すぎる監視は、経営者の人的資本投

資へのインセンティブを抑制する危険性があることも指摘されている (Burkart et al. (1997)、Myers (2000))。

過去の文献では、経営者の人的資本投資と株主の監視機能との間のトレードオフ関係を主に理論的な研究の中で取り扱っており、そうしたトレードオフ関係がどのように具体的に生じるのかについての実証研究は稀である。特に人的資本投資が重要な研究開発志向の企業では、株主による強すぎる監視から経営者の人的資本投資へのインセンティブを保全することが鍵となる。

これまで理論的に示唆されてきた「経営者による人的資本投資と株主の監視機能との間のトレードオフ関係」は、コーポレート・ファイナンスにおけるその重要性にもかかわらず、過去の文献では十分な実証研究が行われてきたとは言い難く、そうしたギャップを埋めることが本研究の最も重要な学術的意義である。

また産業構造の変化によって研究開発型企業に見られるように人的資本の企業活動における重要性が高まる中、人的資本投資における株主監視の役割を実証的に解明することで、今日の競争状況におけるコーポレート・ガバナンスの有り方について新たな知見の提供を目指すことが本研究の第二の学術的意義である。

2. 研究の目的

本研究の目的は、経営者による企業特異的な人的資本投資と株主による経営者への監視との間のトレードオフ関係がどのように生じ、かつ解決され得るかを実証的に明らかにすることである。ここでのトレードオフ関係とは、株主による経営者への監視は企業の経営効率を高める機能を持つが、他方、株主の監視機能が強すぎると、企業価値にとり重要な経営者の人的資本投資へのインセンティブが阻害されてしまう可能性があるという点である。

本研究は、この目的のために以下の二つのプロジェクトを順次遂行する。

(1) 第一プロジェクトとして、経営者の人的資本投資と株主の監視との間のトレードオフ関係の一般的な特性を明らかにするために、人的資本投資の程度や重要性、株主監視の形態や強度、企業価値やその他の企業業績指標との間の相互作用に関する仮説を構

築し、それらの仮説を我国における上場企業の大規模パネル・データを用いて実証的に検証する。

(2) 第二プロジェクトとして、経営者の人的資本投資と株主の監視との間のトレードオフ関係が特に重要となる局面に焦点をあて、統計的により検出力のある状況でこのトレードオフ関係に関する仮説検証を行う。

3. 研究の方法

本研究の目的は、経営者による企業特異的な人的資本投資と株主による経営者への監視との間のトレードオフ関係を実証的に解明することである。この目的のために、次のような研究方法を採用した。

第一に、不完備契約理論における経営者努力の重要性、大株主によるガバナンス機能などの株主ガバナンスのあり方、人的資本や無形資産などと研究開発投資、資源ベースの経営戦略論などの各分野における先行研究を幅広くレビューし、人的資本の重要性の高い企業においては、経営者の自由裁量と株主による監視とがトレードオフを起こす可能性を理論的に示すことで実証分析に向けての検証仮説を構築する。

第二に、小規模サンプルでのパイロット・スタディーを実施して、変数やメソドロジーを検討する。具体的には、東証1部上場企業で特定の産業（技術革新の激しい電気産業、化学産業など）に絞り、株主の属性メジャメント、人的資本のメジャメントなどの変数のあり方について検討する。続いてパイロット・スタディーの成果に基づいて、分析用の大規模なパネル・データベースを作成する。

第三に、過去10年間のパネル・データを用い、株主の監視、人的資本投資、企業業績の相互作用に関する包括的な実証分析を行う。あわせて人的資本の重要性が鍵となる状況の一つとして買収防衛策導入時を選定し、人的資本の重要性が高い企業においては、買収防衛策導入は返って株主の利害を促進するとの仮説を検証する。そこで買収防衛策導入時の株価反応を分析する目的でサンプルを収集し、イベント・スタディーを実施する。

最後に、分析完了後、国内外の学会で発表するとともに、学術雑誌への投稿・掲載を目指す。

4. 研究成果

本研究のために整備した人的資本、企業統治、企業業績に関する大規模パネル・データを用い、人的資本を重視する企業の資金調達行動、株主との利害調整について新たな知見を得ることを目的とした研究を推進した。

また人的資本の重要性が鍵となる状況の一つとして買収防衛策導入時を選定し、人的資本の重要性が高い企業においては、買収防衛策導入と株主価値との間にどのような関連が存在するかについて実証分析した。

(1) 人的資本により多く投資している企業の資金調達行動を、利益調整の観点から分析するため、人的資本集約企業では経営者が利益を上方に調整するという「利益シグナル仮説」と、逆に経営者が利益を下方に調整するという「節税効果仮説」を設定した。

これらの仮説を検証するために、2004年から2008年までの5年間における製造企業をサンプルとし、裁量の会計発生高を被説明変数とし、人的資本の代理変数である研究開発費売上高比率を説明変数として重回帰分析を行った。本研究においては、分析対象とする5年間における企業の平均的な利益調整行動に着目して分析を行うこととした。5年間における企業の平均的な利益調整行動を観察しようとしたのは、研究開発投資の効果が、一時の研究開発投資支出によって発現するのではなく、持続的な投資活動によって発現するとされており、また企業の多くは、3年から5年単位で投資計画を含めた経営戦略を策定しているとされているからである。

