

## 博士論文題目

ファミリービジネスの新規株式公開時における利益調整行動

ーサントリー食品インターナショナルの上場事例からの一考察ー

日本大学大学院総合社会情報研究科  
博士後期課程 総合社会情報専攻

平成 27 年度

指導教員 階戸 照雄  
20130414007 橋本 浩介

# 目 次

<b>第1章 はじめに</b> .....	<b>1</b>
<b>1.1. 研究の概要</b> .....	<b>1</b>
1.1.1. 研究のあらまし .....	1
1.1.2. 研究の視点 .....	3
<b>1.2. 用語の定義</b> .....	<b>5</b>
1.2.1. 利益調整行動の定義 .....	5
1.2.2. 同族会社の定義 .....	7
1.2.3. ファミリービジネスの定義.....	10
<b>第2章 利益調整行動の発生メカニズム</b> .....	<b>14</b>
<b>2.1. 利益調整行動の意義</b> .....	<b>14</b>
<b>2.2. 企業会計の計算構造と利益調整</b> .....	<b>14</b>
2.2.1. 利益調整の発生要因としての企業会計の計算構造 .....	14
2.2.2. 企業会計の対象とする企業活動と資本循環 .....	14
2.2.3. 資本運動と会計構造 .....	15
2.2.4. 静態論の会計構造から動態論の会計構造へ .....	16
2.2.5. 多元的な利益計算の構造（情報論的な会計構造）への動き .....	19
2.2.6. 会計の理論的基盤としての発生主義会計.....	20
2.2.7. 会計の理論的基盤としての動態論の会計構造.....	21
2.2.8. 貸借対照表継続性の原則と一致の原則 .....	22
2.2.9. 企業会計における真実性 .....	23
2.2.10. 経理自由の原則と利益調整.....	24
<b>2.3. 企業会計の機能と利益調整</b> .....	<b>25</b>
2.3.1. 利益調整の発生要因としての企業会計の機能.....	25
2.3.2. 株式会社制度と受託者会計責任.....	26
2.3.3. ディスクロージャーと資源配分.....	26
2.3.4. ディスクロージャーと法制度 .....	28
2.3.5. 企業会計の情報提供機能 .....	28
2.3.6. 企業会計の利害調整機能と利益調整.....	29
<b>2.4. 損益会計の計算構造と利益調整</b> .....	<b>30</b>
2.4.1. 損益会計の意義・概念・機能 .....	30

2.4.2.	実現主義の原則 .....	31
2.4.3.	収益認識と利益調整 .....	32
2.4.4.	費用の認識と利益調整 .....	34
<b>2.5.</b>	<b>貸借対照表の計算構造と利益調整 .....</b>	<b>37</b>
2.5.1.	貸借対照表の本質 .....	37
2.5.2.	貸借対照表項目と利益調整—会計発生高.....	39
2.5.3.	資産の概念 .....	40
2.5.4.	資金動態論 .....	41
2.5.5.	資産の分類 .....	41
2.5.6.	貨幣資産と利益調整 .....	42
2.5.7.	非貨幣資産と利益調整.....	45
2.5.8.	負債と利益調整 .....	54
2.5.9.	資本と財務政策 .....	62
<b>2.6.</b>	<b>企業会計の計算構造から生じる普遍的な利益調整 .....</b>	<b>65</b>
<b>第3章</b>	<b>ファミリービジネス .....</b>	<b>66</b>
<b>3.1.</b>	<b>はじめに.....</b>	<b>66</b>
<b>3.2.</b>	<b>同族会社.....</b>	<b>66</b>
3.2.1.	同族会社に対する法人税法上の規制.....	66
3.2.2.	同族会社に対する相続税法上の規制.....	68
3.2.4.	同族会社に関する論点.....	68
<b>3.3.</b>	<b>中小企業.....</b>	<b>71</b>
3.3.1.	ファミリービジネス論と中小企業論の相違 .....	71
3.3.2.	ファミリービジネス研究の必要性 .....	72
<b>3.4.</b>	<b>ファミリービジネスの重要性 .....</b>	<b>72</b>
3.4.1.	ファミリービジネスの現状と重要性 .....	73
<b>3.5.</b>	<b>ファミリービジネスの特徴.....</b>	<b>75</b>
3.5.1.	ファミリービジネスの高収益性.....	75
3.5.2.	ファミリービジネスの長寿性 .....	77
3.5.3.	ファミリービジネスの事業革新性 .....	78
3.5.4.	ファミリービジネスの社会性 .....	79
3.5.5.	ファミリービジネスの特徴の発生要因 .....	80
<b>3.6.</b>	<b>ファミリービジネス研究.....</b>	<b>81</b>

3.6.1.	ファミリービジネス研究の状況.....	81
<b>3.7.</b>	<b>ファミリービジネスの歴史 .....</b>	<b>85</b>
3.7.1.	我が国のファミリービジネスの歴史.....	85
3.7.2.	ファミリービジネスの視点からのトヨタ自動車.....	85
3.7.3.	ファミリービジネスの視点からの松下電器産業.....	91
3.7.4.	財閥グループとの違いとファミリービジネスの特徴.....	95
3.7.5.	財閥研究とファミリービジネス研究.....	96
<b>3.8.</b>	<b>ファミリービジネスの経営課題.....</b>	<b>97</b>
3.8.1.	ファミリービジネスの課題.....	97
3.8.2.	相続税法改正と事業承継時の租税負担.....	98
3.8.3.	事業承継税制.....	98
<b>第4章</b>	<b>ファミリービジネスの利益調整行動.....</b>	<b>101</b>
<b>4.1.</b>	<b>ファミリービジネスと企業会計.....</b>	<b>101</b>
4.1.1.	ファミリービジネスにおける会計研究.....	101
4.1.2.	ファミリービジネスの会計に対する基礎理論.....	101
4.1.3.	ファミリービジネスの会計への基礎理論の適用.....	105
4.1.4.	ファミリービジネスの利益調整.....	109
<b>4.2.</b>	<b>ファミリービジネスと利益調整の傾向.....</b>	<b>112</b>
4.2.1.	ファミリービジネスの利益調整の要因.....	112
4.2.2.	オーナーファミリーとの取引.....	112
4.2.4.	ファミリービジネスにおける利益調整.....	119
4.2.5.	ファミリービジネスにおける利益調整の特徴.....	121
<b>第5章</b>	<b>新規株式公開時における利益調整行動.....</b>	<b>123</b>
<b>5.1.</b>	<b>新規株式公開時における利益調整行動の動機.....</b>	<b>123</b>
<b>5.2.</b>	<b>利益調整研究の整理.....</b>	<b>124</b>
<b>5.3.</b>	<b>新規株式公開時における利益調整行動の特徴.....</b>	<b>133</b>
5.3.1.	新規株式公開企業の利益調整行動.....	133
5.3.2.	新規株式公開企業の株式の長期パフォーマンス低下現象.....	134
5.3.3.	コーポレート・ガバナンスと利益調整.....	135
5.3.4.	新規株式公開企業のM&A時における利益調整行動.....	136
5.3.5.	M&A等の企業再編前後における経営者の利益調整行動.....	143
<b>5.4.</b>	<b>まとめ.....</b>	<b>144</b>



<b>第6章 研究事例</b> .....	<b>145</b>
<b>6.1. サントリー・グループのファミリービジネス性</b> .....	<b>146</b>
6.1.1. はじめに .....	146
6.1.2. サントリー・グループの沿革と概要 .....	147
6.1.3. サントリー・グループの株主・役員構成からの検討 .....	150
6.1.4. サントリー・グループの経営指標からみる収益性の検討 .....	154
6.1.5. サントリー・グループの事業戦略からの検討 .....	155
6.1.6. サントリー・グループのまとめ .....	159
<b>6.2. サントリー食品インターナショナル株式会社</b> .....	<b>160</b>
6.2.1. はじめに .....	160
6.2.2. サントリー食品インターナショナル株式会社の概要と沿革 .....	160
6.2.3. サントリー食品インターナショナルの業績・財務・セグメント別業績 ..	161
6.2.3. サントリー食品インターナショナルの中期経営計画 .....	163
6.2.3. サントリー食品インターナショナルの経営戦略 .....	164
6.2.3. サントリー食品インターナショナルにおける海外進出 .....	166
<b>6.3. オランジーナ・シュウエップス・グループ</b> .....	<b>166</b>
6.3.1. オランジーナ・シュウエップス・グループの概要 .....	167
6.3.2. オランジーナ・シュウエップス・グループの競合状況 .....	167
6.2.3. オランジーナ・シュウエップス・グループの沿革 .....	167
6.3.4. オランジーナ・シュウエップス・グループの商品・事業 .....	167
6.3.5. オランジーナ・シュウエップス・グループの今後の展開 .....	168
6.3.6. オランジーナ・シュウエップス・グループの設備の状況 .....	168
<b>6.4. サントリーによるオランジーナ・シュウエップスの買収事例</b> .....	<b>170</b>
6.4.1. オランジーナ・シュウエップス・グループの株式取得 .....	170
6.4.2. オランジーナ・シュウエップス・グループ買収の状況 .....	171
6.4.3. オランジーナ・シュウエップス・グループ買収後の推移 .....	172
6.4.4. サントリーによるビーム社買収事例 .....	173
6.4.5. サントリーの買収事例と他の事例の比較 .....	174
6.4.6. オランジーナ・シュウエップス・グループ買収の特徴 .....	179
<b>第7章 対象事例</b> .....	<b>182</b>
7.1. はじめに .....	182
7.2. カルビー：ファミリービジネス以外の新規株式公開事例 .....	182

7.2.1.	カルビーの概要と沿革.....	182
7.2.2.	カルビーの株式等、役員状況.....	185
7.2.3.	カルビー上場の意義.....	187
<b>7.3.</b>	<b>YKK：ファミリービジネスの非上場企業事例.....</b>	<b>190</b>
7.3.1.	YKKの概要と沿革.....	190
7.3.2.	YKKの株式等、役員状況.....	193
7.3.3.	YKK非上場の意義.....	195
<b>第8章</b>	<b>利益調整行動の分析方法.....</b>	<b>197</b>
8.1.	利益調整行動の測定.....	197
<b>第9章</b>	<b>分析結果.....</b>	<b>203</b>
9.1.	各社のデータセットと分析結果.....	203
9.2.	サントリー・グループの分析結果.....	204
9.3.	カルビーグループの分析結果.....	208
9.4.	YKKグループの分析結果.....	211
<b>第10章</b>	<b>総括.....</b>	<b>216</b>
10.1.	分析の結果の仮説.....	216
10.2.	分析結果の考察.....	216
10.3.	裁量的発生高の影響.....	217
10.4.	ファミリービジネスの研究の視点からの考察.....	220
10.4.1.	新規株式公開仮説のファミリービジネスにおける特異性.....	220
10.4.2.	パラレル・プランニング・プラン・モデル（PPP）からの考察.....	220
10.4.3.	ファミリービジネス経営者の新規株式公開に対する見解.....	232
10.4.4.	ファミリーの新規株式公開の特異性.....	236
10.4.5.	サントリーの新規株式公開事例の考察.....	238
10.5.	総括.....	240
10.6.	今後の研究課題.....	244
<b>参考文献</b>	<b>.....</b>	<b>247</b>

## 第1章 はじめに

### 1.1. 研究の概要

#### 1.1.1. 研究のあらまし

本稿では、ファミリービジネスの株式公開時における利益調整行動について検討する。ファミリービジネスとは、(1) 事業承継者としてファミリー一族の名前が取りざたされており、(2) 必ずしも資産形成を目的としているのではなく、ファミリーの義務として株式を保有しており、(3) ファミリーが、重要な経営トップの地位に就任しているような企業である(倉科,2003)<sup>1</sup>。欧米では、1980年代頃よりファミリービジネス研究が盛んに行われ、その特徴や優位性について議論されてきた。日本では従来、同族企業や同族経営といった場合に同族支配の意味や、不祥事や不正の原因という必ずしも良くないイメージで語られることがあった。しかし、近年では、日本においてもファミリービジネスに対する関心が高まり、老舗企業のような長寿性や高い収益性の要因として注目されるようになった。

本研究でファミリービジネスに着眼するのは、オーナーシップ、マネジメント、ファミリーの3つの要素に重なり合う部分があることから、ファミリービジネス以外の企業とは異なる利益調整の思考があるためである(Yoe et al., 2002)<sup>2</sup>。しかし、ファミリービジネスがどのような創業経緯で経営されているかという経営哲学と組織の変遷または変遷に伴う経営戦略をどうしたのか、さらにどのような状況において報告利益の質を高め、どのような状況で報告利益の質を低めるのかということの関連性は十分に把握できず、今後の研究課題として残っている(Salvato and Moores,2010)<sup>3</sup>。よって、本稿では、ファミリービジネスにおいて、どのような場合にどのような利益調整行動が行われるのかについて多面的に調査し、検討していく。

利益調整行動 (Earnings Management) とは、一般に認められた会計基準 (GAAP) の範囲内において、経営者が特定の目的を達成にするために行う会計的裁量行動である(首藤, 2010)。これは会計手続きの選択や変更のみを意味するのではなく、経営者による会計上の見積もりや認識のタイミングといった会計的裁量行動も含まれる。また、この利益調整は一般に認められた会計基準

---

<sup>1</sup> 倉科 (2003)、p15。

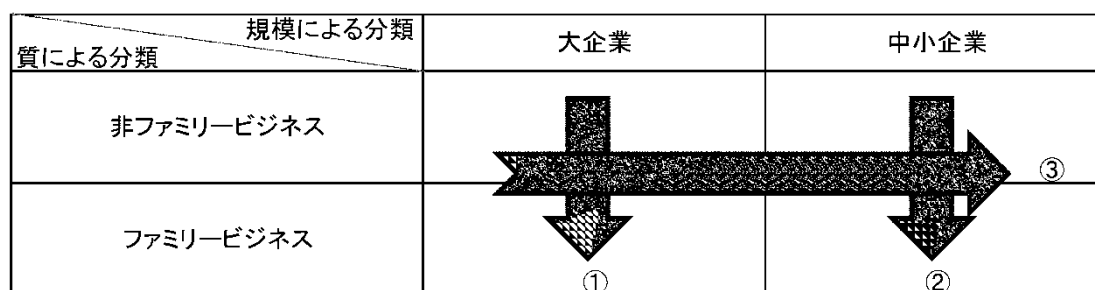
<sup>2</sup> Yoe、G.H.H、Tan、P.M.S、Ho、K、and Chen、S.S. (2002) “Corporate ownership structure and the informativeness of earnings,” *Journal of Business Finance and Accounting*, 29, pp. 1023-1046.

<sup>3</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010) “Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge “*Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute*,Jul.2010,p193-215.

(GAAP)の範囲内で行われる裁量的な会計行動であり、粉飾決算や不正会計とは異なる<sup>4</sup>。

これまでの研究において、新規株式公開仮説では、新規株式公開を行う企業の経営者は後の価格形成を意識して利益増加型の利益調整を行うとしているとされている。この仮説における研究方法は、統計的な分析によって導き出したものである。本稿では、これまで試みられなかったやり方で新たな知識を追加し、過去になされたことのない実証を行う。統計解析だけでは検討することができない意図や戦略について、記述的な事例研究も含め、事例研究によって分析し、新規株式公開仮説に新たな洞察を加える。具体的には、ファミリービジネスにおける新規株式公開の事例研究により、ファミリービジネスの統治構造や経営戦略に株式上場を位置づけた上で経営者による利益調整行動を検証する。

同族会社における法人税法上の制限にもあるように、ファミリービジネスは多数の株主による監視や牽制を受けないことがないため、利益調整について経営者の裁量の余地が大きいという特徴がある。ファミリービジネスにおける利益調整、とりわけ新規株式公開において、経営者は公開価格と公開直後の株価を高い水準で維持するために、公開直前に利益増加型の利益調整を行うインセンティブが強く働くことが考えられる。また、公開後にも株価水準を維持するために利益増加型の利益調整を行うインセンティブが働くことが推察される。以上を踏まえて、ファミリービジネスにおける新規株式公開を事例として、経営者の利益調整行動を検証していくことの意義は大きいと思われる。



【図1 研究の視点】

(出所)筆者作成。

この点、首藤(2014)<sup>5</sup>は、非上場企業の利益調行動研究の意義について、従来の研究は、「上場企業の利益調整を検証したものであり、非上場企業の会計行動についてはほとんど解明されていない」とし、「わが国では、上場企業に関する利益調整の動機や方法については、体系的な発見事項が蓄積されている。しか

<sup>4</sup> 首藤 (2010)、 p. 17。

<sup>5</sup> 首藤昭信 (2014)「非上場企業の利益調整に関する実証研究」『科学研究費助成報告書』国立情報学研究所、[https://kaken.nii.ac.jp/d/p/22730354/2012/3/ja\\_ja.html](https://kaken.nii.ac.jp/d/p/22730354/2012/3/ja_ja.html) 2015年4月11日。

しながら会計情報の利用は、上場企業に限られる訳ではなく、非上場企業においても、様々局面において会計情報は利用され、利害関係者間の利害調整に寄与している」ため、「会計情報の活用は、未上場企業の経営者に報告利益を調整するインセンティブをもたらす」ことから、「上場企業では観察されない、非上場企業特有の利益調整インセンティブを解明することができれば、本研究の大きな貢献になることが期待される」と指摘している。この指摘は、本研究の対象であるファミリービジネスか非ファミリービジネスかという区分ではなく、上場企業か非上場企業かという区分からの指摘であるが、本研究の意義を捉える上でも、重要な示唆をしていると考える。

本稿では、首藤（2010）に従い、利益調整行動を会計的裁量行動と実体的会計行動に分けて把握する。前者は「キャッシュ・フローに影響を与えないペーパー操作である」のに対して、後者は「経営活動を変更する、キャッシュ・フローの変動を伴う操作」である。具体的には、会計利益と営業活動によるキャッシュ・フローの差額である会計発生高のうち、裁量的発生高と呼ばれる構成要素を推定し、この部分に経営者の裁量的な会計行動が集約されるとみて分析する。ここでは、Jones（1991）が提示した「ジョーンズ・モデル」を用いて非裁量的発生高を推定し、会計発生高からこれを控除することにより裁量的発生高を測定する方法を採用する。

特にファミリービジネスにおいては、Salvato and Moores（2010）によると、この実体的会計行動について「集中したオーナーシップ、ファミリービジネスと潜在的な相関性があるにもかかわらず、ファミリービジネスのリアルな活動を通しての利益調整は注目を浴びたことがなかった」とされている。今回の研究では、サントリー食品インターナショナルの新規株式公開事例を挙げ、株式上場という経営環境において、キャッシュ・フローおよび会計発生高の変動から利益調整行動を捉え、株式公開仮説の検証を行う。

また、その前提として、現代の企業会計の計算構造および機能から、利益調整行動が生じる要因を明らかにする。

### 1.1.2. 研究の視点

具体的には、新規株式公開仮説が、ファミリービジネスの場合にどのような現象として現れるかを検討する。すなわち、新規株式公開仮説が、ファミリービジネスにおいても、普遍的にその傾向を示すのか、あるいは、特異的に異なる傾向を示すのかを研究する。

新規株式公開仮説とは、新規株式公開を行う企業の経営者が、後の株価形成を意識して利益増加型の利益調整を行うというものである。

事例研究の対象としては、世界規模のファミリービジネスであるサントリー・グループのサントリー食品インターナショナルの上場事例を基にする。サントリー・グループは持株会社サントリーホールディングス株式会社の株主等の状況および役員構成より、創業家一族（鳥井家・佐治家）によるファミリー

企業である。またサントリー・グループは、高収益性、長寿性、事業革新、地域貢献や社会性など、いずれの要因にも当てはまる、日本を代表するファミリー企業である。サントリーの事業戦略の特徴は大胆な投資行動にある。海外における M&A や未開拓分野への参入といった大型投資においては、資金調達や買収価格も巨額になる。その際に、資金調達を自社に有利にしたり、買収価格を少しでも安くしたりするために利益増加型の利益調整を行うインセンティブが働くと考えられる。サントリーの事業投資や M&A は規模が大きく、かつグローバル規模で展開されている。加えて、サントリーホールディングス株式会社は株式を公開していない非上場企業である。サントリーに対しては一般の上場企業のように多数の株主からの監視や牽制がなされることがない。

以上を踏まえると、サントリーによる経営行動は世界的にも影響が大きく、場合によっては世界的な業界再編により国民経済にも影響を及ぼす可能性もある。したがって、サントリーのファミリービジネス性に着目し、その経営行動を検討することの意義は大きい。

新規株式公開仮説における研究方法は、統計的な分析によって導き出したものである。本稿では、経営戦略等の記述的な事例研究によって対象企業を分析し、新規株式公開仮説に新たな洞察を加える。具体的には、ファミリービジネスにおける新規株式公開の事例研究により、ファミリービジネスの統治構造や経営戦略に株式上場を位置づけた上で経営者による利益調整行動を検証する。

研究の視点としては、まず第 1 に、第 2 章において、利益調整行動の発生メカニズムを明らかにする。第 2 に、第 3 章において、ファミリービジネスの特徴を明らかにし、第 4 章において、ファミリービジネス有の利益調整行動を明らかにする。第 3 に、第 5 章において、新規株式公開時における利益調整行動の一般論を整理する。

これらを踏まえ、最後に、第 6 章ないし第 9 章で、サントリー・グループおよびカルビーグループ、YKK グループの利益調整行動の事例分析を行い、第 10 章において総括を行う。

ここで、カルビーグループと YKK グループを取り上げる理由は、本稿においては、先に述べたように、サントリー・グループを世界的規模のファミリービジネスの新規株式公開のケースとして研究対象とした。これとの対比事例とするために、カルビーと YKK を取り上げる。すなわち、ファミリービジネスの新規株式事例としてサントリー・グループをとりあげるところ、①ファミリービジネス以外の企業の新規株式公開事例としてカルビーグループを、また、②ファミリービジネスで株式を非公開にしている企業の事例として、YKK グループを取り上げることにした。

第一に、カルビーグループは、ファミリービジネスではない企業で、近年株式を上場した大型案件として、2011 年 3 月に東京証券取引所市場第一部に上場した。このカルビーグループは、スナック菓子の製造販売を主力事業とした食品企業という点で、サントリー・グループと親和性があり、比較対照事例として適していると推察される。

第二に、ファミリー企業で株式を非公開にしている企業は多いが、本稿では YKK グループを取り上げる。YKK グループは、吉田家のファミリー企業として発展してきたが、創業者・吉田忠雄の経営理念もあり、これまで株式を公開してこなかった。YKK グループは、ファスナーの製造販売を行う YKK 株式会社やアルミサッシなどの建材の製造販売を行う YKK AP を傘下にもつ。サントリー・グループとは業種の点で大きな違いがあるが、これまで YKK グループは海外進出を推進してきた。世界 70 カ国・地域に工場を持ち、販売を含めて 122 の事業拠点を展開するグローバル企業である。よって、グローバルに海外事業と展開しているという点で、サントリー・グループと比較対照するに値する企業ではないかと推察される。

## 1.2. 用語の定義

### 1.2.1. 利益調整行動の定義

首藤 (2010) <sup>6</sup>によると、利益調整行動 (Earnings Management) とは、一般に認められた会計基準の範囲内において、経営者が特定の目的を達成にするために行う会計的裁量行動である。これは会計手続き選択の変更のみを意味するのではなく、会計上の見積もりや認識のタイミングといった調整も含まれる。また、この利益調整は GAAP の範囲内で行われる裁量的な会計行動であり、粉飾決算や不正会計とは異なる。なぜなら、経営者が利益調整を行う動機は、ステイクホルダーを出し抜いて企業もしくは経営者個人の利益を追求することではなく、企業とステイクホルダーにおける情報の非対称性を縮小することにあるためである<sup>7</sup>。

上記でいう特定の目的として、減益回避、損失回避、予測利益達成といった財務上の目標を達成することが挙げられる (青淵, 2008) <sup>8</sup>。減益回避および損失回避については、前年度に利益を計上しているならば減益を回避するために、損失を計上するおそれのある時はそれを阻止するために、利益調整を行う

(Burgstahler and Dichev, 1997; 首藤, 2000) <sup>9</sup>。予想利益達成については、決算短信やアナリストによる予測利益と実績利益との間に大きな誤差が生じないように、または、予想以上の増益となる場合は次年度以降のベンチマークを上昇さ

---

<sup>6</sup> 首藤昭信 (2010) 『日本企業の利益調整—理論と実証』中央経済社, p. 17。

<sup>7</sup> 青淵正幸 (2008) 「株式新規公開企業の利益調整に関する一考察」『立教ビジネスレビュー』1, p. 133。

<sup>8</sup> 青淵正幸 (2008) 「株式新規公開企業の利益調整に関する一考察」『立教ビジネスレビュー』1, pp. 127-135。

<sup>9</sup> Burgstahler, D. and Dichev, I. (1997) “Earnings management to avoid earnings decreases and losses,” *Journal of Accounting and Economics*, 24 (1), pp. 99-126., 首藤昭信 (2000) 「日本企業の利益調整行動」『産業経理』60 (1) , pp. 128-139。

せないために利益を平準化するために、利益調整を行う (Degeorge et al, 1999; 野間, 2004; 須藤・首藤, 2001) <sup>10</sup>。

特に、新規株式公開企業においては株価水準の維持や増加を目的として行われる。新規株式公開企業の経営者には公開価格、公開直後の株価を高い水準に維持するべく、公開直前に利益増加型の利益調整を行うインセンティブが働く (Aharony et al, 1993; Friedlan, 1994; 重本, 2010; Teoh et al. 1998) <sup>11</sup>。また、公開前の利益増加型利益調整の反動として、公開後に利益が低下することにより経営者の評判や名声の低下を防ぐために、公開直後にも利益増加型の利益調整を行うインセンティブも働く (松本, 2005) <sup>12</sup>。

なぜ、経営者は利益調整を行うのかについて説明する際に用いられるのが、経営者の持株比率と経営者の努力インセンティブとの相関に関するアライメント仮説とエントレンチメント仮説である。アライメント仮説による効果とは、経営者の株式保有によって経営者と株主の利益の一致の度合いが高まり、経営者の努力インセンティブが高まる。その一方で、エントレンチメント仮説による効果とは、経営者の株式保有による議決権の確保で、他のステイクホルダー、特に株主からの規律づけ圧力に対する自己防衛がなされ、経営者の努力インセンティブが低下する <sup>13</sup>。

過去の研究においては、経営者の持株比率が相対的に低い範囲と高い範囲ではアライメント効果が働くことにより経営者の利益調整は減少する。その一方で、持株比率が中間的な範囲ではエントレンチメント効果が働くことにより利益調整は活発化する (Morck et al, 1988; 首藤, 2010; 重本, 2011b; 手嶋, 2004; Teshima and Shuto, 2008) <sup>14</sup>。その理由として、重本 (2011b) <sup>15</sup>は以下のように

---

<sup>10</sup> Degeorge, F., Patel, J., and Zechauer, R. (1999) "Earnings management to exceed thresholds," *Journal of Business*, 72 (1), pp. 1-33., 野間幹晴 (2004) 「アクルーアルズによる利益調整—ベンチマーク達成の観点から」『企業会計』56 (4), pp. 529-535、須田一幸・首藤昭信 (2001) 「経営者の利益予測と裁量的会計行動」『産業経理』61 (2), pp.46-56。

<sup>11</sup> Aharony, J., Lin, C.-J., and Loeb, M.P. (1993) "Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management," *Contemporary Accounting Research*, 10 (1), pp. 61-81. Friedlan, J.M. (1994) "Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings," *Contemporary Accounting Research*, 11 (1), pp. 1-31, 重本洋一 (2010) 「新規公開企業の利益調整行動と長期パフォーマンス」『広島経済大学経済研究論集』33 (1), pp. 15-43. Teoh, S.H., Welch, I., and Wong, T.J. (1998) "Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings," *The Journal of Finance*, 53 (6), pp. 1935-1974.

<sup>12</sup> 松本淳宏 (2005) 「新規公開企業の利益調整行動と利益の質」『六甲台論集 経営学編』52 (2), pp. 45-65.

<sup>13</sup> 重本洋一 (2011b) 「IPO 企業における利益調整と経営者の株式保有」『広島経済大学経済研究論集』33 (4), p.45。

<sup>14</sup> Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R.W. (1988) "Management ownership and market valuation: An empirical analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 293-315. 首藤昭信 (2010) 『日本企業の利益調整—理論と実証』中央経済社, pp.305-321. 重本洋一



考察している。経営者の持株比率が低い段階では、他の株主との利益の一致度合いが高まることによるアライメント効果が働く。その後、経営者の持株比率が増加していき、議決権の過半数を確保するほぼ50%超まではエンタレンチメント効果が働く。議決権の増加により解雇確率を減少させ、過半数を超える水準で株主からの解雇という圧力から解放されるためであると推察している。議決権の過半数を確保した経営者は、再び株主との利益の一致の視点を重視して、利益調整行動を減少させる。

## 1.2.2. 同族会社の定義

### 1. はじめに

同族会社とは、法人税法上の概念が一般化したものである。これに対して、ファミリービジネスとは、ファミリーが同一時期あるいは異なった時点において役員または株主のうち2名以上を占める企業をいう(後藤,2012)<sup>16</sup>。

欧米では、1980年代頃よりファミリービジネス研究が盛んに行われ、その特徴や優位性について議論されてきた。日本では従来、同族企業や同族経営といった場合に同族支配の意味や、不祥事や不正の原因という必ずしも良くないイメージで語られることがあった。また、法人税法上も、同族会社には、非同族会社には設けられていない特有の規制もある。

しかし、近年では、日本においてもファミリービジネスに対する関心が高まり、老舗企業のような長寿性や高い収益性の要因として注目されるようになった。

ファミリービジネスには、オーナーシップ、マネジメント、ファミリーの3つの要素に重なり合う部分があることから、ファミリービジネス以外の企業と

---

(2011b)「IPO 企業における利益調整と経営者の株式保有」『広島経済大学経済研究論集』33 (4) , pp. 43-53.手嶋宣之 (2004)「経営者のオーナーシップとコーポレート・ガバナンス」白桃社, Teshima, N. and Shuto, A. (2008) “Managerial Ownership and Earnings Management: Theory and Empirical Evidence from Japan,” *Journal of International Financial Management & Accounting*, 19 (2), pp. 107-132.

