

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 28 年 9 月 28 日現在

機関番号：32641

研究種目：基盤研究(A) (一般)

研究期間：2013～2015

課題番号：25245052

研究課題名(和文)企業の長期目標設定と持続的成長：経営財務論からの考察

研究課題名(英文)Setting of Long Term Objectives and Sustainable Growth of Firms: A Corporate Finance View

研究代表者

久保田 敬一(Kubota, Keiichi)

中央大学・その他の研究科・教授

研究者番号：00120858

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 17,300,000円

研究成果の概要(和文)：成果は、1)長期維持に必須なCSPの達成度がファミリービジネスの方が劣るが産業によって経営者の積極的な役割がある、2)ファミリービジネスが他の企業群よりもたとえ利益性が劣っても利益など財務数値の時間分散が低く、長期のための保守的経営を目指していること、3)長期維持性に必須な研究開発投資は、ファミリービジネスは全般に劣っているが、ただしより集中した投資を行っている、4)上場企業全体の資本コスト低下に直結する東証の諸改革が、株式を取り巻く情報の非対称性低下および流動性の低下に貢献し、投資案の切捨て率としての企業の自己資本コスト低下に貢献してきているという発見などである。

研究成果の概要(英文)：Based on the original database constructed for listed family firms in Japan, we searched for the key variables to lead these firms to aim for long term sustainability. Our main finding for family firms in Japan are: 1) informational asymmetry is higher and cost of debt is lower, 2) CSP is lower but the role of CEO is positive for selected industries, 3) family firms show better earnings quality and the distance to default is longer, 4) the variability of financial indicators of family firms is lower and these firms aim for conservative and sustainable management, 5) family firms invest less on R&D expenditures, which is crucial for long-term growth, but their investment behavior is more focused, and 6) the recent various reforms conducted by Tokyo Stock Exchange helped reduce the illiquidity of listed stocks to a great extent and made the cost of equity and the hurdle for future investment lower to attract more investment.

研究分野：経営財務論

キーワード：同族企業 CSP 情報の非対称性 資本コスト R&amp;D

## 1. 研究開始当初の背景

研究グループは日本のファミリービジネスに長寿企業が多く、上場企業の3割以上を占めることを発見した。一方で、その経営行動また財務的特性、開示の質などは、本課題の論題である長期の目標をもちまた持続性を目指すものであるのかを、さらに追及すべく、本課題をスタートさせた。

経営財務論の方法の中では、資産価格理論に注目し、企業の資本コストを解明すること、またマーケットマイクロストラクチャーの方法により情報の非対称性や流動性を調べ、企業評価のモデル、実証会計学の方法も本課題に適用することを目指した

## 2. 研究の目的

本研究課題は、とりわけ長寿で世界に広く知られている日本のファミリービジネスが今後も長期維持性を持てるような諸特性を持っているかを中心にした。

また、本研究課題の特色は、東証の改革またHFTの活動などを含む株式市場の近年の変化が、日本企業全体の資本コストを低下させてきたか、ファミリービジネス対非ファミリービジネスにどう表れているか、CSP、R&Dのパフォーマンスなどを探索することにより、経営財務論の観点から企業のガバナンスが定量的にどのように具現化されているかを調べることでもある。

## 3. 研究の方法

株式流動性、資本コスト、財務パフォーマンスの研究は、本研究の最大の特色である、主としてマーケットマイクロストラクチャーの方法論を用いて、これらを企業レベルまた市場全体のレベルで探索する。このような試みは、既存研究(海外を含んで)にほとんどない。ここでは、マーケットマイクロストラクチャーの方法論と資産価格理論の最新の方法を用いた経営財務論分析により、中でもファミリービジネスにその焦点を当てたことが最大の特色となる。また、企

業評価論から法人税と消費税の株価への影響を20年間に亘る外挿を行う方法でこれを分析する。

企業の成長に関しては、多分野からの分析が必要であり、2014年度に中央大学の海外拠点であるハワイ大のとりわけシャイドラスクールオブビジネス教授陣の協力を得て、国際会議を主催し、日本、米国、香港、インドから研究者を招聘して研究課題の深化を目指し、2015年度は同じくインドムンバイでIGIDRの協賛の元、同じく国際会議を主催した。さらに、にあるように、創業60年以上の企業を対象とした上場企業アンケートを行う。これらにより総合的に企業の長期維持性と成長のための要因、また投資意思決定のための資本市場の役割を明らかにする。

