

# R&D 投資と企業価値

後藤 哲雄（三菱電機）

岡田 克彦（関西学院大学）

研究開発投資の有効性と企業価値の関係はその役割から考えても深い結びつきが予測される。企業にとって新しい製品を生み出すことは企業存続の条件であり、その為に研究開発投資が投入される。一方投資家やステークホルダーから見てもそのような研究開発投資はポジティブに受け入れられる要素が大きいと思われる。このような研究開発投資と株式価格の相関については幾つかの先行研究がなされている。たとえば株式価格の超過リターンと研究開発投資の間には有意な関係があることが示唆されている。 [Lev, Sougiannis, 1996] Lev たちはスリーファクターモデル [Fama, French, 1992]に対する超過リターンを検証している。さらに鄭はこれに R&D 投資を組み込み重回帰分析を試み統計的に有意であることを確認した。 [鄭義哲, 2005] 鄭はさらにスリーファクターに2通りの収益率の差を組み込みファイブファクターとして R&D 集約度と異常リターンの関係を調査し、R&D 集約度の高い企業グループは有意な異常リターンを検出していることを報告している。 [鄭義哲, 2006] 一方、Otto[2000]は、企業価値は現時点の利益水準の割引現在価値と成長機会の価値から構成されていると考えた。成長機会の価値とは、現時点の利益水準の現在価値と時価総額の差として認識される。

本稿の目的は鄭[2005]の扱ったサンプルを大幅に拡大し comprehensive な研究を行うことである。そのため、1991年から2006年までの日本の全上場企業約4000社の中から434社を抽出し、その財務情報データから研究開発投資費と成長機会の価値との関係を探った。企業の研究開発投資が市場でどのような評価を受けているかについて、Otto[2000]の成長機会の価値という指標に注目し、その結果研究開発投資費は有意に正の関係を持つことが明らかになった。研究開発投資によって成長機会の価値は説明できることが確認された。また、「EVA」、「成長性指数」、「株価の変動性」、「売上の変動性」、「企業規模」の説明変数を用いた重回帰分析の結果、「株価変動性」や「売上変動性」に対して有意であることにも注目すべきことである。株式は有限責任である特性上、オプションと同じ性質を持つ。即ち、プロジェクトの不確実性が高ければ高いほど、株式価値に占めるオプション価値は大きくなると考えられる。その意味では、「株価変動性」や「売上変動性」と成長機会の価値が有意な正の相関を示すのは整合的である。