<sup>15</sup> 重本洋一 (2011b)「IPO 企業における利益調整と経営者の株式保有」『広島経済大学経済研究論集』33 (4) , pp. 43-53.

<sup>16</sup> 後藤俊夫編著 (2012) 「ファミリービジネス知られざる実力と可能性ー」白桃書房, p3. ファミリービジネスの定義は、まだ定まっていない。たとえば、倉科 (2003) では、「(1) 事業承継者としてファミリー一族の名前が取りざたされており、(2) 必ずしも資産形成を目的としているのではなく、ファミリーの義務として株式を保有しており、(3) ファミリーが、重要な経営トップの地位に就任しているような企業である」としている。倉科敏材 (2003) 「ファミリー企業の経営学」東洋経済新報社, p15.

は異なる思考がある (Yoe et al., 2002)<sup>17</sup>。同族会社とファミリービジネスとは、異なる概念である。にもかかわらず、倉科(2003)<sup>18</sup> が指摘するように、実際には、両者は混同して使われるケースが多い。

## 2. 同族会社

### 2.1 同族会社の定義

同族会社という用語は、前述のように、税法上の用語が一般化したものであり、同法上では以下のように定義されている。すなわち、法人税法上の同族会社とは、以下の法人税法第二条第 10 号において<sup>19</sup>、3 人以下（並びに、政令で定める特殊の関係にある個人<sup>20</sup>及び法人<sup>21</sup>）の株主により、その会社の発行済株式又は出資の 50%を超えて所有されている会社のことである。

---

<sup>17</sup> Yoe, G.H.H., Tan, P.M.S., Ho, K., and Chen, S.S. (2002) “Corporate ownership structure and the informativeness of earnings,” *Journal of Business Finance and Accounting*, 29, pp. 1023-1046.

<sup>18</sup> 倉科敏材 (2003) 「ファミリー企業の経営学」東洋経済新報社,p16。

<sup>19</sup> 会社の株主等（その会社が自己の株式又は出資を有する場合のその会社を除く。）の三人以下並びにこれらと政令で定める特殊の関係のある個人及び法人がその会社の発行済株式又は出資（その会社が有する自己の株式又は出資を除く。）の総数又は総額の百分の五十を超える数又は金額の株式又は出資を有する場合その他政令で定める場合におけるその会社をいう。

<sup>20</sup> 政令で定める特殊の関係のある個人とは、法人税法施行令第四条第一項において、以下のように定義されている。

- 一 株主等の親族
- 二 株主等と婚姻の届出をしていないが事実上婚姻関係と同様の事情にある者
- 三 株主等（個人である株主等に限る。次号において同じ。）の使用人
- 四 前三号に掲げる者以外の者で株主等から受ける金銭その他の資産によって生計を維持しているもの
- 五 前三号に掲げる者と生計を一にするこれらの者の親族

<sup>21</sup> 政令で定める特殊な関係の法人とは、法人税法施行令第四条第二項において、以下のよう

- 一 同族会社であるかどうかを判定しようとする会社の株主等（当該会社が自己の株式又は出資を有する場合の当該会社を除く。以下この項及び第四項において「判定会社株主等」という。）の一人（個人である判定会社株主等については、その一人及びこれと前項に規定する特殊の関係のある個人。以下この項において 同じ。）が他の会社を支配している場合における当該他の会社
- 二 判定会社株主等の一人及びこれと前号に規定する特殊の関係のある会社が他の会社を支配している場合における当該他の会社
- 三 判定会社株主等の一人及びこれと前二号に規定する特殊の関係のある会社が他の会社を支配している場合における当該他の会社

また、上記の「他の会社を支配している場合」とは、法人税法施行令第四条第三項において、次に掲げる場合のいずれかに該当する場合をいう。

ここで、株主1人及び特殊の関係にある個人及び法人で、発行済株式の過半数または議決権数の過半数の株式を保有している会社を特定同族会社と呼ぶ。後述する、同族会社における税務上の制限のうち留保金課税の対象となるのは資本金の額または出資金の額が1億円超の特定同族会社のみである。

(表1) 法人税法上の同族会社

持株基準	次の算式で計算した割合が50%を超える会社 割合 = (会社の株主等の3人以下が有する株式数・出資金額) ÷ (その会社の発行済株式・出資総数または総額 (会社が所有する自己の株式・出資は除く))
議決権基準	会社の株主等の3人以下が次の①～④の議決権のいずれかにつき、その総数(議決権を行使できない株主等の有する議決権は除く)の50%超を有する場合 ① 事業の全部、重要な部分の譲渡・解散・継続・合併・分割・株式交換・株式移転・現物出資の決議にかかる議決権 ② 役員を選任・解任の決議にかかる議決権 ③ 役員報酬・賞与その他の職務執行の対価として会社が供与する財産上の利益事項の決議にかかる議決権 ④ 剰余金の配当・利益の配当の決議にかかる議決権
社員数基準	株主等の3人以下が合名会社・合資会社・合同会社である会社の社員(会社が業務執行社員を定めたときは業務執行社員)の過半数を占める場合

(出所) 辰巳忠次 (2013) 『いまさら人に聞けない「同族会社の自社株対策」実務 Q&A【改訂版】』セルバ出版、pp8-9。

以上を踏まえて、税務上の同族会社についてまとめると(表1)のようになる。発行済株式総数のうち、上位3人以下(特殊関係者を含む)で50%超の株式を

- 
- 一 別の会社の発行済株式又は出資(その有する自己の株式又は出資を除く。)の総数又は総額の百分の五十を超える数又は金額の株式又は出資を有する場合
  - 二 別の会社の次に掲げる議決権のいずれかにつき、その総数(当該議決権を行使することができない株主等が有する当該議決権の数を除く。)の百分の五十を超える数を有する場合
    - イ 事業の全部若しくは重要な部分の譲渡、解散、継続、合併、分割、株式交換、株式移転又は現物出資に関する決議に係る議決権
    - ロ 役員を選任及び解任に関する決議に係る議決権
    - ハ 役員報酬、賞与その他の職務執行の対価として会社が供与する財産上の利益に関する事項についての決議に係る議決権
    - ニ 剰余金の配当又は利益の配当に関する決議に係る議決権
  - 三 別の会社の株主等(合名会社、合資会社又は合同会社の社員(当該別の会社が業務を執行する社員を定めた場合にあつては、業務を執行する社員)に限る。)の総数の半数を超える数を占める場合

保有している場合（持株基準）、上位3人以下（特殊関係者を含む）で議決権の過半数を有している場合（議決権基準）、持分会社（合名会社、合資会社および合同会社）において、上位3人以下（特殊関係者を含む）の出資社員（業務執行社員を定めた場合はその社員）の数が過半数を占める場合（社員数基準）、の3つの基準のうちいずれかに該当すれば同族会社となる（辰巳, 2013）<sup>22</sup>。

## 2.2.同族会社の数

金子(2014)<sup>23</sup>によると、平成23年度現在、わが国の法人の数は257万8000社を超えているが、そのうち6900社余り(約0.2%)が特定同族会社であり、248万5000社余り(約97%)が同族会社(法税2条10号の定義に該当する同族会社)である。

### 1.2.3. ファミリービジネスの定義

後藤（2005）<sup>24</sup>が指摘するように、税法上の同族会社とファミリービジネスは同義語ではない<sup>25</sup>。例えば、同族会社の定義における「3人以下並びにこれらと政令で定める特殊の関係のある個人及び法人」が全て創業者一族であれば、この同族会社はファミリービジネスといえることができる。しかし、「3人以下～」の全てが創業者一族とは異なる場合は同族会社ではあるがファミリービジネスではない。反対に、全てのファミリービジネスが必ずしも同族会社であるとは限らない。「3人以下～」の出資額合計が全体の50%に達しないファミリービジネスは同族企業ではない。同族会社とファミリービジネスはほぼ同義であると見なされるが、以下、本稿では企業体そのものを指す場合は同族会社、企業体が行う事業や企業体を含めた概念を示す場合にはファミリービジネスという区別して用いることにする。

ファミリービジネスまたはファミリー企業という用語は同族会社とは異なる意味合いで使用されてきた。また、同族企業や同族経営といった用語は、同族支配の意味や不祥事や不正との関連で語られることが多かった。例えば独断専行の経営、それに伴った組織の弱体化や株式・顧客の軽視である（斎藤, 2008）<sup>26</sup>。他にも、少数株主の搾取、株主が自らにのみ利益となる経営を行う危険性、

<sup>22</sup> 辰巳忠次（2013）『いまさら人に聞けない「同族会社の自社株対策」実務Q&A【改訂版】』セルバ出版。

<sup>23</sup> 金子宏(2014)「租税法[第19版]法律学講座双書」弘文堂、p454。国税庁企画課『会社標本調査一調査結果報告税務統計から見た法人企業の実態(平成23年度分)p158 参照。

<sup>24</sup> 後藤俊夫（2005）「ファミリービジネスの現状と課題：研究序説」『静岡産業大学国際情報学部研究紀要』7, pp. 210-211。

<sup>25</sup> 倉科敏材（2003）も、同様の指摘をしている。倉科敏材（2003）「ファミリー企業の経営学」東洋経済新報社,p15。

<sup>26</sup> 齋藤卓爾（2006）「ファミリー企業の利益率に関する実証研究」『企業と法創造』3（1）, pp. 171-185。

非効率性、創業者一族に対する特別配当による企業パフォーマンスの低下、世襲により有能な者が経営者になる可能性が低くなる、株価への影響、研究開発投資への影響などが指摘されている<sup>27</sup>。

ここでファミリービジネスの定義を検討する。ファミリービジネスの定義は論者により異なり、ただ一つに限定されていない。例えば、Wortman (1995)<sup>28</sup> はファミリービジネスの定義は20以上存在するとしている。後藤 (2005)<sup>29</sup> は、Newbauer and Lank (1998)<sup>30</sup> に従って、ファミリービジネスの定義を以下の4つに区分している。第一に、ファミリーの影響力について、影響力を担保するために、ファミリー構成員により株式の過半数を持ち、ファミリービジネスを所有することである。第二に、ファミリーの経営参画について、ファミリー構成員が、何らかの形で事業運営に直接関与することである。第三に、ファミリーの複数構成員の関与について、ファミリーから経営者が一人だけ事業に参加しているのであれば個人としての参加となるため、ファミリーの複数構成員が関与することである。第四に、次世代へ承継する意思について、次世代への承継を意図するか否かが経営方針に違いを生じるため、ファミリービジネスの特徴となり得るためである。その他に、株式の公開あるいは非公開はファミリービジネスの定義に影響を与えない。

ファミリービジネスの定義の方法として、以下の2つの方法が考えられる。第一に、持株比率による所有、支配構造による定義である。Anderson and Reeb (2003)<sup>31</sup> は、創業家のメンバーが取締役会に加わり、株式の5%以上を保有している企業をファミリービジネスであると定義している。齋藤 (2006)<sup>32</sup> は、創業者一族による持株比率が5%以上で、社長もしくは会長が創業者もしくは創業者一族出身である企業をファミリービジネス（一族企業）と定義している。吉村 (2007)<sup>33</sup> は、事業法人のなかで最大の持株比率を持つ一事業法人の持株比率が20%未満であり、かつ個人株主の中で最大の持株比率を持つ一家族の持株比率が10%超に該当する企業を同族支配であると定義している。この方法による問題点は、持株比率をどの水準にするかが論者により異なることである。また、「同族支配」という意味が強調されており、企業統治に関する文脈で使用されている。

---

<sup>27</sup> 同上, pp. 172-173.

<sup>28</sup> Wortman, M. S. (1994). Theoretical foundations for family-owned business: A conceptual and research-based paradigm. *Family Business Review*, 7(1), 3-27.

<sup>29</sup> 後藤俊夫 (2005) 「ファミリービジネスの現状と課題 : 研究序説」『静岡産業大学国際情報学部研究紀要』7, pp. 206-210.

<sup>30</sup> Newbauer, Fred and Alden G. Lank (1998) *The family Business; Its Governance for Sustainability*. Routledge, New York.

<sup>31</sup> Anderson, R.C. and Reeb, D.M. (2003) "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500," *Journal of Finance*, 58 (3), pp. 1301-1328.

<sup>32</sup> 齋藤卓爾 (2006) 「ファミリー企業の利益率に関する実証研究」『企業と法創造』3 (1), pp. 171-185.

<sup>33</sup> 吉村典久 (2007) 『日本の企業統治—神話と実態』NTT 出版。

第二に、事業運営におけるファミリーのポジションや事業承継による定義である。O'Hara による定義では、(1) 創業以来、単独のファミリーの管理下にある、(2) ファミリーの構成員が事業の運営ならびに将来に関与している、(3) 創業時と同じ州にいる、という3つの条件を満たしていれば上場・非上場を問わず、ファミリービジネスであると定義している<sup>34</sup>。茶木 (2008)<sup>35</sup> は、(1) 10大株主の中に創業者または創業者一族及びその関連企業または財団が名を連ねており、かつ一族が会長または社長の地位にある、(2) 十大株主の中に創業者または創業者一族及びその関連企業または財団が名を連ねているが、会長または社長に一族の者が就いていない、(3) 十大株主の中に創業者または創業者一族及びその関連企業又は財団が名を連ねていないが、会長または社長には代々一族の者が就いている、という3つのカテゴリーに集約できるとしている。この中で、最もファミリービジネスの特質を表している(1)を定義として採用している。10大株主に限定しているのは、有価証券報告書では10大株主までが記載義務となっており、客観的に精度の高い株主構成を得る唯一の方法であるためである。嶋田 (2009)<sup>36</sup> は、創業家一族もしくはその持株機関が大株主であり、かつ創業家一族が社長もしくは会長を務めている場合、もしくはトップマネジメントとして経営陣に加わっている場合をファミリービジネスであると定義している。倉科 (2003)<sup>37</sup> によると、ファミリービジネスとは、以下の条件のいずれかに該当する企業をいう。

(1) 事業承継者としてファミリー一族の名前が取りざたされている。

(2) 必ずしも資産形成を目的としているのではなく、ファミリーの義務として株式を保有している。

(3) ファミリーが、重要な経営トップの地位に就任している。

この定義に照らすと、倉科 (2003)<sup>38</sup> において、2000年3月期における全上場企業2515社のうち、専門経営者企業は1441社(57.3%)であるのに対して、ファミリービジネスは1074社(42.7%)であると分類された。また、企業規模

---

<sup>34</sup> O'Hara, W.T. "The Oldest Family Businesses in America"  
([http://web.bryant.edu/business/family\\_business.html](http://web.bryant.edu/business/family_business.html))

<sup>35</sup> 茶木正安 (2008) 「我国ファミリー企業のパフォーマンスについて 収益性と市場価値についての実証分析:収益性と市場価値についての実証分析」『日本経営品質学会誌 オンライン』3 (1), pp. 2-16.

<sup>36</sup> 嶋田美奈 (2009) 「経営者の交代と戦略バイアス : ファミリー企業の優位性から」『商学研究科紀要』69, p12.

<sup>37</sup> 倉科敏材 (2003) 「ファミリー企業の経営学」東洋経済新報社,p15。この定義による問題点として、経営トップという表現が曖昧であるとされている。茶木 (2008) は、経営者が経営の実態を掌握するには、法律的に担保されている地位であり、しかも実質的な人事権を掌握できる会長または社長の地位以外は考えられないとして、経営トップの定義として会長もしくは社長を採用している。茶木正安 (2008) 「我国ファミリー企業のパフォーマンスについて 収益性と市場価値についての実証分析:収益性と市場価値についての実証分析」『日本経営品質学会誌 オンライン』3 (1), pp.2-6.

<sup>38</sup> 倉科敏材 (2003) 「ファミリー企業の経営学」東洋経済新報社,p16.

の大きい1部市場では、専門経営者企業が69%を占め、地方市場ではファミリービジネスが65%を占めることを指摘している。

本稿では、この倉科（2003）による定義を採用する。この定義に照らすと、倉科（2003）において、2000年3月期における全上場企業2515社のうち、専門経営者企業は1441社（57.3%）であるのに対して、ファミリー企業は1074社（42.7%）であると分類された。また、企業規模の大きい1部市場では、専門経営者企業が69%を占め、地方市場ではファミリー企業が65%を占めることを指摘している。

この定義による問題点として、経営トップという表現が曖昧である。茶木（2008）<sup>39</sup>は、経営者が経営の実態を掌握するには、法律的に担保されている地位であり、しかも実質的な人事権を掌握できる会長または社長の地位以外は考えられないとして、経営トップの定義として会長もしくは社長を採用している。

---

<sup>39</sup> 茶木正安（2008）「我国ファミリー企業のパフォーマンスについて——収益性と市場価値についての実証分析：収益性と市場価値についての実証分析」『日本経営品質学会誌オンライン』3（1）、pp. 2-16.

## 第2章 利益調整行動の発生メカニズム

### 2.1. 利益調整行動の意義

利益調整行動<sup>40</sup>とは、一般に認められた会計基準 (GAAP) の範囲内において、経営者が特定の目的を達成にするために行う会計的裁量行動である (首藤、2010)。これは会計手続きの選択や変更のみを意味するのではなく、経営者による会計上の見積もりや認識のタイミングといった会計的裁量行動も含まれる。また、この利益調整は一般に認められた会計基準 (GAAP) の範囲内で行われる裁量的な会計行動であり、粉飾決算や不正会計とは異なる<sup>41</sup>。

### 2.2. 企業会計の計算構造と利益調整

#### 2.2.1. 利益調整の発生要因としての企業会計の計算構造

このような利益調整行動が行われるのは、現在の企業会計の仕組みとして、動態論の計算構造を採用していることが根底にある。そこでまず、ここでは、現行の企業会計が、どのような計算構造に基づいているかという点を明らかにする。

すなわち、企業会計の仕組みは企業資本運動の貨幣計数的計算構造として形成される。それが本来どのような特質をもつものであり、また、企業の発展・変化とともにどのように推移しているかについての理論、つまり会計の構造に関する理論もまた、利益調整行動の究明に当たり不可欠な理論領域である。

#### 2.2.2. 企業会計の対象とする企業活動と資本循環

瀧田(1995)によれば、「会計という専門領域における企業のみなしかたは、企業というものは、その基本目的に従って展開する投下資金ないし資本の増殖運動であるととらえる<sup>42</sup>」ものである。すなわち、企業会計においては、企業活動は、利益を獲得するという基本目的に従って展開する資本(投下資金)の増殖運動であると捉えられる。

---

<sup>40</sup> Earnings Management の訳語である。利益数値制御、利益マネジメント、報告利益調整などの訳が充てられることもある。首藤昭信 (2010) 『日本企業の利益調整—理論と実証』中央経済社、pp.17、62。須田一幸・山本達司・乙政正太(2007)「会計操作—その実態と識別法、株価への影響」中央経済社、p20。同様の定義は、Scott、W.R. (2008) *Financial Accounting Theory*. 5th ed. Tronto. Pearson- Prentice Hall. 参照。

<sup>41</sup> 首藤昭信 (2010) 『日本企業の利益調整—理論と実証』中央経済社、p. 17。

<sup>42</sup> 瀧田輝己(1995)「財務諸表論[総論]」千倉書房、p4。



この企業の資本運動について、山柘・寫村（1992）<sup>43</sup>は、「企業資本は、その調達→投下→回収の循環運動を通して、増殖運動を展開する。その場合、資本の調達は、原初的には企業主の出資または融資者からの借入として、つまり外部からの新規調達として現れるが、資本の循環運動が順調に推移していく限り、収益活動を通しての調達、つまり投下資本の回収としての自己増殖的な調達が加わる。このようにして企業に流入した資本は、企業目標を達成するために財貨や用役に投下される。この投下、つまり資本の行使は、本来の経営目的のために投下される内部投資形態つまり資本の活用形態と、企業外部に投下される外部投資形態つまり資本の派出形態とから成りたっている」としている。

すなわち、この資本の増殖運動は、企業活動を通じて、まず資本の資産への投下に始まり、それを、市場取引を通して獲得した収益から回収し、基本的には、その時の投下資本の回収余剰としての利益とともに再度循環過程に投下されるという一連の経済事象として現れる。企業資本は、この企業活動としての資本循環において増殖し、企業の維持発展が図られることになるのである。

山柘・寫村（1992）<sup>44</sup>によれば、「そのばあいの資本の活用は、すでに自己増殖のための役割をはたした費消形態と、これからその役割をはたす未費消形態とに分類される。さらに、調達ないし回収された資本がすべて財貨や用役に投下されるわけではなく、貨幣形態のままこれから行使されるべく待機している部分もありうる。」

このことから、このような企業資本の増殖運動を、会計的に資金の循環過程として捉えると、資金の投下過程（内部投下過程と外部投下過程）と資金の回収過程として分けて理解することができる。

### 2.2.3. 資本運動と会計構造

企業の資本運動は、本質的に利益を運動の目的とするから、これを写し出すための会計の構造は、基本的には利益の計算を主軸とする会計の構造として形成される。その基本的構造は、資本の増殖計算と資本の有り高計算とが資本運動の目的である利益を焦点として有機的・統一的に結合する計算の構造として把握することができる。しかし、利益の計算を主軸とする会計の構造は、その計算対象である企業資本運動の質的・量的な発展・変化、および、それに照応して推移する利害関係者の中心的な関心との関連によって、それぞれの条件に適合する会計構造が形作られることになる。すなわち、会計の構造は、①資本運動が間歇的な性格のもの（当座企業にみられる資本運動）か継続的な性格のもの（継続企業にみられる資本運動）か、②資本運動が現金取引を媒介として行われるか信用取引を媒介として行われるか、③さらには資本運動についての

<sup>43</sup> 山柘忠恕・寫村剛雄(1992)「体系財務会計論 理論編」税務経理教会、pp.16-17。

<sup>44</sup> 山柘忠恕・寫村剛雄(1992)「体系財務会計論 理論編」税務経理教会、p17。

利害関係者の中心的な関心が債権者としてのものであるのか、投資家としてのものであるのか、等によって異なった形態をとることになる。

#### 2.2.4. 静態論の会計構造から動態論の会計構造へ

##### ① 口別の利益計算から期間利益計算へ

口別の利益計算とは、当座企業を前提とする取引別の利益計算である。これに対して、期間利益計算とは、継続企業を前提とする期間ごとの利益計算である。これは、前提となる資本循環の捉え方の違いによる。

具体的には、これは当座企業から継続企業への発展に照応した会計の構造の変化を示すものである。静態論に立脚する会計の構造は、中世における当座企業ないし冒険企業に対応する会計の構造である。そこでは、例えば一航海ごとに資本を募り商品を仕入れ船舶などを仕立て、交易完了後はそれらの船舶などを処分し清算を行い、回収した貨幣総額を出資者に分配することによって企業活動が終了する。したがって、そこでの利益計算は、単純に当初の貨幣資本と最終的に回収された貨幣資本とを比較することによって行われる。しかし、このような当座的冒険企業は遠隔地相互間の価格較差を利用して投機的利潤を収めようとするところに本来の狙いがあったのであるが、交通や通信の発達に伴い、残差自体が漸次狭められるにつれ、同一商品の継続的・反復的な取引によって利潤を確保する企業形態へ移行せざるをえなくなる。すなわち、継続企業形態が現れ、半永久的・反復的な経済活動が行われることになる。これを資本運動として捉えれば、「貨幣 G 的商品 W 品貨幣 G'」の一回きりの回転としてではなく、無数の取引が常時反復的に展開されることによって、それぞれの資本運動が相前後して、永続的に「貨幣 G の商品 W 品貨幣 G' → 商品 W' → 貨幣 G'' → 商品 W'' → …」と循環を繰り返すことになる。その結果、解散を待つて口別計算によって利益計算を行うことは現実の資本運動に適合しえなくなり、人為的に一定期間を区切って資本運動計算をせざるをえなくなる。つまり、口別の利益計算から期間利益計算へ移行することになる。

なお、この期間利益計算のもとでは、計算対象である資本運動が循環過程を異にする無数数の資本運動の雁行によって構成されることから、循環運動を完了したものについては、その回収部分とこれに要した費消部分とを定期的に確かめることによって資本の期間的な増殖高を明らかにするとともに、現実に運用されている資本の存在形態ごとの有高を総合的に捉えることによって、資本運動の態様とその構成上の変化とが明らかにされなければならない<sup>45</sup>。

<sup>45</sup> この点、山耕・寫村（1992）は、「企業会計は、企業の資本運動を貨幣計数により統一的に把握しようとするものであるが、企業の資本運動そのものが、もともと無限持続的な性格のものであるところから、その運動状況を計算的に総括するには一定の期間を人為的に区切らざるをえない。つまり、一定の会計期間を設定したうえで企業資本の有高構成と増殖過程とを算出することが必要になる。これが決算とよばれる会計行為であり、そこで作

## ② 現金主義の利益計算から発生主義の利益計算へ

現金主義の利益計算とは、信用経済が未確立な段階での現金収支に基づく利益計算である。これに対して、発生主義の利益計算とは、信用経済が確立し、固定設備への依存度も大きい企業を前提とする費用収益の対応に基づく利益計算である。

具体的には、現金主義の利益計算は、利益の計算を現金の収入・支出事実にもとついて行うものであり、口別の利益計算にその典型をみることができる。それは、口別の利益計算では、もともとが、一回の資本運動ごとに、その終結をまって個別的に利益を算定するものであるから、収益額は収入額をもって、費用額は支出額をもって、そのまま代置できる関係にあるからである。

冒険企業ないし当座企業から、継続企業への発展に伴って、企業資本のかなりの部分が設備に投下されることになるが、継続企業においては、設備に投下された資本の循環は長期に渡るところから、それらに対する支出額をそのままその期間の費用とするのは明らかに不合理である。商品についても常時在庫を必要とするから、その支出とその費用化額との間に時間的なズレが生じることとなり、しかも、この時間的なズレは、信用経済の発展に伴いますます拡大することになる。

したがって、継続企業では、現金主義による利益計算が適合性を持たなくなる。そこで、収益および費用を、収入および支出の時点ではなく、価値増加および価値減少の事実の発生に基づいて、認識しようとする発生主義の利益計算が要請されることになる。

このように、現金主義による利益計算は口別の利益計算と結びつき、発生主義による利益計算は期間利益計算と結びつく関係にある。つまり、前者はいずれも冒険企業ないし当座企業を前提とする会計構造の特質を示すものであり、後者はいずれも継続企業を前提とする会計構造の特質を示すものである。

## ③財産法による利益計算の構造—静態論の会計構造

財産法による利益計算の構造は、静態論の会計構造である。これは、債権者の関心に対する適合性を前提とする会計構造（利益計算の構造）である。

具体的には、財産法は、一定期間の期首における純財産と期末における純財産とを比較することによって利益を計算する方法であり、一般には、期首および期末における積極財産（資産）、と消極財産（負債）とを実地に確認することによって純財産を計算する。したがって、このことは、棚卸法（実地調査を前

---

成される基本的な報告書こそ資本の増殖過程を示す損益計算書と資本の有高構成を示す貸借対照表とにほかならない」としている。山根忠恕・寫村剛雄(1992)「体系財務会計論 理論編」税務経理教会、p17。

提とした貸借対照表の作成方法)に基づく貸借対照表の作成を媒介として利益が算定されることを意味することになる。ただし、資本の直接的な増減(増資または減資)があるときには、それらについての修正計算を必要とする。

財産法では、一定時点における財産の評価いかんによって利益が決定されることになるが、そこでは実地調査をその手段とすることから、そこでの資産は換金性を重視することになる。しかしながら、財産の換金性に基づき純財産の増加差額としての利益を計算することは、継続的な企業の資本運動を把握するための計算としては、もともと適合しないものであるといえる。

一方、静態論の会計構造というのは、動態論の会計構造と対比される概念であり、厳密には静的貸借対照表論を基盤とする会計の構造を指す。つまり静的というのは、貸借対最表の機能を静的に捉えるということであって、貸借対照表の第一義的機能を一定時点における債務弁済能力の視点からの財産状態の表示に求めることを意味する。

歴史的にみれば、少なくとも1920~30年頃までは、棚卸法に基づく貸借対照表、つまり財産目録的な貸借対照表の作成が重視されていた。それは、当時における企業会計が、主に債権者の要請、とりわけ銀行その他の金融機関の要請、すなわち信用目的のための弁済能力の表示という外的要請によるものである。このことは、企業の経済的基盤が未成熟でいわゆる継続企業的前提が現実に対して適合性をもたない段階では、利害関係者の関心の的が債権者としてのものであり、外部報告会計の目的もそのような関心に対する適合性を前提にせざるを得なかったことを意味する。すなわち、この段階では、外部報告会計の基本目的そのものが、利益計算よりもむしろ財産状態の表示に置かれていたのである。なぜならば、そこでの債権者としての関心の的は、純財産増加額としての利益ではなく、債務弁済能力の表示という視点から算定される純資産額自体にあるのであり、また利益の内容も、純財産の額の算定を通してはじめて算定される関係にあるからである。

このように、この段階の会計の構造は、利益計算の面から捉えるときには財産法による利益計算の構造として、また、貸借対照表の機能の面(財産状態の表示の面)から捉えるときには、静態論の会計構造としての特徴を持つことになる。

### ③ 損益法による利益計算の構造—動態論の会計構造

損益法による利益計算の構造は、動態論の会計構造である。これは、投資家の関心に対する適合性を前提とする利益計算の構造(会計構造)実地

調査を前提に、期首と期末とにおける純財産の比較によって利益を算定する財産法による利益計算構造、すなわち静態論の会計構造は、企業およびそれを取り巻く社会的・経済的諸条件の変化に照応しつつ、期間収益と期間費用との対応によって利益を算定する損益法による利益計算の構造、すなわち動態論の会計構造へと、発展・推移する。

この発展・推移をもたらすに至ったいたった諸要因のうち、最も中心的なもの①企業規模拡大化および固定資産設備へ依存度の増大化に伴う財産価値の評価（実地調査を前提）の困難性（内部要因）と②証券市場の発展に伴う所有と経営の分離を通しての投資家の出現およびそれら投資家保護の要請に基づく投資意思決定情報としての業績表示利益の算定・表示要請表生（外部要因）の2つである。

