

# 「Slack 型 R&D 戦略が企業価値に及ぼす影響」

荻谷 萌 小寄 梨沙 星野 裕成 松野 峻典

## 1. はじめに

本研究は財務戦略上の余裕(Financial Slack)と人事戦略上の余裕(Human Slack)が研究開発(R&D)型企業において意義があることを実証するものである。分析上の仮説として「研究開発効率が高い研究開発型企業においては、財務戦略と人事戦略における余裕度によって、企業価値に差が生まれる」と提示し、研究開発型企業が余裕を持つ合理性を検証することを目的とする。これまでエージェンシー理論を中心にキャッシュの蓄積等の企業の余裕は企業価値にネガティブな影響を与えるとの考え方が主流であったが、これに対する批判を試みる。本研究では財務的余裕を有することに加え、これまでの実証研究にはなかった新たな視点として人事的戦略における余裕を有する研究開発型企業に着目したことが特徴である。

財務戦略上の余裕があるとは、現金、市場性のある証券、および容易に売却できる実物資産を保有しているということであり、また社債市場あるいは銀行借入へのアクセスが容易であることである<sup>1</sup>。また、人事戦略上の余裕とは、企業が職場の環境向上や、従業員の満足度を向上させることとする。

財務戦略上の余裕を有するメリットとは、優れた機会投資に対し迅速に資金調達が可能になる点である。我々はここで、財務戦略上の余裕を有するメリットを十分に享受できる企業とは、研究開発型企業であると考え。第3章で詳しく述べるが、研究開発型企業は財務的余裕を有することで迅速に資金を調達することが必要になる。

また、我々は研究開発型企業においてはこれまでの財務戦略上の余裕に加え研究者における人事戦略上の余裕の存在も重要だと考える。研究開発型企業が成長していくためには革新的アイデアや独自性のある技術を常に生み出していく必要がある。しかし研究者に精神的、肉体的余裕がない状態では研究においてそのような革新的アイデアや技術は生み出しにくい。したがって財務戦略と人事戦略における双方の余裕を兼ね備えていることが研究開発型企業においては今後の成長見込みがあると捉えられ、市場からの評価が高いと推測する。

---

<sup>1</sup> リチャード・A・ブリーリー、スチュワート・C・マイヤーズ、フランクリン・アレン(2007)『コーポレート・ファイナンス(第8版)上』日経BP社, 606-607頁。

本研究の構成を述べる。以下の第2章ではMM理論をはじめ、エージェンシー理論、フリーキャッシュフロー仮説といった本研究が依拠する理論を詳しく説明するとともに先行研究について紹介する。第3章で仮説を設定し、その検証方法ならびに定式化について述べ、第4章で検証結果を説明する。第5章は結語である。

## 2 本研究が依拠する理論と先行研究

### 2.1 MMによる資本構成理論

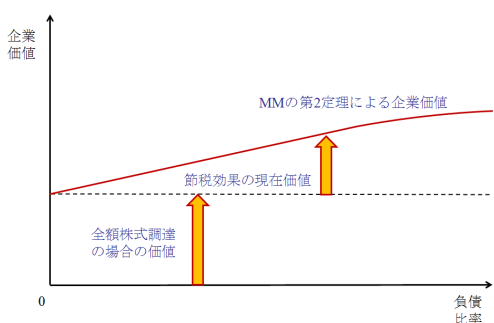
企業の負債と株式による資本調達構成は、企業の資本構成(capital structure)とよばれる。企業は数多くの異なる証券を無限の組み合わせで発行することができ、企業の市場価値を最大化する特定の組み合わせを試みている。この試みには意味があるのだろうか。

完全な資本市場において、配当政策は重要ではないことを示した Modigliani and Miller(以下MMと略記する)は、資本調達に関する決定も同様に重要ではないことを示した。MMは、一連の論文で完備市場と完全競争を前提とし、税など市場の摩擦要因が存在しないならば<sup>2</sup>、投資の資金調達方法や配当の水準は企業価値とは無関係であるという「MMの定理」を提示している(Modigliani and Miller(1959), Miller and Modigliani(1961))。

