

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 25 年 6 月 4 日現在

機関番号：12613

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2008～2012

課題番号：20530402

研究課題名（和文）企業業績格差の国際比較研究

研究課題名（英文）International comparison of firm performance dispersion

研究代表者

中野 誠（NAKANO MAKOTO）

一橋大学・大学院商学研究科・教授

研究者番号：00275017

研究成果の概要（和文）：

本研究は業績格差のファンダメンタルズに関して、先進 10 か国の 1982 年から 2007 年までのデータを用いて計量分析を行った。格差規定要因は会計ファクター、経済的ファクターの両者である。マクロ統合データ分析によると、業績格差は利益平準化、裁量的会計行動、小規模企業の存在、マクロ・パフォーマンスの各要素に規定されている。この結果は、業績指標に使用する変数や法システムの差異によらず頑健である点が確認された。

研究成果の概要（英文）：

This study explores the fundamentals of profitability dispersion across ten countries between 1982 and 2007. Both accounting and economic factors cause this phenomenon. Using aggregated data, we report evidence that the dispersion is significantly related to income smoothing, discretion in reported earnings, the presence of small firms, and macro firm performance. The results are robust to the definition of profitability dispersion and differences of legal system.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2008 年度	700,000	210,000	910,000
2009 年度	700,000	210,000	910,000
2010 年度	700,000	210,000	910,000
2011 年度	700,000	210,000	910,000
2012 年度	700,000	210,000	910,000
総計	3,500,000	1,050,000	4,550,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・会計学

キーワード：利益率格差、利益率ボラティリティ、国際比較、リスク・リターン、利益平準化

1. 研究開始当初の背景

近年、日本社会における個人所得格差に関する議論が、経済学や社会学の領域においてさかに行われている。それによると、1980 年以降、英米においては急速な賃金格差拡大

現象が見られるという。一方、フランス、ドイツといった大陸ヨーロッパ諸国では、賃金格差はほとんど変化していないという。経済学者は個人・家計の賃金・所得格差にこだわり、社会学者は階層や階級の所得格差を分析

している。企業会計を専門とする会計学者としては、企業の業績格差を計測し、国際比較分析を実施することが求められている。しかしながら、会計学研究においては、このような格差に関する研究は、従来、全くといっていいほど、等閑視されており、研究上の需要が存在した。

2. 研究の目的

本研究では、「企業版の所得格差」、すなわち「利益率格差」をマクロ的に分析することを目的とする。特に、利益率の平均値だけでなく、バラツキや分布や格差、換言するならば”dispersion”に注目した。国家や産業内の利益率の”dispersion”を計測し、その規定要因を検出することを目指している。業績格差を規定する要因を特定することで、クロスセクションの格差を増減する要因が判明し、政策的なインプリケーションを得ることも付随的な目的としている。

3. 研究の方法

主として、Thomson Reuter 社が提供している WorldScope データベースから、財務会計データ、資本市場データを収集して、国際比較のための基礎的な業績格差指標を算出する。その後、当該業績格差指標の規定要因として、会計的要因、経済的要因に分けて、パネルデータ分析を実施する。

企業の業績格差を論じる場合、尺度としては大別すると、会計パフォーマンスと株価パフォーマンスの2つが考えられる。会計パフォーマンスとしては、損益計算書や貸借対照表の会計数値から算出される利益率が代表的指標である。本研究では、利益率指標としては主として、売上高営業利益率 (Operating Profit Margin: OPM)、総資産利益率 (Return on Assets: ROA)、株主資本利益率 (Return on Equity: ROE)、CFO/総資産比率の4つを採用する。これらの指標は、企業の過去の業績指標であり、実現した利益率である。

一方、本研究が分析対象とするのが、経済先進 10 か国の上場企業であることから、株価に関連した指標も企業業績の尺度として利用可能である。本研究では、その中でも特に PBR (Price-to-Book Ratio: 株価純資産倍率) を計測の対象としている。証券価格理論によれば、株価は期待配当の割引現在価値合計 (DDM モデルの場合)、あるいは将来キャッシュフローの割引現在価値合計 (DCF モデルの場合)、あるいは純資産簿価に将来の残余利益の割引現在価値合計を加えたもの (残余利益モデルの場合) として表現することが可能である。そのように考えると、PBR 格差を計測することは、将来の業績格差に関する資本市場参加者の予想ないしは期待を測るこ

