

# 卒業論文

## 「パネルデータ分析による企業価値の分析」

2017年1月21日

慶應義塾大学経済学部経済学科

長倉大輔研究会 5期

佐藤駿

### 要旨

株主重視の経営を行う企業が増え、企業価値という用語を聞く機会も増えた。本論では、企業価値を株主(投資家)にとってのものに限定し、これを株式時価総額と負債総額の和と定義する。この意味において、企業価値を構成している要素は何か、そしてその価値を向上させるためには何に焦点を置くべきなのか、を検討するため、パネルデータ分析を用いて企業価値測定モデルの導出を行った。次に、導出した企業価値測定モデルによると、広告宣伝費の増加が企業価値の向上に役立つことが分かったため、個人投資家にとっての IR 戦略の有効性を調べた。先行研究において示された、個人投資家にとって理解しやすい IR サイトの評価項目も用い、重回帰分析を用いて企業価値伸び率モデルの導出も行った。

## 第1章 はじめに

経済を動かす主体として、家計・政府と並んで、企業という存在がある。企業は、国や地方公共団体が保有する公企業と、民間が出資・経営する私企業に分けられるが、本論で分析対象とする企業は、法人格を有する株式会社とする。企業が財・サービスの生産を継続し、組織形態を維持するためには経営資源が必要となるが、経営資源の継続的な調達のためには、ステークホルダー(利害関係者)との関係が重要である。ステークホルダーは顧客・従業員・株主・社会という大きく4種類に分けることができ、これらのステークホルダーに対して、良質な商品の提供などによる顧客からの信頼・満足度の高い従業員への処遇・投資に対する株主への貢献・地域社会との良好な関係、などが重要になるのである。つまり、企業が利益を生み出すためには、優秀な経営者の選択だけでなく、ステークホルダーとの良好な関係を築く企業努力が必要であり、そのような企業努力が結果として企業価値の向上を実現するのである。

ここで、企業価値とはどのようなものか考えてみる。4種類のステークホルダーそれぞれの価値観が存在するため、企業価値という言葉を明確に定義するのは難しいとされている。ここでは、顧客と従業員にとっての企業価値を示すと考えられる例を考えたい。まず、顧客(一般人)にとっては、家庭での生活に馴染み深い企業の価値が高くなり、一般消費者と直接ビジネスを行わず、企業間で商取引を行うような企業の価値は低くなると考えられる。例えば、一般人にとっての企業価値を表すものとして、就職人気ランキングが挙げられる。表1のように、家庭での生活に馴染み深い企業や、単純に募集人員の多い金融業界の人气が高く、一般人にとってはこれらの企業に対する価値が高いとも言える。また、給与・労働時間・労働環境・評価・仕事の楽しさなどが、勤務する企業の従業員にとってのその企業の価値に影響すると考えられるが、このような価値を表す例として、働きがいのある会社ランキングが挙げられる。世界約50か国で展開している世界最大級の意識調査機関 Great Place to Work が発表したこのランキングは、従業員意識調査をもとに選出され、選出企業は優良企業としてグローバルで高い評価を得る。従業員1000人以上・従業員100-999人・従業員25-99人と企業規模によって別のランキングであり、また調査実施企業数も多くはないが、表2のように一般的に知名度の低い企業も上位にランクインしており、従業員にとっての企業価値は、各従業員の労働に対する価値観に左右され、必ずしも一般人にとっての企業価値とは一致しないことが分かる。

このように一般人や従業員にとっての企業価値は各個人の価値観に大きく影響されるため、万人にとって共通する評価基準とは言い難く、またデータのサンプル数も限定されるという問題点がある。では、一般に使われている企業価値とはどのような意味なのであろうか。

一般に、企業価値は現在の本業や事業が将来どれだけのキャッシュフローを生むか、という点に主眼が置かれている。つまり、企業価値はフリーキャッシュフロー(FCF)の総和になる。柳(2013, p10)は、長期的な企業価値を、以下のように定義する。

長期的な企業価値

= 金融資産(非事業資産)+将来の FCF を適切な割引率で現在価値に引き直した割引現在価値の累計(事業価値)

= 株式時価総額(株式価値)+負債の価値(時価)

表1：就職人気ランキング(2017年卒・前半、1～50位)

※業界・業種は主にキャリアタス就活 2017 を参考に、企業の最も有力な事業を選択した

	企業名	業界・業種		企業名	業界・業種
1	みずほフィナンシャルグループ	金融	27	サントリー ホールディングス	食品
2	三菱東京UFJ銀行	金融(銀行)	28	バンダイ	玩具・アミューズメント機器
3	全日本空輸	空運	29	ソニー生命保険	金融(生命保険)
4	JTBグループ	旅行	30	三井住友信託銀行	金融(信託銀行)
5	野村証券	金融(証券)	31	三菱商事	商社(総合商社)
6	日本生命保険	金融(生命保険)	32	博報堂	広告
7	大和証券グループ	金融(証券)	33	JR東日本	鉄道
8	損保ジャパン日本興亜	金融(損害保険)	34	ニトリ	家具・インテリア
9	三井住友銀行	金融(銀行)	35	電通	広告
10	日本航空	空運	36	ジェーシービー	金融(信販・クレジット)
11	明治グループ	食品	37	住友林業	商社(木材)
12	三菱UFJ信託銀行	金融(信託銀行)	38	フジテレビジョン	マスコミ
13	SMBC日興証券	金融(証券)	39	日本郵政グループ	金融
14	大日本印刷	印刷	40	エイベックス・グループ・ホールディングス	その他マスコミ
15	東京海上日動火災保険	金融(損害保険)	41	エイチ・アイ・エス	旅行
16	第一生命保険	金融(生命保険)	42	三井物産	商社(総合商社)
17	伊藤忠商事	商社	43	味の素	食品
18	ロッテグループ	食品	44	三菱UFJモルガン・スタンレー証券	金融(証券)
19	集英社	出版	45	読売新聞社	マスコミ(新聞)
20	バンダイナムコエンターテインメント	ゲームソフト	46	森永製菓	食品
21	りそなグループ	金融	47	オリエンタルランド	テーマパーク
22	講談社	出版	48	三井住友カード	金融(カード)
23	ジェイアール東日本企画	鉄道	49	伊藤忠丸紅鉄鋼	商社(鉄鋼)
24	三井住友海上火災保険	金融(損害保険)	50	KADOKAWA	出版
25	ソニーミュージックグループ	その他 マスコミ			
26	麒麟	食品			

出典：東洋経済 ONLINE 最新！「就職人気ランキング」ベスト300社

表 2 : 2016 年版日本における「働きがいのある会社」ランキング 従業員 1000 人以上

	企業名	13	インテリジェンス
1	日本マイクロソフト	14	テイクアンドギヴ・ニーズ
2	アメリカン・エクスプレス	15	ノボ ノルディスク ファーマ
3	ワークスアプリケーションズ	16	アビームコンサルティング
4	ディスコ	17	ブラザー工業
5	Plan・Do・See	18	東京海上日動システムズ
6	日建設計	19	ルネサンス
7	プルデンシャル生命保険	20	三幸グループ
8	モルガン・スタンレー	21	ジョンソン・エンド・ジョンソン日本法人グループ
9	サイバーエージェント	22	三菱 UFJ インフォメーションテクノロジー
10	マクニカ	23	良品計画
11	DHL ジャパン	24	ガリバーインターナショナル
12	日本イーライリリー	25	ネオキャリア

