

## 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5月23日現在

機関番号：32641

研究種目：基盤研究（A）

研究期間：2009～2012

課題番号：21243029

研究課題名（和文）同族企業の経営とガバナンス：経営財務行動と効率性・革新性の分析

研究課題名（英文）Management and Governance of Family Firms: Analyses of Corporate Financial Behavior, Efficiency, and Innovation

研究代表者

久保田 敬一（KUBOTA KEIICHI）

中央大学・戦略経営研究科・教授

研究者番号：00120858

研究成果の概要（和文）：日本の上場同族企業のデータベースを新たに作成し、定量的実証研究を行い、またインタビューとアンケートを通じて経営財務行動を定性的に把握した。主な知見は、1）情報非対称性が高いが、負債コストは低い、2）CSPの達成度が劣るが産業により経営者の役割は異なる、3）高い質の利益を公表するが株式保有比率に依存する、4）損失を開示する保守主義はより高い、5）財務指標の変動性がより低い、6）不況においても投資を抑制しない、などである。

研究成果の概要（英文）：We established our original data base for listed family firms in Japan. Our main findings are: 1) information asymmetry is higher and cost of debt is lower, 2) CSP is lower while the role of CEO is different between industries, 3) family firms show better earnings quality and its level depends on the shares held by founding families, 4) accounting conservatism is higher, 5) the variability of financial performance is lower, and 6) family firms do not reduce investment during recession for the electric industry.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2009年度	8,900,000	2,670,000	11,570,000
2010年度	7,000,000	2,100,000	9,100,000
2011年度	6,300,000	1,890,000	8,190,000
2012年度	7,400,000	2,220,000	9,620,000
2013年度	0	0	0
総計	29,600,000	8,880,000	38,480,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・経営学

キーワード：同族企業，創業者一族，CSP，情報の非対称性，利益の質，リスク回避度，株式保有比率，エンタレジメント

### 1. 研究開始当初の背景

欧州の大陸諸国、東アジアのほとんどの国において、また米国においてもS&P500企業の多くが、同族経営（family business）の所有、経営形態を持っていることが周知である。日本は、その中で、同族経営会社の比率が大型上場会社では少ないことが事実であったが、重要な経営革新性を持っている企業の名

前を挙げることは難しくない。しかし、その経営における経営財務の観点からみた、ガバナンスが効率的であるか、また社会責任が高いか、企業が革新的で投資行動が盛んで成長力があり、その結果株式の収益率が高いのか、またその株式の取引が流動的であり、さらに会計利益の質が高いのか低いのかについては、最新の学問的見地からの分析が行われて

いなかった。

本研究では、日本経済の中で、経営革新の意味で重要な地位を持つ企業群のうちの同族企業に焦点を当て、米国における最新のファイナンス論、また実証会計学における十分に許容された実証的方法論を用い、日本の同族経営企業行動を探ろうとした。

一方、統計的定量分析のみでは、経営における重要な定性的資質は十分に把握できないと考え、企業（同族企業群対そうでない企業群）に対しても、インタビューやアンケートの方法により、経営意思決定における戦略的経営判断が、同族企業と株主が分散化した企業群とでどのようにその現れ方が違うかについても分析を行おうとした。すなわち、経営財務論、経営学、実証会計学の優れた方法論、実証研究法を用いて、本課題を最新研究として行おうとしたことが、研究当初における本研究を始めるにあたっての背景である。

## 2. 研究の目的

本研究は、1で述べた様に、いまだ日本において、とりわけ日本企業を対象とした同族経営についての研究成果が極めて少ない点、さらにファイナンス理論、実証会計学の方法、経営学の仮説を同時に用いた仮説設定やその実証が十分に行われていない点から、これらをまず明らかにしようとした。

古くからの経済学および経営学の一般的研究課題である、日本企業の経営とガバナンスの状況を明らかにすることが本研究の最終到達目標であり、その証拠の蓄積のために、アンケート、企業実地聞き取り調査により、副次的な証拠を積み上げ、経営理論における経営・支配形態の理論分析を、経営財務論、経営組織論の観点から行おうとしている。

理論的支柱は、経営財務論であるが、さらに近年エージェンシー理論で明らかにされているエージェントのシグナルが観察可能ではあるが、立証不可能な場合の、不完備契約のフレームワークも基礎的分析概念として用いた。なぜならば、同族の経営者と雇用された経営者との関係、また分散化された株主と経営者との関係について、経営財務論の教科書において爾来から指摘されてきているアラインメント (alignment) とエンタrenchment (entrenchment) とのトレードオフ関係が基本的に存在するためである。