動態論の会計構造と損益法による利益計算構造との関係は、形式的には前出の静態論の会計の構造と財産法により利益計算の構造と関係している。つまり、動態論の会計構造は貸借対照表の動的機能面に基本的視点を置く会計構造であるのに対して、損益法による利益計算構造は科益計算方の面からみた会計構造の特質を示すものである。

そこでは、貸借対照表の第一義的機能を、静的な財産状態の表示としてではなく、動的つまり利益計算の手段としての機能にあるものとして把握する。すなわち、動的貸借対照表としての貸借対照表の本質的な把握を前提とする会計の構造を意味する。したがって、動態論の会計構造は道程貸借対照表観に基づく会計の構造であるのに対し、動態論の会計構造は静的貸借対照表観に基づく会計の構造として規定することができ、その限りでは、両者はいずれも貸借対照表の本質的な規定に視点を置く会計の構造を示すものである<sup>46</sup>。

#### 2.2.5. 多元的な利益計算の構造（情報論的な会計構造）への動き

多元的な利益計算の構造とは、多角的関心に対する適合性を前提とする利益計算の構造（会計構造）である。

以上のように、企業会計構造は、企業およびそれを取り巻く社会的・経済的諸条件の発展・変化を反映して、静態論の会計構造から動態論の会計構造へと、その発展・変化を捉えることができる。

現行の制度会計は動態論の会計構造を基盤として制度化されているが、企業規模の巨大化、その社会的影響力の強大化、それに伴う利害関係者の関心の多角化傾向に照応して、制度会計の場においても、それらの多角的関心に適合しうる会計報告への社会的要請が高まりつつある。

---

<sup>46</sup> 棚卸法、誘導法について すでに述べたように財産法、損益法は損益計算の方法であるのに対し、棚卸法、誘導法は貸借対照表の作成方法である。通俗的には財産法と棚卸法、損益法と誘導法を同じ意味に使っている場合が多いが、区別しなければならない。ただ財産法は棚卸法によって作成された二時点の貸借対照表の比較により損益を計算する（期中に資本の直接的増減がある場合はこれに修正を加えなければならない）点で関連を持っているまた損益法は組織的な会計記録から費用収益項目を抜き出して損益計算を行い、それに関係のない項目を貸借対照表に収容する。これは逆からいえば誘導法による貸借対照表が作られることを意味する。しかし、実際上誘導法も、会計記録を主とするのであって、実地記録による修正を全く行わないのではない。棚卸法を一部取り入れてその不備を補うのである。純粋な誘導法は理論上で考えられるだけである。

そこでは、動態論に立脚する会計報告の有用性を認めながらも、企業間比較あるいは利害関係者の各種の意思決定資料として、さらに豊富な情報の提供が要請されることから、歴史的原価だけでなく現在価値ないし資本価値等に基づく評価を取り入れた多元的な評価が指向され、したがって、そこでは、利益計算の面でも多元的な利益計算の構造として形成されるのである。

## 2.2.6. 会計の理論的基盤としての発生主義会計

### ① 本来の発生主義会計

発生主義会計は現金主義的会計に対立する会計構造であって、利益計算における収益および費用の認識面からみた近代会計の特徴を示すものである。

現金主義会計は、収益および費用を、収入および支出の事実と結びつけ、それとの関連で認識しようとする会計の構造である。しかし、信用取引の発達および資本の固定化は、現金主義会計の現実に対する適合性を失わせることになり、収入・支出の事実には捉われず、収益・費用という概念に基づき、その発生事実を捉えて認識することが要請されることになる。

発生主義会計は、期間的な経営成績の表示を基本目的とし、収益・費用の期間的な対応関係に基づいて、収益と費用とが損益計算上結びつけられ、差額としての利益を算定する会計構造である。したがって、この発生主義会計は各会計期間に帰属すべき収益および費用の確定にあたって、収益・費用の発生事実を重視する会計の構造であるといえる。したがって、発生主義会計の実質的内容は、収益・費用の発生事実をどのように捉えて認識するかにある。

期間的な経営成績は、もともと厳密には当該期間になされた経営努力とそれに見合う経営成果との比較、つまり経営努力としての費用とそれに対応する経営成果としての収益と比較を通して表示されるべきものである。これを基本的な認識原則との関連で見れば、本来的にはまず経営努力を反映する発生費用を把握し、それと対応する収益を認識するというしくみとして捉えられることになる。

### ② 算定利益の制度的制約のもとでの発生主義会計

発生主義会計は、現金主義会計の批判の上に成立し、継続企業の期間的な経営成績ないし収益力の表示に基本的な視点をおく会計の構造として特徴づけることができるが、そこには算定利益の制度的な制約があることに注意しなければならない。前述のように、本来的には発生主義会計は、経営努力を反映する費用を把握し、それと対応する収益を認識するという仕組みとして捉えられる。しかし、制度上の発生主義の下では、まず実現収益を把握し、それと対応する費用を認識する仕組みをとっている。

このことは、制度会計における算定利益の処分可能性を根拠とするからにはほかならない。そのことはまた、収益の実現主義による認識が制度会計における利益計算の基盤をなしていることを意味している。つまり、本来の発生主義会計によって、まずは経営努力を反映する発生費用を把握しそれと対応する収益を認識するとしても、そこでは収益の認識(つまりは収益の実現)について制度的な保証が存在しないから、仮に収益を獲得するための努力が進行しているとしても、利益の処分可能性を前提とする限り、未実現収益の認識はそのような利益の本質に照らして否定される。これは、投下資本の回収・維持を条件とする継続企業を前提に置く制度会計の特質から当然のことといえる。

したがって、発生主義会計の構造は、期間的な経営成績つまり収益力の算定・表示を基本目的とする会計の構造ではあるが、その場合の経営成績は資本運動の本質的要請としての投下資本の回収(実現)余剰<sup>47</sup>としての分配可能利益の計算という制約の枠内における経営成算の算定・表示として、これを捉えなければならぬのである。

利益は資本の増殖分であり、増殖分であることはすなわち本質的に処分可能性(分配可能性)を特質とするものである。またその利益に本質的に処分可能性を認め得るのは、永続的な資本の循環運動を前提とした上での資本の増殖分であるからにはほかならない。したがって、資本の増殖高としての利益は、本質的に投下資本の回収余剰としての分配可能利益でなければならない。そうであるからこそ、発生主義会計の利益計算構造のもとにおいても、収益の認識を実現主義によらざるを得ないことになる。

したがって、制度上、発生主義会計は、発生主義の原則、実現主義の原則、および費用収益対応の原則を支柱とする利益計算の構造として規定されることになる。

## 2.2.7. 会計の理論的基盤としての動態論の会計構造

動態論の会計構造は、静態論の会計構造に対立する会計構造であり、企業会計の基本目的および貸借対照表の機能面からみた近代会計構造の特徴を示すものである。

静態論の会計構造が、会計報告の基本目的を債権者への債務弁済能力の表示におき、その視点から作成される静的借対照表を基盤とする会計構造であるのに対し、動態論の会計構造は、会計報告の基本目的を利害関係者<sup>48</sup>の中心的な関心である収益力の表示に置き、貸借対照表の第一義的機能をそのための期間利益の算定手段として動的に捉えようとする会計の構造である。

<sup>47</sup> 継続企業を前提とすれば、反復継続される資本循環運動「貨幣 G→商品 W→貨幣 G' →商品 W' →貨幣 G'' →商品 W'' →・・・」における当初の投下資本たる貨幣 G を回収・維持し、回収余剰、すなわち、「貨幣 G' - 貨幣 G」を利益とみる。

<sup>48</sup> この場合、特に投資家を想定している。

したがって、動態論の会計構造の主軸をなすものは、費用・収益の期間的対応による利益計算であり、その面から取り上げれば損益法による利益計算の構造として規定することもできる。しかし、動態論の会計構造という場合には、すでに指摘したように貸借対照表の利益計算の機能に視点を置く会計の構造を意味するから、利益計算との関連で貸借対象の構成内容をどのように把握するかが、そこでの中心課題となるのである。

一般に動態論の会計構造においては、貸借対照表の第一義的機能が利益計算の手段としての性格に求められる。つまりここでは、借対照表が一定期間の利益計算の結果を示すとともに次期の利益計算の出発点となるという意味で、期間損益計算の連結環としての機能が重視される。

この連結環としての機能を前述の発生主義による利益計算との関連で見れば、収入・支出の事実と収益・費用の発生事実との時間的なズレから生ずる収支の未解決項目を集計した計算表として貸借対照表を捉えることができる<sup>49</sup>。

#### 2.2.8. 貸借対照表継続性の原則と一致の原則

前述のように、貸借対照表は期間損益計算の手段として未解消項目を次期へ引継ぐための期間相互の連結環としての役割をもっている。

人為的に区切られた期間計算における計算結果の真実性を主張し得る根拠を、シュマーレン・バッハは全体損益計算における一致の原則に求める。

すなわち、「期間損益計算の合計＝全体利益＝収支差額」という関係が成立するためには、期間損益計算として解消した項目と未解消の項目とを明確にし、の損益計算に引継ぐという方法によって、損益の二重計上や脱漏を防ぐことができることが要件とされるのである。したがって、ある期末の貸借対照表は次期首の貸借対照表に確実に引継がれるという貸借対照表継続性の原則(貸借対照表同一性の原則)が充たされるならば、各期の利益を全体期間にわたって合計した結果と全体期間を一期として求められる収支差額としての全体利益とが概念上一致することになるはずである。

このように、動態論における期間損益計算の真実性は、貸借対照表継続性の原則に支えられた一致の原則から保証されるものである。貸借対照表の継続性は、収支計算と費用・収益計算との期間的なズレから生ずる項目(未解消項目)を漏れなく貸借対照表に収容し、次期へ繰越すという方法によって確保される。この関係は、誘導法を前提とするものである。

したがって、収支計算—誘導法—貸借対照表継続性の原則—一致の原則という一連の関係によって期間利益計算が行われ、補填されることが現代会計の基礎となっているのである。

---

<sup>49</sup> ただし、収支の未解決項目という場合、収支がすべて成果作用的収支とは限らず、損益計算と直接的な関連のない中性的収支もあることから、動的貸借対照表という場合、その両者が含まれることになる。



この点、収支計算と損益計算の関係について、小林(2001)<sup>50</sup>は、「現代の企業会計における損益計算」は、「現金主義会計にみられる単純な収支計算とは異なる計算体系を有しているが、基本的には収支計算の性格を有するものであり、収支計算を原型においている」としている。

すなわち、「継続企業を前提」にした「現代の企業会計のもとでは、信用制度の発達、固定資産の有機的構成の高度化、貨幣価値の変動など企業の経済環境の変化により、期間損益計算の目的である業績利益の計算と処分可能利益の計算とに、乖離」が起きるようになった。現代の企業会計における「損益計算は、企業の経営成績の指標となる業績利益を明らかにするため、現金の収支事実とは関係なく、損益発生の実事すなわち財貨・用役(経済的便益)の獲得および費消の事実にもとついて行われる。しかし、損益計算は同時に、投下資本の回収余剰を意味する処分可能利益の計算を目的としている。ここに投下資本とは支出を意味し、回収とは収入を意味する。」「このために、収益と費用とは原則として、収入および支出を伴うものでなければならず、また収益と費用の測定は一般に、収入と支出にもとついて行われなければならない。すなわち、期間損益計算において、その構成要素である収益と費用とは、財貨・用役の獲得および費消の事実にもとついて認識されるが、その測定においては収益と費用に関連する収入および支出にもとついて行われる。換言すれば、収益と費用は財貨・用役の獲得および費消の事実にもとついて、それに関連する収入および支出を当期に正しく割り当てることにより決定されるが、同時に当期に割り当てられない収入および支出は、未解決収支項目として貸借対照表に収容され、究極的には次期以降のいずれかの会計期間の収益または費用として割り当てられるので、長期的にみれば、収益と費用は、それに関連する収入と支出に一致」するのである。

したがって、現代の企業会計における損益計算は、収支計算とは異なる計算体系を有しているが、基本的には収支計算の性格を有するものであり、収支計算を原型においている。

### 2.2.9. 企業会計における真実性

企業会計における真実性が絶対的なものであれば、利益調整などなし得ない。すなわち、1つの会計事実に対して1つの測定値(会計数値)しか存在し得なければ、利益調整もまた存在しない。

ここで、企業会計における真実性の概念には、絶対的真実性と相対的真実性という2つの考え方がある。

小林(1991)<sup>51</sup>によれば、「絶対的真実性とは、旧ドイツ商法に由来し、企業の一時点において、物的ないし法的観点から実在する資産および負債を完全に

<sup>50</sup> 小林秀行(2001)「要説財務会計論第2版」中央経済社、pp34-36。

<sup>51</sup> 小林秀行(2001)「要説財務会計論第2版」中央経済社、p45。

網羅して計上すること（『貸借対照表完全性の原則』）と、その資産の評価は真正価値（換価価値）によること（『真正価値の原則』）」とを意味する。すなわち、これは、「1つの会計事実に対して1つの測定値(会計数値)しか存在し得ないとする、絶対的な真実性」を意味する。

したがって、「このような絶対的真実性のもとでは、会計行為において慣習や判断が介在せず、それから独立」しており、利益調整はあり得ない。

しかし、現代の企業会計は、動態論の計算構造を前提としているため、構造上、「継続企業を前提とし、期間的に暫定的な計算を行わざるを得ないことから、そこでは必然的に慣習や判断が介在」してしまうのである<sup>52</sup>。

それゆえ、ここでの真実性は、「数値の異なりうる複数の代替可能な会計処理方法の選択適用と将来事象に関する経営者の個人的・主観的判断(ただし、会計専門家としての合理的判断)や見積もりの介在を前提とし、それから独立せず制約されていることから、その性格は相対的なもの<sup>53</sup>」とならざるを得ない。

以上のように、今日の企業は、半永久的に活動を続ける継続企業が前提される。したがって、このような継続企業の経営成績は、一定期間を人為的に区切って計算・表示せざる得えない。つまり、企業の経営成績は期間的な経営成績として把握されることになり、そのための計算は、必然的に期間計算によることになる。

この期間計算のもとでは、継続企業の活動を、人為的に区切りをつけることによって決算が行われるから、必然的にそこでの計算結果は暫定的な性格のものとなる。

このことは、具体的には未確定数値に基づく見積計算が行われることを意味する。

例えば、有形固定資産は、その価値減少つまり費用化の事実是一般的には除却時点が到来しなければ確定しえない。しかし除却時点を待って費用計算をしたのでは、期間成績を計算・表示できない。したがって、期間計算のもとでは、価値減少の計算は、耐用年数を予測することにより、見積計算として行われざるを得ない。

以上のことから、現代の企業会計における動態論を前提とした計算構造上、見積・仮定計算を行うに場合に判断を伴うため、ここに利益調整の余地が生じるのである。

## 2.2.10. 経理自由の原則と利益調整

企業会計上、1つの会計事実に対して2つ以上の会計処理の原則および手続きが併存する場合、そのなかから、それぞれの企業の適合条件に照らして最も

<sup>52</sup> このことから、「近代会計における財務諸表は、『記録と慣習と判断の総合的表現にはかならない』といわれるように、その特徴は、たんなる事実の記録にもとづくだけでなく、多分に個人的判断と慣習的方法の所産による」ところにある。同上、p45。

<sup>53</sup> 同上、pp46-47。

合理的な唯一の会計処理方法を特定できず、少なくとも二つ以上の会計処理の原則および手続間に優劣がなく、同程度の合理性が認められるならば、そのなかからいずれの会計処理方法を選択適用するかは、企業の自由な主体的判断に任されることとしている。

このように、企業の自由な主体的判断によることを認める理由は、企業は、その業種・業態・規模経営方針などを異にして多種多様であるから、すべての企業に対して一つの会計事実に対して唯一の会計処理の原則および手続を限定することは困難または不可能である。すべての企業に対して画一的に、会計処理を特定するならば、そのことによって逆に財務諸表による報告内容の真実性を損なう恐れがある。

また、一般に認められた会計処理方法は、合理的な仮定に基づくものであることが演繹的・帰納的に、社会一般の合意事項として確かめられたものであり、その意味において一般に公正妥当と認められた会計処理の原則および手続きなのであるから、一つの会計処理方法のみが唯一無二のものであるということにはならない。

したがって、一般に公正妥当と認められた複数の会計処理の原則および手続きが併存し、企業の適合条件に照らして、そのうち少なくとも二つ以上の会計処理方法に等しく合理性が認められる場合、そのなかからいずれの会計処理方法を選択するかは、企業の自由な判断に委ねるという思考が必要なのである。これを、経理自由の原則という<sup>54</sup>。

この自由な判断に委ねられる場合、より企業の実態を反映する会計処理方法が選択される場合だけではなく、一方で、意図的に利益を増加させたり、減少させたり、あるいは一定の水準に維持することも可能となってしまうこととなる。ここにも計算構造上の理由から、利益調整の余地が生じる要因がある。

## 2.3. 企業会計の機能と利益調整

### 2.3.1. 利益調整の発生要因としての企業会計の機能

利益調整行動が発生するメカニズムとしての第2の要因は、現在の企業会計の社会的機能が前提にある。ここでは、現行の企業会計が、どのような社会的な機能を担っているかという点を明らかにし、利益調整行動の分析の基礎とする。

企業会計の機能は、本来どのような特質を持つものか、企業の発展・変化とともにどのように変化しているかについての理論、つまり会計の機能に関する理論もまた、利益調整行動の究明に当たり不可欠な理論領域である。

---

<sup>54</sup> 若杉明（1995）「企業会計の論理 [改訂・増補版]」国元書房、pp75-86。

### 2.3.2. 株式会社制度と受託者会計責任

今日の資本主義経済における企業の多くは、株式会社形態をとっている。株式会社制度の二大特徴は、資本主(株主)の有限責任制と株券である。特に、持分が株式という割合的単位の形態に分割され、有価証券に表章されていることは、潜在的に企業の所有者と経営者とを分離することを可能ならしめた(資本と経営の分離)。BerleandMeans (1932)によれば、実際、今日の大規模株式会社の株主は広く分散しており、このような分散株主は、経営に対する支配権をあまり行使していない(所有と経営の分離)。

所有と経営の分離を前提とすると、日々の営業活動に携わる経営者の方が所有主たる株主よりも企業の実情に詳しいということが、一般的な状況となる。本来、株式会社は株主のものであるから、株主は自らが委託した財産の運用状況を詳しく知る権利があり、財産を受託された経営者は株主に顯末を説明する義務ないし責任があると考えられるようになった。財産の受託者が、委託者に受託財産の現状と運用成果を説明する(account for)責任は、それが特に会計を通じて行なわれることから、受託者会計責任(stewardship accountability)と呼ばれる<sup>55</sup>。

### 2.3.3. ディスクロージャーと資源配分

経営者は株主に企業の状況について報告する必要があるという議論は、経済全体の効率的資源配分の観点からも重要である。

ある企業が、現在は株主でない外部の第三者に対して新株を発行する状況を考えよう。外部の投資家が当該企業についての情報をあまりもっていないとすれば、その投資家は、その企業の株式が有望な投資対象であるかどうかわからない(このような状況を「情報の非対称性(asymmetry of information)」がするという)。とすれば、その株式がごく平均的な投資対象であるとして、その株式の価値を見積もることになる。そうした平均的な価格設定でも株式を発行したいとする企業もあるであろうが、その価格では既存株式の希薄化を招くとして、株式の発行市場から退出する企業もあるだろう。一般に、平均的な価格でも新株を発行しようとする企業の株式は、平均価格を下回る価値しかないことが予想される。逆に、発行市場から退出する企業の株式価値は平均以上であると考えられる。

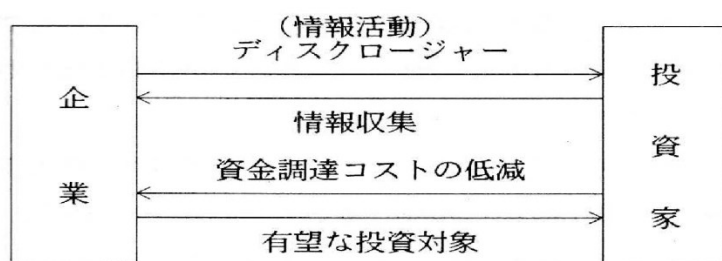
経営者や既存株主が、新株を購入しようとする投資家よりも企業の実情に詳しく、投資家が平均的な価格設定をするなら、優良企業は市場から退出し、あ

---

<sup>55</sup> 受託者会計責任の考え方は、会計理論において、「〇〇すべきである」という規範論(normative theory)の基礎として採用されることが多い。

まり優良でない企業ばかりが市場に残されることになる(Akerlof,1970)。いわゆる逆選択(adverse selection)である。

株式の発行市場で逆選択が生じると、優良な企業は新株発行による資金調達をしなくなり、優良でない企業が資金調達をするようになる。その結果、投資家はますます平均価格を引き下げようになり、したがって、さらに優良でない企業だけが株式の発行市場に残ることになる。こうしたプロセスが繰り返されると、株式の発行市場は漸次縮小し、最終的には消滅することになる。事情は基本的に債券市場や銀行による貸付でも同様であって、資本市場における金融は行なわれなくなる。企業の事業資金は不足し、社会的な余剰資金は貴金属などの非生産的な投資対象へと向かうことになる。



【図2 ディスクロージャーと資源配分】

(出所) 筆者作成。

企業が事業資金を必要とするならば、自らが他企業と異なって有望な投資対象であることを積極的にアピールし、より高い価格で(より低いコストで)株式を発行しようとするであろう。すなわち、企業は自らの状況を投資家に積極的にディスクローズする誘因がある。また投資家がより有望な投資対象を求めるとすれば、それぞれの企業の状況がどのようなか積極的に見極めようとするであろう。投資家は、コストを上回るリターンがあるかぎり、企業情報を収集・分析する誘因があるのである。資本市場における情報に非対称性を緩和することで、資金調達を望む企業と投資対象を求める投資家の双方の利益になる(パレート改善になる)。

このことは、単に企業と投資家だけの問題ではない。投資家にとって有望な投資対象となる優良な企業は、最終的には消費者が望む財貨・サービスを生産する企業か、それに関連する企業だからである。資金は、経済的稀少財を購入する権利であるから、優良企業に多額の資金が流れるということは、消費者の望む財の生産により多くの資源が投入されることを意味している。したがって、企業の状況を投資家に伝え、その株式等を適切に評価することは、経済全体の効率的な資源配分のために重要な役割を果たすものであるといえる。

#### 2.3.4. ディスクロージャーと法制度

企業が自らの状況を積極的に開示し、投資家が企業情報を収集・分析する意欲をもっている限り、自然発生的に企業内容が開示される可能性がある。実際、法律によって企業内容の開示が強制される以前から、自発的なディスクロージャーは存在していた。ディスクロージャー(企業内容開示制度)は、法律によって新たに創設されたものではなく、すでに存在していた慣行を法律が補強したものであることに注意しなければならない。

それでは、自発的なディスクロージャーをなぜ法律が補強しなければならないのであろうか。法律によらず、自主的にディスクロージャーが行なわれているだけでは十分ではないのであろうか。

通常、規制によってディスクロージャーを拡充するのは、情報が公共財としての性格をもっていることによって「市場の失敗(market failure)」が生じるからであると説明される。情報というものは、いったん作成してしまえば、追加的一単位を増産するコストが非常に小さくてすむ。

コピーをとればよいからである。したがって、情報については、その作成コストをほとんど負担しない「ただ乗り(free ride)」が容易であり、ディスクロージャーの水準は、社会的に望ましい水準よりも小さい水準で均衡してしまうと考えられているのである。そこで、法律は望ましいと考えられる水準のディスクロージャーを強制することで、その修正を図っているとされる。

もっとも、自発的ディスクロージャーの水準と規制によるディスクロージャーの水準とのいずれが望ましいのかについては、先験的には確たることがいえない。社会的に過剰なディスクロージャーが行なわれているのではないかという指摘もある。現在、盛んに実証研究が行なわれているところである。

現段階で確実にいえることは、主要先進国のすべてが、程度の差こそあれ、ディスクロージャーを規制しているということである。

#### 2.3.5. 企業会計の情報提供機能

会計報告を行なう組織体の利害関係者が意思決定をする上で有用な情報を提供するという会計の機能を情報提供機能(意思決定支援機能)という。

情報提供機能は、会計の重要な機能の1つであるが、それが投資家の意思決定に役立ち、効率的な資源配分へとつながるためには、いくつかの条件が必要である。まず、会計情報が企業内容についての適切な情報であるとしても、市場が情報を適切に処理できなければ、効率的資源配分は達成できない。いかに適切な情報を提供しても、資本市場がこれに応えなければ、会計による情報提供は効率的資源配分に役立たないのである。

資本市場における証券価格が、種々の情報を織り込んで形成されているとき、市場は効率的(efficient)であるという。より正確には、ある情報に基づいて取引をしたとしても、リスク調整済投資収益を超える超過投資収益を、偶然の結

果ではなく予定したものとして得ることができないなら、市場はその情報に対して効率的であるというのである(Fama,1970)。市場は効率的であるという仮説を効率的市場仮説(efficient market hypothesis)という。

しかし、資本市場が効率的であって、会計情報などの財務報告が投資意思決定に有用な情報を含んでいたとしても、まだディスクロージャーが有用だとはいえない。会計だけが情報提供機能を有しているわけではないからである。たとえば、株式に投資する投資家にとって、会計情報だけが利用可能な情報というわけではないからである。テレビのニュース、雑誌や新聞の記事、知人の談話なども株式投資の意思決定に影響を与えるであろう。会計情報と実質的に同じ内容の情報が、別の経路を通じてすでに資本市場に伝わってしまっているのであれば、会計情報が公表されても資本市場は何の反応もしないであろう。

実証研究によれば、少なくとも利益情報は情報内容をもっており、その意味でディスクロージャーは有用であるといえそうである(Ball and Brown, 1968、Beaver,1968、佐藤ほか 1979)。

しかし、利益情報の示唆する内容は、その大部分が公表以前に市場に伝わっているようである。

#### 2.3.6. 企業会計の利害調整機能と利益調整

効率的市場を想定し、会計方針が注記情報として開示されているとすると、たとえば、減価償却方法を定額法から定率法に変えたとしても、その旨および影響額が開示されているため、株価に影響を与えることはできないはずである。もともと、効率的市場は、情報が伝達される媒体を問わない。財務諸表本体で開示されていようと、注記や補足情報であろうと、市場の反応は同じはずである<sup>56</sup>。

にもかかわらず、現実には会計方針の変更などによる利益調整があとを絶たないのである。それでは経営者による会計方針の変更などの利益調整はなぜ行なわれるのであろうか。

1 つには、実際には投資家が十分に賢く、株価形成に影響を与えることができないにもかかわらず、経営者が投資家を騙すことができると信じているという可能性がある。しかし、市場が反応しないにもかかわらず、経営者が事実と反することを信じ続けるであろうと考えるのには無理があるであろう。経営者は会計方針の恣意的な変更によって株価を操作することができないということを経験から学習すると想定するのが自然である。

とすれば、会計方針の変更は、何か別の理由によって生じていると考えることになる。それは、会計情報が、単に意思決定に有用な情報であることを超

---

<sup>56</sup> むろん、財務報告による情報は、伝達情報などよりも信頼性が高いので、内容が同じでも価格制における意味が異なることはありうる。

えて、いわば「ひとり歩き」していく状況が存在するということを意味している。

考えてみれば、会計情報、なかんずく利益情報は、単に意思決定に利用されるだけにとどまらない。あらかじめ何らかの約束を取り決めておいて、利益の数字に応じて結果を変えろという契約がありうる。あるいは、法律や証券取引所の規程などで何らかの形式的要件が定められており、そうした要件が会計情報にかかわっているということもありうることである。たとえば、配当可能限度額計算(会社法第416条)、課税所得計算、上場廃止基準、公共料金規制などである。このような会計情報の定型的な利用については、たとえば、利益が出ているか損失が出ているかということ自体が問題なのであって、それがどのような会計方針の下で算定されたかということは問題とされないのである。会計情報は、単に情報であることを超えて、直接的な利害調整を行なう場合もあり得るのである。

このように、会計情報、とりわけ財務諸表本体の数値が利害関係者間の富の分配を事後的に決定する機能を会計の利害調整機能という。会計の利害調整機能に関する研究は、始まってから日が浅く、まだ確定的なことがいえる状況にはない<sup>57</sup>。今後の研究の進展が期待されている<sup>58</sup>。

以上みたように、企業会計には、次の2つの機能がある。第一に、情報提供機能である。これは、会計報告を行う利害関係者が意思決定する上で有用な情報提供をするという会計の機能のことである。

実証研究によれば、投資家等の利害関係者は、すべての公開情報を織り込んで意思決しており、市場の効率性は、半強度であるとされている。

しかし、現実には会計方針の変更による利益調整があとを絶たないのである。それでは、経営者などによる利益調整が行われるのは、会計情報は、単に意思決定に利用されるだけにとどまらず、配当可能限度額の計算、課税所得の計算、上場廃止基準、公共料金規制など、事後的に利害関係者間の富の分配を事後的に決定する機能があるからである。

ここに、会計の機能から利益調整の動機が生じる要因がある。

## 2.4. 損益会計の計算構造と利益調整

### 2.4.1. 損益会計の意義・概念・機能

---

<sup>57</sup> こうした方面の研究は、主としてシカゴ＝ロチェスター学派の人々によってなされている。Watts and Zimmerman(1986)など。William H. Beaver. (1981)、Financial Reporting: An Accounting Revolution 3rd Edition(伊藤邦雄訳(2010)、『財務報告革命[第3版]』白桃書房、pp175-225。)

<sup>58</sup> 佐藤絃光ほか会計情報研究会(1979)「会計情報と株式市場-決算内容の情報効果をめぐって」『企業会計』第30巻第10号。



損益会計は、企業活動およびこれに関連する事象によって生じた損益を期間的に記録・測定・報告する会計領域であり、制度的には、企業の経営成績ならびに配当等のための分配可能利益を算定・報告することを目的とする<sup>59</sup>。