出典 : Great Place to Work 「働きがいのある会社」ランキング 2016 年

株式時価総額は、上場企業の株価に発行済み株式数を掛けたものである。各期の発行済株式数と負債総額は各企業の財務データで示され、株価は毎日の取引で変動する。ある意味では 4 種類のステークホルダーのうち顧客・従業員・社会の観点除外されていると言える指標ではあるが、株価の変動は企業にとって最も影響力のある自らの価値への評価とも言うことができる。故に、以下本論では企業価値を株式時価総額と負債総額の和として扱う。

ここまで様々な企業価値の定義に関して見てきたが、いずれの場合もステークホルダーとの良好な関係を築くための企業努力が必要で、この努力がさらなる企業価値の向上を実現することが分かった。本論では、その中でも企業の存続に最も影響力が高いと考えられる株主(投資家)にとっての企業価値に限定し、これを向上させるためにはどの財務指標に着目することが必要かというテーマについて、統計学的手法を用いたモデルを構築することで、検討する。

## 第 2 章 企業価値測定モデル

前章を踏まえ、本章ではパネルデータ分析を使用した実証分析モデルを考える。

### 2.1 節 企業価値測定モデル

ここでは、前述の通り、企業価値を株式時価総額と負債総額の和として定義し、企業規模による影響力を排除するため、企業価値を総資産で除した標準化市場価値を分析データとして用いる。各企業の財務データは、数年分集めるとパネルデータと解釈できる。そこで、標準化市場価値を被説明変数、各企業の財務データを説明変数としてパネルデータ分析を行うと、以下のような式を推定することができる。

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{1it} + \dots + \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it}$$

ここで

$Y_{it}$  : 企業  $i$  と時点  $t$  に依存した被説明変数(標準化市場価値)

$X_{kit}$  : 企業  $i$  と時点  $t$  に依存した説明変数(財務データ)

$\alpha_i$  : 企業  $i$  に依存して異なるが、時間を通じては一定の切片…個別効果

$\varepsilon_{it}$  :  $E(\varepsilon_{it}) = 0, \text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$  の誤差項で、全ての  $i, t$  について独立とする

上記の回帰式の個別効果  $\alpha_i$  の部分には、財務データによらない標準化市場価値の変動が含まれている。したがって、個別効果の企業差を取り除き、値を統一することにより、財務データのみを反映した式を推定することができる。

## 2.2 節 企業価値測定モデルの詳細設定

前節を踏まえ、ここではコンセプトに沿い具体的な実証分析モデルを定式化する。本節では、以下の3種類のパネルデータ分析のモデルを用いる。

- ・ Pooled OLS
- ・ 固定効果モデル(最小二乗ダミー変数推定・within 回帰)
- ・ 変量効果モデル(一般化最小二乗法)

Pooled OLS は、全ての個体において個別効果が同じである、すなわち

$$\alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_N$$

である場合である。Pooled OLS を用いる場合は、個別効果が無いということなので、企業間で個別の差が無いということになる。したがって、モデル式は財務データのみを評価した式であると分かる。

固定効果モデルは、最小二乗ダミー変数推定法が用いられる。これは、第  $i$  番目の個体に対して、 $D_{jt}$ ,  $j = 1, \dots, N$  を  $j = i$  であれば 1 をとり、 $j \neq i$  であれば 0 をとるダミー変数を式に組み込む推定法である。説明変数が 1 つの場合、このようなダミー変数を組み込むと、個別効果を含んだモデル

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

は

$$Y_{it} = \alpha_1 D_{1t} + \alpha_2 D_{2t} + \dots + \alpha_N D_{Nt} + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

と書き表すことができる。この式のうち、個別効果は、 $D_{jt}$  の係数  $\alpha_j$  となっている。このモデルを用いる場合、個別効果があるということなので、財務データでは説明できない企業間の価値の差が発生していると分かる。

変量効果モデルは、個別効果を含んだモデルにおいて、個別効果を未知パラメーターとして推定するのではなく、確率変数とみなして  $\beta$  を推定する方法である。変量効果モデルは、 $\alpha_i$  を確率変数とみなし、

以下のような想定をする。

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}, E(\alpha_i) = \mu_\alpha, \text{var}(\alpha_i) = \sigma_\alpha^2,$$

$\alpha_i$ と $\alpha_j(i \neq j)$ は独立、 $\alpha_j$ と $\varepsilon_{it}$ は独立。

このとき、 $\beta, \mu_\alpha, \sigma_\alpha^2$  は一般化最小二乗法によって推定できる。このモデルを用いる場合も、個別効果があるということなので、財務データでは説明できない企業間の価値の差が発生していると分かる。

これらの推定法のどれを用いるべきか判定するために、F検定とハウスマン検定を行う。まず、Pooled OLSと固定効果モデルのどちらを用いるべきか判定するためにF検定を行う。F検定は、帰無仮説「個別効果がない」を検定する。帰無仮説が棄却されない場合、個別効果がないということなので、Pooled OLSを用いる。棄却される場合、個別効果があるということなので、固定効果モデルもしくは変量効果モデルを用いる。

次に、固定効果モデルと変量効果モデルのどちらを用いるべきか判定するためにハウスマン検定を行う。変量効果モデルは、推定量が一致性を持つためには個別効果 $\alpha_i$ と説明変数 $X_{it}$ に相関がないという条件が必要である。したがって、個別効果と説明変数に相関がない場合は変量効果モデルのほうが望ましく、相関がある場合は固定効果モデルのほうが望ましい。ハウスマン検定は、個別効果と説明変数に相関があるかどうかを検定する。帰無仮説「個別効果と説明変数に相関がない」が棄却されれば、相関があるということなので、固定効果モデルを用いる。棄却されない場合は相関がないということなので、変量効果モデルを用いる。

分析に用いる説明変数・被説明変数の項目は表3に整理する。

表3：企業価値測定モデルの説明変数・被説明変数

財務データ名	意味	式
Value	標準化市場価値	(株式時価×発行済株式数+実質化負債総額)／ 実質化総資産
lnasset	実質化総資産の自然対数	
lnemployee	従業員数の自然対数	
ROA	Return on Assets： 実質化総資産利益率	実質化当期純損益／実質化総資産
advertisement	実質化広告宣伝費率	実質化広告宣伝費／実質化総資産
lnstockholder	株主数の自然対数	
cashflow	総キャッシュフロー比率	

これを式に表すと以下ようになる。

$$Value_{ij} = \alpha_i + \beta_1 lnasset_{ij} + \beta_2 lnemployee_{ij} + \beta_3 ROA_{ij} + \beta_4 advertisement_{ij} + \beta_5 lnstockholder_{ij} + \beta_6 cashflow_{ij} + \varepsilon_{ij}$$