MMの第1定理では、企業はそのキャッシュフローを異なったキャッシュフローに分けるだけでは、企業の発行する証券の総価値は変更できないことを示している。企業価値はその保有する実物資産によって決まり、発行した証券によっては決定されない。したがって、

企業の投資に関する決定が所与とされている限り、資本構成は企業価値と無関係となる。第2定理によれば、負債の節税効果を考慮した場合、企業価値を最大にする資本構成は、100%負債であり、企業価値は支払利息の節税効果の現在価値分だけ増加するという。企業金融の近代理論は、これらMMの定理から始まったと考えられている(図1)。

図1 MM理論



出所：コーポレート・ファイナンス  
第8版(2007)より筆者作成

<sup>2</sup> MMが無関連性定理を証明する際に用いた分析枠組みには、次の2つの重要な想定があった。①経営者の行動が明示的に考慮されておらず、企業の将来に渡るキャッシュフロー(の確率分布)は、経営者の行動に依存せず一定であること。②株式と債権の違いは受け取るキャッシュフローの相違のみで、債権は予め決められた一定額を優先的に受け取り、株式所有者は残差を受け取ることである。

## 2.2 エージェンシー理論とフリーキャッシュフロー仮説

MMの定理は企業の財務政策を考える際の出発点としてその重要性は認められているが、現実を説明するものとして広く受け入れられているとはいえない。前述のMMの定理における想定が現実とは大きく乖離しているためである<sup>3</sup>。

Jensen and Mackling(1976)は、株主と経営者が別個の経済主体であり、異なる利害を有するプリンシパルとエージェンシーの関係であるとするエージェンシー理論を提唱した。エージェンシー理論は完備市場と完全競争を前提としない。そのため経営者は株主から経営という業務の委託を受けたエージェントであるが、経営者が選択する行動の結果が必ずしもプリンシパルである株主にとって望ましいものであるとは限らない。株主に便益をもたらさない経営者の私的利益獲得を目的とした行動は、企業価値を毀損することになる。すなわち余剰資金は、経営者の自由裁量を過度に広めエージェンシー問題の発生要因となりうるため、本来芳しくないものといえる。

Lang and Litzenberger(1989)のフリーキャッシュフロー仮説に関する実証研究では、安定的に豊富な資金を持つ一方で、投資機会が少ない企業においては必ずしも株主の利益を最大化しない過剰投資の問題が起りやすいことが明らかにされた。株主への説明がつかない買収戦略や事業拡大がその典型であり、企業が必要以上に企業規模を大きくして事業範囲を拡大させるのは、経営者が自らの社会的地位や個人的な影響力を高める誘因を持つことによると考えられている。このように企業規模の過剰拡大が必ずしも株主利益に繋がらないケースは多い。

すなわち、エージェンシー理論とフリーキャッシュフロー仮説を考慮すると企業は企業価値向上のために余剰資金や自己資本比率を抑制すべきであり、財務的な余裕をもつことは推奨されないとされる。

## 2.3 特殊性資産と財務戦略上の余裕

エージェンシー問題とフリーキャッシュフロー仮説は、プリンシパルの利益最大化のためにエージェントの機会主義的行動を抑止するということを推奨する。これに対して、Myers(2000)は、経営者の努力インセンティブに着目し、異なる見解を示している。株主と

---

<sup>3</sup> それを証明するように企業金融理論の発展にもっとも大きな影響を与えたのはこれらの想定を根本から再考するものであった。経営者を株主とは異なる志向と目的を持った一つの主体として認識し、その行動を明示的に考慮するならば、MMの想定するものとは大きく様相が変わる。その場合、株主とは異なる志向をもつ経営者の行動が、株主の利益に合致する保証はなくなるとともに、経営者の行動が企業のキャッシュフローに与える影響を考慮する必要が生じる。