このような損益会計を構成する収益項目と費用項目は、奏本の増加または減少の原因(ただし、増資や減資などによる直接的な資本の増減および利益処分による増減を除く)を指しており、しかも、この増加または減少は資産または負債の増減によって生ずるものであるから、結局、損益会計は資産および負債の増減を扱う資産・負債会計と密接な関係にあるということがいえるのである。

損益会計を構成する主要概念は収益及び費用である。

収益とは、増資その他の直接的な資本の増加取引(資本取引)以外によって資本(純資産)を増加させる原因となる事実であり、費用とは、減資その他の直接的な資本の減少取引(資本取引)および利益処分以外によって資本を減少させる原因となる事実である。

このように、損益会計を構成する収益と費用の概念は、資本の増減の原因となる事実をあらわす抽象的・名目的な概念であるが、他面においては、このような資本の増減が資産および負債の増減としてあらわれ、実在資産の動きとして捉えられることになる。

損益計算の機能は、一義的には企業の経営成績としての業績表示利益を算定することである。ここでいう経営成績とは、企業の経営活動における努力に対する成果であり、企業の一会計期間の経営努力としての財貨・役務の費消とその努力の結果としての成果、すなわち経営努力としての費用とその努力によって獲得された収益との対応計算によって、利益として表される。それは本質的には企業の正常な収益力を表すべきものであるから、したがって、それは本質的には業績表示利益として捉えられることになる。

しかしながら、現行の制度会計が現実の企業を対象とすることから、そこでの利益計算の基礎は収計にあり、投下本の期間的な回収余剰としての利益の計算が前提とされる。したがって、その計算要素から業績表示利益を表す経常利益の計算の後に、当期に発生ないし確認された臨時損益もしくは過年度損益修正項目を計算要素とする特別損益項目を加減算して、時点的な意味での分配可能利益を算定表示することが制度上要請されることになる。このことから、制度上の損益計算書は包括主義(的)損益計算書の形態をとることになる。

#### 2.4.2. 実現主義の原則

---

<sup>59</sup> この損益会計を通じて得られる会計情報は、外部利害関係者にとってそれぞれの利用目的のために役立っている。すなわち、投資家(現在株主・潜在的株主および現在社債権者・潜在的社債権者)にとってはその投資意思決定の判断資料として、従業員にとっては賃金その他労働条件に関する情報として、課税当局にとっては所得課税に関する情報として、一般消費者および行政当局にとっては企業が生産する生産物の価格または料金の決定に関する情報として、役立っているのである。

実現主義の原則は、市場取引を前提として財貨また役務の相手方への提供とその対価としての現金ないし現金等価物の受領があった時点で、収益を認識すべきことを要請する原則である。これは、収益が確実に稼得されたことが確認でき(収益として確定)・客観的に測定可能であり、かつ資金的裏付けが保証される時点・すなわち実現時点において収益を認識することが、分配可能利益の算定を目的とする今日の期間損益計算にとって合理性を持つことになるからである。

収益についての発生主義の原則は、また、収益発生的事実に基づいて収益を認識することを要請する原則である。しかしながら、収益発生的事実については、収益が逐次形成されていくことは観念できても、それが確実に収益として確定する保証はなく、不確実性が伴うし、また、客観的な測定可能性もない。したがって、収益の認識については、分配可能性の算定目的をもつ制度会計上、確定性・客観性および資金的裏付けの保障という見地から実現主義の原則が適用され、発生主義の原則は収益の原則的な認識基準とはされない。

費用に関する発生主義の原則とは、費用発生的事実、すなわち財貨・役務の費消の事実に基づいて費用を認識することを要請する原則である。

ただし、注意することは、前述のように期間損益計算においては、費用収益対応の原則その根底にあるから、損益計算上の費用は、収益との対応関係を充足する必要がある。この場合、今日の発生主義会計では、資本循環を前提とした投下資本の回収余剰としての分配可能利益の算定要請により、収益の認識について実現主義の原則の適用が要請されることから、その期間的対応関係は収益が費用を限定する関係として捉えられることになる。

### 2.4.3. 収益認識と利益調整

長期請負工事における収益認識には、工事進行基準と工事完成基準との選択適用が認められている。

長期請負工事において、この2つの原則が示されていることは、収益認識における発生主義と実現主義の関係が、利益調整に及ぼす影響を考えるうえで、示唆に富む内容であることから、以下で検討することとする<sup>60</sup>。

まず、工事進行基準は、期末に工事進行程度を見積もり、適正な工事収益率によって工事収益の一部を当期の収益として認識し、当該期の損益計算上に計上する方法である。工事進行基準は、工事の進行程度に応じて工事収益を認識するものであるから、それは本来発生主義の原則による収益の認識である。その意味では、企業の経営努力とその成果を期間的に対応させることによって、各期の経営活動を期間損益計算上に合理的に反映させることができ、したがって、費用収益の対応による期間損益計算の適正化という観点からは、工事進行基準による収益の認識には合理性が認められる。

---

60

現行制度会計は、企業資本の循環過程を前提として、投下資本の回収維持計算における余剰としての分配可能利益の算定を目的とすることから、収益の認識は原則として、実現主義の原則による。この実現主義の根拠は、分配可能利益の特質としての処分性もさることながら、収益実現の確定性に求められるものである。したがって、実現の保証のある限りにおいては、その収益計上が認められるべきである。

このことに照らしてみれば、長期請負工事の場合、契約に基づく受注工事であるために、その実現が保証されており、原則として、工事収益の総額が契約に基づいて確定していることから、収益計上額の客観的測定可能性が確保されることから、その意味で分配可能利益の算定目的に矛盾しない。したがって、工事未完成の段階においても、進行程度に応じた収益計上が認められるのである。

これに対して、工事完成基準は、工事が完成し引渡しが行われた期に、工事収益の全額をその期の収益として認識し、当該期の損益計算上に計上する方法である。

工事完成基準は、工事の完成・引渡し時点において工事収益を認識するものであるから、将来の予見し得ない事象の発生による工事収益の修正はなく、計算が確実である。しかし、企業の経営努力とその成果としての費用と収益とが、工事完成・引渡し時の会計期間に偏在し、各期の経営活動を期間損益計算上に適正に反映することができない。

このことから、配当政策や資金調達に支障をきたすことがあるとされ、「工事進行基準を適用することができる理論的根拠」としている<sup>61</sup>。

しかし、この工事完成基準による場合であっても、企業の規模が大きいことから請負工事件数が多く、その完成・引渡しの期間的平均化がみられる場合には、その偏在する費用・収益が期間相互において調整される結果となり、上記の期間損益計算上の不合理性は減殺されることになる。

この長期請負工事の収益認識における利益調整について、大日方(2007)は、「発注主の信用力にかかわらず、工事進行基準を一律に適用してもよいのかは、検討を要する」とし、工事進行基準では、「総工事原価にたいする工事原価の実際発生額が工事進捗度とされ」、このことは、「高度に人為的な、特殊なフィクション」であり、「会計情報の有用性を高めるのかは不明であり、それは実証すべき課題」としている<sup>62</sup>。

この工事進行基準の仮定計算を発生原因とする事例として、現実に、日本経済新聞は、東芝は「一部のインフラ工事の会計処理に問題があった可能性がある」として、「2014年3月期に計上したインフラ案件」について、「長期に及ぶ工事について、進捗に応じて売り上げや原価を計上する会計基準である『工事

<sup>61</sup> 例えば、飯野利夫(1993)では、「配当政策上も望ましいことではない」としている。同著「財務会計論 三訂版」同文館出版、p11-25。

<sup>62</sup> 大日方隆(2007)「アドバンスト財務会計 - 理論と実証分析」中央経済社、p71。

進行基準』を使って収益計上」し、「監査の過程で会計処理に問題のあった可能性が浮上」したとする記事を掲載しており、工事進行基準の見積計算を要因とする案件が取り上げられている<sup>63</sup>。

#### 2.4.4. 費用の認識と利益調整

現行の制度会計上の費用の認識は発生主義の原則による。ここにいう発生主義の原則とは、費用発生的事实すなわち財貨・役務の費消の事実に基づいて費用を認識することを要請する原則である。この場合の発生主義における費用発生とは、単なる財貨・役務務の実際の費消事実のみを指すのではなく、実際の財貨・役務の費消は将来に生ずるとしても、当期の(実現)収益と因果関係に基づく対応関係を有するような、財貨・役務の費消の原因となる事実の発生をも含むことになる(いわゆる原因発生主義)。発生主義はそもそも、費用収益対応の原則が根底にあり、かつ、費用収益対応の原則から発生主義の原則が導出されるという関係にあると考えるならば、発生主義における費用の発生とは、当期の(実現)収益と対応関係を有する費用の発生を指すものであると考えられることになる。したがって、この考え方によれば、費用性の支出(財貨・役務の実際の消費事実)があっても当期の実収益との間に因果関係がなければ、費用は発生しているとはされず、認識されないのである。

ここで、費用収益対応の原則とは、適正な期間損益計算を行うために、一会計期間の費用と収益とが同一期間の企業努力とその成果の対応関係、すなわち因果関係を捉えて対応計算され、期間利益が算定されることを要請する原則である<sup>64</sup>。

そもそも企業は、経済的合理性を追求する経済組織体であり、それは、最小限の努力で最大限の経済効果を得ることをその活動目的としている。費用収益対応の原則とは、この様な企業活動の本質を捉えて、その企業努力(価値犠牲)と企業成果(価値獲得)を、期間損益計算上の概念である費用と収益という形で把握し、それらを期間的に対応させることによって、企業活動の結果としての純成果である期間利益(純利益)を算定することを要請するものである。

このように費用収益対応の原則は、損益計算の全般に通じる根本的な会計処理原則であり、この原則から発生主義の原則、実現主義の原則および費用配分の原則等の期間利益計算上の諸原則が導き出されることになる。

ここでの「対応」は、数学的な意味での相関関係を意味しているものではなく、また金額的に認められ、または跡付けることができるような因果関係を指しているものでもないのである。

<sup>63</sup> 日本経済新聞(2015年4月3日)「東芝、インフラ工事巡り調査委設置 不適切会計の可能性」[http://www.nikkei.com/article/DGXLASDZ03IH0\\_T00C15A4TJ2000/](http://www.nikkei.com/article/DGXLASDZ03IH0_T00C15A4TJ2000/) (2015年5月10日)。

<sup>64</sup> なお、費用収益の対応という場合、認識・測定的面における実質的な意味における対応と表示的面における形式的な意味での対応、つまり記載上の対置表示がある。

つまり、売上高（収益）と一定の相関関係を捉えて、例えば、比例的に売上原価や減価償却費などの費用が算定されるものではない。

例えば、棚卸資産の払出原価の計算は、仮定計算に基づき算定されるし、減価償却費の計算も売上高との比例関係比例関係を捉えて行われるものではなく、ここでの収益と費用の間の因果対応関係を金額的に確認・立証することは不可能または困難である。したがって、この原則にいう「対応」とは、抽象的・理念的な意味での関連性といったものを意味すると考えざるを得ないことになる。

したがって、ここでいう「対応」は、何らかの仮定に基づく概念的・抽象的なものであり、ここに、利益調整の余地が生じることとなるのである<sup>65</sup>。

ここで、一般的には、費用と収益との対応形態は、次の2つとされている。

第1に、個別的対応関係である。すなわち、個別的対応関係(プロダクト的対応)とは、費用と収益を特定の対象物を媒介として直接的に関連づける形態である。

例えば、売上高と売上原価、有価証券売却収入と売却原価もしくは売却損益などがこの対応関係として捉えられるとされるが、それはあくまで上記の意味での対応関係を前提とするものである。

特定の生産物を媒介にして費用と収益との対応が図られる(個別的対応)場合の費用の認識においては、その収益との対応関係の有無が重要になる。上記の考え方に基づけば、例えば生産過程において材料や労働力の投入があった場合、そこでは財貨・役務の費消事実はあるが、いまだ収益との対応関係が存しないため、発生主義に基づいて費用としては認識されず、損益計算とは区別された財貨・役務の費消事実の確認または内部的な価値の移転があったに過ぎないとされる。そして、当該生産物が完成し、外部に販売されるなど実現主義によって実現収益が認識されるのに対応して、上記の材料や労働力が生産物を介して収益と対応関係を有するものと認められるに至り、費用(当期の費用)の発生として認識されることになるのである。

第2に、期間的対応関係である。すなわち、売上高と販売費および一般管理費または営業外損益などは、個別的対応関係として捉えることは不可能もしくは困難である。したがって、これらの費用と収益は継続企植業を前提とする期間損益計算においては、期間を媒介として対応させられることになる。これを期間的対応関係という。

当期の収益と期間を媒介にして期間的に対応させられる費用の認識は、引当金や繰延資産など一部の項目を除いては通常、困難は伴わない。というのは、販売費及び一般管理費、営業外費用といった項目は、費用の発生と支出がほぼ同時に認識されるものであるからである。

---

<sup>65</sup> このことは、ここでの期間計算が資本循環に基づく投下資本の回収維持計算を基礎に、発生主義会計という計算構造によって行われることによるものである。

つまり、これらの項目はその支出時において、その期の収益と期間的な対応関係を認めることができるとされることから、その時点で費用の発生(当期費用の発生)を認識することができるのが通常である。

この「対応」関係を、因果関係に視点をおいて現行制度会計における費用と収益との関係をみれば、次の3つに類型化することができる。

- ① 個別的・直接的対応関係が認められる場合
- ② 期間的・間接的対応関係が認められる場合
- ③ 対応関係が認められない場合

このうち、①個別的・直接的対応関係が認められる場合とは、例えば、売上高と売上原価との関係に典型的にみられるものであり、両者の間には個別的・直接的な原因と結果の関係を確認することができる。

次に、②期間的・間接的対応関係が認められる場合とは、例えば、売上高に対する販売費または一般管理費の関係にその典型にみられるものであり、費用と収益との間に個別的・直接的な原因と結果の関係は認められないが、期間を通して合理的な相互関連が存在する場合である。この意味での対応は、本来期間的回収として捉えられる。

最後に、③対応関係が認められない場合とは、対応関係が認められない項目とは、いわゆる損失項目であって、当期の収益との間に原因と結果としての相互関連が本来認められないものである。しかしながら、既にそのような減少事実が生じている限り、当期にそれが認識されなければならない。ただし、期間損益計算という観点からは、これらの損失を当期の期間収益に対応させることには合理性はない。それは、本質的には、企業活動の本質としての資本循環を前礎として投下資本回収維持計算の観点から投下資本の回収という意味での回収計上の項目として、計上されることに合理性をもつものである。

この③対応関係が認められないものを、当期の損失として計上することには、投下資本の回収計算という意味での合理性しかなく、ここに、利益調整の余地が生じることとなる。

この点、大日方(2007)<sup>66</sup>は、「財やサービスの消費と収益の獲得とのあいだの因果の推定は、会計上の約束事」でしかなく、「科学的で厳密な因果をもとめれば、対応概念によって配分される費用項目の範囲はそれだけ狭く」なる。しかし、「その因果関係の推定に厳格さを要求」しても、「年々の利益の意味がより明確になる」とは限らず、むしろ、「消極的にしか収益と対応しないと理解する費用項目が多く」なり、したがって、「年度利益にどのような意味をあたえたらよいか、あらためて問題」となる。また、「対応概念の適用の厳格化によって、会計情報の有用性は向上するののか」という問題も重要な実証課題」であるとしている。

---

<sup>66</sup> 大日方隆(2007)「アドバンスト財務会計 - 理論と実証分析」中央経済社、p85。

このことから、大日方(2007)<sup>67</sup>は、費用の繰延や見越し計上について、「収益と費用とのあいだにどれほど厳格な因果関係をもとめるべきかは、高度な難問」としている。このことからすれば、いわゆる利益の平準化についても、「収益と費用の間の因果関係を緩やかに理解すれば、いわゆる利益平準化による費用配分も、必ずしも否定できない」とも示している。その判断については、「もっぱら、収益と費用とのあいだの因果関係をどのように理解するか」によるとしている。

しかし、前述の企業会計が配当可能利益の算定の基礎となるという利害調整機能の観点、大日方(2007)<sup>68</sup>では、「もっとも、配当原資を捻出するために不良債権の償却を先送りする平準化行動について、対応概念ではその合理性を説明することができない」とし、利益平準化と対応概念について、「限界を決めるのはかなり難しい」としている。

経営者による利益操作の危険から、対応概念を否定する見解に対して、大日方(2007)<sup>69</sup>は、「利益操作の可能性を根拠に批判する議論は本質的に多くの問題を含んでいることはあきらか」であるとし、「1)利益操作による経営者の利得(経営者のインセンティブ)、2)経営者以外の主体が利益操作から被る損失、3)利益操作を抑止する手段や市場メカニズムの有無、4)利益操作を規制する手段として会計基準の変更が最適な手段であるのか」などを検討する必要性を示している。なぜならば、経営者による利益調整行動を第三者が、予測できるのであれば、「経営者の合理的な(利己的な)行動によって第三者が損害を被る」ことはなく、経営者のインセンティブを第三者が、あらかじめ知られていないのであれば、「経営者のインセンティブ—たとえば会計情報を利用した契約内容などを開示」すれば済むとしている。さらに、対応概念に対して、「批判的とはいわないまでも、消極的な見解が多く、会計基準の改訂や新設につれて繰延項目が減少する傾向」にあるとし、しかしながら、会計基準の変化については、「必ずしも概念の純化や知的な進歩のあらわれ」ではなく、「なぜ会計基準が変化せざるをえなかったのか、なにがその原因あるいは契機であるのか」を検討し、会計基準の変遷過程において、「どの問題が解決され、どれが未解決の問題なのか」を研究する必要があるとしている。

## 2.5. 貸借対照表の計算構造と利益調整

### 2.5.1. 貸借対照表の本質

#### (1) 財政状態の実質的内容(静的貸借対照表論と動態貸借対照表論)

---

<sup>67</sup> 同上、p85。

<sup>68</sup> 同上、p85-86。

<sup>69</sup> 同上、p86-87。

貸借対照表の本質をどのように理解するかについては、会計理論の歴史的発展過程からみた場合、いわゆる静的貸借対照表論と動的貸借対照表論とに分かれる。静的貸借対照表論においては、貸借対照表の本質を、一定時点における企業の債務弁済能力の表示のための、財産価値に基づく財産状態の表示機能に求める。これに対して、動的貸借対照表論では、貸借対照表の本質を、継続企業を前提とした期間損益計算の手段としての機能に求める。したがって、そこでの財政状態は、継続企業の収益力の算定・表示を課題とする期間損益計算のしくみを通じた上での、企業資本の表示として捉えることができる。

静的貸借対照表論においても、動的貸借対照表論においても、貸借対照表の直接的な表示目的が、一定時点における企業の財政状態の表示にあることに変わりはない。しかし、その場合の財政状態の実質内容は、全体としての会計構造の中に貸借対照表をどのように位置づけるかに依存し、またそのことから導き出される貸借対照表の特質によって異なる。

## (2)動的貸借対照表の特質

企業の経済基盤が確立し、継続企業の前提とされる段階では、会計報告の基本目的は、企業資本がどのように効果的に運用されたかについて、つまり企業の収益力の表示に置かれることになる。これを反映して、貸借対照表の役割は、期間損益計算の手段としての機能が第一義的なものとされることになる。このような貸借対照表を、一般に動的貸借対照表という。したがって、動的貸借対照表における財政状態の表示は、その損益計算手段としての機能に制約された内容のものとして理解されることになる。

このように、貸借対照表の第一義的な機能を損益計算の手段として把握する場合、貸借対照表は期間損益計算の連結環として位置づけられる。企業の設立から解散までの全体損益計算が可能である場合には、損益は全期間における収支の差額として計算される。しかし、継続企業を前提にする場合、損益計算は人為的に期間を区切って行われざるを得ない。ただしその場合には、一定期間になされた収支計算が、必ずしも当該期間の損益計算とは一致しなくなる。なぜなら、そこでは、もともと損益とは関係のない支出・未収入、収入・未支出（中世的収支）のほかに、支出・未費用、収入・未収益、費用・未支出、収益・未収入といった費用・収益との間に不一致が生じるからである。

この期間的なズレを意味するこれらの未解決の収支項目と現現金を総括表示したものが、実は動的貸借対照表にほかならず、それは当期の損益計算の結果を示すとともに、次期の損益計算の出発点ともなるのである。

したがって、動的貸借対照表における財政状態の表示は、時点的な意味での企業資本の現在価値に基づく財政状態(財産状態)の表示ではなく、一定時点における現金および収支未解決項目としての企業資本の状態を意味することになる。そのために、動的貸借対照表のもとでは、例えば、棚卸資産や固定資産等の財貨は、支出・未費用項目として捉えられ、その評価は必然的に支出額(取得原



価)を基礎とすることになる。また、資産の認識面、貸借対照表上に資産として計上されるものであるか否か、つまり貸借対照表能力を持つか否かの側面においても、個別的な財産価値ないし換金価値の存在よりは、むしろ収益力要因としての性質が重視されるから、財産価値の存在が認められるもののみならず、個別的な財産価値の存在が認められなくても支出の効果が将来の期間に発現するものと期待されれば、貸借対照表能力を認められ、資産として計上、支出額によって評価されることになる。また、負債の認識面においても、法的債務だけでなく、将来支出の原因事実としての費用の発生が認められるならば、そのような将来の支出額も負債を構成することになる。

財政状態の具体的な内容、つまり資産・負債・資本の内容は、会計の全体的な構造における貸借対照表の役割ないし機能によって異なるものであるが、近代会計における財政状態は、一定時点における収支の未解決状態を示すという意味で、財産状態ではなくまさに財政状態を表示している。

このように、動的貸借対照表は、収支の未解決項目をその主要な内容とする。このことは、現代の企業会計の基礎となる動態論の会計構造は、損益法・発生主義による利益計算の体系として捉えることができるが、その期間利益計算の基盤は、収支計算したがって投下資本の回収計算にあることを意味する。

## 2.5.2. 貸借対照表項目と利益調整—会計発生高

前述のように、企業会計における貸借対照表は、財政状態を表し、一定時点における収支の未解決状態を示すものとされている。この収支未解決項目は、利益調整研究では、会計発生高 (Accruals) といわれている。

大日方(2007)<sup>70</sup>によれば、「年度の利益と年度のキャッシュ・フローとの差を会計発生高(accruals)」という。「年度利益を $\pi_t$ 年度のキャッシュ・フローを $CF_t$ 会計発生高を $A_t$ 」とすると、「 $\pi_t = CF_t + A_t$ 」となり、「支出額が費用とならずに繰り延べられている場合には、 $A$ は正」となり、「現金主義ではなく、発生主義によって利益を計算するのにもなって生じるのが、会計発生高」であるとし、この会計発生高のうち、「営業活動にかかわる部分は、しばしば利益マネジメント(earnings management)を確かめる変数」として着目されているとしている。

また、乙政 (2009)<sup>71</sup>は、「会計発生高は、発生主義に基づいて計上される税引後利益(X)と当該期間の営業キャッシュ・フロー(CF)との間に生じる差異」をし、「企業会計では、原則として発生主義が採用されているので、適正な期間損益計算を行うために、収益と費用はキャッシュの収入ならびに支出とは無関係に認識」され、「税引後利益は、営業CFに発生主義の会計手続きによる部分が付加されたもの」と説明し、「会計利益の算定プロセスで、各種の会計方法

<sup>70</sup> 大日方隆(2007)「アドバンスト財務会計 - 理論と実証分析」中央経済社、p247。

<sup>71</sup> 乙政正太 (2009)「財務諸表分析」同文館出版、pp236-237。

の選択・変更や見越・繰延項目の見積・判断などが経営者の裁量」に委ねられることから、「会計利益と当該期間の営業 CF との間にはギャップが生じる」ことになり、「営業 CF には手が加わっていないことを前提にすれば(実体的裁量行動がないということ)、会計利益と営業 CF の差に経営者の操作が隠されている可能性がある」としている。

もっとも、大日方(2007)<sup>72</sup>が指摘するように、「とくに利益マネジメントをしなくても、通常は一定の会計発生高が不可避免的に生じるから、実際の会計発生高を、正常な部分(normal accruals)と意図的な操作による部分(abnormal accruals)とにどのようにして分けたらよいのかが、実証研究にあたっては、きわめて重要」であるとしている。

同様に、乙政(2009)<sup>73</sup>も、「会計発生高のすべてが経営者の裁量的行動の結果であるとは考えられず、そこには非裁量的な要素も含まれるはず」とし、会計発生高は、裁量的発生高(discretionary accruals;DA)と非裁量的発生高(non-discretionary accruals;NDA)に分けることが妥当」としている。このことによつて、「DA の情報内容に関して、なお未知の部分がある」ものの、「もし経営者の裁量的行動がまったくなければ、DA はゼロ」となり、このとき、「操作された要素が皆無であるので、利益の質は高い」と推測され、「もし DA の符号がプラスであれば利益捻出型の裁量行動が選択された」ことを意味し、これに対して、「DA の符号がマイナスであれば、利益圧縮型の裁量行動が選択された」ことを示すとしている。さらに、「会計発生高のうち経営者の裁量による要素をどのように検出するかは、実際には厄介な問題である」としている。

### 2.5.3. 資産の概念

資産の概念は、前述のように会計目的の変遷とともに変化してきた。静的貸借対照表観に基づく静態論においては、資産は換金価値を有する実物財産(財貨および法律上の権利)とされていた。また、期間損益計算を目的とする動態論においても、初期においては、資産は未費消原価(将来費用)と解されていた。しかし、資産の本質を未費消原価と解する場合には、棚卸資産、固定資産、繰延資産等の費用性資産をこの概念によつて説明することはできても、現金や売掛金等のいわゆる貨幣性資産を説明することはできない。最近の会計理論では、資産概念を一元的に説明する立場から、資産の本質を将来発現が期待される経済的便益として捉えるのが一般的になってきている。

ここに経済的便益とは、当該企業の将来の経営活動に対する役立ちであり、将来において発現すると期待されているものである。

元来、資産の本質観したがって資産の概念とその評価とは一体となって考察されてきた。しかしながら、この経済的便益説によれば、資産は、将来得られ

<sup>72</sup> 大日方隆(2007)「アドバンスト財務会計 - 理論と実証分析」中央経済社、p247。

<sup>73</sup> 乙政正太(2009)「財務諸表分析」同文館出版、pp237-238。

るべき見積現金収入額(キャッシュ・イン・フロー)を一定の割引率によって現在価値に割引いた額(割引現在価値)によって評価されることになるが、この割引現在価値は、将来の不確実な現金収入と予想利子率とによって算定されるために客観的測定値として捉えることが難しく、会計実践への導入は極めて困難である。したがって、この説に立つ限りは、資産の本質観、したがってその概念と評価とを切り離し、経済的便益説のもとでも、その評価については、取得原価基準等の別の評価基準が取られざるを得ないことになる。

#### 2.5.4. 資金動態論

現代の企業会計の計算構造の基礎にある動態論における資産の捉え方の立場として、資金動態論(二元説)という考え方がある。

これは、①資産を調達または回収された状態の企業資本と②投下された状態の企業資本の二つの種類からなっていると考える。①は、これから企業資本の循環プロセスに投下されるのを待機している形態のものと、投資本の回収された形態のものに分けられ、②は、現金が投下されて未だ回収過程に入っていない形態のものであり、将来に費用化して現金の回収に役立つものである。この見解は資金動態論(二元説)と呼ばれている。この説によれば、資産は上記のように回収形態の資産(支払目的の資産)とそれ以外の投下形態にある資産とからなることになる<sup>74</sup>。

#### 2.5.5. 資産の分類

資産の分類についての考え方はいくつかのものがある。1つは企業の支払能力を重視し、企業の財務的流動性を明らかにする流動・固定分類である。これは制度上、貸借対照表の表示の面において採用されている。

他は資産と損益計算との関係を重視する立場からの分類、もしくは資本の循環過程の観点からの分類である。

資産を企業資本の循環過程の観点から見ると、貨幣資産と非貨幣資産に分類することができる。この分類が重要な意味を持つのは、根本的には、それぞれに適用される資産の評価基準が異なるからである。つまり、企業資本の循環過程の観点からすると、貨幣資産は回収過程ないしは再投下の待機過程にあるから、将来における回収可能額を基準として評価され、非貨幣資産は資本の投下過程にあるため、過去の支出額たる取得原価基準が適用されるのである。

具体的には、企業活動は、G(資本の調達)→W(資の調投)→G'(資本の回収)→W'(資本の再投下)→…という資本循環を繰り返すことによって、貨幣の増殖を行うものである。この循環過程において、調達後いまだ資本の循環過程にされていない状態にあるものおよび投下資本の回収後いまだ再投下されていない状

<sup>74</sup> 瀧田輝巳(1996)「財務諸表論[各論]」千倉書房、p147。

態にあるものを貨幣資産という。つまり、企業資本の循環過程の観点から捉えれば、貨幣資産とは、未投下資本もしくは回収済投下待機資本である。

貨幣資産は、今後何らかの対象に投下されることが予定されるものであるから、直接・間接に支払手段性を有しているものである。したがって、貨幣資産の内容は具体的には以下のようなになる。

- ①現金および預金のように、直接的に支払手段として機能する資産
- ②企業の正常な営業循環過程において生じた金銭債権で、目下現金化のプロセスにある資産(受取手形、売掛金など)
- ③企業の正常な営業循環過程以外の過程で生じた金銭債権で、現金化することが確実に見込まれる資産(立替金、未収金、貸付金など)

貨幣資産の評価は資産の分類のところで分類基準とともに述べたが、回収過程にある資産であることから回収可能価額によって評価される。ただし、現金および預金は券面額、預金額によって評価される。

#### 2.5.6. 貨幣資産と利益調整

##### (1)貨幣資産の評価

貨幣資産の評価は、回収過程にある資産であることから回収可能価額によって評価される。ただし、現金および預金は券面額、預金額によって評価される。

すなわち、企業資本の循環過程の観点からすると、貨幣資産は回収過程、ないしは再投下の待機過程にあるから、将来における回収可能額を基準として評価され、非貨幣資産は資本の投下過程にあるため、過去の支出額たる取得原価基準が適用される。