## 2.3 節 実証分析の手順

前節のモデルを扱い、本論では以下の手順に沿ってパネルデータの作成と実証分析を行った。

1. 実証分析を行う上で、各企業の財務データ及び長期株価のデータからパネルデータを作成した。
2. 第一に、日本政策投資銀行『産業別財務データ個別企業編(CD-ROM) 2015 年版』から財務データを入手した。これは、2015 年 3 月末時点で東京・名古屋の二証券取引所の第一部・第二部のいずれかに 11 年以上上場を続けている企業 1863 社(金融・保険業を除く。ジャスダック等への上場期間を含む)の成長指数・百分比損益計算書(%)・損益指標(%)・百分比貸借対照表(%)・財務比率(%)・付加価値指標・CFO 関連指標を示す各項目の財務データを収録している。
3. 第二に、日本政策投資銀行『企業財務データバンク 2011 年版』から財務データを入手した。これは、金融・保険業を除き、東京・名古屋の二証券取引所の第一部・第二部上場企業、ジャスダック、新興市場上場企業(マザーズ・セントレックス・アンビシャス・Q ボード)の他、地方市場(札幌・福岡)単独上場企業も対象とし、キャッシュフロー計算書・セグメント情報・会社概況・株主資本等変動計算書・資金収支表・事業状況・主な資産および負債の内容・重要な会計方針・損益計算書・貸借対照表・短借明細(金融機関別)・長借明細(金融機関別)・注記事項・附属明細表を収録している。  
ここで、産業別財務データ個別企業編と企業財務データバンク、双方にデータが収録されていた企業を抽出した。
4. 第三に、株価データサイト k-db.com から長期株価のデータを入手した。このサイトでは、個別銘柄の株価データを日別で調べることができる。データ作成時には、2007 年 1 月まで遡ることができた。企業財務データバンクには各企業の決算期も収録されているため、各企業の決算月の最終取引日の株価終値を収集し、該当企業の各年度の株式時価として使用した。  
ここで、産業別財務データ個別企業編と企業財務データバンクと株価データサイト、3 つ全てにデータが収録されていた企業を抽出した。産業別財務データ個別企業編には 2004 年～2014 年のデータ、企業財務データバンクには最長 1956 年～2011 年のデータ、株価データサイトには最長 2007 年～2016 年のデータが収録されているため、共通する期間は 2007 年～2011 年である。この 5 年分のデータが存在する 1768 社を分析対象とした。ただし、企業財務データバンクのデータには企業によって、ある項目(広告宣伝費など)にデータの欠損が存在するため、実際には 1768 社よりも分析対象となった企業数は少ない。パネルデータのサンプル数及び主体数は後述する。
5. 第四に、日・四半期 GDP デフレーター(速報値)(前年比)を用い、各年度の数値を実質化した。2007 年を 100 とすると、GDP デフレーターは表 4 のようになるため、各年度数値をこれで除すことで、景気による物価の変動の影響を取り除いた。前述の通り、企業財務データバンクには各企業の決算期も収録されているため、決算月が 1～3 月である企業は 1Q、4～6 月である企業は 2Q、7～9 月である企業は 3Q、10～12 月である企業は 4Q の GDP デフレーターの値を採用し、数値の実質化を行った。

表 4 : GDP デフレーター(2007 年比) ※小数第 5 位で四捨五入し、小数第 4 位まで示した

	1Q	2Q	3Q	4Q
2008 年	98.6	98.4	98.4	98.7
2009 年	108.46	103.32	100.368	95.739
2010 年	105.2062	101.4602	98.3606	94.2072
2011 年	103.2073	対象外	対象外	対象外

6. 以上のように作成したパネルデータを用いて、前節で設定したモデルに組み込み、実証分析を行った。今回は、Pooled OLS、固定効果モデル、変量効果モデルの 3 つのモデルで分析を行った。また、これら 3 つのモデルのうち、どのモデルを分析に用いるのが最も望ましいのかを判定するために、F 検定とハウスマン検定を行った。データの主体数とサンプル数は表 5 の通りである。両者の意味は、分析対象である、ある企業のデータが 5 年分存在している場合、企業主体数 1・企業サンプル数 5 ということである。表 5 から、企業サンプル数を企業主体数で除すと、4.5554 となり、データ欠損のために、5 年分のデータが存在しない企業もあることが示された。

表 5 : パネルデータのサンプル数・標本数

企業主体数	企業サンプル数
677	3084

なお、前節で設定したモデルの説明変数・被説明変数を構成するための各データの出自を表 6 に示した。

表 6 : 企業価値測定モデルの説明変数・被説明変数構成のためのデータ出自

データ項目名	データの出自	使用した説明・被説明変数
株式時価	株価データサイト k-db.com	Value
発行済株式数	企業財務データバンク 2011 年版	Value
総資産	企業財務データバンク 2011 年版	Value ・ lnasset ・ ROA ・ lnadvertisement
従業員数	企業財務データバンク 2011 年版	lnemployee
当期純損益	企業財務データバンク 2011 年版	ROA
広告宣伝費	企業財務データバンク 2011 年版	lnadvertisement
株主数	企業財務データバンク 2011 年版	lnstockholder
総キャッシュフロー比率	産業別財務データ個別企業編(CD-ROM) 2015 年版	cashflow



### 第3章 企業価値測定モデルの分析結果

#### 3.1 節 符号の予測

まず、各説明変数の予想される符号とその理由を考え、表7に示した。

表7：各説明変数の予想される符号とその理由

財務データ名	予想される符号	理由など
lnasset	+	総資産が大きいことは、企業規模が大きいということなので、企業の安全性が高いと判断することができ、投資に値し、企業価値を高めると考えられるから。
lnemployee	+	多くの従業員が勤務していることは、企業規模が大きいということなので、顧客や従業員から見ても価値がある企業と判断することができ、投資に値し、企業価値を高めると考えられるから。
ROA	+	総資産のうち利益率が高い方が、より高い配当を期待することができ、投資に値し、企業価値を高めると考えられるから。
advertisement	+	広告宣伝費率が高い方が、より株主(投資家)に対する企業努力が強いと判断することができ、投資に値し、企業価値を高めると考えられるから。
lnstockholder	+	多くの株主が存在する方が、同じ株主(投資家)から見た該当企業の価値も高いと判断することができ、投資に値し、企業価値を高めると考えられるから。
cashflow	+	キャッシュフロー比率が高いことは、より企業の資産を流動させていることなので、企業がより利益を生み出そうと動いていると判断でき、より高い配当が期待できるので、投資に値し、企業価値を高めると考えられるから。