さらに、経営組織を、従来の経営財務論におけるような企業価値最大化のみを唯一の目的関数とはせず、複数の操作的目標を実現しようとする組織として捉え、経営組織内の

情報の非対称性、外部少数株主（または、内部者としてのオーナー株主）との情報の非対称性問題として株式の流動性、情報の非対称性、それから生じる資本コストの差異、その解消のための企業のディスクロージャー行動、またそれらをもたらし主要因を調べるなどが研究目的となった。

上記の諸変数の関係はデータ上に表れるはずであり、そのため大規模なファイナンス実証研究、実証会計学研究を、同族企業データベースを3で述べるように構築し、それを元にして、上記の観点から行うことが目的を達成するための最短距離であると考え、4で述べるように研究を進め知見を得た。

## 3. 研究の方法

研究グループは、日本の同族上場全企業のデータベース構築を、電子データの購入、旧年鑑、企業有価証券報告書の利用、さらに全社アンケートを行い、数年分にわたり新たに完成させた。データベースは、同族企業識別フラッグを持ち、同族による株式保有比率、さらに代表権を持つ経営者が創業者一族からであるかどうか、さらにそれが創業者であるか、後継者であるかなどを属性として保有している。

このデータベースを元に、財務データ、株式収益率データ、同ティックデータ、さらにCSPデータは首藤・竹原(2013、早稲田大学ファイナンス研究科ワーキングペーパー、W1F-12-05)の成果などを活用し、大規模なファイナンス論および実証会計学を用いた実証研究を行った。その成果は4で述べる。

また、別途企業インタビューを行い、そのまとめは下記中央大学成果公開用Webに掲載している。

## 4. 研究成果

まず、研究グループは、3で述べたように日本の同族上場全企業のデータベースを、電子データの購入、旧年鑑、企業有価証券報告書の利用、さらに全社アンケートを行い、数年分にわたるものを完成させた。また別途企業インタビューを行い、そのまとめも併せて中央大学公開Webに掲載した。

このデータベースを用いた実証研究およびインタビューに基き、以下の知見が得られた。

1) 同族企業の株式の情報の非対称性、非流動性ともに高いが、自己資本コストは高いが有意では必ずしもなく、負債コストはむしろ低い。ただし、レバレッジ比率が低いことからWACCはより高い。

2) 同族企業の社会責任達成度(CSP)は、

有意に劣っているが、経営者が果たす正の役割は、食品業、サービス業などにおいてより重要であり、機械、電機などの技術を必要とする分野では平均的に有意な貢献をしていない。

3) 利益の質はより高いが、創業者が経営者であるときには非同族企業との有意な差はない。また同族の株式保有比率の増加に関しては、拒否権が発揮できるレベル近辺では、利益の質は高いが、大多数を所有するにつれて、質は低下する。

4) いわゆる Basu (1997) 尺度を用いた会計保守主義についての実証研究では、同族企業の方が非同族企業よりも損失をより迅速に開示することが発見された。

5) 財務収益性は、用いる尺度により高い場合と低い場合が存在するが、リスク(変動性)は相対的に低い。さらに、リスクは特別決議事項を否定する水準までであれば低下するが、やはり拒否権を否決できる水準であれば低下するが、支配権を獲得する水準まで創業者が株式を保有した場合には、高まる。

6) サンプルを電機産業に限ったとき、同族企業の投資水準は、非同族企業よりも低いものの、不況期においてその水準を減らさないという行動が発見できた。

7) 契約理論を用いたモデル開発はまだ緒に着いたばかりであるが、部門管理者の一名が後継者であり、もう一名が専門マネージャーであり、経営者がオーナーである企業での前者の empire building を効用関数 argument に入れた資本予算問題を開発中である。

8) インタビューの結果から、同族企業は銀行、とりわけ地銀との関係を大事にしているが、業績が良いときには、借入額を最小に抑えている。また、これらの観察がされた企業の過半数は規模が大きいが上場を選んでいないことも特徴であった(ただし、有価証券届け出対象企業もある)。