とになる。その意味で、未来指標と表現することも可能である。

4. 研究成果

1982 年から 2007 年における世界 10 カ国の利益率格差について分析した。加えて、国ごとの会計基準に影響される度合いの低い営業キャッシュフローに関して、クロスセクションの格差を計測した。利益率格差・営業キャッシュフロー格差の水準と時系列の変動は国ごとに異なっており、その特徴は次の点にまとめられる。(1) 近年、多くの国において格差が拡大している。(2) 格差拡大が始まるのは 1997 年前後である。(3) 格差が顕著に拡大している国は、アングロサクソン諸国である。直近の水準でいえば、Canada, Australia, UK, USA の格差が相対的に大きいことが、明らかになった。こうした発見は、資本市場の機能、上場基準が国ごとに異なることを示唆している。

次いで、分析の視点をやや変えて、国ごとのリスク＝リターン関係を考察した。主たる発見は、次の点である。アングロサクソン諸国は、リターン (ROA, ROE の時系列平均値) だけに注目すると、一見、ハイリタンのように思われるが、リスク (ROA, ROE の時系列標準偏差) を調整すると、そうとは言えない。アングロサクソン諸国の「リスク調整済リターン」は、決して高くない。ROA で考えると、むしろ、大陸欧州諸国やアジア諸国よりも低水準である。逆に、日本は利益率が低いと指摘されることが多いけれど、リスクが低い分、「リスク調整済リターン」では高くなっている。利益率の水準だけを取り上げた議論は、経済現象の一面しか見ていないことになりかねない。この点は、本分析から浮かび上がった経済の本質に関わる重要な論点であろう。

この分析からは、研究方法の技術的な問題に関する示唆を得ることができる。企業業績を捉える際に、平均値・中央値だけに注目した研究は、現象の一面しか捉えていない可能性が高い。経営学研究においては、多様な分野において、特定の組織要因・戦略要因が企業業績に与える影響を分析している。例えば、コーポレート・ガバナンス分野では、取締役会の構造、主要株主の構成等々が「企業業績の単年度実現値」、あるいは「企業業績の時系列平均値」に与える影響を分析することが多い。イノベーション研究では、研究開発活動、発明、発見が、「企業業績の単年度実現値」、あるいは「企業業績の時系列平均値」に与える影響を分析する。だが本分析から明らかのように、平均値・中央値だけに注目するのは不十分であるし、誤った結論に到達する危険さえある。平均値が変化したとしても、それと同時にリスクも変化している可能性

がある。これは業績指標として、利益などの会計数値を用いても、株価などの市場系の数値を用いても同様にあてはまる。組織要因・戦略要因がリスクに及ぼす影響についても、同時に目配りする必要がある。

さらに、利益格差の決定要因に関する仮説を設定し、統合データ(macro aggregated data)を用いた回帰分析を行った。その結果、会計的要因と非会計的要因の双方が、利益率格差を規定している点が明らかになった。会計的要因とは保守主義の程度、利益平準化の程度である。一方、非会計的要因には、リスクマネー供給の多寡、資本市場のダイナミクス、小規模企業、景気循環が含まれる。さらに、会計的要因と同時に、非会計的要因も利益率格差の創出要因として有力であることを示唆する検証結果も得られた。こうした検証結果は、格差の測定方法や会計的要因の定義、モデルの特定化などに対して頑健であった。

本研究の成果は、アメリカ会計学会、ヨーロッパ会計学会、アジア太平洋国際会計コンファレンス、韓国会計学会、日本会計研究学会、日本経営財務研究学会の各学会において、研究報告を実施した。そこでのコメントを踏まえて、国際的な査読付きジャーナルに投稿し、現在は第2ラウンドでの改訂を行っている。この改訂作業がうまくいけば、国際的に評価の高い学術ジャーナルに掲載されることが期待される。

また、付随的な研究については、既に査読付英文ジャーナル(*Corporate Governance: An International Review*, *Applied Financial Economics*, *The Japanese Accounting Review*)に三本が掲載された。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計 10 件)

- ① Nakano, M., and Nguyen, P., "Foreign ownership and firm performance: evidence from Japan's electronics industry," *Applied Financial Economics*, Volume 23, Issues 1, 41-50, 刊行決定, 2013 年. (査読有)
- ② 中野 誠・高須悠介、「日本企業の現金保有決定要因分析 -所有構造と取締役会特性の視点から-」、『日本企業研究のフロンティア』、第9巻、55-67, 2013. (査読無)
- ③ Takasu, Y., and Nakano, M., "What do