会計情報の開示の質の研究

エージェンシー理論あるいはそれをベースにしたコーポレート・ガバナンスの研究によると、ファミリービジネスには2つの力が働いている。1つはエンブレチメント効果であり、ファミリー・メンバーが少数株主を犠牲にして企業から私的便益を得るという力であり、もう1つはアライメント効果として、創業家とその富が企業の価値と密接に関連しているため、長期的に企業価値を高めようとする力である。しかし、私的便益と富は socioemotional wealth 蓄積により、企業の経済的パフォーマンスを低下させるとも考えられよう。

中でも会計報告については、エンブレチメント効果が強ければ、ファミリービジネスは利益管理をし、不透明な財務報告を行うインセンティブを持つ。他方、アライメント効果が強ければ、ファミリービジネスは企業価値や一族の名声を高めるために長期志向に基づく経営が行い、質の高い利益を報告するインセンティブを持つ。

利益管理もさらに経済的コストを共なものもあるため、これらを実証会計学の標準的方法により明らかにする。

企業 Corporate Social Performance (CSP) の研究

Suto & Takehara (2015, International Journal of Corporate Strategy and Social Responsibility) は、東洋経済によるアンケート結果をインデックス化したものを用いてCSP (Corporate Social Performance) 指数を構築した。本プロジェクトでは、これを利用して、日本のファミリービジネスをそうではない企業群とのCSPを比較した。この研究の重要性は、長期に社会に受け入れられ、長期維持性を企業が持てるために、これらの指数の高いレベルでの維持が必須であるという問題意識に基づくものである。

研究開発およびパテントの研究

ファミリービジネスの家族経営者は、危険回避的行動をとり(Block, 2012, Journal of Business Venturing, Block et al. 2013, Family Business Review), その結果が不確実である R&D 活動をとりわけ創業者家族の後継者が行わないと、主張される。工藤事務所のパテントの経済価値のデータを研究分担者の竹原が利用可能にもらったので、研究開発のインプットおよびアウトプット測度を用いて、企業の長期維持また成長に欠かせないイノベーションのための投資について、ファミリービジネスの我々のデータベースを利用して調べる。また、浅羽は製薬業についての日本のファミリービジネスの R&D 活動を研究する。

インドを中心とした東南アジアの研究

インドのグループ企業の事業継承問題は、Bennedsen and Fan (2014, Palgrave-Macmillan) が指摘するように、現

在インドファミリービジネスが直面する大課題である。また、インドの新しい会社法の企業ガバナンスへの影響の探索も関連して行うことが必要である。そこで、2015年度のムンバイでの科研主催による国際会議にて、インドの発表者、タイの発表者による発表により、インド、東南アジアにおけるコーポレート・ガバナンスの理解を深化させる。この研究は、二階堂が中心にインドの新しい会社法のガバナンスへの影響の調査、グループ企業の事業継承問題を担当する。

後継経営者選択問題の研究

Chang and Shim (2015, Strategic Management Journal), Perez-Gonzales (2006, American Economic Review) は、卒業大学によってのみ家族の後継経営者が専門経営者よりも優れていること発見しており、また Saito (2008, Japan and the World Economy) は、家族後継経営者が専門経営者よりもパフォーマンスが劣っていることを日本企業について明らかにした。本研究では、これを盛り込んだ契約理論のモデル化を目指す。

また、創業以来60年以上を経過している長寿上場企業についてアンケートを送付し、長期の成長と維持性の要因を企業の観点から定性的に調査する。

#### 4. 研究の成果

株式流動性、資本コスト、財務パフォーマンスの研究

Ebihara, Kubota, Takehara, and Yokota (2014, Japan and the World Economy) では、ファミリービジネスと非ファミリービジネスにサンプルを分割し、マーケットマイクロストラクチャー変数による株式情報の非対称性の実証を行った。中でも、株式資本コスト、負債資本コスト、加重平均資本コストの比較を行い、株式資本コストはファミリービジネスはより高く、これには株式の非流動性、

より高い情報の非対称性などが寄与しているという推論を行った。一方で、負債の資本コストはファミリービジネスではより低い、負債の利用が少なく支払利息節税枠の利用が少なく、加重平均資本コストはより高くなる。したがって投資のハードルが高くなるので日本のファミリービジネスの課題であること、また一般株主のためのより自発的な開示が要求されること明らかになった。

一般に株式資本コストの高低は、株式市場の市場流動性に大きく支配される。Kubota and Takehara (2015, Palgrave-Macmillan)では、市場全体に焦点を当て、株式市場においてリスク・リターンの基本関係が適正に株価に反映されているか、また東証の近年の制度改革は、改善方向に向かうものであったのかをマーケットマイクロストラクチャーの方法論により詳細に調べた。さら2010年1月の取引システムの変更(arrowhead)は、これらに大きな影響を与えたことが解明された。