経営者双方がそれぞれの資産を株式会社に投下し、お互いがそこから創出されるリターンの獲得を期待するとした。経営者からは経営能力といった無形の人的資源が投下され、一方、株主からは資本が投下される。すなわち、株式会社は経営者、株主の双方により形成されている。その結果、やがて株式会社はキャッシュフローを生むことになるが、株主と経営者のインプットは、もともとそれぞれの所有物であり、自分たちが会社に投入した資産に対するリターンを期待する。つまり、株主は株式の保有比率を背景に交渉力を高め、経営者の行動に対する介入を行うことができるが、その介入があまりに過剰になると経営者のインセンティブを低下させるため必ずしも企業価値の向上は望めない。Myers(2000)は、このような株主と経営者のトレードオフを固定的な配当政策により、調整することが可能であると主張した。

また倉沢(2004)は、企業経営の意思決定について経営者のモチベーションに着目し、経営者に自由裁量を与えることが直ちに企業価値の毀損につながるのではなく、経営者は自らの利益にかなう限りにおいて自己を規律付けするような方策を選択し、結果として効率的な経営が実現すると提唱している。

宮川(2009)は、人的資源など特殊性資産の効率的な投資回収が実現している企業はエージェンシー関係から得られる結合効果が大きいため、株主の支配力を強めるより人的資産のインセンティブを重視する結果、利益やキャッシュの拡大に対して配当額の感応度が低下することを明らかにした。

ある経営活動を行うために生産設備や権利を有しているのはプリンシパルであり、その生産設備や権利関係を用いて実際に経営活動を行うのは委託を受けたエージェントである。フリーキャッシュフロー仮説から帰結する配当政策は、株主が企業の所有者であることを前提に株主の支配力を高め、経営者の裁量を狭めることによってエージェンシーコストの削減を目指すものである。一方で Myers(2000)や倉沢(2004)、宮川(2009)の考えは株主の所有権を前提としながらも、その支配力は人的資産など企業の無形資産に及ぶことは難しいため、経営者の裁量を許容することによって人的資源から得られる結合効果を最大化しようとするものである。

現代の先進国企業においては機会や建物といった物的資産だけでなく企業内に専門的知識を蓄積し、企業独自のノウハウを形成することが高い競争力となる事業が多い。情報の非対称性を前提とするならば、当該企業にどのような知識や情報が必要なのか、あるいはどの程度の知識や情報が蓄積されているのかは現場の人間や従業員にしかわからない。

このように人的資源が強みとなっている企業では、経営者の裁量を狭めてしまうと人的資源に重要なインセンティブが低下するため結合効果が期待できなくなる。これは経営者や従業員だけでなく株主にとっても合理的ではないだろう。

### 3 仮説と検証方法

#### 3.1 仮説の設定

本研究が検証する仮説は、「研究開発効率が高い研究開発型企業においては、財務戦略と人事戦略における余裕度によって、企業価値に差が生まれる」というものである。

この仮説を設定するにあたり、前章までの議論を整理する。エージェンシー理論に従えば、企業に余裕を持たせて経営させることは、市場から消極的に捉えられるという考え方が主流である。しかし、最近では Myers(2000)や倉沢(2004)、宮川(2009)のように、株主の支配力は人的資産など企業の無形資産に及ぶことは難しく、経営者の裁量を許容することによって人的資源から得られる結合効果を最大化できるといった考えが発表されている。

特に、Myers は財務戦略上の余裕(Financial Slack)に価値があるという考え方を示している。これは長期的に見れば、企業の価値は資金調達上の判断より、投資や業務運営上の判断に多くを依存するため、優れた投資機会を逃さないために企業が十分な余剰資金を保有することには価値があるというものである。また、財務戦略上の余裕には、優れた投資機会に対し迅速に資金調達が可能になるといったメリットがある一方で、エージェンシー問題が深刻化するというデメリットがあることも主張している。

我々は、財務戦略上の余裕によるメリットを十分に享受でき、デメリットを解消できるような企業、つまり、迅速な資金調達を必要とし、エージェンシーコストを解消できるような企業については、財務戦略上の余裕を持って経営を行ことで企業価値を高めることが可能であると考えた。