##### (2)有価証券

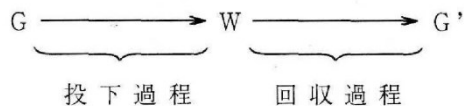
###### ① 問題点が提起される環境

経済のストック化と資金運用の多様化の中で、土地や金融資産等のストック項目に関する市場価格の急激な変動が、企業のリスクや便益を著しく増大させた。だが、それにもかかわらず、企業会計の計算の基礎となる動態論の計算構造のもとで、それらの項目が歴史的な原価もしくは過去の取引価格に基づいて評価され、リスクまたは便益がオフ・バランスとされ開示されないために、企業経営者に対するモラル・ハザードに対する監視が有効に機能せず、それらに関する含み益による経営者の利益調整がなされてきたのである。

###### ② 市場性ある一時所有の有価証券は貨幣資産か非貨幣資産か (評方法に関する問題)

ここでは、市場性ある一時所有の有価証券を前提に、議論を進めることにする<sup>75</sup>。そこでまず、有価証券の性格がいったい如何なるものであるのかを検討することにしよう。

会計の認識・測定対象は企業の経営資本(企業の経営資金)の循環過程と見られる。認識・測定対象たる経営資本の循環過程は下図のとおりである。この観点からは資産は、貨幣資産と非貨幣資産とに分類される。



【図3 資本循環過程】

(出所)筆者作成。

貨幣資産は調達された貨幣(未投下資本)および投下過程を終了して回収過程にあり、次の投下の待機中の資産(回収済投下待機資本)から成るものとされる。これに対して、非貨幣資産は投下過程にあり、回収可能性があり、または資本投下の効果が将来になお持続する未回収の投下資本である。このように考えるとき有価証券は貨幣資産もしくは非貨幣資産のいずれと解するべきであろうか。これが問題となるのは、その性格づけ如何によって会計上の取扱が異なることになるからである。

今、資産の評価方法に関してみれば、回収過程にある資産としての貨幣資産は、原則とし回収可能額ないし収入額で評価され、投下過程にある資産としての非貨幣資産は、原則として取得原価ないし支出額で評価される。

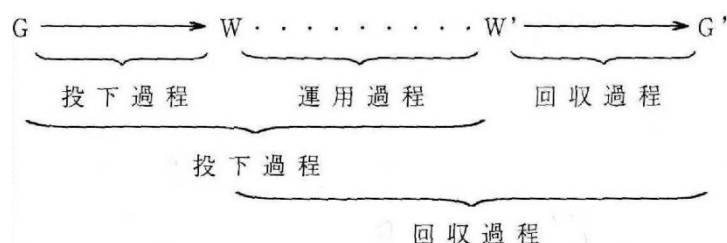
このことの必然性を貨幣資本の循環過程と関連づけて考えれば貨幣資産のうち未投下資本は外部者からの投資であり、この資金の取得にあたって取得原価は考えられない。回収済投下待機資本は回収という過程を経た結果、現在、企業の中に存在するものであり、これに取得原価はない。このことから、貨幣資本の回収過程では、調達された貨幣資本および回収された貨幣資本に取得原価は存在しないことは明らかである。取得原価は資本投下の過程での特徴的なものである。資本の投下が企業資金の投入による企業の将来的な収益に対する犠牲である以上、資本投下の過程が持続する限り、企業資金と見返りに得た財貨・用役は取得原価を持ち続けることになる。回収過程はその意味での企業資金の犠牲を生じないから、その犠牲を意味する取得原価が存在しないことは当然である。つまり、貨幣資産は投下過程が存在しないために取得原価がなく、非貨幣資産は資金の投下過程にあるために取得原価があり得ることになる。

<sup>75</sup> したがって、この節においては、以後、有価証券といった場合は、市場性ある一時所有の有価証券を意味する。

このことからすれば、有価証券は貨幣資本の外部投資への投下形態であり、資本の投下過程にある資産として捉えられるとすれば、非貨幣資産と考えられることになる。また有価証券は市場において随時に換金可能であるから、即時換金可能性を持っているといえ、しかも、その保有目的は短期的利殖目的であるから、それはすでに回収過程にあるものであるとされて、貨幣資産であると考えられることもできる。最近では、むしろこのように理解することが一般的である。したがって、この場合は、有価証券は貨幣資本の回収形態として捉えられるから貨幣資産と考えられ、それは回収可能額によって評価されることが当然とされる。

### ③ 有価証券の特殊性

通常の棚卸資産であれば、購入市場と販売市場とは別個に存在し、異なる価格形成が行われる。したがって、仮にその調達と販売とが同一時点であったとしても、当該商品の回収可能額ないし収入額と取得原価ないし支出額は異なることになる。ところが、有価証券にあつては購入市場と販売市場との機能的分化はなく、したがって、同一時点で購入と売却とが行われる場合、回収可能額ないし収入額と取得原価ないし支出額とは同一ということになる。ここに、有価証券が投下過程から直ちに回収過程に入るとされる1つの論拠がある。



【図4 有価証券市場における資本循環過程】

(出所)筆者作成。

すなわちこれは、先の資本循環過程に照らしてみれば、上図のように、その循環過程における運用過程をどのように考えるかということによって変わってくる。

第1に、資本の増加は実態としてはその運用過程において発生しているとしても、いまだそれはW'という形態にとどまっているので、これを投下過程にあるものと解し、非貨幣資産であるとするものである。

第2に、有価証券の場合は、満期まで運用し続けて額面相当の償還を受ける場合もあれば、運用中随時に売却して回収する場合もあり、どの局面で投下資本とその増減価を回収するかはその有価証券の保有主の裁量次第であるから、その運用過程を既に回収過程にあるものとして捉えることが合理的であるとす

る。したがって、この考え方からすれば有価証券は回収形態の資産であり、貨幣資産であるとされるのである。

このことは、前者の考え方をとれば、有価証券は非貨幣資産であるから原価評価が当然となり、したがって、売却等によって貨幣資産に転換されるまでは、当該有価証券に関する資本の増価(すなわち評価益)は認識されないことになる。これに対して、後者によれば有価証券は、資本の回収過程にある資産すなわち貨幣資産とされ、その評価は回収可能額(時価によることになるので、市場取引価格の上昇に伴う評価益を認識するという余地が生じることになる。

#### ④ 「企業会計原則」での取扱い

現行の「企業会計原則」では、有価証券は非貨幣資産として位置づけられているとみられる。なぜならば、有価証券の貸借対照表価額は、原則として平均原価法等の方法によって算定した取得原価によるとされるからである。そこでこの平均原価法等が棚卸資産における平均原価法等と同一のものであることが意図されているとすれば、取得原価およびそれに基づく原価配分の原則の適用を受けていることになる。

有価証券が非貨幣資産であるとするれば、上述のように取得原価によって評価されなければならない。しかもこれを制度の枠組みの中で考える以上、非貨幣資産の取得原価はそれに対して投下された貨幣額によって表現される。このことは、有価証券は確かに有価証券という資産の形態を持っているが、実はそこに投入されている貨幣資本を表現している存在に過ぎないことを意味する。このようにして貨幣資本を跡づけることによって計算される利益は、当該期間に収益の実現によって増殖した企業資本の増殖高であり、この計算は投下資本回収計算として行われる。そこでの投下資本こそが取得原価を意味するということである。換言すれば、収益によって回収すべき貨幣資本は資本投下額であるこの取得原価を限度とするのである。利益はこの資本投下額の回収後の回収余剰額である。したがって、この意味での利益計算の下では低価基準の適用によって評価を引き下げること、つまり有価証券評価損の計上はあり得ても、時価によって取得原価を投下資本額たる原価以上に修正し、その修正された意味での原価を回収しようとする、すなわち有価証券に関する評価益の計上はあり得ないことになる<sup>76</sup>。

#### 2.5.7. 非貨幣資産と利益調整

##### (1)非貨幣資産の評価 取得原価主義

---

<sup>76</sup> 井上良二(1991)「株式評価損をめぐる会計問題」『企業会計 Vol.43 No.2』中央経済社、1991年2月、pp177-182。

取得原価主義(原価基準)とは、資産の貸借対照表価額を当該資産の取得原価を基礎として決定する基準をいう。

取得原価主義は、基本的には棚卸資産、有形固定資産、無形固定資産、繰延資産等の非貨幣資産を対象とする評価基準である。また、取得原価主義の対象には、制度上、有価証券も含まれる。

費用性資産の費用化額は、当該資産の費消事実に基づいて、その取得原価(投下額)を基礎として、費用配分の原則により決定され、当期の収益に対応する当期の費用として損益計算上に計上される。

制度会計上、資産の評価において、取得原価主義を採用する理由としては、まず、資産の評価益(保有利得)の排除が挙げられる。すなわち、取得原価主義は、資産をその取得原価に基づいて評価することから、未実現利益の計上を許さないという点で、実現主義と密接な関係にあるといえる。また、取得原価主義は実際の取引価額に基づいて算定されることによる確実性、客観性という測定技術上の長所を持つ<sup>77</sup>。

取得原価主義会計においては、棚卸資産等の取得原価評価を原則とするが、これは棚卸資産等の非貨幣資産を、それらに投下され拘束された貨幣資本額によって測定していることを意味する。この点、森田(1979)<sup>78</sup>は、それはかつて何にでも投下可能であった「貨幣という形態にあった資本がこれらの資産に投下され、拘束された状態にあることを前提にした処理にほかならない」のである。

いま取得原価主義会計において、期首資本を構成している棚卸資産や固定資産などの「非貨幣資産をその取得原価で評価しているということは、それらが具現する貨幣資本を何にでも投下可能な資金とみているのではなく、かつてそのような資金であった貨幣がこれらの非貨幣資産に投下され、拘束された状態にあることを前提とした処理にほかならない。それらは、何にでも使用できる形で存在しているのではないと考えられているのであり、そのような考え方、すなわち、資金の拘束性を前提とした測定がなされているのである。これが、取得原価による資産評価の意味するところである。取得原価主義会計においては、期首資本は、このように、貨幣資産部分は資金の自由選択性<sup>79</sup>を前提として、また、非貨幣資産部分は資金の拘束性を前提として、その大きさが測定されているのであり、したがってまた、取得原価主義会計における期間利益判定の基準たる『雑持すべき資本』も、同様な前提のもとでその大きさが決定されているのである。

<sup>77</sup> 小林秀行(2001)「要説財務会計論第2版」中央経済社、p124

<sup>78</sup> 森田哲彌(1979)「価格変動会計論」国元書房、p59。

<sup>79</sup> 森田哲彌(1979)「価格変動会計論」国元書房、p58、(原典)片野一郎(1977)「貨幣価値変動会計第3版」同文館、pp936-938。AAA(1951)、Committee on Concepts and Standards Under Corporate Financial Statements、*Price Level Chnges and Financial Statements*、Supplementary Statement No.2、p27(中島省吾訳編(1964)「増訂 A.A.A. 会計原則」中央経済社、p88。



同様な考え方が、期末資本の測定においても前提とされていることは、あらためていうまでもないことである。期末資本は次期の期首資本であり、期首資本は前期の期末資本であるから」である。

とすると、「期末資本と「維持すべき資本」をこのような考え方を前提として測定し、その差額として計算したところの取得原価主義会計の期間利益は、いかなる性格の貨幣資本の純増分と考えられるのか、そして、期間利益を構成する資本の増加がどの段階でどのようにして認識・測定」されているかが問題となる<sup>80</sup>。

棚卸資産に「投下されている貨幣資本は、期首の時点では」棚卸資産に「投下され拘束された状態にあると考えられる。」この棚卸資産が「期中に販売されれば、棚卸資産に具現され、棚卸資産に拘束されていた貨幣資本の消滅が認識されると共に、その対価として流入した貨幣資本の増加が認識される。流入する貨幣資本は、多くの場合、貨幣資産の形をとっている。したがって、棚卸資産の販売は棚卸資産に投下され拘束されていた貨幣資本が流動化され、再び自由選択性資金の形に戻ることを意味する。そして、この時点で、流動化され何にでも投下可能な資金となった貨幣資本(期首には拘束されていた貨幣資本)の大きさを超えて流入した貨幣資産が、利益として認識される」のである<sup>81</sup>。

すなわち、森田(1974)<sup>82</sup>は、取得原価主義会計においては、期間利益を構成する資本の増加は、「貨幣資本がいったん何らかの財に投下され拘束された場合には、それが消滅し、その対価として貨幣資産の形で貨幣資本が流入するというプロセスを経たときに、換言すれば、拘束されていた資産が流動化されて何にでも投下可能な資金になるというプロセスを経たときに、初めて利益が認識され、消滅した貨幣資本と流入した貨幣資本との差としてそれが測定されるのである。いったん拘束された貨幣資本がその拘束の状態を続けているかぎり、その貨幣資本の大きさには変動が生じないと言えること、そして、それが流動化され、何にでも投下可能な資金に変わるというプロセスを経たときに、初めて、資本の純増減が生じたと考えること、これが取得原価主義会計における資産の取得原価評価の、そしてまた損益認識の意味するところである。とすれば、それはまた、取得原価主義会計を支える基準であるところの実現主義の意味でもある。すなわち、取得原価主義会計を支える基準としての実現主義とは、いったん何らかの財に投下され拘束された貨幣資本については、それが消滅し、その対価として何にでも投下可能な資金の形で貨幣資本が流入した場合に、初めて利益を認識するという基準である。それは、拘束されていた資本の流動化が生じたことを、利益認識のメルクマールとするものである。かかる流動化が行なわれず、拘束の状態が続いているかぎり、利益の実現はないのである」としている。

<sup>80</sup> 森田哲彌(1979)「価格変動会計論」国元書房、pp59-60。

<sup>81</sup> 森田哲彌(1979)「価格変動会計論」国元書房、p60。

<sup>82</sup> 森田哲彌(1979)「価格変動会計論」国元書房、p61。

## (2) 棚卸資産の低価法と利益調整

棚卸資産とは、通常の営業活動において、販売または費消を目的として短期に保有され、その費消が数量的に把握できる費用性資産をいう。

棚卸資産の費用配分とは、棚卸資産原価(期首在高と当期仕入高の合計額)を、当期の収益に対する当期の費用(売上原価)と、将来の収益に対する次期以降の費用(期末在庫の評価額)とに配分することをいう。「費用=消費量×単価」であるから、棚卸資産の費用配分は、数量計算の方法と単価計算の方法との組合せから把握される。

ここで、上記の費用配分とは異なる方法として、低価法がある。この低価法とは、期末の時価と原価とを比較して、どちらか低い方の価額をもって当該資産の評価額とする評価方法をいう。

この低価法の本質については、次の2つの見解が存在する。

まず第1に、低価法の本質を保守主義に求める見解である。すなわち、この見解によると、低価法は、原価と時価とを比較して、いずれか低い方に基づいて資産を評価する方法であるから、「予想の利益はこれを計上せず、予想の損失はこれを積極的に計上すべし」とする保守主義のあらわれであると考えられる。このような見解のもとでは、低価法は、あくまでも資産評価の基本原則である原価主義に対する例外的な評価方法であると解されることになる。このように保守主義の立場から低価法を取り上げると、それは、棚卸資産への投下資本の回収と捉えられる。

第2に、低価法の本質を原価主義の論理に基づいて説明する見解である。すなわち、低価法を取得原価主義の例外とみるのではなく、それを原価主義の枠内で捉え、その枠内での1つの評価方法とみる立場である。この立場には、さらに2つの見解がある。

### ① 回収可能原価説

低価法を棚卸資産に投下された原価の回収可能価額を測定する方法であるとみる見解である。この見解によると、棚卸資産として次期に繰り越されるべき価額は、通常の営業過程において回収可能と認められる原価部分であるが、時価の下落分はこの回収可能原価の減失、すなわち、回収不能な原価部分をあらわすから、低価法を適用してこの部分を切り離し当期の損益に計上し、回収可能原価のみを次期に繰り越すことが必要となる。

### ② 残留有効原価説

低価法を棚卸資産原価の持つ効用ないし有用性（販売において正常な利益を稼得する能力）を測定する方法であるとみる見解である。この見解によると、棚

卸資産の時期繰越価額は、棚卸資産に残留する有用原価であるが、時価の下落分は、この原価のもつ有用性の減少を意味する。そこで、低価法を適用して、この有用性を失った原価部分を当期の損益計算に吸収・再配分し、残留有報原価部分のみを貸借対照表価額として次期へ繰り越すことが必要となる。

この低価法による費用配分に対して、大日方(2007)<sup>83</sup>は、「在庫品の評価益が無視される一方で、なぜ評価損だけが計上されるのかは、検討を要する問題」とし、費用配分の論拠についても、「保守主義や実務慣行が挙げられるが、再検討の余地」があるとし、理論的に説明できないとすると、低価法と「他の計算ルールとの整合性を問うことの意味が疑わしくなる」とし、さらに、この方法については、「会計情報をより有用なものにするのかは、実証的に分析してみなければならぬ検討課題」であるとしている。

この低価法の適用については、経営者の恣意性が介入する余地があり、当然に、利益調整の手段となる余地がある。

### (3)固定資産と利益調整

#### ① 固定資産の意義

固定資産とは、継続企業の前提のもとに、貨幣の増殖を目指して生産または販売という経済活動を営む企業において、販売ではなく、使用または利用することを目的として長期にわたって保有され、かつ、原則として、減価償却によって費用の配分が行われる費用性資産、および企業に投下された資金が長期間拘束・固定化されて企業に残留し、結局は、企業に経済的便益をもたらす投下資産のことをいう<sup>84</sup>。

このように、固定資産は長期にわたり使用または利用することを目的として保有されるものであり、企業資本の側面からみると、企業の内部に残留している固定化された投下形態にある資本、すなわち固定資本の实在形態である。一方において、棚卸資産であっても常時在庫を保有するのであれば、そこに投下された資本は固定的と考えることができる。したがって、固定資産と棚卸資産は、同じく投下形態にある企業資本といっても、両者を区別するものはその保有目的にあるということができる。

#### ② 固定資産の取得原価

有形固定資産は、企業がその将来的な役立ち(収益の獲得)を期待して、その役立ちを一体として取得するものであり、現行制度上取得原価がその役立ちを表すものと考えて取得原価によって評価される。つまり取得原価基準が適用され

---

<sup>83</sup> 大日方隆(2007)「アドバンスト財務会計 - 理論と実証分析」中央経済社、p111。

<sup>84</sup> ただし、土地は例外である。

るのである。この取得原価は、有形固定資産の貸借対照表価額決定の基礎となるばかりでなく、費用配分の原則によってその取得原価のうち使用等に基づく減価部分が費用として各期に配分され(減価償却計算)、収益との対応計算によって期間利益が算定されるのであるから、これをどれほどの大きさにするか決定、つまり取得原価の決定は取得原価主義会計のもとでは極めて重要な問題である。

特に問題となるのが、低廉譲受、交換、無償取得など、通常の市場取引ではない場合である。

これらの場合の資産の測定方法としては、次の3つの考え方がある。

まず第1に、支払対価主義である。これは、受入資産(自己所有の固定資産と交換により取得した固定資産)の取得原価は、引渡資産(交換に供された自己資産)の適正な簿価により決定されたとする見解である。

ここに適正な簿価とは、一般に提供資産の取得原価から適正な減価償却による交換時までの減価累計額を控除した未償却原価としての帳簿価額を意味する。

この見解は、資産の取得原価が企業の経験した確定的な取引事実を表現するものとして実際の支出額により決定されたとする考え方に立ち、特に同種・同一用途の固定資産相互の交換を前提に、固定資産相互の用役の連続性ないし資産の同一性を仮定し、さらに交換は原則として等価交換であり、交換により損益は発生しないことを論拠としている。

すなわち、提供資産の簿価は未回収の支出額を表わしているので、資産の取得原価が実際の支出額に基づいて決定されるという考え方に整合するとともに、実現主義との関連により貨幣性資産の裏付けのない利益を排除することとも整合することになるのであり、また、用役の継続性ないしは資産の同一性から、提供資産の簿価が受入資産にそのまま引継がれることになるからである。

第2に、即時払現金対価説である。これは、受入資産の取得原価は、引渡資産の時価により決定されたとする見解である。

この交換時における提供資産の時価(公正な市場価格)をもって受入資産の取得原価を決定するとする見解は、一般に受入資産の取得原価が取得時の対価としての支出額により決定されたとする支出(額)基準を根拠としている。

すなわち、交換を売却取引と購入取引との複合取引と擬制し提供資産をいったん売却し、その売却代金で受入資産を購入したと仮定することにより、受入資産の取得原価は、通常の資産の取得と同様に、その対価としての支出額をもつて決定することになると考えることによる。

なお、この考え方からは、引渡資産の簿価と時価とが異なるときには、売却差損益が認識される。

第3に、受入価値主義である。これは、受入資産の取得原価は、受入資産の時価により決定されたとする見解である。

この交換時における受入資産の時価(公正な市場価格)をもって受入資産の取得原価を決定するとする見解は、資産の取得原価が基本的には、取得時における当該資産の経済的価値を反映すべきであるとする考え方を根拠とする。

通常、支出額により取得原価を決定するのは、市場交換一般において、支出額が受入資産の経済的価値を示す公正な市場価格を反映しているとみられるからである。したがって、支出額が受入資産の公正な市場価格を反映していないときは、受入資産の取得原価は、出額から独立してその公正な市場価格により決定されると考えることによる。なお、この場合には、一般に交換差損益が認識される。

上記のいずれの論拠を採用するにせよ、通常の市場取引以外で取得した低廉譲受、交換、無償取得などの場合、取得原価の測定には、経営者の恣意性が介入し、利益調整の手段となる余地がある。

### ③ 固定資産の減価償却と利益調整

有形固定資産は、その全体的な用役の費消をもって営業活動に貢献しているため、棚卸資産のように具体的な費消を直接把握することができない。このため、有形固定資産の費用配分にあたっては実際の費消に即さず、一定の仮定に基づいて費用配分がなされる。

具体的には、有形固定資産の多くは、時の経過や使用などによって徐々にその機能を消耗(減価)しながら、その役務を長期にわたって提供し、収益獲得に貢献する。

したがって、役務を長期にわたって提供する以上、その取得に要した対価・支出額を取得した会計期間または除却した会計期間のみの費用とするのは合理的ではない。

つまり、長期にわたって使用により収益を獲得する固定資産の費用化は、使用により獲得された収益との対応計算を行うべく、それが使用される期間にわたってなされるべきである。

ここで、前述のように、棚卸資産は販売を目的として短期的に費消されるものであり、その費消は部分的であるため、消費量を物量的、客観的に把握することができる。このため、棚卸資産の費用化は、払出数量にその単価を乗じることによって容易に行いうる。

これに対し、固定資産は使用を目的として保有され、長期的に、一会計期間以上にわたって費消されるものである。そのうえ、有形固定資産は全一体として使用されることで減価が発生するという性質を持つ。

このことから、固定資産については、一会計期間における消費量を物量的・客観的に把握することができないにもかかわらず、適正な期間損益計算をおこなうためには有形固定資産の取得原価を費用として耐用期間の各期に配分する必要が生じる。

しかし、ここで、そのような費用配分をおこなう際に、その測定を企業の任意に任せるとするならば、数値の検証可能性を欠くことになる。

そこで、有形固定資産の減価を社会的な合意に基づいて仮定し、その仮定に基づいて費用化を行うという方式が採用される。

この方式を減価償却と呼ぶのである。ここに、減価償却とは、ものを使用すれば価値が喪失するという事実認識に基づいて、固定資産の取得原価から、廃棄の際の見積処分価額を差し引いた償却総額を、一定の計算方法によって、それを使用するすべての会計期間にわたって減損する価値分を費用として則的・継続的に配分し、その配分計上額だけ、資産の繰越価額を減少させる会計上の手続きまたは技術をいう。さらに、前記のような社会的な合意に基づいた一般に認められた方法により、每期規則的・継続して行う減価償却を特に「正規の減価償却」という。

この減価償却の目的は、上記から明らかなように、費用を適正に配分することにより期間損益計算を適正に行うことにある。

なお、減価償却は、すでに決定された取得原価を各期に配分する手続きないし過程であり、価値判断としての評価の過程ではない。

利益調整とのかかわりでは、社会的合意の下とはいえ、減価償却は、一定の仮定計算でしかないため、その方法の選択、耐用年数の見積など、利益調整の手段として、経営者の恣意性が介入する余地がある。

#### (4)繰延資産と利益調整

##### ① 繰延資産の意義

すでに対価を支払いまたは支払義務が確定し、これに対する役務の提供を受けたにもかかわらず、その効果が将来にわたって発現する費用は、会計上、その効果が及ぶ期間に合理的に配分するため、経過的に貸借対照表に繰延資産として計上する。これを繰延資産という。この繰延資産は、通常、売却価値をもたず、売却価格をもたない点において、棚卸資産や固定資産と異なる。また、すでに役務が提供されている点で、前払費用とも異なる。

##### ② 繰延経理の根拠

繰延経理をする根拠は基本的には、①費用収益の対応を重視した期間損益計算の適正化にあるとする。すなわち、繰延資産は提供を受けた役務による効果が当期のみならず次期以降に発現するか、または、当期には全く発現せず、むしろ次期以降に発現するものと期待される場合に、収益との対応関係を重視して、数期間の費用として配分することにより、費用と収益との合理的な対応に基づく適正な期間損益計算の達成を根拠とする。

これに対して、②繰延経理の根拠を費用の平準化とする見解がある。この費用の平準化とは、その支出額の全額を当該支出期の費用とすると、その期にのみ多額の費用が計上され、期間利益の比較性が損なわれるから、これを数期間の費用として配分して、期間負担額の平準化を図り期間利益の比較性を保持することを意味する。

この費用の平準化の思考を繰延経理の根拠におくのは、繰延資産について将来の効果の発現には多くの不確実性が伴うことによる。すなわち、繰延資産について将来の効果の発現をもたらすものとして資産としての属性を認め、将来の費用と収益との合理的対応により期間損益計算の適正化を図るためには、繰延資産について将来享受しうる効果・収益との因果的対応関係に基づく償却を行わなければならないが、そのような償却は多くの繰延資産について、困難ないし不可能である。したがって、実際的な解決方法として費用の平準化を図る処理によるという考え方が採られることになる。

### ③ 利益平準化による利益調整の排除

たとえば、繰延資産としての試験研究費について、①試験研究が成功して特許権などの工業所有権を取得した場合、当該試験研究費の支出額または未償却額を特許権などの無形固定資産に振替え、失敗した場合には、その支出額又は未償却額を全額償却すべきとする見解と②試験研究の成功・失敗にかかわらず、当該試験研究費について従来 of 規則的償却を行うべきとする見解がある。

①の見解は、繰延資産としての支出の効果が、次期以降及ぶ場合、その効果の発現に伴い発生しうる収益との対応関係を重視して、期間損益計算の適正化のためその効果の及ぶ期間に配分すると考えるのである。すなわち、費用収益対応の原則を重視する期間損益計算の適正化を論拠とする。

したがって、試験研究が成功し、特許権等を取得した場合、当該支出ないしは未償却額を当該無形固定資産に全額振替え、収益との対応関係の一一層の合理化を図り、また失敗した場合は、将来の収益獲得になんら貢献しえないのであるから、全額償却すべきものと解する。

②の見解は、繰延資産としての支出を全額その支出期の費用とすると、その期にのみ多額の費用が計上され、期間利益の比較性が害されるから、これを数期間に配分して、期間負担額の均分化ないし平準化を図ろうとすることにある。このように、負担の平準化の思考を重視し、比較可能な期損益を計算する期間損益計算の正常化を論拠とする。したがって、試験研究についても、その成功・失敗にかかわらず、従来 of 規則的償却を行うことにより、正常な損益計算は完全に保たれるとみる。

このように、利益平準化の考え方では、費用収益の対応を図ろうとはせず、償却の影響を埋没させることで、恣意性を排除し、利益調整の余地を排除できる。

## 2.5.8. 負債と利益調整

### (1)負債の意義

負債とは、当該企業が負うべき経済的負担であって、かつ、貨幣額によって合理的に測定できるものをいう。すなわち、負債は、当該企業にとって、金銭もしくは物的財貨または用役を提供すべき義務を意味し、企業会計制度上、その義務額が貨幣額によって合理的に測定され、貸借対照表の負債の部に記載される。その結果、貸借対照表に記載された負債の額に相当する資産の額が、法的または経済的に拘束されることになる。

負債は大別して法的債務たる負債と会計的負債に分けられる。

#### ① 法的債務たる負債

金銭弁済義務ないし財貨・用役提供義務という法的債務をあらわす。

#### ② 会計的負債

法律上の債務ではないが・債務と同じく・将来資産が減少しまたは役務を提供することを必要とするものである。

収益力の計算表示を基本目的とする近代会計にあつては、法的に給付義務が確定している資金源泉だけでなく、将来における給付義務の原因をなす事実が当期に発生しており、しかもその事実が当期の収益と対応している限り、そのような経済事実もまた負債として認識される。すなわち、近代会計における負債の認識条件は、法的な確定給付義務の存在のみならず、正常な経営活動の継続を前提としての経済的な給付義務の原因事実の存在に求められることから、法的な債務以外のものも負債であるとされるのである。そのような負債項目を会計的負債という。

負債の評価の評価については、以下のとおりである。

確定債務は、その金額は当事者間の契約によって確定しており、また貨幣価値の変動によっても、通常はその額は変わらないので、その契約価額で評価される。

未払費用や前受収益などの経過勘定項目は、発生主義の原則(時間基準)に基づき、費用の繰延処理または収益の見越処理を行った結果として、未経過期間に対応する金額で評価される。

負債性引当金は、期間損益計算上、当期の収益にかかわる将来の特定の費用または損失の額を確率計等によって合理的に見積って計上した結果生ずる貸方項目であるから、そのような見積額で評価される。

### (2)引当金と利益調整

#### ① 引当金の意義



将来の特定の費用又は損失であって、その発生が当期以前の事象に起因し、発生の可能性が高く、かつ、その金額を合理的に見積ることができる場合には、当期の負担に属する金額を当期の費用または損失として、引当金に繰入れ、当該引当金の残高を貸借対照表の負債の部に計上するものとされている。