これらの発見から、全体的に経営財務論の観点から、同族企業の資本構成の選び方が保守的であり Graham の見解と同様に、優良同族企業はおそらくは separating equilibrium の観点からレバレッジ 比率を高めない。また投資行動は慎重であるが、不況下でも persistent な度行動を示しており、また毎期の利益の変動も低く、さらに同族が多数株式を所有していないとき、とりわけ拒否権が発動できるレベルを保有しているときは安定した利益が獲得され、さらに会計ディスクロージャーの観点からも報告利益の質が高いことなどがわかった。この新知見は米国、欧州における先行研究の結果を補完または対

立した見解を提示するものであり、日本企業の経営行動をさらに掘り下げた結果の解釈が研究者にとって必要であろうと考える。

一方、これらの知見は、まず今後の同族経営者の今後の経営方針、ディスクロージャー方針のための行動指針となるだけでなく、一般的な日本の企業行動を研究者が調査するときには、同族企業と非同族企業を、研究の目的によって、サンプルを峻別して分析しなくてはならないことを示唆している。

今後の研究課題としては、同族企業対非同族企業の研究開発投資行動、それが与える同族企業の長期維持性への貢献、社会資本形成への影響、対比して非同族企業行動との比較研究、さらには機関投資家の株式所有が与える影響などがあげられる。

最後にわれわれの貢献は、日本同族企業についての先行研究が使用データが古く、また主として財務指標についてのみの研究成果を提示してきており、かつその結論は研究によって異なっていたことに鑑み、より広い視野から新たな証拠を提供して、今後の同分野における研究発展のための礎を築いたことにあると考える。

現在、同族企業研究分野においては、とりわけ欧州の同族企業研究者達が企業 longevity の達成、social wealth 形成の観点から研究を熱心に行っており、日本についてもこのような広角また長期視点を組み込んだ研究が必要であり、われわれ研究グループもこのような研究を今後さらに進めたい。

## 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 22 件)

- ① 久保田敬一、斎藤進、竹原均、Corporate Investment, Interest Tax Shields, and Tobin's q: Business Cycle Analysis of Japanese Industries and Firms. Journal of Strategic Management Studies. 査読有、4号、1-18ページ (掲載決定)
- ② 斎藤進、ファミリービジネスとソーシャルキャピタル. 中央大学ビジネススクールレビュー、査読無、4号、2013年、36-37ページ
- ③ 岩井千尋、サステナビリティ戦略、中央大学ビジネススクールレビュー、査読無、4号、2013年、21-29ページ
- ④ 久保田敬一、竹原均 Effects of Tax

- Rate Cuts on Equity Valuation: Impact of Firms' Profitability and Variability. 経営財務研究、査読有、32巻、2012年、23-39ページ
- ⑤ 海老原崇、久保田敬一、竹原均、横田絵理、Market Liquidity, Private Information, and the Cost of Capital: Microstructure Studies on Family Firms in Japan. (August 15th, 2012) The 25th Annual Conference of Australasian Finance and Banking Conference, 査読有. Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2130233>
- ⑥ 浅羽茂 Patient Investment of Family Firms in the Japanese Electric Industry. Asia Pacific Journal of Management. 査読有, 2012, On Line First. DOI 10.1007/s10490-012-9319-3
- ⑦ 海老原崇、久保田敬一、竹原均、横田絵理、Quality of Accounting Disclosure by Family Firms in Japan. (January 30, 2012) 査読無, Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1996505>
- ⑧ 海老原崇、久保田敬一、竹原均、横田絵理、同族企業に関するアンケート調査、武蔵大学論集、査読無、58巻、2011年、81-91ページ
- ⑨ 久保田敬一、須田一幸、竹原均 Information Content of Other Comprehensive Income and Net Income: Evidence for Japanese Firms. Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics, 査読有, 2011, Vol. 18, 145-168.
- ⑩ 久保田敬一、須田一幸、竹原均 Dissemination of Accruals Information, Role of Semi-Annual Reporting, and Analysts' Earnings Forecasts: Evidence from Japan. Journal of International Financial Management & Accounting, 査読有, 2010, Vol. 21, 120-160.
- ⑪ 久保田敬一、竹原均 Expected Return, Liquidity Risk, and Contrarian Strategy: Evidence from Tokyo Stock Exchange. Managerial Finance, 査読有, 2010, Vol. 36, 655-679 (Lead Article).
- ⑫ 久保田敬一、須田一幸、竹原均 Common Risk Factors versus a Mispricing Factor of Tokyo Stock Exchange Firms. International Review of Finance, 査読有, 2009, vol. 9, 269-294.
- ⑬ 久保田敬一、竹原均 Information Based Trade, the PIN Variable, and Portfolio Style Differences: Evidence from Tokyo Stock Exchange Firms. Pacific Basin Finance Journal, 査読有, 2009, Vol. 17, 319-337.
- ⑭ 久保田敬一 Management Goals under Asymmetric Information: Corporate Finance and Management Accounting Perspectives. Journal of Strategic Management Studies, 査読有, 2009, Vol. 1, 12-20.
- ⑮ 米山茂美 知財と企業の競争力: 知財を梃子にした事業競争力の確立. 日本知財学会誌、査読無、2009年、Vol. 6, 22-29ページ
- [学会発表] (計 80 件)
- ① 久保田敬一、竹原均、Studies in Family Businesses in Japan: Implications to CSP and Accounting Disclosure. Institute of Economics and Finance Seminar, 2013年3月25日、Chinese University of Hong Kong
- ② 佐藤公俊、澤木勝茂、需要安定のための動的価格決定問題について. 日本オペレーションズリサーチ学会、2013年3月6日、東京大学
- ③ 久保田敬一、竹原均、同族企業経営と会計保守主義、日本ディスクロージャー研究学会第6回研究大会、2013年1月13日、神戸大学
- ④ 浅羽茂、青井倫一、久保田敬一、竹原均、Family Businesses and Corporate Social Performance: An Empirical Study of Public Firms in Japan. The Eighth Asia Academy of Management Conference, 2012年12月10日、Hotel Lotte (Seoul).
- ⑤ 海老原崇、久保田敬一、竹原均、横田絵理、Quality of Accounting Disclosure by Family Firms in Japan. The 13th Asian Academic Accounting Association Annual Conference, 2012年11月