では、具体的にどのような企業が財務戦略上の余裕によって企業価値を高めることができるのだろうか。我々は、研究開発を行う企業(研究開発型企業)がこれに該当すると考えた。研究開発型企業の財務的特徴と戦略について述べる。

研究開発型企業は以下のような財務的特徴を有している。①研究開発に関する費用を利益として回収できるまでの期間が長い、②技術の移り変わりが早く、臨機応変に投資を行う必要がある、③研究を行う上で、予期できない追加投資が必要な場合がある、④失敗を繰り返していくなかで、新たな技術を獲得する必要がある、⑤研究開発が成功した場合に

も、商品化に向けて追加投資を行う必要がある。これらの特徴から研究開発型企業は、必要に応じて即座に投資を行うために、十分な余剰資金と迅速な資金調達を行うことのできる環境が求められる。したがって、研究開発型企業においては、一般的な企業と比較して、より財務戦略上の余裕が必要になるのではないかと考えた。

次に、研究開発型企業の戦略は、各企業が独自の技術を持ち、他者との差別化を図ることが挙げられる。この技術が無ければ、研究開発型企業は他社との競合に勝つことは難しいだろう。したがって、情報の非対称性の解消のために、企業が独自の技術を全て株主に公開することは不可能であると考えられる。そのため、研究開発型企業では、情報の非対称性が増大しやすく、エージェンシーコストが発生しやすい。

しかし、研究開発型企業の中でも、研究開発投資を安定的に収益に結び付けられている企業(研究開発効率の高い企業)では、株主は研究開発を肯定的に捉えることができるので、エージェンシーコストの解消が期待できるのではないかと考えた。本研究では研究開発型企業における研究開発効率という指標を考慮することにより、必ずしも財務戦略上の余裕が企業価値にネガティブな影響を与えず、むしろポジティブな影響を与えうると考える。

研究開発型企業の特徴を以上のように捉えると、研究開発を収益に結び付けられる企業は財務戦略上の余裕を有することでそのメリットの享受とデメリットの解消が期待できる。

更に我々は、研究開発型企業には、財務戦略上の余裕に加えて、人事戦略上の余裕が必要であると考えた。人事戦略上の余裕とは、企業が職場の環境向上や、従業員の満足度を向上させることを指す。従業員にとって働きやすい環境を提供し、ゆとりを持って仕事をさせることが、従業員の労働に対するモチベーションの向上につながることもあろう。だが一方で、ゆとりある環境が、従業員の怠惰を生む可能性もある。企業が利益を上げることのみを目標にするのであれば、むしろノルマを与え、従業員にゆとりを与えずに労働させた方が効率的だとも考えられる。

しかし、我々は研究開発型企業については、従業員、特に研究者にゆとりを与えることが必要であると考えた。なぜなら、研究開発にとって重要なのは、新たな製品を生み出すもとになるアイデアと、長期にわたって積み重ねるその企業独自の技術、ノウハウであると考えられるからである。まず、より良いアイデアを生み出すためには、研究者に厳格なノルマを与えて研究させるよりも、むしろ余裕つまり研究者が働きやすいと感じる環境を提供することが必要だと思われる。また、企業が独自の技術、ノウハウを積み重ねていくには、研究者に長期にわたって、自社で勤務してもらう必要がある。つまり、研究者が長

年働くことのできる企業であることが必要である。このような考え方から、研究開発を行う企業では、人事戦略上の余裕を持った経営を行うことが、企業価値の向上につながるのではないかと考えた。

以上のように余裕と研究開発を行う企業の間を考えると、研究開発を収益に結び付けられる企業に関しては、余裕を持った経営を行うことで企業価値を向上させることが可能だと考えられる。

### 3.2 仮説検証の方法

ここでは、仮説の検証に用いた対象企業と検証方法について述べる。本研究において分析対象とする企業は、2002年度から2011年度の間、日本の全国証券取引所(ジャスダックなどを含む)に継続して上場し、日経業種分類で製造業に分類される企業、さらにその間の財務データが取得可能な企業1215社の中から選定した。分析に必要な財務データは『日経NEEDS-Financial QUEST』及び『就職四季報2014年版(東洋経済新報社)』から収集した。

