

組織資本と企業価値 -日本の製造業の財務データに基づく実証分析-

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2017-05-31 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 王, 正国 メールアドレス: 所属:
URL	http://hdl.handle.net/10291/18738

2015年度 商学研究科
博士学位請求論文(要旨)

組織資本と企業価値：日本の製造業の財務データに基づく実証分析

学位請求者 商学専攻
王 正国

内容の要旨

1、本研究の問題意識と目的

ファイナンス分野において、企業価値に関する研究は主に有形資産投資との関係が主流となっていたが、最近では、有形資産に代わって無形資産と株価やストック・リターンそして企業価値との関係が注目されている。数多くの先行研究によって明らかにされたように、無形資産が資産価格や企業のパフォーマンスに与える影響を認識することは、極めて重要な問題と言える。従って本論文では、日本の製造業におけるその無形資産の重要な構成要素である組織資本(organization capital)を分析対象として、企業価値とどのような関係を持つかについて実証分析を行った。

組織資本理論の発展は大きく二つに分かれる。一つは、経済学的視点から捉えた組織資本である。すなわち、組織資本を、有形資産や無形資産と補完的で、これらの資産を有効に機能させるために必要とされる付随的費用、すなわち調整費用と定義した。もう一つは、会計学の分野から捉えた組織資本である。組織資本を直接計測するのは困難であるため、当初は財務データにある一般管理費・販売費(SGA)を組織資本の代理変数とみなした。しかし SGA はあくまでも費用であるため、そこで、フローとしての SGA 全体を資産化して、その合計を組織資本として捉えることが提唱された。

従って本論文の立場は、後者のフローとしての SGA 全体を恒久棚卸法により資産化したものを組織資本として捉えるものである。SGA の中身を考えると、組織資本への投入とは、企業の内部組織の優劣を決める本社の人的資源への投入と、企業の特質を示す研究開発、ブランド、物流システムへの資源の投入になる。

これまでの先行研究の主流では、組織資本を一種の調整費用として捉えているが、本論文の組織資本は、これらの概念からは離れて、企業の内部組織の特性を示す資源の蓄積として組織資本を捉えている点に留意する必要がある。

また、本論文の一つの特質として、最近になって加工・組立系製造業に顕著に見られるファブレス化の進行が、組織

資本と企業価値との関係にいかなる影響をもたらすのかについて、実証分析を通じて明らかにした。近年日本の製造業(特に電気機器、自動車)では、ファブライトやファブレス化現象が起きている。ファブライトとは、自社では大規模な設備投資を行わずに、最小限の製造規模にとどめ、生産の大部分を外部企業に委託することである。同様に、ファブレスは自社では製品の企画設計や開発のみを行い、すべての製造はアウトソーシングすることを指す。これらの企業の特質として、組織資本に含まれる製品の研究開発や製品の販売に多額な人件費をかけており、それに対して製造規模が小さいため、自社工場の労務費と原材料費が少ないと考えられる。本論文では、企業グループの分割により、本社人件費や役員報酬を含んでいる組織資本の蓄積が企業価値の増加につながることを、さらには、ファブレス化が進捗している企業では、その効果が一層顕著に見られるかどうかを検証した。

2、本研究の構成ならびに各章の要約

本論文は第1章、第2章及び第3章で、三つのモデルを使い、組織資本と企業価値との関係について実証分析した。以下では、各章の分析内容と結果をまとめる。

第1章において、コブ・ダグラス型生産関数モデルを使って、日本の製造業において、フローの SGA で蓄積した組織資本を一つの生産要素として、有形資本投入そして労働投入と同時に用い、企業の産出(すなわち、付加価値)への影響を実証分析した。そして、製造業を加工・組立系製造業と素材系製造業に分割して実証分析を行い、特性が異なる二つの産業の比較をした。また、近年の加工・組立系産業のファブレス化現象に注目し、かつ企業グループの分割により、本社人件費や役員報酬を含んでいる組織資本の蓄積が企業価値の増加につながることを、さらには、ファブレス化が進捗している企業では、その効果が一層顕著に見られることを明らかにした。この章の実証分析の結果を大まかにまとめると、

(1)、製造業全体において、組織資本の係数推定値が労働

と有形資本の係数推定値より遥かに大きいことから、企業の付加価値に対する組織資本の貢献度は労働と有形資本より大きいことが分かった。また、組織資本は、マン・アワーでは捉えることができない役員や本社ホワイトカラーの質の部分を補完していることも確認できた。