#### 3.2 節 分析結果

前節での符号の予測を踏まえ、前出のモデルの分析を行った。前章で述べたように、Pooled OLS・固定効果モデル・変量効果モデルのそれぞれで回帰式を推定した。表8はPooled OLSでの推定結果、表9は固定効果モデルでの推定結果、表10は変量効果モデルでの推定結果である。推定値・標準誤差・P値は小数第5位で四捨五入し、小数第4位まで示した。また、P値列に存在するアスタリスクは、1つで有意水準0.1%、2つで同1%、3つで同5%、でその説明変数が有意という意味である。

表 8 : 集計最小二乗法による企業価値測定モデル

	$\beta$ 推定値	標準誤差	t 値	P 値
(Intercept)	0.2524	0.2250	1.1216	0.2621
lnasset	-0.0551	0.0211	-2.6103	0.0091 **
lnemployee	-0.0534	0.0214	-2.4895	0.0128 *
ROA	0.0215	0.0018	11.8842	$<2 \cdot 10^{-16}$ ***
advertisement	0.0499	0.0062	8.0794	$9.25 \cdot 10^{-16}$ ***
lnstockholder	0.2406	0.0193	12.4656	$<2 \cdot 10^{-16}$ ***
cashflow	0.0073	0.0006	11.9617	$<2 \cdot 10^{-16}$ ***
決定係数	0.6705			
自由度調整済決定係数	0.6701			

表 9 : 最小二乗ダミー変数推定(Within 推定)による企業価値測定モデル(固定効果モデル)

	$\beta$ 推定値	標準誤差	t 値	P 値
lnasset	0.2889	0.1005	2.8760	0.0041 **
lnemployee	-1.0060	0.1210	-8.3169	$<2 \cdot 10^{-16}$ ***
ROA	0.0038	0.0017	2.2416	0.0251 *
advertisement	0.1072	0.0254	4.2187	$2.55 \cdot 10^{-5}$ ***
lnstockholder	-0.3610	0.0772	-4.6782	$3.06 \cdot 10^{-6}$ ***
cashflow	0.0009	0.0007	1.4161	0.1569
決定係数	0.5508			
自由度調整済決定係数	0.4289			

表 10 : GLS 推定による企業価値測定モデル(変量効果モデル)

	$\beta$ 推定値	標準誤差	t 値	P 値
(Intercept)	-0.2226	0.3475	-0.6406	0.5218
lnasset	0.0314	0.0314	0.9988	0.3180
lnemployee	-0.1103	0.0328	-3.3552	0.0008 ***
ROA	0.0112	0.0016	6.8436	$9.28 \cdot 10^{-12}$ ***
advertisement	0.0645	0.0093	6.9296	$5.12 \cdot 10^{-12}$ ***
lnstockholder	0.1646	0.0283	5.8085	$6.95 \cdot 10^{-9}$ ***
cashflow	0.0038	0.0006	6.2565	$4.48 \cdot 10^{-10}$ ***
決定係数	0.6991			
自由度調整済決定係数	0.6975			

次に、どの手法による企業価値測定モデルを分析に用いるべきかについて、F 検定とハウスマン検定を用いて判断する。まず、F 検定の結果は表 11 のようになった。

表 11 : F 検定の結果

F 値	df1	df2	P 値
4.9645	676	2401	<2.2・10 <sup>-16</sup> ***

P 値が非常に小さいので、帰無仮説「個別効果がない」は棄却されることが分かる。つまり、「個別効果がある」と結論付けられる。次に、ハウスマン検定を行った。結果は表 12 のようになった。

表 12 : ハウスマン検定の結果

chisq	df	P 値
339.3838	6	<2.2・10 <sup>-16</sup> ***

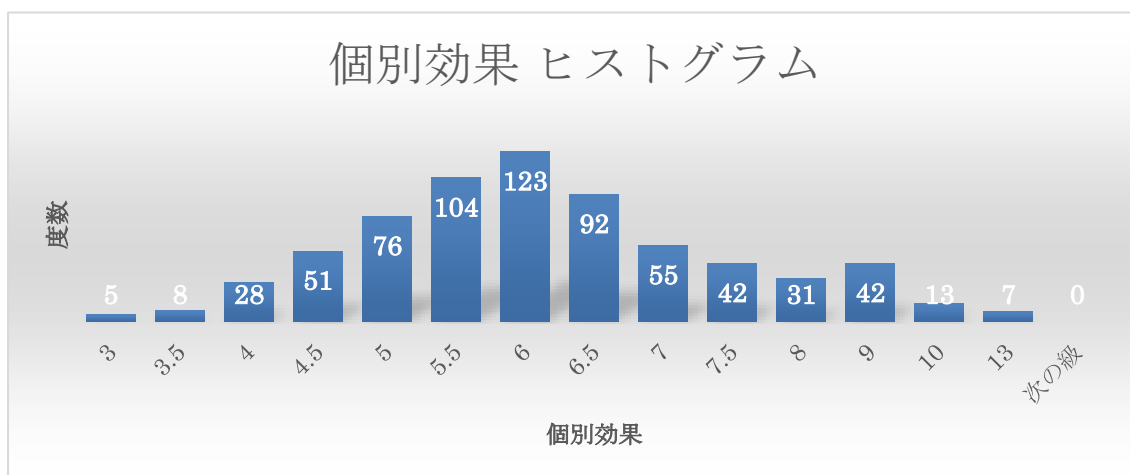
表 12 より、P 値が非常に小さいので、帰無仮説「個別効果と説明変数に相関はない」は棄却されることが分かる。つまり、「固定効果はある」と結論付けられる。

F 検定・ハウスマン検定の結果から、前出の 3 つのモデルのうち、固定効果モデルを分析に使用することが適当であると言えることができる。固定効果モデルには、個別効果があるので、個別効果の推定結果を表 13 に、そのヒストグラムを図 1 に示した。

表 13 : 個別効果について

平均値	最大値	最小値
5.9474	12.946	2.5111

図 1 : 個別効果のヒストグラム



次に、個別効果の上位 10 企業と下位 10 企業をそれぞれ、表 14 と表 15 に示した。上位 10 企業には名だたる大企業が並んでいるため、個別効果は企業の経営能力の差を表すと考えられる。また、表 14 と表 15 の業種は、日本政策投資銀行『産業別財務データ個別企業編(CD-ROM) 2015 年版』の分類法に倣ったものである。

表 14：個別効果の上位 10 企業

	企業名	業種	個別効果
1	ヤフー	情報・通信業(情報サービス)	12.946
2	カカクコム	サービス業(その他のサービス業)	12.7404
3	トヨタ自動車	輸送用機械器具(自動車)	11.118
4	エムスリー	サービス業(その他のサービス業)	11.094
5	HOYA	窯業・土石製品(その他ガラス)	10.9449
6	日本オラクル	情報・通信業(情報サービス)	10.9024
7	東芝	電気機械器具(コンピュータ・電機)	10.0989
8	日産自動車	輸送用機械器具(自動車)	9.839
9	日本通運	運輸業(道路貨物運送)	9.7677
10	三菱電機	電気機械器具(コンピュータ・電機)	9.7368