検証方法は以下の通りである。まず1215社の母集団から、研究開発型企業を選出し、その中で研究開発効率の高い企業195社を選出した。次にこれらの企業を財務戦略上の余裕度、人事戦略上の余裕度の高い企業群(Slack有企業群)と余裕度の低い企業群(Slack無企業群)の二つのグループに分類した。そして、これら二つのグループに関して、平均の差の検定を用いて、企業価値に差があることを検証した。

### 3.3 変数の決定

ここでは、仮説の検証に用いた変数と検証に至るまでの流れを述べる。本研究では、仮説を検証するにあたり、余裕度が高い企業群と低い企業群の二つにグループ分けし、企業価値を検証する必要がある。我々はまず、これらに属する企業を選出するために、研究開発、財務戦略上の余裕、人事戦略上の余裕という三つの観点から変数を考える。また、企業価値についても、代替する変数を検討していく。

#### 3.3.1 研究開発に関する変数

研究開発に関する変数として、本研究では二つの変数を用いた。「売上高研究開発費率<sup>4</sup>」と「研究開発効率<sup>5</sup>」である。

---

<sup>4</sup>売上高研究開発費率は、研究開発を行った企業の研究開発費を売上高で除した比率である。

<sup>5</sup>研究開発効率は、「研究開発効率=営業利益/研究開発費」で表現されるが、研究開発投資がすぐに収益として回収さ

まず、「売上高研究開発費率」を用いる理由を述べる。売上高に占める研究開発費を見ることにより、当該企業の経営者による研究開発投資への意識を推測することが可能である。また研究開発投資による知的財産の蓄積が、競争力の源泉に影響を与える事業であるかどうかを推し量ることも妥当だと考える。したがって、売上高研究開発費率の値が高ければ、研究開発に力を入れている企業、つまり「研究開発型企業」であると考ええる。

また、我々は研究開発型企業が余裕を持った経営を行う際に発生するエージェンシーコストを削減するためには、研究開発が収益に結びついていることが重要であると考え、これを表す変数として、「研究開発効率」を用いた。研究開発効率は、先の宮川(2009)でも、知的資産からの回収力の強さを示す指標として用いられている。研究開発効率の値が高い企業ほど、研究開発を収益に結び付けられていると考える。

検証では、売上高研究開発費率について、2002年度から2011年度までの10年間の平均値が製造業全企業の中央値以上の企業を「研究開発型企業」と定義し、次に、その中で研究開発効率の指標について、同様に2002年度から2011年度までの10年間の平均値が研究開発型企業の中央値以上の企業195社を選出した。

### 3.3.2 財務戦略上の余裕に関する企業

財務戦略上の余裕に関して、本研究では二つの変数を用いた。「自己資本比率」と「余剰資金」である。

「自己資本比率」は、総資産における自己資本の割合を示したものであり、企業の安全性指標の一つとしても用いられる。また、自己資本比率が高いと企業の格付けが良くなり、企業が銀行からの借入れを行いやすいという側面もある。したがって、必要な時に即座に借入れを行えるという点から、自己資本比率を変数に用いた。

「余剰資金」は、総資産に占める現金及び現金同等物の割合を示す指標であり、企業が比較的容易に流動化できる資産をどれだけ有しているかを表すことができる。余剰資金を手元に多く有していることで、企業は優れた投資機会を逃す可能性を低減させることができるという点から余剰資金を変数に用いた。これら二つの指標の値が高いほど、企業は財務戦略上の余裕を有していると考ええる。

検証では、研究開発効率の高い研究開発型企業195社のうち、自己資本比率、余剰資金について、2002年度から2011年度までの10年間の平均値がともに対象全企業の中央値以

