

令和 6 年 6 月 10 日現在

機関番号：12613

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2021～2023

課題番号：21K01781

研究課題名（和文）企業のライフサイクルと企業価値

研究課題名（英文）Corporate Life Cycle and Corporate Value

研究代表者

野間 幹晴（Mikiharu, NOMA）

一橋大学・大学院経営管理研究科・教授

研究者番号：80347286

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,100,000円

研究成果の概要（和文）：本研究では、日本には成熟ステージに分類される上場企業が多く、成長ステージに分類される上場企業が少ないことに着眼した。主な成果として、次の2つがある。第1に、PBR1倍割れ企業を分析した結果、PBR1倍未満かつROEが8%未満である会社で、自社株買いの枠を設定していることを明らかにした。第2に、日本のディスクロージャー制度の特徴である経営者予想と、アナリスト予想を分析の俎上に載せた研究を行った。そして、日本の制度的特徴や情報環境を踏まえ、業績予想とアナリストに関する分析を行い、現状や今後の課題を明らかにした。

研究成果の学術的意義や社会的意義

本研究の研究成果の学術的意義や社会的意義で特に強調すべき点は、次の2点である。

第1に、2023年3月に東京証券取引所が公表した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」で脚光を浴びようになったPBR1倍割れの企業について実証分析を行った点である。本研究は、PBRとROEが低迷している企業ほど、自社株買いの枠を設定する傾向にあることを明らかにした。第2に、日本の開示制度として独自性の強い経営者予想精度とアナリスト予想について実証分析を実施した点である。これは、今後の開示制度や資本市場におけるアナリストの役割を考える上でも意義がある。

研究成果の概要（英文）：In this study, I focused on the fact that Japan has many listed companies classified as mature stage and few listed companies classified as growth stage. There are two main findings. First, my analysis of companies with P/B ratios below 1x revealed that companies with P/B ratios below 1x and ROE below 8% have established share buyback limits. Second, we conducted a study in which management forecasts, which are a characteristic of the Japanese disclosure system, and analyst forecasts were placed on the chopping block for analysis. Then, based on the institutional characteristics and information environment in Japan, I conducted an analysis on earnings forecasts and analysts, and clarified the current situation and future issues.

研究分野：財務会計

キーワード：企業価値 PBR エンゲージメント 人的資本 M&amp;A 海外からの撤退 戦略変更 社外取締役

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

研究当初は、**Dickinson(2011)**のアプローチを援用して、企業のライフサイクルを定義して、ライフサイクルごとの企業行動や企業価値の相違を浮き彫りにすることを計画していた。ただし、**23年3月末**に東京証券取引所が公表した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」でも明らかになったように、日本の上場企業には **PBR1** 倍割れの成熟企業が多く、**PBR2** 倍以上の成長企業が少ない。

そこで、本研究では成熟ステージに分類される企業の多い日本企業を分析の俎上に載せて、その企業行動と企業価値などの関係について、さまざまな観点から分析を行うこととした。

#### 2. 研究の目的

本研究の目的は、日本には成熟ステージに分類される上場企業が多く、成長ステージに分類される上場企業が少ないことに着眼した。そのうえで、成熟企業が多い日本企業の特徴を浮き彫りにするため、社外取締役や内部負債である退職給付に係る負債、**ESG**、従業員のエンゲージメント、エンゲージメントファンド、**PBR1** 倍未満の企業における自社株買い、人的資本、海外進出からの撤退などの観点から実証研究を実施した。

#### 3. 研究の方法

本研究では、上場企業を対象とした実証分析を行った。実証分析にあたっては、会計情報や株価などの公表データを利用し、場合によってはデータベースに収録されていないデータを手作業で収集・入力したうえで、実証分析を実施した。実証分析にあたっては、先行研究を踏まえて仮説を構築し、貢献を明確にした上で、分析を実施した。