- 12日、京都大学
- ⑥ 浅羽茂、青井倫一、久保田敬一、竹原均、  
Family Businesses and Corporate Social Performance: An Empirical Study of Public Firms in Japan. 日本経営財務研究学会第36回全国大会、2012年10月7日、専修大学  
<http://www.b.kobe-u.ac.jp/~keieizaimu/uploads/files/zenkokutaikai/36/712.pdf>
- ⑦ 河合忠彦、ダイナミック・ケイパビリティ論の新展開、国際戦略経営学会、2012年9月21日、立命館大学
- ⑧ 海老原崇、久保田敬一、竹原均、横田絵理、Quality of Accounting Disclosure by Family Firms in Japan. 日本会計研究学会第71回全国大会、(国際セッション)、2012年9月1日、一橋大学
- ⑨ 久保田敬一、竹原均、Information Asymmetry and Quarterly Disclosure Decisions by Firms: Microstructure Evidence from Japanese Firms. The 66th European Meeting of the Econometric Society, 2012年8月29日、University of Malaga.  
<http://www.eea-esem.com/eea-esem/2012/Prog/viewpaper.asp?pid=104>
- ⑩ 久保田敬一、竹原均、Role of Earnings and its Components for Rationally Pricing Stock Prices: Application of the VAR Model to Long-run Japanese data. 2012 American Accounting Association Annual Meeting. 2012年8月8日、Gaylord National Hotel (Virginia).
- ⑪ 海老原崇、久保田敬一、竹原均、横田絵理、Quality of Accounting Disclosure by Family Firms in Japan. 2012 American Accounting Association Annual Meeting. (ポスター) 2012年8月8日、Gaylord National Hotel (Virginia).
- ⑫ 海老原崇、久保田敬一、竹原均、横田絵理、Market Liquidity, Private Information, and the Cost of Capital: Microstructure Studies on Family Firms in Japan. The Third World Finance Conference, 2012年7月4日、Universdade Candido Mendes (Rio de Janeiro).
- ⑬ 浅羽茂、青井倫一、久保田敬一、竹原均、  
Family Businesses and Corporate Social Performance: An Empirical Study of Public Firms in Japan. International Family Enterprise Research Academy 2012 Conference, 2012年6月27日、University of Bordeaux.
- ⑭ 海老原崇、久保田敬一、竹原均、横田絵理、Market Liquidity, Private Information, and the Cost of Capital: Microstructure Studies on Family Firms in Japan. 2012年度ファイナンス学会第20回大会、2012年5月27日、一橋大学一橋キャンパス
- ⑮ 浅羽茂、青井倫一、久保田敬一、竹原均、  
Family Businesses and Corporate Social Performance: An Empirical Study of Public Firms in Japan. 2012年度ファイナンス学会第20回大会、2012年5月26日、一橋大学一橋キャンパス
- ⑯ 内田交謹 Stock Option Grants and Managerial Risk taking: Evidence from Japanese Intraday Stock Returns, International Conference on Ownership, Control, and Family Businesses: Theory and Evidence, 2011年9月2日、南山大学
- ⑰ 浅羽茂、青井倫一、久保田敬一、竹原均、  
Family Businesses and Corporate Social Performance: An Empirical Study of Public Firms in Japan. International Conference on Ownership, Control, and Family Businesses: Theory and Evidence, 2011年9月2日、南山大学
- ⑱ 古瀬公博 中小企業における後継者属性の変遷: 高度成長期における親族比率の低さ. 経営史学会、2010年10月3日、札幌大学
- ⑲ 海老原崇、久保田敬一、竹原均、横田絵理、Private Information vs. Public Information of Public Traded Stocks of Family Businesses in Japan. Conference on Group Firms and Family Business: India, Thailand, and Japan. 2010年9月14日、Jawaharlal Nehru University, New Delhi.
- ⑳ 海老原崇、久保田敬一、竹原均、横田絵理、Earnings Quality of Family Firms