---

れるとは考えにくいいため、本検証では、分母に2004年度から2007年度までの研究開発費累計、分子に2008年度から2011年度までの営業利益累計を用いた。



上の企業を「財務戦略上の余裕度の高い企業」、中央値以下の企業を「財務戦略上の余裕度の低い企業」とした。

### 3.3.3 人事戦略上の余裕に関する変数

人事戦略上の余裕に関して、本研究では三つの変数を用いた。「離職率」、「平均勤続年数」、「有給休暇消化率」である。先に、3.1 で触れたように我々は研究開発型企業にとって重要なのは、アイデア、技術、ノウハウであると考えている。そして、これらの質を高めるためには、研究者にとって働きやすい環境を提供することが必要であると考えられる。

まず、「離職率」については、2008年4月、2009年4月の新卒入社者を対象に、2011年までの期間に離職した人の割合を指す。したがって、この値が少ない企業ほど、働きやすい環境が整った企業であると考ええる。研究開発型企業では、研究者が一定の期間自社での研究に携わることが重要であるので、離職率は低い方が望ましい。

「平均勤続年数」は、直近本決算末期時点の単独ベースの非現業者を対象に、役員や臨時雇用者を除き勤続年数の平均をとったものである。したがって、この値が高いほど従業員が長く働きやすい環境が整っていると考える。研究開発型企業では、独自の技術やノウハウを長期にわたり蓄積する必要があるため、勤続年数が長い方が好ましいと考えられる。

最後に「有給休暇消化率」についてである。これは2010年度に従業員が取得した有給休暇所得平均日数の最大所得日数に対する割合を示したものである。この割合が高ければ、より有給休暇を取得しやすい環境であることを表す。したがって、この値の高い企業は、従業員の働きやすさを重視している企業であると考ええる。

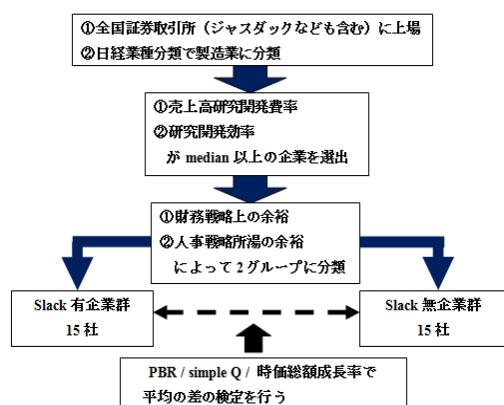
検証では、財務戦略上の余裕を有する企業と有さない企業について、離職率、平均勤続年数、有給休暇平均消化率の指標を用いて人事戦略上の余裕度の測定を行った。それぞれの変数について、順位付けを行い、その順位を得点として、三つの変数の合計得点を算出した。離職率については、その値が低い程働きやすいと考えられるため昇順に、平均勤続年数と有給休暇平均消化率に関しては、その値が高い程働きやすいと考えられるので降順に、並べて得点を付けた。したがって、合計得点が低い程、人事戦略上の余裕度が高く、合計得点が高い程、人事戦略上の余裕度が低いということになる。そして、財務戦略上の余裕度が高い企業に関しては、その得点が平均よりも低い企業を、財務戦略上の余裕を有さない企業に関しては、その得点が平均よりも高い企業を選出した。この結果、財務戦略上、人事戦略上ともに余裕度の高い企業群(Slack 有企業群)15社、財務戦略上、人事戦略上ともに余裕度の低い企業群(Slack 無企業群)15社の計30社が選出された。

### 3.3.4 企業価値の代理変数

本研究では二つのグループで企業価値に差があることを検証するが、企業価値に関して一つの側面からではなく、三つの側面から検証を行うために、企業価値の代理変数として三つの指標を用いた。「PBR(株価純資産倍率)<sup>6</sup>」、「simple Q<sup>7</sup>」、「時価総額成長率<sup>8</sup>」である。本研究におけるここまでの考え方から、財務戦略上の余裕度、人事戦略上の余裕度が高い企業の方が、これら三つの変数に関して高い値を示すことが期待される。

検証では、三つの変数に関して、Slack 有企業群と Slack 無企業群の差異を検証した。まず、PBR と simple Q については、企業ごとに 2002 年度から 2011 年度までの 10 年間の平均を算出した。二つの変数について、Slack 有企業群の平均と Slack 無企業群の平均につい