#### 4. 研究成果

本研究では、主に以下の **9** つの研究を実施した。

第 **1** に、日本の上場企業を対象に社外取締役の導入が企業価値等に与える影響について実証分析を行った。具体的には、**2004年3月期**から**2016年3月期**の間に社外取締役を初めて導入した企業と未導入企業とを比較し、**Tobin's Q** と **ROA**、株主還元がどのように変化するかについて、傾向スコア及び分位点回帰を用いた実証分析を行った。実証分析から、社外取締役の導入には企業価値向上や利益率の上昇、株主還元の積極化など一定の効果があることが確認された。これまでの先行研究では社外取締役の導入の効果については検証されてこなかったことを踏まえると、本研究の貢献は導入の効果に光を当てた点にあるといえる。

第 **2** に、内部負債と財務政策の関連について実証分析を行った。内部負債とは、未積立の確定給付企業年金や繰延報酬など、企業に対する経営者や従業員の債権である。企業年金には長期債券としての特徴があるため、企業年金制度の存在する企業の従業員は勤務している企業の長期債券保有者である。企業年金制度が存在する企業では、従業員は今期の労働によって増大する将来の年金給付額を考慮して、年金制度がなかった場合に得られる賃金よりも低い賃金を受け入れる。したがって、従業員は、現在の低下した賃金の見返りに将来、企業年金でリターンを得るという長期債券保有者となる。従業員が企業年金を受け取るのは退職後であるため、従業員が保有する長期債券は銀行借入や債権よりも満期が長期であると言うことができる。したがって、経営者はより長期的な債券である退職給付に係る負債の水準を考慮して、運転資本や企業年金よりも満期までの期間が短い負債の水準を決定していると考えられる。本研究では、退職給付に係る負債が運転資本と負債比率に対して与える影響について操作変数を用いた **2** 段階最小二乗法によって検証した。実証分析から、退職給付に係る負債が大きい企業ほど、運転資本が大きく、負債比率が低いことが明らかになった。このことは、経営者は、企業年金が長期債券であるということとを考慮し、従業員の受益権を保護することを目的として、退職給付に係る負債が大きいほど、リスクの低い保守的な財務政策を採用していることを示唆する。

第 **3** に、**ESG** 評価と実体的利益調整の関係性を分析した。その結果、**ESG** 評価、具体的には総合スコア、社会スコア、ガバナンススコアが高い企業ほど、赤字回避を目標として実体的利益調整を行う可能性が高低の影響は見られなかった。したがって、**ESG** 評価の高い企業ほど前年からの減益回避のために近視眼的な研究開発費の削減を行わないという仮説、及び **ESG** 評価の高い企業ほど期初の経営者予想利益達成のために近視眼的な研究開発費の削減を行わないという仮説は支持されなかった。そして、**ESG** 評価の高い企業ほど赤字回避のために近視眼的な研究開発費の削減を行わないという仮説も支持されず、分析からは、**ESG** 評価の高い企業ほど赤字回避のために近視眼的な研究開発費の削減を行う可能性が高いという逆の結果が得られた。本研究の仮説は、環境や社会課題への取り組みが成果に繋がるまで時間を要することが想定されるため、環境や社会課題に取り組む企業は中長期的な視点を持っており、経営においても中長期的な企業価値の向上を目指すというものであった。**ESG** 評価が高い企業ほど近視眼的な利益調整を行う可能性が高いという本分析の結果より、**ESG** 評価が高い企業が必ずしも中長期的な視

点で経営を行っている訳ではないことが示唆された。本研究の分析では、**ESG** 評価の高い企業ほど、前期からの研究開発費の削減による利益調整を行う可能性が高いという結果が得られた。これは、**ESG** 投資や **ESG** に取り組む企業への注目が高まる昨今の状況において、**ESG** スコアを扱う上では留意が必要であることを示唆している。今回の分析結果より、**ESG** スコアの高さが必ずしも中長期的な経営を行う企業を示している訳ではないと解釈されるためである。

第 4 に、従業員のエンゲージメントと企業価値の関連について実証分析を行った。最初に緊急事態宣言が発出された **2020 年 4 月 7 日** をイベント日とするイベント・スタディを実施し、エンゲージメントと企業価値との関連について実証分析を行った。その結果、総合スコアと従業員エンゲージメントによってエンゲージメントを測定した場合、緊急事態宣言発出後に、エンゲージメントが高い企業は低い企業よりも株価が上昇する傾向が確認された。緊急事態宣言発出に伴い、企業ではリモートワークが導入された。従来とは異なる働き方であるため、エンゲージメントの高い企業では従業員の働いた成果が企業価値に結びついたのに対して、エンゲージメントの低い企業ではそうした効果は弱かったと解釈される。