すなわち、引当金とは、当期以前の事象に起因して財貨・役務の費消・消滅に伴う支出または収入減少が将来生ずる可能性が高いと予想し得る特定の費用または損失ないしは収益の控除について、費用収益の合理的対応に基づく適正な期間損益計算の観点から、当期収益に負担させるべき費用または損失ないしは収益の控除として、見積り計上することによって計上される貸方項目である。

## ② 引当金計上の要件

引当金計上の要件としては、次の4つがある

- ・ a将来の特定の費用又は損失であること
- ・ bその発生が当期以前の事象に起因すること
- ・ c発生の可能性が高いこと
- ・ d金額を合理的に見積もることができること

a「将来の特定の費用または損失」については、「特定の」ということから、費用または損失が個別的に確認できることが要求され、事業全体に予測されるような将来の一般的危険に対しては引当金を計上できない。

b「将来の特定の費用または損失の発生が当期以前の事象に起因する」とは、将来なんらかの事象が生起し、その結果として特定の費用または損失が実現すると予想されるときに、将来における事象の生起する原因となる事実が当期以前に存在していることである。引当計上を行う決算期の事象、またはそれ以前の期の事象と将来における事象の間に因果関係が要求されているのである<sup>85</sup>。当期以前の原因事象は、具体的には売上割戻引当金であれば、売上割戻しが行われる商品の販売、退職給与引当金であれば、従業員の労務提供の事実などが該当することになる。

c「発生の可能性が高い」とは、将来において費用または損失を生ぜしめる事象の生起する確率が高いことを意味している。

d「金額を合理的に見積もることができること」についてであるが、これは2つの内容を含んでいる。1つは見積方法の合理性であり、2つめは、見積りにより算定した金額の合理性である<sup>86</sup>。

---

<sup>85</sup> したがって、例えば、数年後に予定されている創立記念事業のための支出に備えて、創立××周年記念事業引当金を設定しようとする場合、bの要件を充たしているとはいいがたく、引当金の計上は認められない。

<sup>86</sup> また、自社製品を販売し、その結果生じ得る将来の損害補償損失に備え、損害補償損失引当金を設定しようとしてもcないしdの要件を充たさない限り、引当金の計上は認められない。

### ③ 引当金の設定論拠

引当金の計上と発生主義の原則との関係については、異なる考え方がある。

a発生主義における「発生」の意味を、財貨・役務の実際の費消事実限定する考え方と、bその「発生」の意味を、財貨・役務の実際の費消事実限定せず、財貨・役務の実際の費消は将来であっても、その原因となる事象の発生も含める、これを特に原因発生主義という、という考え方とがある。引当金の計上と発生主義の原則との関係は、発生主義の内容をどのように捉えるかによる。

#### a費用収益対応の原則

費用収益対応の原則とは、一般に、収益と費用との間に因果関係を措定しようとするものであり、通常は費用の発生が収益の発生よりも時間的に先行するものと考えられる。しかし、収益の発生が費用の発生よりも先行する場合は、費用と収益を対応させるために、収益が認識された期に費用を見越計上しようとする考え方がある。この場合も、やはり基礎となる考え方は費用収益対応の原則であるといえる。

すなわち、これは、発生主義における「発生」の意味を、財貨・役務の実際の費消事実限定する考え方によると、引当金の計上は、発生主義の原則の適用外とされる。したがって、この見解によれば、引当金の計上は、発生主義とは別個の引当基準ないし費用収益対応の原則によるものであり、未発生事象に係る費用または損失を見積計上するためのものと解することになる。

#### b原因発生主義

一般に費用の発生とは、財貨・用役の費消と、それと同時に生じてくると推定されている経済価値の減少を意味する。しかし、財貨・用役の費消が未だ生じていなくとも、その原因事実の発生をもって経済価値の減少を把握しようとする考え方がある。これを、原因発生主義という。

すなわち、これは、発生主義における「発生」の意味を財貨・役務の実際の費消事実限定せず財貨・役務の実際の費消は将来であっても、その原因となる事象の発生も含める原因発生主義という考え方によれば、引当金の計上は、発生主義の原則の適用であるとされる。すなわち、この見解によれば、引当の対象となる事象、財貨・役務の費消事実は未発生であるとしても、その原因となる事実、原因事実は既に発生しているから、その原因事実を捉えて引当金の計上はなされると解することになる。

### ④ 引当金と偶発債務

前述のように、引当金の要件として、c発生の可能性が高いこと、d金額を合理的に見積もることができることとがある。これは、下記の偶発債務のうち、

発生 の 蓋然性 が 高く、かつ、金額 の 見積り 性 が 高い もの が 引当金 である という 関係 に ある。

保証損失引当金と損害補償損失引当金などは、ともに偶発損失にかかわる引当金であるといわれている。ここに偶発損失とは、将来発生 の 可能性 の ある 事象 によって 生じる 財貨・用役 の 流出 や 識失 による 損失 を いう。偶発損失は、偶発債務と異なり、その損失の発生 の 可能性 が 高く、かつ、その金額 を 合理的 に 見積り することができる 場合 には、引当金 として 設定 することができる。

偶発損失にかかわる引当金が設定されるのは、一般に、企業環境の不確実性に対応するためであるとされる。昭和57年以前の企業会計原則においては、偶発損失にかかわる引当金の計上は認められていなかったが、企業を取り巻く環境の流動性が激しくなり、企業が偶発損失を負担しなければならないリスクも増大してきた。そこで、こうした環境の変化に対応して、偶発損失にかかる引当金の計上を認めることにしたのである。

以下において、この偶発債務についてみる。

#### i) 偶発事象の意義

国際会計基準第10号「偶発事象および後発事象」において、「偶発事象とは、貸借対照表日において存在する状態または状況であって、その最終的な結末としての利得または損失が未確定な将来事象の発生または不発生によってのみ確認されるものをいう。」(第3項)、すなわち「偶発事象とは、貸借対照表日において存在し、かつその財務的影響が将来発生するかもしれないし、あるいは発生しないかもしれない事象によって決定されるような状態または状況に限定される。」(第4項)と規定されている。

ゆえに財務諸表の作成にあたって、決算日現在発生している事象のうち、例えば見積りによる不確実性が存在するとの条件だけで偶発事象を構成するものではないのである。

#### ii) 偶発事象の性質

偶発債務とは、「債務の保証、引渡済みの請負作業又は売渡済の商品に関する各種の保証、係争事件に対する賠償義務、先物売買契約、受注契約その他現実に発生していない債務で将来において当該事業の負担となる可能性のあるものをいう。」(「財務諸表等規則取扱要領」第131)とされている。

偶発債務は費用または損失として確定するまで負債としての認識が行われず、財務諸表に全くまたは一部しか開示されないケースが少なくないこと、また不確実性をもった原因の発生からそれが顕在化するまでの期間が比較的長期間にわたり、費用または損失として確定し負債として認識される段階では、その金額が巨額に達するケースも少なくないこと等の性格がある。

したがって、どの段階で偶発債務を認識し処理するかによって、会社の財政状態や経営成績に著しい影響を与える場合が多いため、偶発債務の処理の処理、および開示は会社ならびに利害関係者にとって重要な関心事である。偶発債務の代表的なものとしては、次の例がある。

### iii) 裁判事例による検討 係争事件と会計の取扱い

企業は社会に対して良質かつ有用な財貨・用役を提供するという社会的役割を果たしている。ところが一方において、一部の企業は大気汚染、水質汚濁、土壌汚染、騒音、振動、地盤沈下等の産業公害、薬品販売による薬害等種々の公害を発生させており、それらの公害を起因とする係争事件が多く発生している。

また情報の多様化、産業技術の高度化・複雑化等に伴って、それら技術を使用しないしは利用するに際して、各種の権利義務および使用対価の有償・無償をめぐる係争事件も、最近発生してきている。このような係争事件に関する情報ないし会計方針を企業がどのように開示し、利害関係者に情報を提供するかは、企業の秘密保持の面をも考慮に入れなければならないため、企業にとって今後ますます重要な課題と考えられる。

通常、各種の公害等に係る係争事件については、被害者が環境汚染等の公害により損害を被った状態または状況の認識を確認させるまでに相当の期間が経過しているものである。

訴訟事件として裁判所に提訴された場合でも、裁判の進行状況と損害の状態または状況の認識は、次のごとく時系列的に進展していき、それに伴って会計上の取扱いに対する判断も、その展開いかんによって左右されるものと考えられる。

#### (第1段階) 係争事件が発生し、裁判所に提訴された場合

係争事件が発生した時、重要な訴訟事件等である場合は、その概況を財務諸表に記載することになる。この重要性の判断は、損害賠償の全額による重要度の判断が中心となるが、これらの訴訟は企業の将来の経営基盤を揺がすほど重要な問題に発展することも多いので、開示に際しての重要性の判断については、慎重性と長期的な展望をもつことが必要とされる。

#### (第2段階) 裁判が進行している段階

裁判の進行状況が企業にとって有利かまたは不利かの可能性の鮮明度を判定する。すなわち、勝訴の可能性または敗訴の可能性、和解の可能性等、移行してゆく状況および裁判の進行における環境の変化に伴う判断を的確に行う必要が生じてくる。

この段階においては、債務である引当金の計上か、偶発債務としての認識かを区分することが重要である。注記によって開示される偶発債務は、損失の発生の可能性が高く、かつある程度予想されるもののうち、損失金額の合理的な

見積が可能であるとして引当金の計上を行ったもの以外のものが開示の対象となるのである。

(第3段階)裁判の最終審で判定が決定した段階

裁判の最終審での決定によって、例えば敗訴した場合、当該損失は債務そのものとして認識・測定され、流動負債または固定負債に計上されなければならない。なお、一審判決後控訴手続をとった場合、会計上少なくとも、引当金を設定しておくことが妥当な処理と考えられる。

## ⑤ 引当金と利益調整

以上みたように、引当金の計上は、偶発債務の中から、発生蓋然性を検討し、金額の見積方法および算定した金額に合理性があるか判断する必要があり、経営者の判断の余地が多分にあることから、利益調整の手段として用いられる可能性が大きい。

## (3) リース取引と利益調整

法形式よりも経済的実質を優先するという立場から、ファイナンス・リース取引については、原則として通常の売買取引に準じた会計処理を行うこととされている。

この場合の貸借対照表価額の決定について、小林(1998)<sup>87</sup>は、「現行制度会計における資産の評価基準は原則として、実際の支払対価により入帳された資産の取得原価にもとづいて当該資産の貸借対照表価額が決定される取得原価基準である。

ファイナンス・リース取引による調達資産の取得価額の決定において、現在価値が用いられる場合がある。ただし、リース取引において用いられる現在価値は、将来得られるべき見積現金収入を将来の予想利子率で現在価値に還元する割引現価基準のように、将来の不確実な現金収入と予想利子率にもとづくものではなく、確定しているリース料総額を過去ないし現在の合理的な利子率で割り引くものであり、確定的なリース料総額のうち利息相当額を除いた部分がリース資産の取得価額となるのであるから、取得原価基準の枠内にあると解される。しかし、利息の計算上、多少とも見積要素が介入しうるので、リース取引会計基準では、「リース料総額から利息相当額を除いたリース資産の入帳価額について、取得原価といわずに取得価額相当額と呼んでいる」としている。

この点、加古(1994)は、リース物件の取得価額について、次のように述べている<sup>88</sup>。まず、借手側においてはリース契約開始時において、リース物件の取

<sup>87</sup> 小林秀行(1998)「要説財務会計論」中央経済社、p197。

<sup>88</sup> 加古宜士(1994)「リース会計基準をめぐる主な論点」新井清光・加古宜士編著『リース取引会計基準詳解』中央経済社、p11、32。

得価額を決定する必要があるが、この場合には、現行の取得原価主義会計が基本的にとっている資産の取得原価の決定の論理と「整合的な論理」が採用されなければならない。その論理とは、受け入れた資産の会計的な評価額は支払われた対価の大きさに測定するという論理である。

ファイナンス・リース取引によって資産を取得した場合について、この考え方を当てはめてみると、リース取引では、通常の売買取引においてその代金を即金で支払った時の価額に比べて、リース料総額の方が相対的に大きくなるが、このように、即金で支払った場合の価額とリース料総額との間に差額が生ずるのは、リース開始時に合意されたリース料総額が利子の要素を含めた金額として決定されているからにはほかならない。そうであるならば、リース料総額は、これを少なくとも次の2つの構成要素に分解することができる。すなわちリース料総額の現在価値に相当する部分と、時の経過と共に発生するであろう利子の部分とがそれである。

この場合、リース契約開始時におけるリース物件の取得価額は、リース料総額から、将来発生するであろう利子の部分を除去し、当該物件を即金で購入したと仮定した場合の価額すなわち即時現金払対価とすることが合理的であり、利子の要素は、それが発生するであろう将来の会計期間の費用として処理すべきである。

この基本的な考え方は、上述のとおり、「リース物件の借手にとって、リース契約開始時におけるリース料の総額と当該資産の即時現金払対価との差額は、将来、時の経過に従って発生する利息相当額であり、したがって、ファイナンス・リース取引を通常の売買取引に準じて処理する場合、この利息相当額を除去した後の金額こそが当該資産の取得時における適正な対価すなわち取得価額とみるべきである」という考え方である<sup>89</sup>。

ただし、加古(1994)<sup>90</sup>は、次の点の注意を促している。すなわち、「ここで注意しなければならないのは、リース取引において、資産の評価基準として、公正評価額基準や割引現在額基準を唐突に導入したわけではない」ということである。

「もともと、リース取引では、リース料が每期、年金で支払われていくわけであり、キャッシュ・フロー、借手側からみればキャッシュ・アウトフローが生じる時期とその金額は確定している。借手側からみて、このように確定的・客観的な支払リース料総額のうち、その一部は取得原価に算入され減価償却の手続きを通じて各会計期間に配分されるとともに、他の一部は利息として認識され各会計期間に配分される。その配分額が、減価償却費として計上されるか、利息として配分されるかの違いはその総額については、いずれも契約に基づい

<sup>89</sup> 加古宜士(1994)「リース会計基準をめぐる主な論点」新井清光・加古宜士編著『リース取引会計基準詳解』中央経済社、p11。

<sup>90</sup> 加古宜士(1994)「リース会計基準をめぐる主な論点」新井清光・加古宜士編著『リース取引会計基準詳解』中央経済社、p11。

て決定された数値を基礎として配分が行われるのであるから、少なくとも計算の出発点となるべき数値はきわめて客観的であるといえるのである。

現行の会計実践においても、会計担当者の見積りや判断が介入するケースは少なくないのであって、たとえば、固定資産の減価償却については、耐用年数や残存価額に見積の要素が介入するのはさけられないところである。それでもその計算が合理的であるとされるのは、取得価額という客観的な数値を基礎にして計算が行われるからである。

リース取引についても、支払リース料総額という金額は確定しているのだから、その配分についても若干の見積もりが介入したとしても、現行の企業会計制度における会計数値の客観性・検証可能性という要請に背反するものではない<sup>91</sup>。

ただし、「この利息相当額がいくらであるかは、借手側で明確に把握できないことが多い。」その場合、「なんらかの方法によって利息相当分を見積計算しなければならないことになる。」この場合には、「特定の利子率を用いて利息の計算に現在割引価値法を適用する」ことを予定している。「利子率に何をを用いるかは『基準』では明確にされていないが、『実務指針』では、借手が貸手の計算利子率を知り得る場合は当該利率とし、「知り得ない場合は借手の追加借入利率としている。いずれにしても、この利子率は、将来のものではなく、過去の利子率あるいは現時点での利子率が用いられるため、利子率の計算に将来に対する不確実性の要素は介入しない」ことになる<sup>92</sup>。

このように、リース取引においては、貸手側から明示されない利息の計算に当たって現在割引価値法の適用を要求するが、それは「あくまでも契約によって確定している支払対価の中から、過去または現在のなんらかの利子率を適用して計算した残りの部分が取得原価であると規定した」のであって、「資産の評価基準として、現在割引価値法の採用を認めた」ということではない<sup>93</sup>。

したがって、加古（1994）は、「このようにして計算された金額も取得原価主義の枠内でのもの」と解することができるとし、しかし、それでもなお、「利息の計算にある程度の見積要素が介入する余地があるため、リース料総額から利息相当額を控除した残額を取得原価と言わずに、これを取得原価相当額と呼んでいる」のであるとしている<sup>94</sup>。

---

<sup>91</sup> 加古宜士(1994)「リース会計基準をめぐる主な論点」新井清光・加古宜士編著『リース取引会計基準詳解』中央経済社、p12。

<sup>92</sup> 加古宜士(1994)「リース会計基準をめぐる主な論点」新井清光・加古宜士編著『リース取引会計基準詳解』中央経済社、pp32-33。

<sup>93</sup> 加古宜士(1994)「リース会計基準をめぐる主な論点」新井清光・加古宜士編著『リース取引会計基準詳解』中央経済社、p33。

<sup>94</sup> 加古宜士(1994)「リース会計基準をめぐる主な論点」新井清光・加古宜士編著『リース取引会計基準詳解』中央経済社、p33。

以上みたように、リース取引においては、リース料総額を基礎とするため、利息相当分と取得原価相当分の総額の費用配分額は一定となるため、ここに利益調整の余地はない。

しかし、利子相当額の算定上、借り手において利息相当額が把握できない場合には、過去の利子率あるいは現時点での利子率を用いて利息相当額を見積もることとなるため、利子率の計算に不確実性の要素は介入しないにしても、利息として費用配分する額と、減価償却費として費用配分する額との間に、利益調整の余地がある。

## 2.5.9. 資本と財務政策

### (1)資本と利益の区別の必要性

資本と利益の区別、したがってまたそれらの源泉をなす資本取引と損益取引との区別は、それが企業の財政状態および経営成績の適正な表示という企業会計本来の目的の達成のために不可欠である。

企業会計は、企業資本の運動を有機的・統一的に把握することによって、資本の期間増殖高としての利益と期末有高構成としての資産・負債・資本の状況とを算定・表示することを課題にしている。この場合、企業資本の増殖高としての利益というのは、企業資本の運動に基づいて生ずる資本の稼得額を意味する。これらの資本の稼得額は、利益処分の後、稼得資本として、資本の一部を構成することになるが、それは元手として運用され費消された資本の額を超える余剰分に他ならない。

他方、企業資本は、上記のような資本運動以外の原因によって増加する。例えば、増資による増加などがそれである。しかし、この倍の増加はあくまでも資本の増殖のために運用される元手それ自体の増加額であって、資本の運用によって初めて生ずる資本の増殖額としての利益とは性格を異にする。したがって、企業会計上、資本の運用に関する取引つまり損益取引と、資本それ自体の直接的な変動に関する取引つまり資本取引とを、明確に区別する必要があるのである。

したがって、また、このことは資本の増殖額として稼得された利益が、その後資ないし利益剰余金としてストックされた場合においても同様である。すなわち、その意味で、資本取引を源泉とする資本剰余金と損益取引を源泉とする利益剰余金とを明確に区別しなければならないのである。これら両者を混同した場合は、財政状態と経営成績とが曖昧になるとともに、利益の隠蔽または資本の侵食をきたす結果となる。

### (2)資本と利益の区別の基準としての維持拘束性と処分性



ここでいう維持拘束性とは、維持拘束されるべき自己資本部分、すなわち資本のことであり、処分性とは、この資本の増殖分のことである。

この維持拘束性、維持拘束されるべき自己資本部分、すなわち資本を取上げる場合、現代の企業会計においては、企業の社会的性格つまりその社会的な給付機能に視点を置き、その立場から社会的な給付機能を持続するための経済活動基金、すなわち、経済活動の基礎となる資金としての維持拘束性を重視する。

これに対して、「会社法」計算規定は、企業、特に株式会社の有限責任制に視点を置き、債権者に対する株主の責任限度額としての拘束性を重視する。

つまり、資本と利益との区別に関して、企業会計は、各種の利害関係者によって構成された社会的な給付機能を持つ組織体としての企業の本質を捉え、そのような企業観を前提として資本を概念するのに対し、「会社法」計算規定は、株式会社における株主の責任を重視する立場から資本を捉えるのである。したがって、企業会計における資本取引は、企業の社会的な給付機能を持続するための基金の直接的増減取引として規定されることになり、必ずしも株主による出資・減資取引に限定されない。なぜならば、社会的に必要な財貨・用役の給付活動を持続するための基金として維持すべき意図のもとに企業に対して提供された資金であれば、その提供者が株主であると否とにかかわらず、それは資本を構成することになるからである。つまり、この場合、誰が提供したかではなく、どのような意図に基づいて資金を提供したかが、資本と利益とを区別する基準になる。

例えば、国庫補助金や工事負担金のように、給付機能の持続基金となすべき意図に基づく資金提供もまた、当然に維持拘束されるべき資本を構成することになる。

これに対して、「会社法」計算規定における資本取引は、株主による出資額の直接的な増減取引に限られる。これは、「会社法」計算規定における資本の拘束性は、株式会社における株主の有限責任制を基礎として捉えられるからである。

したがって、処分性・利益は、企業会計においては、社会的給付機能を維持するための基金・資本の増殖分として処分性・利益が規定され、「会社法」計算規定においては、会社の実質的所有主としての株主の責任限度額である出資額・資本の増殖分として、処分性・利益が概念されることになる。

### (3)維持すべき資本

このような資本利益計算において、回収資本から控除する資本の額、すなわち「維持すべき資本」<sup>95</sup>をどのように考えるかについて、主として3つの立場がある<sup>96</sup>。

---

<sup>95</sup> 「維持すべき資本」という用語は、やや誤解を招きやすいものかもしれない。ここで「維持すべき」というのは、単に計算上、回収資本から控除されるという「計算上の維持」を

a名目資本維持(貨幣資本維持<sup>97</sup>)

b実質資本維持(一般購買力資本維持、購買力資本維持)

c実体資本維持(実物資本維持、物的資本維持)

名目資本維持とは、企業に投下された貨幣の名目額をもって維持すべき資本とすることである。一般物価の変動および個別価格の変動<sup>98</sup>をすべて考慮外とし、資本等取引による資本の増減を除き、資本の額を一切修正しないのである。名目資本維持は、現行の制度会計において採用されている。

実質資本維持とは、企業に投下された貨幣の実質的価値(一般購買力)をもって維持すべき資本とすることである。これは、維持すべき資本を貨幣ないしは購買力という抽象的なものと考える点で名目資本維持と同様であるが、名目額でなく実質額に着目している点で異なっている。貨幣の実質的価値は、財一般の価格水準(物価水準)の逆数であると考えられる。

実体資本維持とは、企業に投下された具体的な物財をもって維持すべき資本とすることである。これは、貨幣ではなく、具体的形態を有する物財を資本とみなす点で、名目資本維持・実質資本維持と決定的に異なる。こうした資本観は、企業を所有者(株主等)の利潤追求の手段というよりはむしろ、特定の財(財貨・用役)を生産し、これを社会に提供する存在とみなす立場に立脚している。電力、ガス、鉄道等の公共的色彩の強い、いわゆる公企業においては、安定的な財の提供という公益的側面が強調されることが多い。こうした産業に対して、実体資本維持会計の適用が主張されるのである<sup>99</sup>。

#### (4)維持すべき資本と財務政策

---

意味しているのであり、実際の経営活動において、当該価額の確保が図られるわけではない。

<sup>96</sup> このほかにも多くの資本維持構造があるが、基本的にはこの3つの概念のヴァリエーションであるといえる。このほかに「成果資本維持」といわれる資本維持概念がある。これは、上記3つの概念と相当程度異なるものであり、厳密には4つの資本維持概念があることになる。学説史的理解としては、「成果資本維持」は、いわゆる「経済的利益(economic income)」の背後にある資本維持概念であり、その発端は、J. R. Hicks、Value and Capital、2nd ed.、Oxford : Clarendon Press、1946、p. 172 にまで遡ることができる。成果資本維持は、斎藤静樹(1998)「企業会計利益の測定と開示」東京大学出版会、第1章、1.2における「資本価値」であるといった方が、わかりやすいかもしれない。

<sup>97</sup> 「貨幣資本維持」という概念は、名目資本維持と実質資本維持の両者を含む概念として使用されることもある。この場合には、実物資本維持(物的資本維持)としての実体資本維持と対比しているわけである。Gを貨幣、Wを物財として、G-W-G'の循環過程を想定し、維持すべき資本を貨幣と考えるのが、この意味での「貨幣資本維持」であり、W-G-W'の循環過程において具体的物財を維持すべき資本と考えるのが、「実物資本維持」である。

<sup>98</sup> 貨幣の購買力を表わす場合に対象となる財一般の価格のことを「物価」という。個々の財の価格(個別価格)のことを「個別物価」といわないように注意したい。

<sup>99</sup> 資本維持構造は、期間損益を直接規定しないが、全体期間損益を規定する。

ここで取り上げられる各種の維持すべき資本や価格変動会計論は、利益留保や新資本の導入等の財務措置を前提とすることなしに、利益計算の過程で留保された資金のみによって、企業維持を保証することができるということを主張するものではない。企業の実態維持の問題は、利益処分や資本調達などの財務政策の問題であり、資本維持論・利益計算論の問題ではない。

このことは、名目資本維持会計では、物価上昇期には、経営実体の維持ないし生産力の維持はできず、したがって、企業を維持することはできない、という名目資本維持会計に対する批判は、いささかの外れであることになる。というよりは、会計は企業維持を基準とし、それを超えて得られたものを利益とする損益計算によって、算定利益をかりに全部企業外へ処分、放出したとしても、企業維持ができなくなるということはないという限界までの、いわゆる処分可能利益を示すことを任務としなければならない、というべきである。すなわち、ここでの各資本維持会計は、企業維持を可能とする利益の計算を、その損益計算上で行おうとする指向するものではあるが、決して「維持すべき資本」とされるものが保証されれば企業は維持できると考えている、ということではない。

この点について、大日方(2007)<sup>100</sup>は、「資金調達にかかわる財務政策は、投資政策と並んで、利益計算にとっては与件」であるとし、「資本市場があるかぎり、私的企業の投資政策と財務政策には、市場が規律をあたえるはず」であって、「ア・プリアリに定められた望ましい投資政策や財務政策の採用を促すために利益計算ルールを操作することは、資本市場の存在を前提とした企業会計制度の目的ではない。」「そのことは、いくどとなく繰り返されてきた論争を経て、今日では合意にいたっていると理解してよい。」「維持すべき資本は、その字面とは異なって、なんら当為的な価値判断を含んでおらず、年度利益(期間利益)を計算するうえでの観念的な存在でしかない。」と明言している。

## 2.6. 企業会計の計算構造から生じる普遍的な利益調整

以上、検討した項目は、ファミリービジネスであるか・非ファミリービジネスであるか、上場会社であるか・非上場会社であるか、あるいは、大企業か・中小企業であるかにかかわらず、普遍的に利益調整の発生する可能性のある項目である。なぜならば、これらの項目は、無数の取引が常時反復的に展開され、それぞれの資本運動が相前後して、永続的に「貨幣G商品W品貨幣G幣れ商品W品れ貨幣G幣れら商品W品れら・・・」と循環を繰り返す現実の企業を対象とし、収支計算を原型として、継続企業の投下資本の回収計算を前提に、その回収余剰としての分配可能利益の算定という枠内で、投資家に対する意思決定情報として、業績表示利益を示すという動態論の計算構造をとるがゆえの宿命的な要素を原因とするものであり、見積り・仮定計算をせざるを得ない項目であるからである。

<sup>100</sup> 大日方隆(2007)「アドバンスト財務会計 - 理論と実証分析」中央経済社、p111。

## 第3章 ファミリービジネス

### 3.1. はじめに

同族会社とは、法人税法上の概念が一般化したものである。これに対して、ファミリービジネスとは、ファミリーが同一時期あるいは異なった時点において役員または株主のうち2名以上を占める企業をいう(後藤、2012)<sup>101</sup>。

ファミリービジネスには、オーナーシップ、マネジメント、ファミリーの3つの要素に重なり合う部分があることから、ファミリービジネス以外の企業とは異なる思考があることから、同族会社とファミリービジネスとは、異なる概念である。にもかかわらず、倉科(2003)<sup>102</sup>が指摘するように、実際には、両者は混同して使われるケースが多い。

### 3.2. 同族会社

#### 3.2.1. 同族会社に対する法人税法上の規制

同族会社には、租税回避防止の観点から法人税法上、特別な規制をかけられている。同族会社以外では多数の株主による牽制が効く。しかし、同族会社では株主と経営者が同一であり、会社の取引と個人的な取引を混同して、特定の株主の意向により税額を不当に減らすような行為や計算をすることがあり、税務上問題を生じることがある。よって、(表2)に示すように、法人税法において特別な制限が加えられている。

第一に、同族会社の行為または計算の否認は、同族会社において法人税額の負担を減少させる目的で租税回避行為にかかる取引が不当に行われていると判断された場合、税務署長はその行為・計算を否認し、適正な取引が行われたものとして法人税などの課税所得や法人税額などを計算することができる。

第二に、役員の認定、使用人兼務役員の制限は、同族会社の株主で一定の要件<sup>103</sup>を満たす者がその会社の役員となっている場合、その者は使用人兼務役員

<sup>101</sup> 後藤俊夫編著(2012)「ファミリービジネス知られざる実力と可能性」白桃書房、p3。ファミリービジネスの定義は、まだ定まっていない。たとえば、倉科(2003)では、「(1)事業承継者としてファミリー族の名前が取りざたされており、(2)必ずしも資産形成を目的としているのではなく、ファミリーの義務として株式を保有しており、(3)ファミリーが、重要な経営トップの地位に就任しているような企業である」としている。倉科敏材(2003)「ファミリー企業の経営学」東洋経済新報社、p15。

<sup>102</sup> 倉科敏材(2003)「ファミリー企業の経営学」東洋経済新報社、p16。

<sup>103</sup> 一定の要件とは、法人税法施行令第七十一条第1項第五号において、次のように定められている。これらの要件を全て満たす者は使用人兼役員となることができない。