また、竹原(2015, 経営財務研究, 2015 証券アナリストジャーナル)においては、ファミリービジネスは、財務パフォーマンス指標の時間分散が小さく、安全かつ長期維持を目指す経営スタイルを持つことが分かった。

#### 会計情報の開示の質の研究

Ebihara, Kubota, Takehara, and Yokota (2015, 武蔵大学論集)は、ファミリービジネスと非ファミリービジネスとの間で、利益の質に関して違いがあるかどうかを調べた。その結果、創業者家族がある程度の株式を保有している場合に、ファミリービジネスは、非ファミリービジネスよりも有意に質の高い利益報告をしていることが見出された。

Kubota & Takehara (2015, Journal of Strategic and International Studies)では、

同じような問題意識のもと、ファミリービジネスは非ファミリービジネスよりも、悪い情報(損失)を良い情報(利益)よりも早く開示するという Basu の意味での会計保守主義がより高いことを見出した。これらの結果は、株主と経営者の間のエージェンシー・コンフリクトが小さいファミリービジネスでは、悪い情報を少数株主に早期に開示することによって、一族の名声が毀損しないように経営改善への努力が行われることを示唆している。

Chen, Gu, Kubota, and Takehara (2015, the Japanese Accounting Review)では、さらに経済的費用支出を伴う Real Earnings Management と通常の会計的 accrual earnings management とがファミリービジネスと非ファミリービジネスでどちらを選択するかを調べた。そこで明らかになったことは、まずファミリービジネスは、earnings management により利益を押し上げようという傾向が弱いということであった。おそらくは、創業者家族の名声また、いわゆる socioemotional wealth 蓄積のために earnings management はプラスに作用しないからである。さらに倒産確率が低い、したがって長期維持性につながる経営スタイルであることが分かった。

#### Corporate Social Performance (CSP) の比較研究

Aoi, Kubota, Takehara, and Yokota (2015, Journal of Family Business Management)は、情報開示と同様に、CSP (Corporate Social Performance) について、ファミリービジネスと非ファミリービジネスとの間に違いがあるか否かを分析した。もしファミリービジネスが短期の利益よりも長期的目標を重視するのであれば、より高いレベルの CSP を達成するであろう。また、要素ごとにそのスコアに対するファミリービジネス変数の

インパクトを分析すると、ファミリービジネスがいかなる利害関係者に対するステewardシップを果たしているかがわかるかもしれない。

しかし、集計スコアでも各要素のスコアでも、ファミリービジネスは有意に低いCSPを達成しており、ファミリービジネスはCSPの意識が弱いことを示唆する結果が得られた。すなわち、ファミリービジネスのCSPは集計値および雇用関係、社会貢献、環境保全の属性で劣っていた。他の2の属性では、有意な差はなかった。前者は規範的CSR、後者は法的CSRと呼ばれる。この点から、ファミリービジネスの維持性については、疑問が残された。ただし、産業間では若干異なる結果が得られており、サービス産業は食品など製品の質についてCEOが把握しやすい産業では創業者家族からのCEOが正の役割を果たしていることがわかった

#### 研究開発およびパテントの研究

本研究は、浅羽が薬品業についてのR&D投資行動をファミリービジネスについて調べ、研究開発費は低いが、ある技術に特化して成長を測っていることを明らかにした。一方、竹原、久保田(2015)では、R&D投資に加えて、パテント数、引用数、またパテントの経済価値を用いて、ファミリービジネスの創業者は多額のR&D投資を行っているがこれは、インプット測度であり、他のアウトプット測度(パテント数、引用件数、排他的経済価値)では、非ファミリービジネスにその成果が劣っていて、長期維持性の観点から、問題があることも分かった。とりわけ、家族による後継者のパフォーマンスが家族外の経営者が継承したときに比して劣っていることは、経済的パフォーマンスについての先行研究と同様で

あった。

インドを中心とした東南アジアの研究インドの新しい会社法のガバナンスへの影響の調査、グループ企業の事業継承問題を二階堂が担当し、さらに2015年度のムンバイでの科研主催国際会議にてインドの発表者、タイの発表者による発表にて、インド、東南アジアにおけるコーポレート・ガバナンスの理解を深化させた。関連した業績は、Nikaido et al., (2015, Review of Development Finance)であり、そこでは小企業の資金調達においては、インドでは土地担保が有効ではないことなどが明らかにされた。