第 5 に、エンゲージメントファンドと投資先企業との関連について実証分析を行った。エンゲージメント型投資を行うエンゲージメントファンドの分析を通じ、エンゲージメントファンドは、リスクテイクを通じ企業価値を高めるような企業を特定している、または、エンゲージメントを通じてリスクテイクを促している可能性があり、このような企業への投資を通じて投資リターンを得ているという現状が確認された。本実証分析の結果は、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの制定の根底にもある、企業の過少なリスクテイクに対する課題、および、機関投資家が価値向上に向けた企業活動を促す責任を負うべきという問題意識に対し、エンゲージメント型の投資が一つの解を提示しうる可能性を示唆している。また、エンゲージメント型投資を行うファンドにとって、**2014 年** のスチュワードシップ・コードの導入等は、企業行動の変化を促し株式リターンを得るといった観点で一つの転機になった可能性がある。その意味で、企業と投資家の対話の促進を通じ、市場の活性化を狙った近年の各種政策は、部分的かもしれないが目的に適った効果を得ているものと言えるであろう。

第 6 に、**PBR1** 倍割れの議論と自社株買い、戦略変更について議論した。まず、**PBR1** 倍割れの背景について説明し、**2023 年 4 月** から **5 月** に自社株買いの枠を設定した企業の特徴を浮き彫りにした。その結果、**ROE** が **8%** 未満かつ **PBR1** 倍割れの企業が自社株買いの枠を設定したことを明らかにした。つまり、資本生産性の低い成熟企業ほど、自社株買いの枠を設定したことを意味している。ただし、成熟企業が **PBR** を高めるためには、成長へ向けた投資が必要となる。したがって、**PBR** の分母である自己資本の削減を通じて、**PBR** を高めるという点では意味があるものの、成熟企業から成長企業への変革という観点では正当化されないと考えられる。最後に、過去約 **20 年** における日本企業の戦略変更を測定し、企業価値向上のためには経営資源のダイナミックな変更が必要であることを議論した。

第 7 に、**2023 年 3 月** 期から有価証券報告書で開示が要求された人的資本の実態を記述した。調査から、次の **4 点** が明らかになった。第 1 に、管理職に占める女性の割合は欧米と比較して低い。第 2 に、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場を比較すると、グロース市場に上場する企業のジェンダーギャップが相対的に小さいということである。第 3 に、業種によって、ジェンダーギャップの特徴に相違があることである。すなわち、第 2 次産業では男女の賃金格差が相対的に小さいものの、管理職に占める女性労働者の割合は小さい。第 3 次産業では管理職に占める女性労働者の割合が相対的に高いものの、男女の賃金格差は小さくない。第 4 に管理職に占める女性比率が高い企業ほど、**PBR** が高い。

第 8 に、日本の多国籍企業の対外 **M&A** における、自国と相手国との地理的距離と文化的距離、政治的危険性と海外事業からの撤退との関係について、企業特性を踏まえた実証研究を行った。この実証分析を行うため、**2005 年** から **2015 年** までの間に **45** カ国で日本企業 **496** 社が実施した **868** 件の **M&A** に着目し、**2006 年** から **2022 年** までの間に撤退したか否かというデータベースを手作業によって収集した。コックス比例ハザードモデルによる分析を行った分析の結果、地理的距離が離れている国ほど、撤退する傾向が確認された。さらに、企業規模が大きな企業、企業年齢が若い企業、負債比率が高い企業、完全子会社以外の **M&A** では、地理的距離が遠いほど、海外事業から撤退する傾向があることを明らかにした。