Smoothed Earnings Tell Us about the Future?" *The Japanese Accounting Review*, Volume 2, 1-32, 2012. (査読有)

- ④ 中野 誠・高須悠介、「利益平準化行動がアナリスト予想と固有株式リターン・ボラティリティに及ぼす影響」、『金融研究』、第31巻第4号、175-214、2012年. (査読有)
- ⑤ Nakano, M., and Nguyen, P., "Board size and corporate risk-taking: Further evidence from Japan," *Corporate Governance: An International Review*, Volume 20. Issue 4. 369-387, July 2012. (査読有)
- ⑥ 中野 誠、「マクロ実証会計研究への挑戦」、『会計』、第182号第1号、2012年7月号、28-38. (査読無)
- ⑦ 中野 誠・高須悠介、「利益持続性と利益調整行動 -利益ボラティリティ構成要素アプローチ-」、『一橋商学論叢』、Vol.6 No.1, 15-29, 2011年. (査読無)
- ⑧ 中野 誠、「国の競争優位の財務分析 -日米欧の国際比較-」、『会計』、2008年11月号、660-672. (査読無)
- ⑨ 中野 誠、「利益率格差構造の国際比較研究」、『一橋ビジネスレビュー』、55巻4号、78-92、2008年. (査読無)
- ⑩ 中野 誠、「研究開発活動の会計学」、『企業会計』、2008年6月号、49-55. (査読無)

[学会発表] (計 10 件)

- ① Makoto Nakano, Bayanjargal PUREVDORJ: "Does reliance on foreign markets make a difference?", 24th. Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues, October 23, 2012, Litz-Carlton Hotel, Maui Hawaii, United States.
- ② Makoto Nakano, Pascal Nguyen: "Do older boards affect firm performance?: An empirical analysis based on Japanese firms," The 2012 Asian Finance Association Annual Meeting, July 8, 2012, Grand Hotel,

Taipei, Taiwan.

- ③ Makoto Nakano, Yusuke Takasu: "Quality of Smoothed Earnings -Persistence and Dividend Policy-" American Accounting Association Annual Meeting, August 8, 2012, Gaylord National Hotel and Convention Center, Washington, DC., United States.
- ④ Makoto Nakano, Yasuharu Aoki: "What Explains Widening Profitability Dispersion around the World?" European Accounting Association 34th. Annual Congress, April 21, 2011, LUISS Guido Carli University of Rome, Rome, Italy.
- ⑤ Makoto Nakano, Yasuharu Aoki: "What Explains Widening Profitability Dispersion around the World?" 22nd. Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues, November 9, 2010, Gold Coast Resort, Gold Coast, Australia.
- ⑥ 中野 誠・青木康晴、「利益率格差のファンダメンタルズ」、日本会計研究学会全国大会、2010年9月10日、東洋大学(東京)。
- ⑦ Makoto Nakano, Yasuharu Aoki: "The Accounting and Non-Accounting Factors Effect on Macro Profitability Dispersion." American Accounting Association, Annual Meeting, August 4, 2010, Hilton Hotel, San Francisco, United States.
- ⑧ Makoto Nakano, Yasuharu Aoki: "What Explains Widening Profitability Dispersion around the World?" Korean Accounting Association, Annual Summer International Conference, June 19, 2010, Novotel Busan, Busan, Korea.
- ⑨ 中野 誠・青木康晴、「Fundamentals of Profitability Dispersion」日本経営財務学会東日本部会、2010年3月28日、一橋大学(東京)。
- ⑩ Makoto Nakano: "International Comparison of Profitability Dispersion." 20th. Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues, November 10, 2008, Montparnasse Hotel, Paris, France.

[図書] (計2件)

- ① 中野 誠・野間幹晴編著、『日本企業のバリュエーション-資本市場における経営行動分析』、中央経済社、234p、2009年
- ② 中野 誠、『業績格差と無形資産-日米欧の実証研究』東洋経済新報社、207p、2009年

[その他]

ホームページ等

https://hri.ad.hit-u.ac.jp/html/358_profile_ja.html

<https://sites.google.com/site/makotonakano2/Makoto-Nakano/conference-presentation>

6. 研究組織

(1) 研究代表者

中野 誠 (NAKANO MAKOTO)

一橋大学・大学院商学研究科・教授

研究者番号：00275017