イ 当該会社の株主グループにつきその所有割合が最も大きいものから順次その順位を付し、その第一順位の株主グループ(同順位の株主グループが二以上ある場合には、そのすべての株主グループ。以下この号イにおいて同じ。)の所有割合を算定

となることができない。また、役員と政令で定める特殊の関係のある使用人<sup>104</sup>に対して支給する給与等の額のうち、不相当に高額な部分の金額は、各事業年度の所得の金額の計算上、損金の額に参入しない。

(表2) 同族会社に対する税法上の制限

行為または計算の否認	同族会社が法人税額の負担を減少させる目的で不当な行為・計算が行っていると判断された場合、その行為・計算を否認し、税務署長の権限により正当な所得・税額を計算することが認められる。
役員の認定、使用人兼務役員の制限	同族会社の役員で一定の要件を満たす者は使用人兼務役員となることができず、支給する給与等の額のうち不相当に高額な部分は損金算入できない。
留保金課税	同族会社の各事業年度の所得金額で、配当せずに内部留保している金額が税務上の基準を超えている場合、超過分の留保金額に対して特別に法人税を課す。

(出所) 筆者作成

第三に、留保金課税は、同族会社のうち特定同族会社についてのみ、各事業年度の所得金額について内部留保した金額のうち留保控除額を超える金額がある場合は、留保金額に対して特別の法人税が課される<sup>105</sup>。

し、又はこれに順次第二順位及び第三順位の株主グループの所有割合を加算した場合において、当該役員が次に掲げる株主グループのいずれかに属していること。

- (1) 第一順位の株主グループの所有割合が百分の五十を超える場合における当該株主グループ
- (2) 第一順位及び第二順位の株主グループの所有割合を合計した場合にその所有割合がはじめて百分の五十を超えるときにおけるこれらの株主グループ
- (3) 第一順位から第三順位までの株主グループの所有割合を合計した場合にその所有割合がはじめて百分の五十を超えるときにおけるこれらの株主グループ

ロ 当該役員の属する株主グループの当該会社に係る所有割合が百分の十を超えていること。

ハ 当該役員（その配偶者及びこれらの者の所有割合が百分の五十を超える場合における他の会社を含む。）の当該会社に係る所有割合が百分の五を超えていること。

<sup>104</sup> 政令で定める特殊の関係のある使用人とは、法人税法施行令第七十二条において、次に掲げる者とする。

- 一 役員の子
- 二 役員と事実上婚姻関係と同様の関係にある者
- 三 前二号に掲げる者以外の者で役員から生計の支援を受けているもの
- 四 前二号に掲げる者と生計を一にするこれらの者の親族

<sup>105</sup> 留保金課税額は、留保金額から留保控除金額を差し引いた金額に対して、下記の区分ごとにそれぞれの税率を掛けた金額である。

- 一 年三千万円以下の金額 百分の十
- 二 年三千万円を超え、年一億円以下の金額 百分の十五
- 三 年一億円を超える金額 百分の二十

### 3.2.2. 同族会社に対する相続税法上の規制

相続税の回避を防止するため、あるいは回避の意図のない場合でもその不当な減少を防止するため、相続税法は、同族会社との取引について、次のようにいくつかの規定を設けている。

第1に、相続税についても、同族会社の経済的合理性を欠いた行為または計算によって、税負担が不当に減少することがありうるため、相続税法は、同族会社の行為・計算で、これを容認した場合にはその株主等の相続税の負担を不当に減少させる結果となると認められる場合に、これを否認して課税価格を計算しなおす権限を、税務署長に与えている(相続税法 64 条 1 項)。第2に、平成13年度の改正相続税法は、法人組織再編税制の導入に伴い、法人組織の再編成によって税負担が不当に減少することを防止するため、移転法人(合併等によりその資産・負債の移転を行った法人)または取得法人(合併等により資産・負債の移転を受けた法人)の行為・計算で、これを容認した場合にはその株主等の相続税または贈与税の負担を不当に減少させる結果となると認められるときは、相続税または贈与税についての更正・決定に際し、これを否認して課税価格を計算する権限を税務署長に与えている(相続税法 64 条 4 項)。

### 3.2.4. 同族会社に関する論点

国立情報学研究所論文情報ナビゲータ (CiNii) の論文検索において、検索キーワードを「同族会社」とした場合に検索される結果は 511 件である (2013 年 11 月現在)。

(表 3) に示すように、検索された論文及び記事の掲載誌の多くは税務・租税関連の雑誌であることが分かる。また、税務・租税関連の内容をメインに取り扱っている論文及び記事は、511 件中 463 件であり、全体の 90.6% を占めている<sup>106</sup>。

---

<sup>106</sup> 税務・租税関連の内容をメインとして取り扱っている論文及び記事のカウントの方法は以下の通りである。はじめに、「税務・租税関連以外」の論文及び記事として、

- (1) 税務・租税関連以外の雑誌掲載記事
- (2) タイトルに「税」を含まない論文及び記事
- (3) タイトル内に同族会社における法人税法上の規制に関連する概念や用語を含まない論文及び記事

以上、(1) ～ (3) の条件を全て満たす論文及び記事に、

(4) 詳細な内容が分からないが、同族会社に関する総論と思われる論文及び記事を加えると、48 件の論文及び記事を「税務・租税関連以外」として分類できる。「同族会社」関連の総記事数 511 件より上記 48 件を差し引くと、税務・租税関連の内容をメインに取り扱っている論文及び記事は 463 件となる。

(表3) 「同族会社」に関する論文及び記事の掲載誌

税務弘報	76	税務大学校論叢	8	税	4	Lexis 判例速報	2	旬刊商事法務	2
税理	71	T & A master	7	税務会計	4	エコノミスト	2	城西経済学会誌	2
税経通信	61	ジュリスト	7	法学論叢	3	ビジネスガイド	2	政治と経済	2
税法學	25	建設業しんこう	7	エコノミスト・ナ ガサキ	3	会計監査	2	税と財	2
税務QA	23	企業実務	6	スタッフアドバイ ザー	3	岐阜経済大学論 集	2	民商法雑誌	2
月刊税務事例	21	月刊中小企業	6	企業会計	3	法曹時報	2	その他	68
税研	14	帝京大学大学院経 済学年誌	6	国際税務	3	経理 woman	2	(出所) 筆者作成	
財政経済弘報	12	近代セールズ	4	山陰の経済	3	広島経済大学経 済研究論集	2		
旬刊国税解説 速報	10	銀行法務 21	4	税務事例研究	3	広島法学	2		
税経新報	9	時の法令	4	租税法研究	3	札幌学院法学	2		

(出所) 筆者作成

各論文及び記事の出版年は、(表4)の通りである。法人税法における同族会社に関連する箇所の改正が行われた年とその前後に論文及び記事数が増加する傾向がある。類似した用語で「同族企業」「同族経営」についても同様にキーワード検索した結果、「同族企業」は49件、「同族経営」は98件の論文及び記事が検索された。「同族会社」の検索結果とは異なり、「同族企業」「同族経営」について税務・租税関連の内容をメインに取り扱っている論文及び記事は、147件中4件(2.7%)のみであった。

(表4) 「同族会社」に関する論文及び記事の出版年

1948年	2	1959年	6	1972年	1	1988年	2	2003年	39
1949年	7	1960年	1	1974年	1	1989年	1	2004年	22
1950年	3	1962年	2	1975年	1	1990年	1	2005年	20
1951年	2	1963年	2	1976年	1	1995年	1	2006年	65
1952年	4	1964年	1	1977年	3	1996年	6	2007年	56
1953年	3	1966年	1	1978年	2	1997年	16	2008年	37
1954年	1	1967年	1	1979年	1	1998年	5	2009年	31
1955年	2	1968年	2	1980年	4	1999年	15	2010年	13
1956年	9	1969年	2	1982年	2	2000年	23	2011年	10
1957年	2	1970年	2	1985年	4	2001年	27	2012年	6
1958年	9	1971年	2	1986年	1	2002年	26	2013年	2

(出所) 筆者作成

(表5) 「同族企業」「同族経営」に関連する論文及び記事のカテゴリーと出版年

年	海外 事例・ 比較	企業 統治	経営 実務	経営 理念・ 文化	産 業	事業 継承	社会 性	税務・ 租税	総論・ その他	長寿・老 舗・堅 実・強み	不祥事・ 内紛・倒 産・限界	総計
1970					1							1
1971					1							1
1978		2							1			3
1979									1			1
1980		2										2
1982		1										1
1983			2									2
1992		1										1
1995	2											2
1997	1				1	4			1	1	7	15
1998			1			1					1	3
1999									1		4	5
2000			1							1		2
2001	1							2	2		3	8
2002					1	2				1	5	9
2003		1								1	1	3
2004	2								1		3	6
2005		2		1			1					4
2006		1				1			1	1	1	5
2007	5			2	1	2	1	1	2	5	9	28
2008				1		3						4
2009						6			3			9
2010		1		2	1	7		1		1		13
2011		2				5	2		1	1	1	12
2012			2			3					2	7
総計	11	13	6	6	6	34	4	4	14	12	37	147

(出所) 筆者作成

(表5) が示すように、「同族企業」「同族経営」に関連する論文及び記事の主な内容は、同族企業の不祥事や内紛、倒産、限界に関するものが37件(25.2%)、同族企業における事業継承の問題を扱ったものが34件(23.2%)と多くなっている。同族企業の統治に関する内容(13件; 8.9%)は1970年代から現在にかけて継続的に話題となっている。長寿性や老舗企業の強みといった同族企業の特長やメリットについて論じた内容(14件; 9.5%)が増加傾向にある。



2007年(28件;19%)には、『日経ベンチャー』(2007)<sup>107</sup>においてファミリービジネスの特集号が生まれ、「ファミリービジネス」という用語の一般化と注目の流れに繋がっていったと推察される。

### 3.3. 中小企業

#### 3.3.1. ファミリービジネス論と中小企業論の相違

中小企業を対象とする研究科とファミリーを対象とする研究は、一見、同じものようにも思える。これらを区別し研究する意義は、どのようなものであろうか。

この点、後藤(2012)は、ファミリービジネスの研究について、以下のように述べている<sup>108</sup>。すなわち、「日本で同族経営といえば不祥事を連想しがちであるが、海外ではファミリービジネスと呼ばれ、経済の主役として肯定的に評価されている。」

「海外諸国と同じく、日本の経済を支えているのもファミリービジネスであるが、マスコミ報道を含めて世間の認識はかなり異なっており、国内外の温度差は著しい。この責任の一端は、大学などに身を置く我々研究者にもある。それは、ファミリービジネスを時代遅れの前近代的存在とみなし、ファミリービジネス経営を重要なテーマとしてこなかったからである。大学で学ぶ経営学の多くは、実態的には大企業の経営学であり、つまるところ上場企業を対象とした経営学が主流をなしている。もちろん、中小企業論は既に1つの研究領域を構築しており、文字通り中小企業を研究対象としているが、ファミリーにかかわる要素が重要視されてきたとはいえない。」

すなわち、中小企業論では、ファミリービジネス論と異なり、ファミリーの要素を重視していない点を指摘している<sup>109</sup>。

また、中小企業論とファミリービジネス論の相違について、倉科(2008)は、次のように述べている<sup>110</sup>。

すなわち、「中小企業を扱う学問としては日本でも中小企業論があり、様々な視点で調査研究がなされている。特に大企業と中小企業との下請け構造や連携のテーマを中心に優れた学問業績が達成されている。しかし、ファミリービジネスは、企業規模の大きさに関係なくファミリー経営という視点でこれを扱う。したがって世界的な大企業もファミリービジネスの対象となる<sup>111</sup>。」「専門企業

107 『日経ベンチャー』(2007年4月号)。

108 後藤俊夫編著(2012)「ファミリービジネス知られざる実力と可能性」白桃書房、p231。

109 後藤俊夫編著(2012)「ファミリービジネス知られざる実力と可能性」白桃書房、p231。

110 倉科敏材編著(2008)『オーナー企業の経営』中央経済社、pp.19-20。

111 「トヨタもまたファミリービジネスである」とする、欧米のファミリービジネス研究者も少なくない。確かに、豊田一族はトヨタ自動車、あるいはトヨタグループの株式の過半数を所有しているわけではない。しかし、だからと言って、トヨタが少なくとも疑似ファ

経営者が注目を浴び、これに対比してファミリービジネスの後進性が強調され、学問として同族経営が無視されてきたことも大きい。」「ようやく最近になって富裕層としてオーナー企業経営に注目が注がれるようになり、主に金融機関や会計士事務所などがファミリービジネスの関心を寄せるようになった。」「さらに企業の永続性の維持や長期的発展には、短期的に株式時価総額最大化を企業目標にする米国流の企業観ではなく、長期にわたって地域や顧客にコミットするファミリービジネスの企業観が必要なことが認識され始めた。」

### 3.3.2. ファミリービジネス研究の必要性

倉科 (2010) は、ファミリービジネス論独自の視点の必要性について、次のように述べている<sup>112</sup>。

すなわち、「なぜファミリー企業独自の経営学が必要なのか。この経営学は普通の専門経営者企業の場合より複雑である。ビジネス課題、ファミリー課題およびオーナー課題の常に三位一体での解決が求められ、MBA を取得したからといって解決できるものではない。兄弟、親族の間の継承をめぐる争いは関係が複雑であり、ビジネススクールで教えるサイエンスだけでは解決できない。ミンツバーグが主張するクラフトとかアートとかが必要な場面である。複雑であり、あまりにも人間臭いから研究が十分に進んでおらず、実態把握と理論体系の整理が遅れている分野なのだ。」

このように、中小企業論とファミリービジネス論は、一見すると同じ領域に思われがちであるかもしれない。しかし、そこには全く違った視点がある。

規模による分類	大企業	中小企業
質による分類		
非ファミリービジネス	③	
ファミリービジネス	①	②

【図5 研究の視点 (再掲載)】

(出所)筆者作成

### 3.4. ファミリービジネスの重要性

ファミリービジネスであることを妨げるものではない。デニス・ケニヨン・ルヴィネ／ジョン・L・ウォード(2007)『ファミリービジネス 永続の戦略』ダイヤモンド社、p6。

<sup>112</sup> 倉科敏材(2010)「オーナー企業経営の特質」甲南大学経営学会編『経営学の伝統と革新』千倉書房、pp110-111。

### 3.4.1. ファミリービジネスの現状と重要性

後藤（2005）<sup>113</sup> が指摘するように、税法上の同族会社とファミリービジネスは同義語ではない<sup>114</sup>。倉科（2003）<sup>115</sup> によると、ファミリービジネスとは、以下の条件のいずれかに該当する企業をいう。

- (1) 事業承継者としてファミリー族の名前が取りざたされている。
- (2) 必ずしも資産形成を目的としているのではなく、ファミリーの義務として株式を保有している。
- (3) ファミリーが、重要な経営トップの地位に就任している。

この定義に照らすと、倉科（2003）<sup>116</sup> において、2000年3月期における全上場企業2515社のうち、専門経営者企業は1441社（57.3%）であるのに対して、ファミリービジネスは1074社（42.7%）であると分類された。また、企業規模の大きい1部市場では、専門経営者企業が69%を占め、地方市場ではファミリービジネスが65%を占めることを指摘している。

欧米では、1980年代頃よりファミリービジネス研究が盛んに行われ、その特徴や優位性について議論されてきた。日本では従来、同族企業や同族経営といった場合に同族支配の意味や、不祥事や不正の原因という必ずしも良くないイメージで語られることがあった。しかし、近年では、日本においてもファミリービジネスに対する関心が高まり、老舗企業のような長寿性や高い収益性の要因として注目されるようになった。

この点、ファミリービジネスは学術研究において、長い間「マイナーな存在」であった<sup>117</sup>。「経営学の主たる研究対象」は「同族企業を脱皮した公開企業」だった<sup>118</sup>。「企業はファミリー企業から、専門経営者によって経営される企業へと進化していくと考えられていた<sup>119</sup>。」しかも、「同族経営には否定的な見方」が

---

<sup>113</sup> 後藤俊夫（2005）「ファミリービジネスの現状と課題：研究序説」『静岡産業大学国際情報学部研究紀要』7、pp. 210-211。

<sup>114</sup> 倉科敏材（2003）も、同様の指摘をしている。倉科敏材（2003）「ファミリー企業の経営学」東洋経済新報社、p15。

<sup>115</sup> 倉科敏材（2003）「ファミリー企業の経営学」東洋経済新報社、p15。この定義による問題点として、経営トップという表現が曖昧であるとされている。茶木（2008）は、経営者が経営の実態を掌握するには、法律的に担保されている地位であり、しかも実質的な人事権を掌握できる会長または社長の地位以外は考えられないとして、経営トップの定義として会長もしくは社長を採用している。茶木正安（2008）「我国ファミリー企業のパフォーマンスについて—収益性と市場価値についての実証分析：収益性と市場価値についての実証分析」『日本経営品質学会誌 オンライン』3（1）、pp.2-6。

<sup>116</sup> 倉科敏材（2003）「ファミリー企業の経営学」東洋経済新報社、p16。

<sup>117</sup> 加護野忠男（2008）「学術からの発信 経営学とファミリービジネス研究」『学術の動向』13（1）、p. 68。

<sup>118</sup> 同上、p. 68。

<sup>119</sup> 同上、p. 68。

強く、「企業不祥事が起こると、同族企業の閉鎖的な経営がその温床だと叩かれることも少なくなかった」（加護野,6 2008）<sup>120</sup>。

茶木（2008）<sup>121</sup>によると、一般的に、ファミリー企業が台頭するのは「市場機能が未発達で企業経営に必要な情報が市場から取得できない場合、特定の社会集団（ファミリー等）内部での信頼に基づく取引が必要となる。」「また、後発工業国にみられる急速な成長や激しい経済変動に直面した場合、迅速かつ機動的対応が可能なファミリー企業は優位性を発揮できる<sup>122</sup>。」Barle and Means（1932）<sup>123</sup>は、アメリカ企業において、所有と経営の分離が進行し、その経営は、株式をほとんど所有していないプロフェッショナル経営者によってなされているとしている<sup>124</sup>。Chandler（1977）<sup>125</sup>は、所有と経営が一致するファミリービジネスは衰弱するとしている<sup>126</sup>。

しかし、実態としてはファミリービジネスが国民経済に及ぼす影響は無視できないほど大きい。みずほ総合研究所（2008）<sup>127</sup>によると、2006年度の国税庁の税務統計約260万社の法人企業のうち95%が「ファミリー企業」である。日本の上場企業の中でファミリー企業の比率は3～4割であるとされている（倉科、2003）<sup>128</sup>。上場企業の中でも、トヨタ、キャノン、武田薬品などはファミリー企業である。米国でもS&P500社の37%、ドイツでも上場企業の50%、フランスでも主要企業1000社の60%がファミリー企業である<sup>129</sup>。

その他の国におけるファミリー企業について後藤（2005）<sup>130</sup>は、GEM（The Global Entrepreneurship Monitor）調査の結果に従い、「国ごとに上場基準や統計の定義が異なるために単純な国際比較はできない」が、「各国における全企業のうち過半数」が「ファミリー企業により占められており」、先進国と発展途上国

---

<sup>120</sup> 同上、p. 68。

<sup>121</sup> 茶木正安（2008）「我国ファミリー企業のパフォーマンスについて 収益性と市場価値についての実証分析:収益性と市場価値についての実証分析」『日本経営品質学会誌 オンライン』3（1）、p.3。

<sup>122</sup> 同上、p.3。

<sup>123</sup> Barle, A. and Means, G. (1986), “The Modern Corporation and Private Property, Transaction Publishers”（北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂銀行研究社、1958年）。

<sup>124</sup> 倉科敏材（2010）「オーナー企業経営の特質」甲南大学経営学会編『経営学の伝統と革新』千倉書房、p.108。

<sup>125</sup> Chandler, A. (1977) “The invisible hand: The managerial revolution in America business, Cambridge, ”: Harvard University Press.

<sup>126</sup> 倉科敏材（2010）「オーナー企業経営の特質」甲南大学経営学会編『経営学の伝統と革新』千倉書房、p.108。

<sup>127</sup> みずほ総合研究所（2008）「オーナー企業の継続的發展に向けて」『みずほリサーチ May2008』p.7。

<sup>128</sup> 倉科敏材（2003）「ファミリー企業の経営学」東洋経済新報社、p.23。

<sup>129</sup> 同上、pp.17-18。

<sup>130</sup> 後藤俊夫（2005）「ファミリービジネスの現状と課題：研究序説」『静岡産業大学国際情報学部研究紀要』7、p. 223。

の違いを問わず「ファミリー企業が各国経済に占めている実態は非常に大きい」ことを指摘している。

### 3.5. ファミリービジネスの特徴

ファミリービジネスが注目されるようになった要因として、ファミリー企業の高収益性、長寿性、事業革新、地域貢献や社会性などが挙げられる。

#### 3.5.1. ファミリービジネスの高収益性

第一に、日本のファミリー企業の業績は、非ファミリー企業と比較した場合に高収益であることが示されてきた。富士総合研究所の調査によると、「2000年3月期の上場2515社」の分析で、「個人として最大の株主であり、かつ創業者又はその一族が経営トップを担っている」企業をファミリー企業であると定義した場合、一般企業の経常利益率平均が4.17%であったのに対して、ファミリー企業の経常利益率平均は6.32%だった(倉科、2003)<sup>131</sup>。齋藤(2006)<sup>132</sup>では、「1990年度の東証1部・2部、大証1部・2部、地方市場の全上場企業」のうち、金融業と電力・ガスなどの公的産業を除く1823社をサンプルとして、1990年度から1998年度までの期間でファミリー企業のパフォーマンスを分析した結果、「創業者一族によって所有され経営されている企業の利益率は非一族企業よりも高」としている。また、創業者とその一族によって経営されている「企業の利益率を比較」しても、「非一族企業よりも利益率が上回っていた<sup>133</sup>。」

木村(2003)<sup>134</sup>では、1999年度における年間売上高500億円以上の東証一部上場企業832社のうち、293社をファミリー企業と定義し、さらにその中から代表的企業30社を抽出し、1984年～1998年の財務データを分析した結果、ファミリー企業のROEは全体平均よりも高い傾向があるとしている。茶木(2008)<sup>135</sup>では、2004年3月31日現在、東証一部上場企業で規制対象業種およびファミリー企業が存在しない業種を除く業種の内、「10大株主の中に創業者または創業者一族及びその関連企業または財団が名を連ねており、かつ一族が会長または社長の地位にある」企業をファミリー企業(274社)とした。一般企業(469社)に対して、ファミリー企業は「対象期間全てにおいて年度別ROA平均が有

<sup>131</sup> 倉科敏材(2003)「ファミリー企業の経営学」東洋経済新報社、pp.28-29。

<sup>132</sup> 齋藤卓爾(2006)「ファミリー企業の利益率に関する実証研究」『企業と法創造』3(1)、p.172。

<sup>133</sup> 同上、p.172。

<sup>134</sup> 木村行雄(2003)「所有者企業のコーポレート・ガバナンス：日本の同族企業を中心として」『慶應商学論集』16(1)、pp.15-40。

<sup>135</sup> 茶木正安(2008)「我国ファミリー企業のパフォーマンスについて 収益性と市場価値についての実証分析:収益性と市場価値についての実証分析」『日本経営品質学会誌 オンライン』3(1)、p.5。

意に上回った。」更に、「創業者企業は高いROAを示した。」同様に、ファミリー企業と一般企業の市場価値について比較分析したところ、全期間にわたってファミリー企業の市場価値が一般企業のそれを上回っていた<sup>136</sup>。

(表6) ファミリー企業と一般企業の業績比較

	R&D/売上	収益性 (ROA)	総資産 (百万\$)	長期借入 金比率	創業以来 の年数	一族の株 式所有	一族出身 のCEO
ファミリー企業	2.10%	6.07%	9,617	18.5%	76.0年	17.8%	44.97%
非ファミリー企業	2.12%	4.70%	14,999	19.2%	88.6年	0%	0%

(出所) 後藤俊夫 (2004) 「ファミリー企業における長寿性」『関西国際大学地域研究所叢書』1、p100。

同様に、米国の大手ファミリー企業は非ファミリー企業よりも成長性でも収益性でも優れていることが示されている。Anderson and Reeb (2003)<sup>137</sup>によると、「Standard & Poor's 500 から銀行及び公益企業を除く 403 社を調査対象として抽出し、1992～1999 年を対象として分析したところ、403 社のうちファミリー企業は 141 社 (35.0%) を占めており、創業者一族は対象企業の株の 18%弱を保有」していた<sup>138</sup>。(表6) に示すように、ファミリー企業の収益性 (ROA) が 6.07% であるのに対して非ファミリー企業は 4.70% だった。また、ROE もファミリー企業が 53.89% であるのに対してファミリー企業は 43.26% だった。ファミリー企業は、会社年令 50 才未満の方が 50 才以上のグループよりも業績が良かったが、50 才以上のグループでも非ファミリー企業より業績がよい。創業者一族による所有率が高まると業績も上昇するが、「所有比率 31.0% を頂点として業績は低下する。」ただし、「下降後も非ファミリー企業の業績を上回る。」<sup>139</sup>

(表7) ファミリー企業と非ファミリー企業の業績比較

	ファミリー企業	非ファミリー企業
株主収益率	15.6%	11.2%
資本収益率(ROA)	5.4%	4.1%
売上伸率/年	23.4%	10.8%
利益伸率/年	21.1%	12.6%

(出所) 後藤俊夫 (2004) 「ファミリー企業における長寿性」『関西国際大学地域研究所叢書』1、p101。

<sup>136</sup> 同上、 p.9。

<sup>137</sup> Anderson, R.C. and Reeb, D.M. (2003) "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500," *Journal of Finance*, 58 (3), pp. 1301-1328.

<sup>138</sup> 後藤俊夫 (2004) 「ファミリー企業における長寿性」『関西国際大学地域研究所叢書』1、 p. 100。

<sup>139</sup> 同上、 p. 100。

同様に、Business Week 誌による調査では、(表 7) に示すように「ファミリー企業が非ファミリー企業と比べて収益性(株主収益率、ROA)において高い業績を示し、かつ、成長性(売上高及び利益伸率)においても優れている」ことが分かった<sup>140</sup>。

(表 8) ファミリービジネスと非ファミリービジネスの業績比較

	ファミリービジネス	非ファミリービジネス	T	Sig.
流動比率(%)	1.27	1.13	-2.35	.02*
ROA (%)	10.63	8.68	-2.19	.03*
ROE (%)	48.77	34.07	-1.26	.21
売上成長	10.13	12.08	.81	.42
資産 同	11.86	12.27	.21	.83
従業員同	8.08	7.76	-.17	.86

\*p<0.5, \*\*p<0.1

(出所) 後藤俊夫(2004)「ファミリー企業における長寿性」『関西国際大学地域研究所叢書』1、p233 より抜粋。

Potziouris and Sitorus (2001)<sup>141</sup> では、「英国のファミリー企業と非ファミリー企業」について比較分析した。結果は(表 8) に示すように、「流動比率はファミリー企業(1.27%)が非ファミリー企業(1.13%)よりも高く、「ファミリー企業の方が短期借入金の返済能力が高い<sup>142</sup>。」ROAはファミリー企業が10.63%で非ファミリー企業が8.68%、ROEはファミリー企業が48.77%で非ファミリー企業が34.07%となっており、収益性はファミリー企業の方が高かった<sup>143</sup>。

### 3.5.2. ファミリービジネスの長寿性

第二に、ファミリー企業には長寿企業が多いとされている。「日本には、ヨーロッパやアメリカさらには中国や韓国と比べて長寿企業が多い。その原因の一つは、日本的な家族の制度と文化が考えられる」(加護野, 2008)<sup>144</sup>。後藤(2004)

<sup>140</sup> 同上、p. 101。

<sup>141</sup> Potziouris, P. and Sitorus, S. (2001) "The financial structure and performance of family and non-family companies revisited: Evidence from UK private economy," Proceedings of the 13th FBN Academic Research Conference, 2001.

<sup>142</sup> 後藤俊夫(2005)「ファミリービジネスの現状と課題：研究序説」『静岡産業大学国際情報学部研究紀要』7、p. 233。

<sup>143</sup> 同上、p. 233。

<sup>144</sup> 加護野忠男(2008)「学術からの発信 経営学とファミリービジネス研究」『学術の動向』13(1)、pp. 68-70。

<sup>145</sup>によると、世界の主要「ファミリー企業 250 社」のうち、老舗企業（100 年以上存続）は 28%を占めており、欧米ではファミリービジネスの育成、特にその長寿性維持が大きな目標となっている。Family Business Magazine による”The World’s Largest Family Businesses”によると、世界の大手ファミリー企業 250 社のうち、「100 年以上存続している老舗企業が 71 社」あり、その比率は 28%である。

その一方で、米国ではファミリー企業は寿命が短いという調査結果がある。ファミリー企業の世代承継率は 30%程度であり、生存率は必ずしも高くないという調査結果もある。よって、欧米ではファミリー企業の世代承継と長寿化に注目が集まっている（後藤、2004）<sup>146</sup>。Lansberg（1983）<sup>147</sup> は「米国におけるファミリー企業の平均寿命は 24 年に過ぎない」ことを指摘した<sup>148</sup>。また、Daily and Dollinger（1993）<sup>149</sup> は、「ファミリー企業は非ファミリー企業よりも社齢が低いと主張」している<sup>150</sup>。これに対して、英国では「ファミリー企業は非ファミリー企業よりも長寿である」ことを指摘する研究成果がある（Westhead and Cowling、1998<sup>151</sup>）<sup>152</sup>。その理由として、「ファミリー企業では負債の負担が低く、成長率を抑制する方針のために創業者一族による経営の継続が可能である」ことが挙げている<sup>153</sup>。

### 3.5.3. ファミリービジネスの事業革新性

---

<sup>145</sup> 後藤俊夫（2004）「ファミリー企業における長寿性」『関西国際大学地域研究所叢書』1、 p.95。

<sup>146</sup> 2002 American Family Business Survey。後藤俊夫（2004）「ファミリー企業における長寿性」『関西国際大学地域研究所叢書』1、 p. 107。

<sup>147</sup> Lansberg、 I.（1983）“Managing human resources in family firms: the problem of institutional overlap、” *Organizational Dynamics*、 12 (1)、 pp. 39-46.