表 15：個別効果の下位 10 企業

	企業名	業種	個別効果
1	マーベラス	情報・通信業(情報サービス)	2.5111
2	エムジーホーム	不動産業(不動産)	2.852
3	ネクシィーズ	情報・通信業(情報サービス)	2.8654
4	テーオーシー	不動産業(不動産)	2.8753
5	堀田丸正	卸売業(その他の卸売業)	2.9178
6	サーラコーポレーション	小売業(その他の小売業)	3.0039
7	サイボー	繊維(その他繊維)	3.2376
8	ニッコウトラベル	サービス業(その他のサービス業)	3.2478
9	養命酒製造	食料品(その他食品)	3.3445
10	ゴールドクレスト	不動産業(不動産)	3.4276

### 3.3 節 企業価値測定モデルの考察

F 検定・ハウスマン検定の結果から、前出の 3 つのモデルのうち、最小二乗ダミー変数推定(Within 推定)による固定効果モデルを分析に使用することが適切であると言えることができるため、このモデルの各変数の考察を行った。まず、1 節で行った符号の予測と異なった符号を取った説明変数は、 $\ln employee$  と  $\ln stockholder$  であった。

モデルの説明力は 42.8%となっており、ある程度は有効なモデルと言えることができる。次に、各説明変数の影響力を見る。 $\ln asset \cdot advertisement \cdot ROA \cdot cashflow$  の順に正の影響力が、 $\ln employee \cdot \ln stockholder$  の順に負の影響力が大きいという結果であった。 $\ln employee$  と  $\ln stockholder$  の係数の正負が予想と反対ではあったが、 $cashflow$  以外の説明変数は統計学的に有意であることが示された。総資産・当期純損益と共に、総キャッシュフロー比率と広告宣伝費率の増加も標準化市場価値、つまり企業価値の向上に役立つことがこのモデルから判断できる。

## 第4章 企業価値伸び率モデル

前章を踏まえ、本章では重回帰分析を使用した実証分析モデルを考える。前章の結果から、広告宣伝費率の増加は、企業価値向上に役立つことが分かった。今日、広告宣伝費の中でも、IR(investor relations)戦略の重要性が増してきており、この戦略は企業価値を改善するものと考えられる。本章では、IR戦略を個人投資家に向けたものに限定し、企業価値の向上とIR戦略との関係を示すため、重回帰分析を用いて企業価値伸び率モデルの導出を行った。

### 4.1 節 IRについて

まず、IRとは何か、全米IR協会と日本IR協議会の定義(柳, 2013, p31~32)を見てみる。前者の定義は、「企業財務やコミュニケーション・マーケティング・証券法上のコンプライアンスを統合した戦略的な経営責務であり、それによって、企業とファイナンスコミュニティ(投資家層)・その他のステークホルダー間の、最も効果的な双方向コミュニケーションが可能になる。そして、IRの最終目的は、当該企業の有価証券が公正価格(フェアバリュー)の評価を達成することにある。」である。一方、後者の定義は、「企業が資本市場に対し、投資判断に必要な企業情報を適時継続して提供する活動です。情報開示にとどまらず、自主的に説明を加えたり、表現を工夫したりして、投資家の理解を促します。企業は資本市場で適切な評価を受け、資金調達や事業投資などの戦略に繋げることができます。社内コミュニケーションや、ステークホルダーとの対話もIRには欠かせません。企業にとっては経営の一部であり、企業価値向上の拠点と言えましょう。IRは信頼性と戦略性を兼ね備えた活動であり、基本ルールを守ったうえで、企業の独自性を発揮する活動なのです。」である。日米2大IR組織の見解では、IRをフェアバリュー形成や企業価値評価向上に結び付けていることが分かる。

近藤(2013, p217~218)は、IRにおいて個人投資家のために求められる掲載内容として、大きく3点が挙げられるとする。1点目は、概要や競争優位性といった事業内容・経営戦略など、企業への理解を促進する情報である。2点目は、株主優待情報・株主還元の具体的な方針など投資意欲を促進する情報である。3点目は有価証券報告書・決算説明会資料・CSR報告書・IR資料など過去の業績財務情報の整備である。以上に加えて、各情報への到達の容易さや情報の一覧性を実現するためのIRサイトマップの整備といった配慮も必要であるとする。そして、IRサイトの運用姿勢として重要なポイントも大きく3点あるとする。1点目は、タイムリーな情報開示である。2点目は、動画配信など、機関投資家と個人投資家に格差を生まないフェアな情報開示である。最近ではTwitterやLINEの企業公式アカウントで情報を配信する企業も存在する。3点目は、リスク発生時の対応に関する情報などネガティブな情報の積極開示である。以上に加えて、問い合わせ先の明示による双方向性への配慮なども有益であるとする。

ここで、日本IR協議会が行った「個人投資家の投資意識とIRニーズに関するアンケート」を見ておきたい。結果を表16に示す。

表 16：株式投資の際に収集する情報

項目名	単位(%)		
事業の内容	63.7	新規事業の説明	17.1
株主優待情報	49.3	戦略事業の説明	15.9
過去 5 年間の財務情報	46.0	経営や財務に関するリスク情報	15.8
経営戦略	28.6	経営・開発力の強化策	14.7
新製品・サービスの情報	26.2	詳細なセグメント(部門・製品別)情報	12.3
具体的な株主還元の姿勢	23.7	CSR 活動の方針と取り組み	7.9
経営ビジョン	23.5	従業員などの人材育成	7.8
中期経営計画	23.1	コーポレートガバナンスの方針と 取り組み	5.4
経営目標	17.5	敵対的企業買収に対する考え方	3.2
事業の競争優位性	17.3	その他	2.4

出典：日本 IR 協議会「個人投資家の投資意識と IR ニーズに関するアンケート（2010 年）」<sup>1</sup>

表 16 を踏まえて、近藤(2013, p284)は、表 17 のように、「個人投資家にも会社が理解しやすい IR サイト(必須項目)」という IR サイトの評価基準を作成した。この評価基準で 70 点以上を獲得すると、優良サイトと判断することができるとする。

表 17：個人投資家にも会社が理解しやすい IR サイト(必須項目)

評価項目		配点
IR 情報への適切なリンクポイント		10
全体サイトマップの存在・IR コンテンツ量		10
IR サイトマップの存在と利便性		5
各 IR 情報	会社概要	2
	経営者メッセージ	2
	社長会見	2
	役員一覧	2
	事業紹介	2
	業績ハイライト	2
	財務ハイライト	2
	CSR	2
	コーポレートガバナンス	2
中期経営計画	2	

<sup>1</sup> 近藤一仁・柳良平『企業価値評価改善のための財務 IR&SR 戦略』中央経済社，2013 年，216 頁

表 17(続き)：個人投資家にも会社が理解しやすい IR サイト(必須項目)