(2)、加工・組立系製造業と素材系製造業に分割した場合においても、組織資本が労働と有形資本を超えて、企業の付加価値に対して高い貢献をしていることが明らかとなった。また、伝統的に設備規模の大きい素材系製造業においては、有形資本の企業価値に対する貢献度は加工・組立系製造業より大きく、産業の特徴に相応しい結果となった。

(3)、ファブレス化現象についての分析では、ファブレス化の進捗の低い企業は、商品の製造をアウトソーシングすることが少なく、自社での製造規模が大きいため、企業の付加価値に対する貢献は有形資本の方が著しいといった結果が得られた。逆にファブレス化の進捗の高い企業は主に研究開発と販売のための広告宣伝や物流システムの改善に専念するため、それを反映して、付加価値に対する組織資本の貢献が非常に大きいことが分かった。

第2章において、Griliches-Hallの企業価値モデルを使って、株式市場で評価された企業価値と組織資本との関係を分析した。具体的に、フローのSGAで蓄積した組織資本をGriliches-Hallの企業価値モデルに導入し、組織資本と株式市場で評価された企業価値との関係を実証分析した。そして、第1章と同様に、製造業を加工・組立系製造業と素材系製造業に分けて、産業間の違いを比較した。最後に、このモデルにおいても、日本の製造業で起きているファブレス化現象について、加工・組立系製造業における企業グループの分割によって実証分析を行った。第2章の実証分析の結果を要約すると、

(1)、製造業において、組織資本が株式市場で評価された企業価値に対してプラスの影響を与えることが分かった。そして、有形資本に対する組織資本の比率が高ければ高いほど、より多くの企業価値が創造されることが明らかとなった。

(2)、製造業を分割した場合において、素材系製造業の有形資本は、加工・組立系製造業より企業価値への貢献が高いことが分かった。逆に、加工・組立系製造業の組織資本は、素材系製造業より企業価値への貢献が高いことが分かった。そして加工・組立系製造業において、全体としてみれば、人的資本が高く評価されていることに対して、素材系製造業の方は研究開発やブランドに対する評価が高いといった結果になった。

(3)、最後のファブレス化現象の分析において、有形資本の企業価値に対する貢献について、ファブレス化の進捗の低い企業グループの方が高いことが分かった。一方、組織資本の企業価値に対する貢献について、本社関連の人的資本は両グループに有意な差は認められないが、人的資本を除く組織資本(研究開発やブランドに関連する資本)はファブレス化が進捗している企業グループにおいて、非常に大きいことが分かった。従って、加工・組立系製造業全体としてみたとき、人的資本の貢献と比較して、相対的に人的資本を除く組織資本の貢献が弱く見えたのは、ファブレス化の進捗の低い企業グループの影響によるものであることが明らかとなった。

第3章では、組織資本の企業価値創造について、投資資産価格モデルを利用し、実証分析を行った。実証分析においては第2章と同様であるが、第3章で扱うモデルはより進化した構造形モデルであり、推定方法も単純な回帰分析ではなく、モーメント条件をGMMで検定するという最新の方法に従っている。しかも、第1、2章ではパネルデータを利用した回帰分析であったが、第3章では、データの特性により639社を5個のポートフォリオに分割して、各ポートフォリオで平均されたデータを利用したポートフォリオ分析を実行した点に特徴がある。こうした手法を採用することにより、パネルデータで問題とされてきた計測誤差の問題やlumpyな投資の問題を緩和することが可能となり、より精度の高い実証結果を期待できるといったメリットが生まれてくる。

第3章でも、第1章及び第2章と同様に、製造業を加工・組立系製造業と素材系製造業に分けて、産業間の違いを比較した。また、加工・組立系製造業における企業グループの分割によってファブレス化の影響を分析した。

最新の手法を採用した実証分析の結果は、以下に示すように、ほとんど第2章で得られたものと同様であり、これまでの推定結果の頑健性を示すものとなった。

ここで、第3章の実証分析の結果を要約すると、

(1)、製造業全体において、組織資本が株式市場で評価された企業価値に対してプラスの影響を与えることが確認できた。

(2)、製造業を分割した場合において、素材系製造業の有形資本は、加工・組立系製造業より企業価値への貢献が高いことが分かった。逆に、加工・組立系製造業の組織資本は素材系製造業より企業価値への貢献が高いことが分かった。

(3)、最後のファブレス化現象の分析において、有形資本

の企業価値に対する貢献について、ファブレス化の進捗の低い企業グループの方が高いことが分かった。一方、組織資本の企業価値に対する貢献については、ファブレス化の進捗の高い企業グループの方が高いことが分かった。