

日本企業の投資効率性と株主価値

京都大学大学院 経営管理教育部 博士後期課程 石川 康

論文要旨

本論文では日本企業の設備投資、研究開発投資、人材投資（従業員数、人件費）の水準・トレンド、さらにその投資効率性がその後の株主価値（株式リターンと ROE 変化）にどのような影響を及ぼすかについて実証分析を行った。主な結果としては、各種投資が増加基調にある日本企業の ROE は低下傾向が見られ、株式リターンは平均的に軟調であるが、大型株の特性が強く表れる時価総額加重ベースでは明確な傾向が観測されなかった。また投資変化率が低い、投資に慎重な企業群では、投資効率性の高さはその後の株主価値にプラスの影響を及ぼし易く、逆に投資変化率が高い、投資に積極的な企業群では、人材投資効率の高さが株主価値にマイナスの影響を及ぼし易いという結果を得た。また特に人材への投資水準が高い、従業員数／売上が高い（労働生産性が低い）労働集約型企业では、人材投資に対する効率性の高さが株主価値にプラスの影響を及ぼすことがわかった。

次に Porter and Kramer [2011] が提唱した CSV（Creating Shared Value：共通価値の創造）に基づく ESG 投資へ、これら知見の応用を試みた。ESG 評価に関する先行研究と同様、企業アナリストが定性的に評価した CSV スコアが高い企業は資本コストが低い傾向が観測され、企業価値が高いと考えられる。しかしながら、定性的 CSV スコアが高い企業の株式への投資は株価バリュエーションが高いこともあり、必ずしもプラスの超過リターンに繋がらない。一方、高齢化と人口減という社会問題を抱え、労働人口の持続的な増大を期待できない日本においては、効率的な人材投資により労働生産性を向上させる能力を有する企業は、社会的課題の克服に貢献しながら、企業収益という経済的価値を生み出す CSV 企業と見なすことができよう。そこで本論文では企業の従業員数変化率（人材投資）に対するその後の労働生産性変化の感応度を人材投資効率と定義し、人材投資効率が高い企業の株式リターンがその後、アウトパフォームする傾向を観測した。先の分析同様、この傾向は労働生産性が低い（労働生産性の改善余地が高い）企業群でより顕著になる。そこで定量的 CSV スコアとして人材投資効率と労働生産性の低さを合成した生産性改革スコアを定義し、生産性改革スコアの水準とその後株式リターン／ROE との関係を実証分析した結果、生産性改革スコアが高い企業においてその後株主価値が顕著に上昇することを観測した。

Fama and French [1992, 2015]が提唱した 3 Factor/ 5 Factor Model を考慮した Fama-MacBeth 回帰分析、Gibbons-Ross-Shanken 検定でも生産性改革スコアの有効性を確認している。さらに定性的・定量的 CSV スコアの実運用への応用として、両スコアに基づくファンドの運用を 2017 年 7 月より開始したが、投資ユニバースに対し年率 1.28%の超過収益を生み、情報比（年率）0.76 という良好な結果を得ている。CSV 企業を重視した ESG 投資は雇用を通じた社会的価値の創造を促すだけでなく、投資家にとっての超過収益という経済的価値をも生み出す“共通価値の創造”（CSV）に繋がり、さらにはその循環が ESG 投資の更なる普及を後押しするものと考えている。