各 IR 情報	事業に関するリスク	2
	IR ライブラリー	2
	IR カレンダー	2
	IR プレゼンテーション	2
	ニュース・リリース	2
	アナリスト・カバレッジ	2
	株式情報・株価情報	2
	株主総会	2
	情報開示指針	2
	FAQ	2
	用語集	2
	お問い合わせ	2
	企業倫理・行動憲章	2
	事業に関するリスク	2
	業界団体へのリンク	2
文字サイズ変更	2	
個人投資家向けコンテンツ(動画配信など)		5
個人投資家説明会の実施と内容掲載		10
IR サイトの責任体制・運用体制		10
合計		100

本章・次章では、表 17 に示した個人投資家にも会社が理解しやすい IR サイト(必須項目)の評価基準も用いて、企業価値伸び率モデルの導出を行った。

#### 4.2 節 企業価値伸び率モデル

ここでは、第 2・3 章の企業価値測定モデルの導出のために作成したパネルデータの一部を用いる。企業価値の向上と IR 戦略の関係性を示すため、企業価値(標準化市場価値)伸び率を被説明変数、各項目の伸び率(変化率)を説明変数として重回帰分析を行うと、以下のような式を推定することができる。詳しくは実証分析の手順で後述するが、説明変数・被説明変数の伸び率(変化率)は、作成したパネルデータの最新の 2 年間(2010・2011 年)の数値から、算出した。

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2 X_{2i} + \dots + \beta_k X_{ki} + \varepsilon_i$$

ここで

$Y_i$  : 企業  $i$  に依存した被説明変数(標準化市場価値伸び率)

$X_{1i}$  : 企業  $i$  に依存した説明変数(各項目の伸び率)

$\varepsilon_i$  : 被説明変数の説明変数だけでは説明できない部分

### 4.3 節 企業価値伸び率モデルの詳細設定

前節を踏まえ、ここではコンセプトに沿い具体的な実証分析モデルを定式化する。分析に用いる説明変数・被説明変数の項目は表 18 に整理する。前章の結論である最小二乗ダミー変数推定(Within 推定)による企業価値測定モデルにおいて、予想と異なる符号をとった  $\ln\text{employee}$ ・ $\ln\text{stockholder}$  と、統計的に有意な値を取らなかった  $\text{cashflow}$  を説明変数から除き、配当性向を加えた。

表 18 : 企業価値評価モデルの説明変数・被説明変数

財務データ名	意味
Valueg	標準化市場価値伸び率
assetg	実質化総資産変化率
ROAg	実質化総資産利益率変化率
advertisementg	実質化広告宣伝費伸び率
dividendg	配当性向変化率
score	個人投資家にも会社が理解しやすい IR サイト(必須項目)の基準を用いた評価点

これを式に表すと以下のようなになる。

$$Valueg_i = \beta_1 + \beta_2 \text{assetg}_i + \beta_3 \text{advertisementg}_i + \beta_4 \text{ROAg}_i + \beta_5 \text{dividendg}_i + \beta_6 \text{score}_i + \varepsilon_i$$

### 4.4 節 実証分析の手順

前節のモデルを扱い、本章では以下の手順に沿って前章で用いたパネルデータを改変し、実証分析を行った。

1. 実証分析を行う上で、前章で作成したパネルデータを改変した。
2. 個人投資家にも会社が理解しやすい IR サイト(必須項目)の基準を用いた評価点を算出するため、各企業の IR サイトを訪問する必要があるが、IR サイトに訪問したのは 2016 年 12 月 24 日・同 25 日であり、時点  $t$  に依存した IR サイトの評価を行うことはできないため、パネルデータ分析を行うことはできなくなる。よって、第一に、パネルデータの改変を行った。各項目の伸び率(変化率)を算出するため、前章で用いたパネルデータの 2010 年と 2011 年のデータを用いた。



3. 第二に、分析対象企業の選定を行った。本章の本来の目的は IR 戦略が企業価値を改善することを示すことであるため、2010 年から 2011 年の間に企業価値が上昇し、広告宣伝費が増加した企業 92 社を分析対象とした。よって、標準化市場価値と広告宣伝費の変化は増加だけであり、この 2 つの変化率は伸び率と表記する。この 2 年間のデータを用いているのは、2016 年と当時の IR サイトの変化を可能な限り小さくするためである。
4. 第三に、分析対象となった 92 社各社の HP、または IR サイトを訪問し、個人投資家にも会社が理解しやすい IR サイト(必須項目)の基準を用いて、評価点を算出した。92 社の評価点のヒストグラムを図 2 に、評価点の上位 10 企業と下位 10 企業をそれぞれ表 19 と 20 に示した。

図 2：評価点のヒストグラム

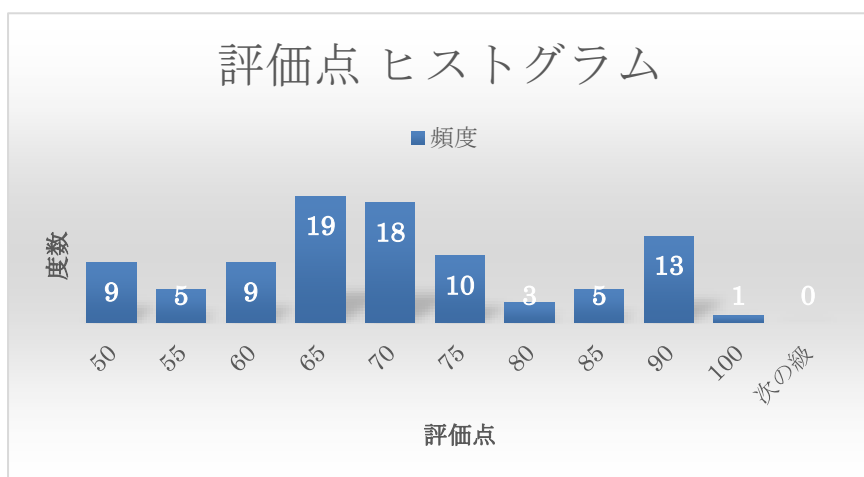


表 19：評価点の上位 10 企業

	企業名	業種	評価点
1	ドクターシーラボ	化学工業(油脂・石鹼・化粧品)	96
2	富士重工業	輸送用機械器具(自動車)	90
2	松風	精密機械器具(その他の精密機械器具)	90
4	TOTO	窯業・土石製品(陶磁器)	88
4	大気社	建設業(設備工事業)	88
4	大東建託	建設業(土木建築工事業)	88
4	日比谷総合設備	建設業(設備工事業)	88
4	三菱電機	電気機械器具(コンピュータ・電機)	88
9	KDDI	情報・通信業(通信)	86
9	第一実業	卸売業(その他の卸売業)	86
9	ダイドードリンコ	食料品(その他食品)	86
9	トーソー	金属製品(金属品)	86
9	ベルーナ	小売業(その他の小売業)	86
9	三井松島産業	卸売業(その他の卸売業)	86

表 20 : 評価点の下位 10 企業

	企業名	業種	評価点
1	ヤマト	建設業(設備工事業)	6
2	パル	小売業(その他の小売業)	14
3	ファミリーマート	小売業(スーパー)	20
4	エス・サイエンス	非鉄金属(非鉄金属製錬)	28
5	京都きもの友禅	小売業(その他小売業)	34
6	アネスト岩田	一般機械器具(その他の機械器具)	43
7	アイカ工業	プラスチック製品(プラスチック製品)	45
8	ダイハツ工業	輸送用機械器具(自動車)	45
9	キタムラ	小売業(その他の小売業)	50
10	小松精練	繊維(その他繊維)	51

