

■ 第Ⅲ部 経済圏拡大・市場経済の進展

《分科会 市場経済と企業行動》

輸出が企業価値に与える影響の実証分析

中尾 武雄

(同志社大学経済学部教授)

この研究では、企業の市場価値に重要な影響を与えている要因をパネルデータで実証的に明らかにした。企業の市場価値とは、企業の株価と株式総数の積であるから、実質的には企業の株価を決定する要因を解明することになる。分析対象企業は日本の製造業企業で、分析対象期間は2001年から2005年である。被説明変数は企業価値、説明変数は輸出、研究開発、広告、株主持株比率などを用いた。筆者は本稿と類似の研究を中尾「企業価値決定要因のパネルデータ分析－配当、研究開発、広告、輸出、株主構成と企業価値の関係－」（『ワールドワイドビジネスレビュー』第9巻第2号、2008年3月）でも行っている。この論文では、被説明変数に企業価値、説明変数として配当、輸出、研究開発、広告、株主持株比率などを用いてパネルデータ分析をおこない、企業価値に重要な影響を与えているのは、配当、研究開発、広告、輸出、株主構成と直近過去の株価動向であることが分かった。配当は特に重要な要因で、企業価値のばらつきの40%から70%が配当だけで説明できるほどであった。ところが、配当額が大きいほど企業価値が大きくなるという結論は当然で興味深い結論でもない。この分析結果からわかることは、企業価値の決定要因を明らかにするためには、配当の大きさを決定している要因を解明する必要があるということであり、本研究の目的もそこにあった。

中尾（2008）で明らかにされたように、企業の将来配当の大きさは研究開発、広告、輸出、株主構成などによって重要な影響を受けるから、これらの要因が企業価値に与える影響は直接的なものだけでなく配当を通じた間接的なものも存在するはずである。研究開発、広告、輸出、株主構成などが企業価値に与える影響を総合的に捕らえるためには、これらの要因が配当を通じて企業価値に与えている影響の大きさを推定する必要がある。そこで、本稿では、配当の決定要因を日本の製造業企業のパネルデータを用いて分析し、その推定結果と配当が企業価値に与えている影響の推定結果を用いて、研究開発、広告、輸出、株主構成などが企業価値に与えている間接的な影響を推定することで、これら要因の企業価値に対する総合的な影響を明らかにした。その分析の結果、いろいろな説明変数の企業価値に対する貢献度として以下のような推定結果を得た。

説明変数	GLS			グリッドサーチ		
	直接効果	配当関数	利潤関数	直接効果	配当関数	利潤関数
配当金	71.29			42.82		
研究開発支出	15.47	28.72	22.02	10.80	18.75	14.73
広告支出	5.91	8.60	10.05	15.57	17.19	18.05
輸出額	15.40	41.31	38.48	16.95	32.51	30.81
β 値・トレンド	5.98	5.98	5.98	11.63	11.63	11.63
β 値	1.47	1.47	1.47	1.21	1.21	1.21
長期トレンド	-4.26	-4.26	-4.26	-8.18	-8.18	-8.18
短期トレンド	0.26	0.26	0.26	0.92	0.92	0.92
大株主持株比率	-0.21	-0.21	-0.21	-0.75	-0.75	-0.75
個人持株比率	-0.13	-0.27	-0.37	-1.12	-1.21	-1.26
外国持株比率	0.07	1.03	0.42	0.64	1.21	0.85
合計	111.26	82.63	73.83	90.49	73.28	68.00

ただし、推定方法としては GLS 推定法とグリッドサーチ推定法を用いた。企業価値は将来の配当や利潤の割引現在価値と非事業用資産の合計であるため、GLS 推定法では非事業用資産の代理変数として現金・預金と保有土地を説明変数として追加し、グリッドサーチ推定法では第1段階で現金・預金や保有土地に占める非事業用資産の比率を外部から与え、これらを基に現金・預金と保有土地の非事業用資産の推定値を算出し、第2段階でこれらの非事業用資産の推定値を株価と総株式数を乗じた値から差し引いた値を被説明変数として回帰分析を行い、尤度が最大になる比率を求めた。具体的には、現金・預金と保有土地における非事業用資産の比率を0と1の間を0.01刻みで与えて回帰分析の尤度を求め、これが最大になる比率を探した。また、配当関数による推定値は、上記の説明変数が配当に与える影響を直接的に推定して算出した。利潤関数による推定値は利潤関数と配当調整関数を用いて推定した。説明変数の長短のトレンドとは株価の動向を示し、 β 値・トレンドは β 値と株価トレンドの積を示す。貢献度については以下のように定義した。すなわち、A の B に対する貢献度 = A の推定係数 × (A の最大値 - A の最小値) / (B の最大値 - B の最小値) とする。例えば、輸出の企業価値に対する貢献度は、輸出の推定係数に輸出の最大値と最小値の差を生じた値を企業価値の最大値と最小値の差で割った値と定義する。(これらの詳細については中尾「輸出、研究開発、広告、株主構成と企業価値—直接効果と配当を通じて与える効果の総合的分析—」『経済学論叢』(同志社大学)第60巻第号, 2009年3月を参照されたい)。

これらの推定結果から得た重要な結論は以下のようなものである。

- (1) 企業価値は技術力が高く、市場でブランド力が強く、世界市場で比較優位があって輸

出競争力がある企業ほど高い。企業価値に対する総合的な貢献度で見ると世界市場で比較優位を反映する輸出が最も重要で、企業価値のばらつきの30%から40%はこれによって説明される。技術力の高さを示す研究開発と市場ブランド力を表す広告も企業価値に重要な影響を与える。総合的貢献度は研究開発で15%から30%、広告で10%弱から20%弱となった。これら3要因の貢献度を合計すると約80%となるため、企業価値のばらつきのほとんどがこれら3要因によってもたらされていることになる。

- (2) 株主構成も企業統治の効果に差が生じるため企業価値に影響を与える。外国株主の存在は経営者に影響力があり企業価値を増加させるが、大株主と個人株主は企業統治を悪化し企業価値を低下させる。しかし、株主持株比率の企業価値に対する貢献度は最大でも1%程度で無視できる程度の影響しか与えていない。したがって、企業の株主構成の差異は経営者の行動に影響を与えるが重要ではない。
- (3) 企業価値は株価によって決定されるが、株価は株式に対する投機需要の影響を受けるため、企業価値の20%程度が投機需要の影響で決定されている可能性もある。

グローバル化の進展で企業環境が急激に変化する現在のような状況では、企業の将来はやはり世界市場における企業の優位性に依存しているというのが本研究から得た主要な結論である。

なお、この研究のフルペーパーは同志社大学『経済学論叢』第60巻第4号に掲載される予定である。