in Japan. Conference on Group Firms and Family Business: India, Thailand, and Japan. 2010年9月13日, Jawaharlal Nehru University, New Dehil.

- ②① 浅羽茂 Patient Investment: A Study on the Listed Family Business in the Japanese Electric Machinery Industry. 6<sup>th</sup> Workshop on Family Firms Management Research, 2010年6月8日. ESADE, Entrepreneurship Institute

〔図書〕(計9件)

- ① 古瀬公博 白桃書房 贈与と売買の混在する交換: 中小企業M&Aにおける経営者の葛藤とその解消プロセス, 2011, 296 ページ
- ② 二階堂有子 ミネルヴァ書房 石上・佐藤著現代インド・南アジア論, 2011, 414 ページ (担当第3章 72-98 ページ)

〔産業財産権〕

○出願状況 (計0件)

名称:  
発明者:  
権利者:  
種類:  
番号:  
出願年月日:  
国内外の別:

○取得状況 (計0件)

名称:  
発明者:  
権利者:  
種類:  
番号:  
取得年月日:  
国内外の別:

〔その他〕

ホームページ等  
中央大学成果公表用 Web  
<http://c-faculty.chuo-u.ac.jp/~kekubota/>

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

久保田 敬一 (KUBOTA KEIICHI)  
中央大学・戦略経営研究科・教授  
研究者番号: 00120858

### (2) 研究分担者

海老原 崇 (EBIHARA TAKASHI)  
武蔵大学・経済学部・准教授

研究者番号: 00367129

横田 絵理 (YOKOTA ERI)  
慶應義塾大学・商学部・教授  
研究者番号: 20277700

二階堂 有子 (NIKAIDO YUKO)  
武蔵大学・経済学部・准教授  
研究者番号: 20396899

河合 忠彦 (KAWAI TADAHIKO)  
中央大学・戦略経営研究科・教授  
研究者番号: 60080363

浅羽 茂 (ASABA SHIGERU)  
学習院大学・経済学部・教授  
研究者番号: 00032606

竹原 均 (TAKEHARA HITOSHI)  
早稲田大学・商学大学院・教授  
研究者番号: 70261782

澤木 勝茂 (SAWAKI KATSUSHIGE)  
南山大学・ビジネス研究科・教授  
研究者番号: 80065482

### (3) 連携研究者

齋藤 進 (SAITO SUSUMU)  
上智大学・経済学部・名誉教授  
研究者番号: 00007808

松本 敏史 (MATSUMOTO TOSHIFUMI)  
同志社大学・商学部・教授  
研究者番号: 90140095

徳永 俊史 (MATSUMOTO TOSHIFUMI)  
武蔵大学・経済学部・教授  
研究者番号: 30329750

米山 茂美 (YONEYAMA SHIGEMI)  
武蔵大学・経済学部・教授  
研究者番号: 30258496

古瀬 公博 (FURUSE KIMIHIRO)  
武蔵大学・経済学部・准教授  
研究者番号: 70401677

岩井 千尋 (IWAI CHIHIRO)  
青山学院大学・社会情報学部・教授  
研究者番号: 20388490

内田 交謹 (UCHIDA KOUNARI)  
九州大学・経済学研究科・教授  
研究者番号: 80305820