5. なお、前節で設定したモデルの説明変数・被説明変数を構成するための各データの出自を、前章の企業価値測定モデルで使用していないデータ項目のみ、表 21 に示した。

表 21 : 企業価値評価モデルの説明変数・被説明変数構成のためのデータ出自

データ項目名	データの出自	使用した説明・被説明変数
配当性向	産業別財務データ個別企業編(CD-ROM) 2015 年版	dividendg
個人投資家にも会社が理解しやすい IR サイト(必須項目)の基準を用いた評価点	各企業の HP、または IR サイト	score

## 第 5 章 企業価値伸び率モデルの分析結果

### 5.1 節 符号の予測

まず、各説明変数の予想される符号とその理由を考え、表 22 に示した。

表 22：各説明変数の予想される符号とその理由

財務データ名	予想される符号	理由など
assetg	+	総資産変化率が高いことは、概ね企業が成長していると考えられ、企業価値伸び率を向上させると考えられるから。
ROAg	+	総資産利益率変化率が高いことは、企業努力がより高い利益を生み出すことに繋がっているということなので、企業価値伸び率を向上させると考えられるから。
advertisementg	+	このモデルでは、企業価値が上昇し、広告宣伝費が増加した企業を対象としているため、正の符号を取らなければ理論的に誤っていることになるから。
dividendg	+	配当性向変化率が高い方が、企業が利益を株主に還元しやすいと考えられ、企業価値伸び率を向上させると考えられるから。
score	+	個人投資家にも会社が理解しやすい IR サイト(必須項目)の基準を用いた評価点が高い方が、個人投資家を含む株主(投資家)に対して分かりやすい説明を試みていると考えられ、企業価値伸び率を向上させると考えられるから。

### 5.2 節 分析結果

前節での符号の予測を踏まえ、前出のモデルの分析を行った。前章で述べたように、重回帰モデルで回帰式を推定した。表 23 はその推定結果である。推定値・標準誤差・P 値は小数第 5 位で四捨五入し、小数第 4 位まで示した。

表 23：重回帰分析による企業価値伸び率モデル

	$\beta$ 推定値	標準誤差	t 値	P 値
(Intercept)	$6.31 \cdot 10^{-4}$	$5.75 \cdot 10^{-4}$	1.098	0.2761
assetg	$3.54 \cdot 10^{-3}$	$1.64 \cdot 10^{-3}$	2.158	0.0347 *
ROAg	$6.88 \cdot 10^{-5}$	$6.04 \cdot 10^{-5}$	1.138	0.2591
advertisementg	$7.39 \cdot 10^{-4}$	$4.90 \cdot 10^{-3}$	0.151	0.8806
dividendg	$2.01 \cdot 10^{-5}$	$1.03 \cdot 10^{-4}$	0.196	0.8452
score	$2.63 \cdot 10^{-6}$	$8.55 \cdot 10^{-6}$	0.307	0.7595
決定係数	0.1967			
自由度調整済決定係数	0.1716			

### 5.3 節 企業価値伸び率モデルの考察

前節で設定したモデルの各説明変数の考察を行った。まず、1節で行った符号の予測と異なった符号を取った説明変数はなく、影響力の方向に関しては妥当な結果となった。

モデルの説明力は 17.2%と必ずしも良いモデルとは言えない。次に、各説明変数の影響力を見る。assetg・advertisementg・ROAg・dividendg・score の順に正の影響力が大きいという結果であった。このモデルの説明変数の影響力の正負は妥当な結果であるが、assetg を除いて、統計学的に有意であることが示されなかった。

IR 戦略が企業価値を改善することを示すため、広告宣伝費が増加し、かつ企業価値を向上させている企業を選定し、分析を行ったが、この結果から IR 戦略や企業価値伸び率に関して、より深い分析が必要であることが分かった。前章や本章では各企業の財務データを中心に説明変数・被説明変数を構成し、企業価値測定モデルと企業価値伸び率モデルの導出を行ったが、入手が困難である環境経営度や顧客満足度・従業員満足度をはじめとした企業(価値)評価に関わるデータを含む説明変数を導入することが、より多角的な視点を含んだ企業価値の分析に役立つものと考えられる。また、本章で用いた個人投資家にも会社が理解しやすい IR サイト(必須項目)の基準を用いた評価点は個人投資家にとっての評価項目であり、機関投資家にとっての評価項目ではない。機関投資家にとっての評価基準も設けて、2つの主体を合わせて IR サイトの評価基準を考える必要があるだろう。

## 第6章 おわりに

企業価値測定をテーマに、本論の作成に取り組んだ。企業価値を構成する要素に関して企業価値測定モデルを導出し、財務データの各項目の影響力を分析することができた。本論では、企業価値を時価総額と負債総額の和と定義したうえで、株主(投資家)にとっての企業価値の分析にとどまったが、顧客・従業員・社会の観点も導入することで、より高度な企業価値評価の分析に繋げることができると考えられる。

本論の執筆にあたり、様々な研究上のご指導をいただいた慶應義塾大学経済学部の長倉大輔教授、そして日常の議論を通じて多くの発見や知識を共有した長倉大輔研究会の皆様、心から御礼を申し上げ、本論の締めとさせていただきます。

### 参考文献

- ・近藤一仁・柳良平『企業価値評価改善のための財務・IR&SR 戦略』(中央経済社・2013)

### Web 資料

①最新! 「就職人気ランキング」 ベスト 300 社

<http://toyokeizai.net/articles/-/115121?page=2>

②2016年「働きがいのある会社」ランキング (参加 321 社)

<https://hatarakigai.info/ranking/>

③日・四半期 GDP デフレーター(速報値)(前年比)

<http://fx.minkabu.jp/indicators/02004>

## データ出典

※2016年11月に、①を慶應義塾大学日吉メディアセンター協生館図書室、②を慶應義塾大学三田メディアセンターで拝借し、これを分析に使用できるように、財務データをエクセルに手で入力を行い、元データのcsvファイルを作成した。そして、このcsvファイルをもとに、2.3節に示した方法でパネルデータを作成した。なお、本論においては、統計解析フリーソフトウェアRを用いてデータの分析を実施した。

①日本政策投資銀行『産業別財務データ個別企業編(CD-ROM)2015年版』

②日本政策投資銀行『企業財務データバンク 2011年版』

③株価データサイト k-db.com:(<http://k-db.com/>) 2016年12月17~18日検索

④各企業のIRサイト・HP(五十音順)

※KDDI~鉄建建設は2016年12月24日、テンアライド~早稲田アカデミーは同年12月25日に検索

(1) KDDI:(<http://www.kddi.com/>)

(2) TOTO:(<http://www.toto.co.jp/>)