#### 後継経営者選択問題の研究

久保田、小佐野、Harrisは、創業者による後継経営者選択モデルを開発中である。これは、Acharya et al., (2011, Journal of Finance)を元にして、ファミリーからの後継者がsocioemotional wealthを蓄積しようとするところから、専門経営者よりもパフォーマンスが通常劣るために、本来の能力が専門経営者よりも優れていないといけなくなるということを契約理論モデルの解として導出しようとしている。しかし、経営者の効用としてsocioemotional wealthと企業の価値とが和として表されるのか、またパラメーターの設定方法にも、まだ考慮すべき点が多い。

上場企業アンケートについては、平成27年度において実行し、1,486社に送付し、159社からの回答を得て、すでに中間集計まで行った。紀要の資料として公開した。

## 5. 主な発表論文等

[雑誌論文](計6件)

Aoi, M., S. Asaba, K. Kubota and H. Takehara (2015), "Family firms, firm characteristics, and corporate social performance: A study of public firms in Japan," *Journal of Family Business Management*, vol. 5, 192-217.

Chen, T.Y., Z. Gu, K. Kubota and H. Takehara (2015), "Accrual-based and real activities based earnings management behavior of family firms in Japan," *The Japanese Accounting Review*, vol. 5, 21-47.

K.Kubota and H. Takehara, (2015), "Family firms, accounting conservatism, and private information," *Journal of Strategic and International Studies*, vol, 10, no. 4. 5-21.

Ebihara, T., K. Kubota, H. Takehara and E. Yokota (2014), "Market liquidity, private information, and the cost of capital: Market microstructure studies on family firms in Japan," *Japan and the World Economy*, Vol.32, 1-13.

Nikaido, Y., J. Pais and M. Sarma, "What hinders and what enhances small enterprises' access to forma credit in India?" *Review of Development Finance*, Vol. 5, 43-52.

Osano, H. and K. Hori, (2014), "Investment timing decision of managers under endogenous contracts," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 29, 607-627.

〔学会発表〕(計 6 件)

竹原均、久保田敬一「同族企業のコーポレートイノベーション」日本経営財務研究学会年次大会、2015年、九州大学

Ta-yuan Chen, Zhaoyang Gu, K. Kubota, and H. Takehara., "Accrual based and real activities based earnings management behavior of family firms in Japan," The 5th International Conference of TJAR, December 21<sup>st</sup>, 2014, Kobe University.

Takehara, H. and K. Kubota "Price Discovery before and after the Launch of arrowhead Trading System at Tokyo Stock Exchange," Second Annual IFMA International Conference, December 16th, 2014, Bali, Indonesia.

Ta-yuan Chen, Zhaoyang Gu, K. Kubota, and H. Takehara., "Accruals based and real activities based earnings management behavior of Japanese family firms," 2014 American Accounting Association Annual Meeting, August 6th, 2014, Atlanta, USA.

Ta-yuan Chen, Zhaoyang Gu, K. Kubota, and H. Takehara. "Accrual Based and Real Activities Based Earnings Management Behavior of Family Firms in Japan," 日本ディスクロージャー研究学会第8回研究大会, 2014年1月11日, 専修大学.

K.Kubota and H. Takehara, "An examination of the relationship between earnings quality and corporate social performance: Evidence from Japan," Southern Finance Association Annual Meeting, November 21st, 2013, Fajardo, Puerto Rico.

〔図書〕(計1件)

Kubota, K., and H. Takehara (2015), *Reform and Price Discovery at the Tokyo Stock Exchange from 1990 to 2012*, Palgrave Macmillan.

## 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

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

浅羽 茂 (ASABA SHIGERU)  
早稲田大学・商学大学院・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

小佐野広 (OSANO HIROSHI)  
京都大学・経済研究所・教授  
研究者番号：70261782

青井倫一 (AOI MICHIKAZU)  
明治大学・グローバル・ビジネス研究科・教授  
研究者番号：70101889

### (3) 連携研究者

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

海老原 崇 (EBIHARA TAKASHI)  
武蔵大学・経済学部・准教授  
研究者番号：00367129

徳永 俊史 (TOKUNAGA TOSHI FUMI)  
武蔵大学・経済学部・教授  
研究者番号：30329750

和田賢治 (WADA KENJI)  
慶應義塾大学・商学部・教授  
研究者番号：30317325

高橋豊治 (TAKAHASHI TOYOHARU)  
中央大学・商学部・教授  
研究者番号：10211343