図 2 平均値の差の検定を行った。  
検証方法



出所：筆者作成

PBR、simple Q での検証に続いて、時系列での影響を見るために時価総額成長率でも検証を行った。PBR、simple Q と同様に、Slack 有企業群の変数の平均と Slack 無企業群の平均について、平均の差の検定を行った。なお、2006 年度から 2011 年度までの直近 5 年間の対象期間としたのは、リーマンショックを含めた近年の影響を時系列で見ることを目的としている。

## 4. 検証結果

検証結果を以下(図 3)に示す。表は、分析に用いた各変数の基本統計量と平均の差の検定の結果である。Slack 有企業群は余裕度の高い企業群、Slack 無企業群は余裕度の低い企業群を表す。まず、PBR で検証した結果、余裕度の高い企業群の平均は 1.606、余裕度の低い

<sup>6</sup> PBR(株価純資産倍率)は、一株当たり純資産を分母に、株価を分子にして割り出される式であり、企業の株の割安性を測る指標である。

<sup>7</sup> simple Q は時価総額を考慮して企業価値を測る指標である。企業価値を測る尺度としては、ジェームズ・トービンが提唱した、トービンの Q がしばしば用いられる。トービンの Q は、株式市場で評価された企業の価値を有形資産の取替(再取得)価格で割った値であると定義される。つまり、企業が事業活動により生み出している価値が、保有資産の時価総額より大きいかどうかを見ており、トービンの Q が 1 より小さいと株価は過小評価されており、1 より高いと株価は過大評価されていると考えることができる。しかしながら、データの制約上トービンの Q を求めるのは難しいため、その代替変数として、Perfect/Whiles (1994) によって提唱された、simple Q を用いる。simple Q の求め方は次のとおりである。simple Q = (株式時価総額 + 有利子負債の簿価) / 資産の時価総額

<sup>8</sup> 時価総額成長率については、株価×発行済株式数で求めた時価総額について、2006 年度から 2011 年度にかけての幾何平均成長率を用いた。

い企業群の平均は 1.182 であった。平均の差の検定を行ったところ 1 %水準で有意との結果を得た。次に、simple Q の結果を考察する。余裕度の高い企業群の平均は 1.462、余裕度の低い企業群の平均は 1.071 で、1 %水準で有意であるといえる。PBR、simple Q これら 2 つの検定には、10 年間の平均値を利用したことから、余裕度が高い企業の企業価値は恒常的に余裕度の低い企業のそれを上回っていると言えよう。さらに、時価総額成長率でも検証したところ、余裕度の高い企業群の平均は-0.270、余裕度の低い企業群の平均は-0.424 で、こちらは 5 %水準で平均の差が有意であるということが分かった。ここから、余裕度の高い企業は余裕度の低い企業と比較して 5 年間で企業価値を拡大させたと考えられる。

以上より、我々の設定した企業価値の代理変数である PBR、simple Q、時価総額成長率の全てにおいて平均値の差は有意であることが明らかになった。また、余裕度の高い企業群の企業価値は、余裕度の

低い企業群のそれを上回る傾向があるという結果も得ることができた。これらの結果は、我々の予想した通りであり、仮説を支持するものだといえる。

図 3 検証結果

†検定: 分散が等しくない仮定した2標本による検定

	PBR		simple Q		時価総額成長率	
	Slack有 企業群	Slack無 企業群	Slack有 企業群	Slack無 企業群	Slack有 企業群	Slack無 企業群
平均	1.606	1.182	1.462	1.071	-0.270	-0.424
分散	0.189	0.161	0.129	0.015	0.038	0.020
観測数	15	15	15	15	15	15
仮説平均との差異	0		0		0	
自由度	28		17		25	
t	2.774		3.977		2.474	
P値片側	0.005		0.000		0.010	
t 値片側	1.701		1.740		1.708	
P値両側	0.010		0.001		0.020	
t 値両側	2.048		2.110		2.060	