(3) アイカ工業:(<http://www.aica.co.jp/>)

(4) アイコム:(<http://www.icom.co.jp/>)

(5) 浅沼組:(<http://www.asanuma.co.jp/>)

(6) アドバネクス:(<http://www.advanex.co.jp/>)

(7) 安楽亭:(<http://www.anrakutei.co.jp/index.html>)

(8) アンリツ:(<http://www.anritsu.com/ja-jp>)

(9) イエローハット:(<http://www.yellowhat.jp/>)

(10) いすゞ自動車:(<http://www.isuzu.co.jp/index.html>)

(11) イチケン:(<https://www.ichiken.co.jp/>)

(12) ウッドワン:(<http://www.woodone.co.jp/>)

(13) エス・サイエンス:(<http://www.s-science.jp/>)

(14) オイレス工業:(<http://www.oiles.co.jp/>)

(15) オーイズミ:(<http://www.oizumi.co.jp/>)

(16) 大末建設:(<http://www.daisue.co.jp/>)

(17) オーベクス:(<http://www.aubex.co.jp/>)

(18) 科研製薬:(<http://www.kaken.co.jp/>)

(19) キタムラ:(<http://www.kitamura.jp/>)

- (20) 京都きもの友禅:(<http://www.kyotokimonoyuzen.co.jp/>)
- (21) ケーズホールディングス:(<http://www.ksdenki.co.jp/kshd/default.aspx>)
- (22) 弘電社:(<http://www.kk-kodensha.co.jp/>)
- (23) 小松精練:(<http://www.komatsuseiren.co.jp/>)
- (24) 五洋建設:(<http://www.penta-ocean.co.jp/>)
- (25) 酒井重工業:(<http://www.sakainet.co.jp/>)
- (26) 山洋電気:(<http://www.sanyodenki.co.jp/>)
- (27) 昭文社:(<http://www.mapple.co.jp/>)
- (28) 新興プランテック:(<https://www.s-plantech.co.jp/>)
- (29) スター精密:(<http://www.star-m.jp/>)
- (30) 第一実業:(<http://www.djk.co.jp/>)
- (31) 大気社:(<http://www.taikisha.co.jp/>)
- (32) ダイショー:(<http://www.daisho.co.jp/>)
- (33) ダイダン:(<https://www.daidan.co.jp/>)
- (34) 大東建託:(<http://www.kentaku.co.jp/>)
- (35) ダイードリンコ:(<http://www.dydo.co.jp/index.html>)
- (36) ダイハツ工業:(<http://www.daihatsu.co.jp/>)
- (37) 高島:(<https://www.tak.co.jp/>)
- (38) タカラスタンダード:(<http://www.takara-standard.co.jp/>)
- (39) 滝澤鉄工所:(<http://www.takisawa.co.jp/>)
- (40) タキロン:(<http://www.takiron.co.jp/>)
- (41) タダノ:(<http://www.tadano.co.jp/>)
- (42) ツインバード工業:(<http://www.twinbird.jp/>)
- (43) ティラド:(<http://www.trad.co.jp/>)
- (44) テクノ菱和:(<http://www.techno-ryowa.co.jp/>)
- (45) 鉄建建設:(<http://www.tekken.co.jp/>)
- (46) テンアライド:(<http://www.teng.co.jp/>)
- (47) 東亜建設工業:(<http://www.toa-const.co.jp/>)
- (48) 東洋機械金属:(<http://www.toyo-mm.co.jp/>)
- (49) 東洋ゴム工業:(<http://www.toyo-rubber.co.jp/>)
- (50) トーソー:(<https://www.toso.co.jp/>)
- (51) 戸上電機製作所:(<http://www.togami-elec.co.jp/>)
- (52) ドクターシーラボ:([http://www.ci-labo.com/?xadid=lt\\_ya\\_cb\\_c01\\_pc\\_0\\_tx\\_lttxt](http://www.ci-labo.com/?xadid=lt_ya_cb_c01_pc_0_tx_lttxt))
- (53) 巴コーポレーション:(<http://www.tomoe-corporation.co.jp/>)
- (54) ナカノフドー建設:(<http://www.wave-nakano.co.jp/>)
- (55) ナック:(<http://www.nacoo.com/>)
- (56) ナラサキ産業:(<http://www.narasaki.co.jp/>)
- (57) ニチコン:(<http://www.nichicon.co.jp/top.html>)

- (58) 日新商事:(<http://www.nissin-shoji.co.jp/tabid/36/Default.aspx>)
- (59) ニッセイ:(<http://www.nissei-gtr.co.jp/>)
- (60) 日東工業:(<http://www.nito.co.jp/>)
- (61) 日本道路:(<http://www.nipponroad.co.jp/>)
- (62) 日本バルカー工業:(<http://www.valqua.co.jp/>)
- (63) ハードオフコーポレーション:(<http://www.hardoff.co.jp/corporate/>)
- (64) パスコ:(<http://www.pasco.co.jp/>)
- (65) パル:(<http://www.palgroup.co.jp/>)
- (66) バロー:(<http://valorholdings.co.jp/>)
- (67) 光通信:(<http://www.hikari.co.jp/>)
- (68) 日立機材:(<http://www.hitachi-kizai.co.jp/index.html>)
- (69) 日立金属:(<http://www.hitachi-metals.co.jp/>)
- (70) 日野自動車:(<http://www.hino.co.jp/>)
- (71) 日比谷総合設備:(<http://www.hibiya-eng.co.jp/>)
- (72) ファミリーマート:(<http://www.family.co.jp/>)
- (73) 福島工業:(<http://www.fukusima.co.jp/>)
- (74) フジオーゼックス:(<http://www.oozx.co.jp/>)
- (75) 富士重工業:(<http://www.fhi.co.jp/>)
- (76) ブラザー工業:(<http://www.brother.co.jp/>)
- (77) ベリテ:(<http://www.verite.jp/>)
- (78) ベルーナ:(<http://belluna.co.jp/>)
- (79) 前田道路:(<http://www.maedaroad.co.jp/>)
- (80) マキタ:(<https://www.makita.co.jp/>)
- (81) 松風:(<http://www.shofu.co.jp/>)
- (82) 丸紅建材リース:(<http://www.mcml-maruken.com/>)
- (83) 三浦工業:(<http://www.miuraz.co.jp/>)
- (84) 三井松島産業:(<http://www.mitsui-matsushima.co.jp/>)
- (85) 三菱電機:(<http://www.mitsubishielectric.co.jp/>)
- (86) 宮入バルブ製作所:(<http://www.miyairi-valve.co.jp/>)
- (87) 持田製薬:(<http://www.mochida.co.jp/>)
- (88) ヤマト:(<https://www.yamato.co.jp/>)
- (89) ヨコオ:(<http://www.yokowo.co.jp/>)
- (90) ライト工業:(<http://www.raito.co.jp/>)
- (91) リンナイ:(<http://www.rinnai.co.jp/>)
- (92) 早稲田アカデミー:(<http://www.waseda-ac.co.jp/>)