最後に、日本のディスクロージャー制度の特徴である経営者予想と、アナリスト予想を分析の俎上に載せた実証分析を行った。経営者予想とアナリスト予想という **2 つ** の業績予想を中心に、日本における業績予想とアナリストの実態、および近年の企業行動や制度変化が業績予想とアナリストにもたらした影響に関する研究をまとめた。日本では、**2000 年代** に入り企業や資本市場のグローバル化を背景にステークホルダーが多様化し、ガバナンスの強化や株主をはじめとするステークホルダーとの対話が重視されるようになり、企業行動も大きく変化した。それに伴い企業のディスクロージャーへの取り組みも強化され、**IFRS** の任意適用などの新しい会計基準や制度・取り組みも導入された。加えて、近年ではガバナンスをはじめとする **ESG** に関する情報や人的資本の開示など財務情報以外のデータ（非財務情報）の重要性も高まっており、開示の内容は多岐に渡り、開示の量も増加する傾向にある。こうした企業が提供する情報の多くは定量的に把握できるものばかりではなく、投資家への影響をはじめとする効果も測定しづらい。そのため、企業のディスクロージャーの進化や新しいディスクロージャーの取り組みが企業価値や資本市場へもたらす効果を把握することは難しい問題となっている。さらに、ディスクロージャ

ー改革が急激に進んでいるのは世界的な流れであるとともに、これまで日本が投資家向けの開示に遅れをとっていたこともある。そうした遅れを取り戻すかのように新しい制度や取り組みが次々と導入されており、この傾向は今後も続くと考えられる。こうした近年のディスクロージャー改革は企業情報の透明性を高め、投資家を中心とする情報の利用者が企業価値を正しく認識するためのものであるが、改革が企業価値向上や情報環境の改善につながったか、投資家にどの程度役立ったかを検証する研究はまだ十分ではない。特に、業績予想やアナリストのあり方においては、日本は海外と異なる特徴があることから、日本ならではの効果検証が必要と考えられる。そこで、本研究では日本の制度的特徴や情報環境を踏まえ、業績予想とアナリストに関する分析を行い、現状や今後の課題を明らかにした。

## 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計8件（うち査読付論文 1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 糸川友信・野間幹晴	4. 巻 6
2. 論文標題 エンゲージメントファンドの投資行動と投資先企業の行動・業績・株価に関する実証分析	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 金融・資本市場リサーチ	6. 最初と最後の頁 119-131
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 野間幹晴	4. 巻 8
2. 論文標題 エンゲージメントと企業価値－緊急事態宣言発出のイベント・スタディ	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 金融・資本市場リサーチ	6. 最初と最後の頁 187-199
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 野間幹晴・藤本洋	4. 巻 19
2. 論文標題 社外取締役の導入が企業価値に与える影響	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 Disclosure&IR	6. 最初と最後の頁 46-55
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 野間幹晴	4. 巻 81
2. 論文標題 退職給付に係る負債と財務政策－運転資本と負債比率を中心に	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 産業経理	6. 最初と最後の頁 34-43
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 齊藤彩子・野間幹晴	4. 巻 3
2. 論文標題 ESGスコアと実体的利益調整	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 金融・資本市場リサーチ	6. 最初と最後の頁 127-140
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 野間幹晴	4. 巻 11
2. 論文標題 人的資本開示の実態：2023年3月期有価証券報告書より	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 金融・資本市場リサーチ	6. 最初と最後の頁 221-233
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 野間幹晴	4. 巻 75
2. 論文標題 企業の自社株買いと戦略変更の必要性	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 企業会計	6. 最初と最後の頁 25-32
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 Yanwen Jiang, Mikiharu Noma	4. 巻 35
2. 論文標題 Do geographic distances proxy a high probability of foreign divestment? Evidence from Japanese multinational firms	5. 発行年 2024年
3. 雑誌名 Journal of Corporate Accounting & Finance	6. 最初と最後の頁 146-165
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) 10.1002/jcaf.22656	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 -

〔学会発表〕 計0件

〔図書〕 計1件

1. 著者名 奈良沙織・野間幹晴	4. 発行年 2024年
2. 出版社 中央経済社	5. 総ページ数 492
3. 書名 業績予想の実証分析：企業行動とアナリストを中心に	

〔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
---------------------------	-----------------------	----

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
---------	---------