出所：日経 NEEDS FQ より筆者作成

## 5.終わりに

本研究で検証に取り組んだ仮説は、研究開発効率が高い研究開発型企業は、財務戦略と人事戦略における余裕度によって、企業価値に差が生まれるというものであった。まず、検証対象とした企業のなかで、売上高研究開発費率と研究開発効率が共に中央値以上の企業を研究開発型(R&D)企業とした。続いて、選出された企業のなかで余剰資金と自己資本比率が共に中央値以上の企業群を財務戦略における余裕がある企業、中央値以下の企業群を財務戦略における余裕がない企業であると分類した。さらに離職率、平均勤続年数、有給休暇消化率の 3 項の順位をそれぞれ得点化し、人事戦略における余裕度をはかった。財務戦略上の余裕度が高い企業の中で人事戦略上の余裕度に関する得点が低い 15 社を余裕度が高い企業群、財務戦略における余裕がない企業の中で人事戦略における余裕の得点が高い 15 社を余裕度が低い企業群にグルーピングし、企業価値の代理変数として使用した

PBR、simple Q、時価総額成長率の3項それぞれに平均の差の検定を行った。そして、これらの差は有意であり、余裕度の高い企業の平均値が総じて低い企業と比べて高いという結果を得ることができた。これらの結果として、余裕度によって企業価値に差が生まれ、また余裕度が高い企業の方が、企業価値が高い傾向があるという実証結果を得た。

本来コーポレート・ファイナンスの研究領域では、エージェンシー理論に依拠すると、企業に財務的な余裕を持たせることは市場にネガティブな印象を与えるとされる。しかし、研究開発型企業においてはその特殊性から、余裕を持つことにより企業価値にむしろポジティブな印象を与えるのではないかと考えたのが本研究の特徴である。

本研究では、研究開発型企業は、財務戦略と人事戦略上の余裕度が高い程、企業価値を向上させると実証するまでには至らなかった。今後の課題としてはモデル式を用い重回帰分析を行うなどして、企業価値に剰余資金、自己資本比率、離職率、平均勤続年数、有給休暇消化率がどのように働きかけているのか詳細に分析し、また研究開発型企業の他に本研究を応用できる企業群があるか調べていきたいと考える。

#### 【参考文献】

- 京都大学経済学部藤井ゼミナール論文編集委員会(2009)「資本構成の決定要因に関する実証分析—業界比較を中心にして—」『藤月会論集』第18号。
- 倉澤資成(2004)「企業金融論における経営者の役割」『フィナンシャル・レビュー(March-2004)』財務総合研究所、79-102頁。
- 佐々木広明(2006)「イノベーションの戦略的重要性、資本構成、および企業成果—日本の医薬品産業を対象とした実証研究」『産業経営』早稲田大学 産業経営研究所、第39号、3-13頁。
- 東洋経済新報社(2012)『就職四季報 2014年版』東洋経済新報社。
- 松浦克己(2010)「キャッシュフローからみたペッキングオーダー理論とトレードオフ理論」『広島大学経済論叢』第34巻、第2号、31-47頁。
- 宮川壽夫(2009)「企業の特殊性資産と配当政策の粘着性」『証券アナリストジャーナル(2009. 8)』日本証券アナリスト協会、42-55頁。
- リチャード・A・ブリーリー、スチュワート・C・マイヤーズ、フランクリン・アレン(2007)『コーポレート・ファイナンス(第8版)上』日経BP社
- Jensen Michael (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, pp.323-329.
- Jensen, M., and W. Meckling (1976) "Theory of the firm Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3, pp.305-360.
- Lang, L.H.P., and R. H. Litzenger (1989) "Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis," *Journal of Financial Economics* 24(1), pp.181-192.
- Miller, M., H. and F. Modigliani (1961) "Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares," *Journal of Business*, pp.441-433.
- Modigliani, F., and M. H. Miller (1959) "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment," *American Economic Review* 48, pp. 261-297.
- Myers, S.C. (2000) "Outside Equity," *The Journal of Finance* 55 (3), pp.1,005-1,037