実証分析の結果、人的資本集約企業は、利益減少型の利益調整を行っていることが確認でき、「節税効果仮説」と整合する結果となった。また、節税効果仮説の頑健性を検証するため、減価償却比率を被説明変数とし、研究開発費売上高比率を説明変数とした重回帰分析を行った。その結果、研究開発費売上高比率は減価償却率に正の影響を与え、統計的にも有意となり、節税効果仮説を裏付ける結果となった。

こうした実証結果によれば、人的資本を重視する企業は、価値評価が困難であるという人的資本の特性から外部資金調達よりも内部資金に依存せざるを得ないが、そのために利益調整を節税の方向で行う、すなわち裁量的な会計発生高を活用して課税対象利益を抑制する傾向があることが見出された。

(2) 人的資本を重視する企業が、株主との利害調整をどのように行うかを明らかにすることを目的として配当政策に関する実証分析を行った。具体的には、人的資本への投資活動を維持するために資金の保有水準を高めるとともに、株主への配当を抑制するという「情報の非対称性仮説」を、一方で、人的資本を重視する企業は、資金の保有水準を高めるとともに株主へより多くの配当を支払うという「配当の利害調整仮説」を設定した。

この仮説を検証するために、1999年度から2007年度までの9年間における製造企業をサンプルとして、資金保有割合および配当割合を被説明変数とし、人的資本重要度の代理変数である研究開発費売上高比率を説明変数とした重回帰分析を行った。本研究においては、1999年度から2007年度からの9年間を、1999年度から2001年度、2002年度から2004年度および2005年度から2007年度の3年度ごとに分割し、これらの3年度における財務変数等を平均化して分析を行った。さらに、平均化したこれら3年度ごとの分析結果を比較検討することによって、分析結果の頑健性を確認することとした。実証分析の結果、人的資本が重要である企業においては、資金保有割合が高く、株主への配当割合も高いことが確認された。

こうした実証結果は、人的資本が重要な企業では、利益獲得の源泉となる人的資本投資を維持するために資金の保有水準を高める一方で、より多くの配当を支払うことにより、投資家との利害対立を調整している可能性を示唆している。

(3) 人的資本の重要性が鍵となる状況の一つとして買収防衛策導入時を選定し、人的資本の重要性が高い企業においては、買収防衛策導入は返って株主の利害を促進するとの仮説を検証することとした。そこで買収防衛策導入時の株価反応を分析する目的でサンプルを収集し、イベント・スタディを実施した。

サンプルは、2005年初めから2007年末までに買収防衛策の導入を初めて発表した上場企業(新興市場も含む)を対象としている。この期間、2度以上買収防衛策を発表している企業があるが、最初の発表のみをサンプルにしている。2度以上の発表は、導入よりは継続の意味が大きく、性格の違うものと判断した。買収防衛策の発表日と企業名は野村証券金融経済研究所、買収防衛策公表データ(2008年5月版)による。また、財務情報及

び株価情報は日本経済新聞社、取締役会情報は役員四季報（東洋経済新報社）による。会社発表情報（各社ホームページによる）がとれない企業はサンプルから除外した。サンプル数は全部で345社となる。

全てのサンプルを用いた分析では、明確な結論が得られなかったが、同時情報を調整した累積アブノーマルリターン（調整後CAR）がマイナスのグループ（経営者保身仮説）とプラスのグループ（株主利益仮説）に分け、それぞれのグループにおいて、企業特殊的資産が、買収防衛策発表時の株主価値変化にどのような影響を与えるか検証した。調整後CARがマイナスのグループ内の場合、企業特殊的資産が多い企業が買収防衛策を導入すると、株主価値のマイナスはより大きくなることが発見された。これは、経営者が保身のために、企業（経営者）特殊的資産に過剰投資するという Shleifer and Vishny (1989) を実証面でサポートしている。一方、調整後CARがプラスのグループ内の場合、内部コントロール・メカニズムが強い企業が買収防衛策を導入すると、株主価値のプラスはより大きくなることが発見された。

こうした実証結果は、人的資本の重要性が高い企業において買収防衛策導入は株主価値を促進するというよりも、むしろ人的資本に過剰投資している企業が買収防衛策を導入する可能性を示唆している。すなわち人的資本の二面性（企業価値向上に繋がる面と経営者エントレンチメントに繋がる面）を確認する分析結果となった。

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4件）

①長澤賢一・伊藤彰敏、無形資産投資が企業の資金調達に与える影響に関する分析—利益調整行動の観点から—、ICS FS ワーキングペーパーシリーズ (FS-2011-J-003)、査読無、2011

②長澤賢一・伊藤彰敏、無形資産投資が企業の資金保有および配当行動に与える影響に関する分析、ICS FS ワーキングペーパーシリーズ (FS-2011-J-004)、査読無、2011

③辻本臣哉・伊藤彰敏、株式所有構造と取締役会構成、証券経済学会年報、査読有、第46巻、2011、p73-83

④辻本臣哉・伊藤彰敏、買収防衛策導入アナウンスメントと株主価値—内部コントロール・メカニズムと企業特殊的資産の影響—、経営財務研究、査読有、第30巻、2011、p18-37

〔学会発表〕（計1件）

①伊藤彰敏・長澤賢一、日本ファイナンス学会、無形資産投資が企業の資金保有および配当行動に与える影響に関する分析、2011年5月14日、東京

6. 研究組織

(1) 研究代表者

伊藤 彰敏 (ITO AKITOSHI)

一橋大学・大学院国際企業戦略研究科・教授
研究者番号：80307371