<sup>148</sup> 後藤俊夫（2005）「ファミリービジネスの現状と課題：研究序説」『静岡産業大学国際情報学部研究紀要』7、 p. 243。

<sup>149</sup> Daily、 C.M. and Dollinger、 M.J.（1993）“Alternative Methodologies for Identifying Family - versus Nonfamily - managed Business、” *Journal of Small Business Management*、 31 (2)、 pp. 79-90.

<sup>150</sup> 後藤俊夫（2005）「ファミリービジネスの現状と課題：研究序説」『静岡産業大学国際情報学部研究紀要』7、 p. 243。

<sup>151</sup> Westhead、 P. and Cowling、 M.（1998）“Family Firm Research: The Need for a Methodological Rethink、” *Entrepreneurship Theory and Practice*、 23 (1)、 pp. 31-56.

<sup>152</sup> 後藤俊夫（2005）「ファミリービジネスの現状と課題：研究序説」『静岡産業大学国際情報学部研究紀要』7、 p. 243。

<sup>153</sup> 同上、 p. 243。



第三に、ファミリー企業の事業革新について、「同族メンバーが経営の舵取りを行うことによって企業経営の改革が行われる」ことが指摘されている<sup>154</sup>。武田薬品は、「武田国男氏が就任した後」で、資生堂は「福原氏が就任した後」で変身した（加護野, 2008）<sup>155</sup>。例えば、デンマークの総合メディア企業グループであるボニエール・グループは、2003年にFBNによるIMD—Lombard Odier Darier Hentsch 賞を受賞した。同グループは、図書館という創業事業から「周辺分野に進出しつつ、コアコンピタンスの構築と効果的な駆使を続け」てきた<sup>156</sup>。出版業や新聞発行といった事業へ進出した結果、「活字鉛版と印刷技術」を確立し「同社の基盤を盤石」にした<sup>157</sup>。その後、M&Aにより事業を拡大し、現在では「書籍、雑誌、ビジネス出版、新聞発行、ビジネス情報、娯楽の総合メディア事業」となっている（後藤, 2004）<sup>158</sup>。

ファミリービジネスにおける創業家の起業家精神と事業革新との相関について、Aldrich and Cliff (2003)<sup>159</sup> は、「ファミリービジネスに固有の特徴」が「起業家精神ならびにその実現において、新規事業機会の認識や発見、新規事業発足の意思決定、必要な資源の調達に影響を及ぼしている」ことを指摘した<sup>160</sup>。その一方で、Davidsson (1991)<sup>161</sup> は社齢が「成長に対する必要性を減少させる要因として認識」した<sup>162</sup>。その理由として、「企業としての存在期間が長期化すれば、経営は比較的安定しており、生き残りをかけて新規事業を模索する欲求が薄れること」や、「経営の姿勢が攻撃から守勢へと転じること」を指摘している<sup>163</sup>。

#### 3.5.4. ファミリービジネスの社会性

---

<sup>154</sup> 加護野忠男 (2008) 「学術からの発信 経営学とファミリービジネス研究」『学術の動向』13 (1)、 p.70。

<sup>155</sup> 同上、 p.70。

<sup>156</sup> 後藤俊夫 (2004) 「ファミリー企業における長寿性」『関西国際大学地域研究所叢書』1、 p.104。

<sup>157</sup> 同上、 p.104。

<sup>158</sup> 同上、 p.102。

<sup>159</sup> Aldrich、 H.E. and Cliff、 J.C. (2003) “The Pervasive effects of family on entrepreneurship: Toward a family embeddedness perspective,” *Journal of Business Venturing*, 18 (5)、 pp. 573-596.

<sup>160</sup> 後藤俊夫 (2005) 「ファミリービジネスの現状と課題：研究序説」『静岡産業大学国際情報学部研究紀要』7、 p. 245。

<sup>161</sup> Davidsson、 P. (1991) “Continued Entrepreneurship: Ability、 Need and Opportunity As Determinants of Small Firm Growth,” *Journal of Business Venturing*, 6 (6)、 pp. 405-429.

<sup>162</sup> 後藤俊夫 (2005) 「ファミリービジネスの現状と課題：研究序説」『静岡産業大学国際情報学部研究紀要』7、 p. 245。

<sup>163</sup> 同上、 p. 245。

第四に、ファミリー企業による地域貢献、社会性の高さが指摘されている。欧米では、「ファミリー企業に焦点を合わせた地域経済の活性化が進められており、その活動に多くの大学が積極的に参画している」（後藤, 2004）<sup>164</sup>。また、日本に多くの長寿企業が見られる要因として、後藤（2006）<sup>165</sup> は、「商業活動が正当性を確立できていない封建時代の逆境化に家業の存続を最優先するために勤勉・節約・奉公を実践したこと」、「特に藩境を超えて全国的に活躍した近江商人」が「藩外の地域社会への貢献なしには自らの存在基盤を確保できず」、「『三方よし』あるいは『先義後利』に結実される経営理念が生み出されたこと」を挙げている。

### 3.5.5. ファミリービジネスの特徴の発生要因

以上のような特徴をもつファミリービジネスであるが、その理由として、同族による長期的なコミットメントが挙げられている。加護野（2008）<sup>166</sup> によると、同族は、企業への「長期的なコミットメント」を持ち、「長期的な視野で経営」することができるためであると考えられる。同族による長期的なコミットメントは、企業統治や経営戦略に影響を及ぼす。「短期的な成果の還元を求める株主により経営を左右」されることを嫌って、チャンスがあるにも関わらず取って上場しない会社もある<sup>167</sup>。「竹中工務店、ヤンマー、サントリー<sup>168</sup>」がその例である<sup>169</sup>。「ワールドは上場を廃止し、非公開企業」になった<sup>170</sup>。「長期的な視野での経営が要求される製菓業では、ファミリー企業の比率」が高い<sup>171</sup>。経営戦略では、「ファミリー出身の経営者は、内部昇進の経営者よりも、非連続的な変化を導入しやすい<sup>172</sup>。」自分を選んでくれた前任者や同僚たちへの配慮の必要がないためである。フランチャイズ・ビジネスは「家族労働が支えになっている<sup>173</sup>。」 Denis et al（1997）や Tokarczyk et al.（2007）でも同様のことが指摘さ

---

<sup>164</sup> 後藤俊夫（2004）「ファミリー企業における長寿性」『関西国際大学地域研究所叢書』1、 p.91。

<sup>165</sup> 後藤俊夫（2006）「ファミリー企業における CEO の承継：東アジアの知見」『関西国際大学地域研究所叢書』3、 p.69。

<sup>166</sup> 加護野忠男（2008）「学術からの発信 経営学とファミリービジネス研究」『学術の動向』13（1）、 p.70。

<sup>167</sup> 同上、 p.70。

<sup>168</sup> 同上、 p.70。

<sup>169</sup> 「サントリーの中核子会社で清涼飲料事業を担うサントリー食品インターナショナルが、2013年7月3日、東証一部に上場した」『日本経済新聞』2013年7月3日<[http://www.nikkei.com/markets/features/09.aspx?g=DGXNASGD03005\\_03072013\\_MM0000](http://www.nikkei.com/markets/features/09.aspx?g=DGXNASGD03005_03072013_MM0000)>【2014年12月17日】。

<sup>170</sup> 加護野忠男（2008）「学術からの発信 経営学とファミリービジネス研究」『学術の動向』13（1）、 p.70。

<sup>171</sup> 同上、 p.70。

<sup>172</sup> 同上、 p.70。

<sup>173</sup> 同上、 p.70。

れている<sup>174</sup>。経営者の持株比率の大きい企業ほど経営者交代の可能性は小さく、さらに業績動向が経営者交代に与える影響も小さくなる。よって、株主への配当のような対外的な短期の財務指標の改善を最優先にすることなく事業を継続することができる。長期的視野に立った意思決定が可能になり、企業の存続を第一目標として事業を継続させ、成長に導くことができる。

### 3.6. ファミリービジネス研究

#### 3.6.1. ファミリービジネス研究の状況

国際的な支援団体や研究組織がファミリービジネスの振興に取り組んでいる。The Family Business Network (FBN) は、1989年にスイスのローザンヌに設立された産学協同の非営利団体で、欧米を中心にファミリービジネスを会員とする国際組織である。World Conference Academic Research Forum という国際的な学術研究発表大会も主催しており、理論と実践の両面からファミリービジネスを振興している。また、ファミリービジネスの国際的な経済発展に対する貢献を称えて、IMD-Lombard Odier Darier Hentsch 賞 (別名: Distinguished Family Business Award) を設立し、表彰している。日本では、Family Business Network Japan (FBN.J) が2001年より活動を始め、2002年にNPO認証を受けている<sup>175</sup>。FBN.Jでも同様に、「ファミリー・ビジネス大賞」を2007年より表彰している<sup>176</sup>。

学術的な研究組織としては、IFERA (The International Family Enterprise Research Academy) がある。2003年以降は、FBNの学術研究大会とIFERAは共催する形態に発展している。日本では、ファミリービジネス学会が2008年に設立された。

ファミリービジネスの親睦団体としては、Association Les Hénokiens (エノキアン協会) と Tercentenarians' club (300年倶楽部) が有名である。後藤(2004)<sup>177</sup>によると、エノキアン協会は、Marie Brizard 社 (1775年創業のフランスのワイン醸造会社) 会長である同社創業者の子孫を中心として1981年に設立された。入会条件として、創業以来200年以上に存続していること、ファミリーが会社を所有しているか多数所有者である、創業者一族の少なくとも一人が会社を運営しているか取締役メンバーである、財務的に健全であること等とされている。2004年現在の会員は32社であり、イタリア(13社)、フランス(10社)、ドイツ(4社)、日本は法師(旅館業)、月桂冠(清酒醸造)の2社である。300年倶楽部は、英国の老舗企業である R Durtell & Sons 社の G.ダーテル及び Early's of Witney 社の R. アーニーの二人が創設した。入会条件は、少なくとも300年以上

---

<sup>174</sup> 嶋田美奈(2009)「資源ベース論によるファミリー企業分析の課題」『商学研究科紀要』68、p.16。

<sup>175</sup> FBN.J 公式サイト (<http://www.fbnj.jp/fbnj/index.html>)

<sup>176</sup> <http://www.fbnj.jp/award/index.html>

<sup>177</sup> 後藤俊夫(2004)「ファミリー企業における長寿性」『関西国際大学地域研究所叢書』1、pp. 91-114。

続いていること、創業時期に遡って家系が確認できることであるとされる。会員は英国 9 社、その他 6 社である<sup>178</sup>。

(表 9) ファミリービジネス研究・振興プログラムの事例

名称	主催団体
The Family Business Awards	Family Business Center
Oregon Family Business of the Year	Oregon State University
Family Business Awards	Cal State Fullerton
Family Business Forum	University of San Diego
USC Family Business Program	University of Southern California's
Family Business Forum	University of Alabama
Wisconsin Family Business Forum	University of Wisconsin Oshkosh
Delaware Diamond Awards	The Delaware Small Business Development Center
Family Business Center	The University of Massachusetts
Montana Family Business Award	Montana State University
Excellence in Family Business Awards	Oregon State University
Family Business of the Year Award	University of St. Thomas
Family Business of the Year Award	University of Pennsylvania
Leadership in Family Business Research Initiative	London Business School
National Family Business of the Year Award	MassMutual Financial Group
Annual World Conference	The Family Business Network
Distinguished Family Business Award	The Family Business Network, IMD 他
Family Business Center	University of Wisconsin-Madison
Family Business Research Institute	Cornell University

(出所) 後藤俊夫 (2004) 「ファミリー企業における長寿性」『関西国際大学地域研究所叢書』1、p107 より抜粋。

ファミリービジネスに関する研究と振興プログラムは欧米において盛んに行われている。後藤 (2004、2005)<sup>179</sup> によると、米国では多くの大学がファミ

<sup>178</sup> これに関連し、名門校について、おおた (2015) は、「いい味噌や醤油を作る昔ながらの蔵元には、『家付き酵母』が棲み着いているという。長い年月をかけそこに棲み着き、味噌や醤油に、そこでしか再現できない独自の『風味』を加える。同じ材料、同じ製法で作っても、他の蔵元では同じ味は出せないのだそうだ。学校にも似たところがある。生徒は毎年入れ替わるし、当然一人ひとり違うのだが、それでも同じ学校の生徒には共通する『らしさ』が宿る。特に個性的な『らしさ』を醸し出す学校を、人々は『名門校』と呼ぶ。」「建物が老朽化したからとすべてを取り壊し、全く新しい建物を建ててしまったら、家付き酵母はいなくなってしまうのだ。」「外圧によって『名門校』をいじり回すことは、樹齢数十年・数百年という大木をいじりまわすこと。場合によっては切り倒すに等しい。」としている。おおたまさよし(2015)「名門校とは何か？人生を変える学舎の条件」朝日新聞出版、p3、p44、p57。

リービジネス振興に参画しており、積極的に研究している。(表9)に示すように、フォーラム等の定期的大会や表彰により、ファミリービジネス振興に取り組んでいる。

(表10) ファミリービジネスに関する論文のテーマ分析：1996～2003年

1. 目的と目標 11件(5.7%)	経済的目的	非経済的目的	目的形成プロセス
2. 戦略の形成と内容 53件(27.9%)	戦略計画立案	外部環境の機会と驚異	全社戦略
	事業戦略	機能別戦略	国際化戦略
	起業家精神革新 10(5.3%)	利害関係者、倫理、CSR	資源・競争力 11(5.8%)
3. 戦略実行・管理 50件(26.3%)	ガバナンス 18(9.5%)	組織構造	行動、対立 12(6.3%)
	システム、プロセス、ネットワーク	文化、価値観	進化、変化
4. 経営と所有 60件(31.6%)	リーダーシップ/所有 14(7.4%)	専門家志向	継承 42(22.1%)
5. 組織的業績 37件(19.5%)	経済的業績 29(15.3%)	非経済的業績	
6. その他(戦略性あり)	19件(10.0%)		
7. その他(上記以外)	40件(21.1%)		
合計	190件(100.0%)		

(出所) 後藤俊夫(2005)「ファミリービジネスの現状と課題：研究序説」『静岡産業大学国際情報学部研究紀要』7、p216。

ファミリービジネス研究の潮流は、後藤(2005)<sup>180</sup>によると、FBN主催の学術研究発表大会における近年の論題の傾向として、Barle and Means(1932)<sup>181</sup>を嚆矢とするエージェンシー理論を再考する論点が顕著であり、その他では資源依存理論、国民文化あるいはスチュワードシップ理論などを根拠とした論文、あるいは起業家精神の視点からファミリービジネスを分析する論文が目立って

<sup>179</sup> 後藤俊夫(2004)「ファミリー企業における長寿性」『関西国際大学地域研究所叢書』1、pp. 91-114。後藤俊夫(2005)「ファミリービジネスの現状と課題：研究序説」『静岡産業大学国際情報学部研究紀要』7、pp. 205-339。

<sup>180</sup> 後藤俊夫(2005)「ファミリービジネスの現状と課題：研究序説」『静岡産業大学国際情報学部研究紀要』7、pp. 215。

<sup>181</sup> Barle, A. and Means, G. (1936)、“The Modern Corporation and Private Property、Transaction Publishers”(北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂銀行研究社、1958年)

いる。Chrisman, Chua and Sharma (2003)<sup>182</sup> は、1996～2003年に発表された当該分野における主要論文190件を整理した結果をまとめている。この結果に従って、後藤(2005)<sup>183</sup> は(表10)のようにファミリービジネスに関する論文のテーマを分類整理している。「経営と所有」(31.6%)はファミリービジネスにおける伝統的な研究テーマであり、中でも世代間の「承継」の問題は企業の存亡を左右するために強い関心を集めている。「戦略の形成と内容」(27.9%)、「戦略実行・管理」(26.3%)と続いており、戦略経営ならびに業績分析へと全体の関心が移動している傾向があることを指摘している。

メディアとしては、1988年に創刊された学術誌として *Family Business Review* がある。一般誌としては *Family Business Magazine* があり、“The World’s Largest Family Businesses”などを発表している。毎年4月と11月には国際会議 (Family Business Magazine Conference) を開催している。*Forbes* も同様に、“The Best Family Business”を発表しており、ファミリービジネスに対する注目度の高さが窺える。

日本では、日経ビジネス<sup>184</sup> において、虚業時代にあえて問う不死身の「血族経営」「ファミリービジネスに学ぶ」として特集された。その中で、「(長期においても、短期においても)総合的な収益力は家業が他企業の方が高く、過去10年間の株式時価総額の伸び率でも、家業型企業は一般企業の上を行き、家業型企業は、より長期の視点で投資や人材育成を実行する」<sup>185</sup> として、ファミリービジネスが見直されている。

ファミリービジネスの堅実性も高収益性や長寿性の理由として挙げられている。後藤(2004)<sup>186</sup> による、静岡県内で100年以上存続している老舗企業調査(679社)のうち、財務データを入手できた104社について財務分析した結果、老舗企業は自己資本比率が高いことが分かった。これは、長期にわたる堅実な経営の結果であり、財務においては保守的で借金が比較的少なく、長年にわたって収益を実現してきたためであると解釈している。

その他、齋藤(2006)<sup>187</sup> は、ファミリービジネスの高利益率は創業者自身の能力、情熱などに負うところが大きいと推察している。その一方で、創業者ほどの能力、情熱を持たない可能性の高い創業者の子孫に経営が受け継がれた

---

<sup>182</sup> Chrisman, J. J., Chua, J. H. and Sharma P. (2003) Current Trends and Future Directions in Family Business Management Studies: Toward a Theory of the Family Firm. *2003 Coleman White Paper series*

<sup>183</sup> 後藤俊夫(2004)「ファミリー企業における長寿性」『関西国際大学地域研究所叢書』1、p107。

<sup>184</sup> 日経ビジネス(2006年3月6日号)

<sup>185</sup> 齋藤卓爾(2006)「ファミリー企業の利益率に関する実証研究」『企業と法創造』3(1)(2008)、p. 5。

<sup>186</sup> 後藤俊夫(2004)「ファミリー企業における長寿性」『関西国際大学地域研究所叢書』1、pp.108-111。

<sup>187</sup> 齋藤卓爾(2006)「ファミリー企業の利益率に関する実証研究」『企業と法創造』3(1)、pp. 171-185。

企業では、所有と経営の一致にともない経営者の保身により効率性が低下する可能性も指摘している。

### 3.7. ファミリービジネスの歴史

#### 3.7.1. 我が国のファミリービジネスの歴史

ヨーロッパ、特にイタリアなどではファミリービジネスが多く展開されているものの、規模としては小規模であり、数名の企業も多い。しかし、地域的に親族が点在しており、産業集積を形成している。日本の多くの同族企業は明治維新以降に誕生した。ただ、この場合は後でも述べるが財閥を形成し、第二次世界大戦後、銀行を中心とする旧財閥系グループへとなっていった。

高度経済成長期に急成長を遂げた同族企業は、倍々ゲームで増資を重ね、多額の資金を調達して拡大してきた。しかし、その増資の速度に創業者一族の出資が追い付かず、持ち株比率が徐々に減少して行った。また、創業者の死去に相当な相続税の支払いによって、株式の売却や物納を余儀なくされることもあった。こうして、創業当初、ほぼ100%の株式を所有していた創業者一族は、次第にその地位を後退させ、主要株主から転落して行った。

会社が巨大になり、少数持株支配すら成立しないほど、株式所有が広汎に分散すると、株主からの制約から解放され、経営者は自由に裁量を振るうことが可能となる。創業者一族が大株主でなくなったとしても、これにとって代わる大株主がいないのだから、経営者支配と同じことである。

表面上は創業者一族から後任の社長を選んだのではなく、優れた後継者を選んでいたら、たまたま創業者一族の人間だったということになる。しかし、誰もそんなことを信じない現状がある。結局、株式所有という客観的な経済基盤を失った創業者一族が役員を世襲していることには、明快な根拠があるわけではない。

また、日本の同族企業の場合、このようなことから、明快な根拠は示せないものの、創業者一族をたてる経営が行われているため、敵対的買収で同族企業を身売りすることも少なく、また、経営者が保身を目的とした利益調整行動を行うことがない。本章では同族企業として有名なトヨタ自動車と松下電器産業（パナソニック）の歴史を例に挙げ、利益調整行動がどのように行われてきたのかを分析する。

#### 3.7.2. ファミリービジネスの視点からのトヨタ自動車

世界を代表する自動車メーカーとなったトヨタ自動車であるが、その原点は、天才的な発明家として評判の高かった豊田佐吉にあった。

豊田佐吉（1867-1930）は、近江国敷知郡吉津村の農家に生まれた。

当時は綿糸紡績業の近代化が急速に推し進められた時代で、豊田佐吉は機械の修繕を通じて動力機に興味を持つようになり、自動織機の発明をしようと試みた。そして、試行錯誤の末、1891年に木製人力織機を発明し特許を取った。

しかし、手動の木製人力織機では生産性に限りがあり、豊田佐吉はさらに動力織機の開発を行おうとした。周囲から変人扱いされるほど研究・製作に邁進し、1896年に動力織機を発明した。この動力織機は、人力に比べて10倍から20倍の高い生産性を誇り、品質の均一化をも実現し、繊維業界で爆発的に売れるに至った。

これに注目したのが三井物産である。1907年に三井物産等の出資で豊田式織機株式会社が設立され、豊田佐吉は常務取締役兼技師長に就任した。ところが、日露戦争後の反動恐慌で豊田式織機が業績不振に陥ると、経営陣は豊田佐吉に責任を押し付け、1910年に辞任に追い込んでしまう。

その後1911年に、愛知郡中村大字栄字米田に個人経営の豊田自動織布工場の建設を計画した。資金不足に悩んでいた佐吉は、豊田式織機株式会社の一件で疎遠になっていた三井物産の大阪支店長である藤野亀之助と、名古屋支店長である児玉一蔵に助力を仰いだ。そして、両者の尽力で資金援助を受け、工場の建設に至った。

同じ時期、紡績工業が稼働し始めた1914年に第1次世界大戦が勃発した。莫大な注文が舞い込み、豊田式織機で莫大な収益を上げることができた。1918年には株式会社に改組し、豊田紡績株式会社と名称を変更した。また、最大の輸出先であった中国が関税を引き上げたため、中国現地法人、豊田紡績廠を設立して中国の上海に進出した。

トヨタ紡織の経営が安定すると、豊田佐吉は経営を婿養子の豊田利三郎に任せ、自身は自動織機の開発に没頭した。1924年、ついに完全な自動織機が完成し、その自動織機製造のため、1926年に愛知県刈谷町に株式会社豊田自動織機製作所を設立、初代社長に豊田利三郎をすえた。

このようなことから、戦前、豊田紡織、豊田自動織機製作所などから構成された企業群は、しばしば豊田財閥とよばれた。豊田佐吉の創った会社は地方財閥と認識されるまでに至ったのである。

トヨタ自動車は、豊田佐吉の長男である、豊田喜一郎によって設立された。豊田喜一郎は旧制第二高等学校を経て東京帝国大学工学部を卒業し、1921年に豊田紡織に入社した。欧米の繊維業界視察の後、自動織機の開発に参画、1926年に豊田自動織機製作所が設立されると、同社の技術担当常務に就任した。

豊田喜一郎は、父親の豊田佐吉に劣らず、創業者精神にあふれ、国産自動車の製造を志した。父から自動車開発を命じられたと言う説もあるが、周囲からは理解されず、人目を避けて極秘裏に自動車の開発と研究が行われた。1933年には豊田自動織機製作所内に自動車部門を設置し、愛知県西加茂郡挙母町に工場用地を買収、本格的な開発に着手した。しかし、なかなか開発は円滑に進まず、資金ばかりを費やした。豊田佐吉の死後、豊田財閥を指揮していた豊田利



三郎は、豊田喜一郎の自動車製造に反対していたが、夫人の愛子が豊田喜一郎の自動車製造にかける熱意を認めてやるよう説得した。

一方、日本政府は満州事変勃発後、戦地でのトラックの活躍に目を見張り、1935年に自動車産業の育成を目的とした法案を閣議決定した。豊田喜一郎は、どうにかこの年に国内乗用車とトラックの第1号完成を間に合わせ、実績をアピールした。翌年の1936年に自動車製造事業許可会社の指定を受けることに成功し、1937年に豊田自動織機製作所自動車部を分離、トヨタ自動車工業を設立し、初代社長に豊田利三郎、副社長には豊田喜一郎が就任した。そしてトヨタ自動車工業の設立と並行して関連部門も徐々に発足し始めた。

1938年に軍部はトヨタ自動車工業に対してトラック増産を要請、大量生産に向けた鋼材の安定供給を目的に、1939年に豊田自動織機製作所は大規模な製鋼工場を決定した。同工場をもとに、1940年に豊田製鋼を設立、同社に精密工作機械の製造事業を移管した。1943年には川崎航空機工業と合併し、アイシン精機となった。更には1945年には豊田車体工業を分離し、同社自動車車体の製造事業を移管した。部品製造の分社化が進む一方、本家の豊田紡織がトヨタ自動車工業に吸収合併される事態が起こった。

第2次世界大戦の勃発で欧米は日本からの輸入を中止、輸出産業であった紡績事業は大打撃を受け、整理統合の嵐が吹き荒れた。豊田財閥でも、1942年に豊田紡織が内海紡織4社と合併し、中央紡績と改称して延命を図った。しかし、紡績事業を続けていく余地が無くなり、翌1943年にはトヨタ自動車工業に吸収合併されてしまった。

第2次世界大戦が終戦を迎えると、GHQは財閥解体を指示、豊田財閥はその動きを察知して、1945年に参加企業から豊田称号を取り去り、グループ会社間の役員兼任をやめて恭順の意を示し、解体から免れようとした。豊田製鋼を愛知製鋼、豊田工機を刈谷工機、トヨタ車体工業を刈谷車体と改称、飛行機製造の東海飛行機を愛知工業と改称した。しかし、豊田産業が持ち株会社の指定を受け、解散を余儀なくされる。

豊田産業は、1936年に月賦販売を目的にトヨタ金融として設立され、1942年に豊田産業と改称、豊田紡織がトヨタ自動車工業に吸収合併される過程で、所有株式を譲り受けていたため、持ち株会社として認定された。同社解散後、1948年に商事部門を継承して日新通商を設立、1956年に豊田通商と改称して現在に至っている。

1949年、GHQはインフレを抑止するため、経済顧問のドッジが提案する超緊縮財政政策の新規融資を停止させ、財政補給金を廃止、公債の償還等をしたため、インフレの終息に大きな効果があった。その反面、日本は急激なデフレに見舞われ、企業の資金繰りの悪化を招いた。トヨタ自動車工業もその被害を受け、同年12月には資金調達に行き詰まり、倒産の危機に瀕した。

そこで、1950年に販売部門を分離し、トヨタ自動車販売を設立した。ここに至って労働組合は、会社が人員整理に踏み切るのは必至とみて、大規模ストに突入した。トヨタが危機に瀕した際、豊田喜一郎は、人員整理は一切しないと

労組と覚書を交わし、賃金10%カットを要請した。しかし、遂に人員整理なしには会社の存続が危ぶまれる状態にまで陥ったのである。

豊田喜一郎は労働組合に人員整理を提案し、引責辞任を表明。1950年6月、社長の豊田喜一郎以下、主要な役員ほとんどが退任、豊田自動織機製作所社長であった石田退三が、トヨタ自動車工業社長を兼務するようになった。

この未曾有の事態に労働組合も動揺し、人員整理を受け入れ、ストライキを終結にするに至った。

三代目社長の石田退三は豊田喜一郎に社長復帰を勧めるが、豊田喜一郎は急死してしまう。長男の豊田章一郎はまだ27歳、従兄弟の英二も39歳にしかすぎず、まだ跡取りが育っていなかった。そのため、石田は豊田自動織機製作所の社長を兼務したまま、トヨタ自動車工業社長の続投を余儀なくされた。

石田退三は愛知県知多郡の農家の六男に生まれ、母方の遠縁にあたる児玉家から滋賀県立第一中学校に通った。中学校卒業後、代用教員、洋家具屋の丁稚、呉服屋の番頭、服部商店の営業マンなど職を転々とする。そして、服部商店時代に取り引き関係にあった豊田佐吉の知遇を得て、1927年に豊田紡績に入社した。その後監査役、取締役などを歴任するものの、豊田紡績が紡績業を廃業するにともない、豊田自動織機製作所の常務に転じ、1948年に社長に就任する。

1950年のトヨタ危機で石田はグループ会社の一員として救済に奔走し、豊田喜一郎が引責辞任したのを引き継いで、トヨタ自動車工業社長に就任したのである。石田は社長就任のあいさつの最後に、「各位のご期待に副うことができましたあかつきには、再び豊田喜一郎氏が社長に就任することを前もってご承認お願いいたしたいයිです」と締めくくっている。

後の豊田英二を社長に推したことから、石田は忠実な大番頭として大政奉還を演出したように言われている。しかし、実際には、「トヨタでは、豊田佐吉や豊田喜一郎を表面に立てなきゃ役員にはなれない」と述懐し、「豊田喜一郎のベンチャー精神が危なっかしくて見ていられない」と漏らすなど、シビアな目で創業者一族の能力を見極めていた。

たとえば、豊田利三郎の長男、豊田幸吉郎が豊田自動織機製作所の専務時代に、石田はどうも二代目はボンクラが多い。豊田一族だろうが関係ないといって、1975年に、豊田喜一郎を平取締役に変更してしまった。豊田幸吉郎は豊田佐吉の最年長の孫である。一族に与えた衝撃は計り知れなかつただろう、だが、この創業者一族に対するシビアな姿勢は、その後もトヨタグループに脈々と受け継がれ、豊田一族は鍛えられていく。

石田は自分の城は自分で守れと語り、愚直なまでに製造業の経営に徹した。その一方、金にならない無駄は徹底的に排除した。また、財界活動を嫌ったため、財界人から自社の業績しか顧みないトヨタモンロー主義と揶揄された。

1961年に、石田は三井銀行神戸支店長であった中川不器夫に社長を譲ったが、中川が1967年に急死すると、豊田喜一郎の従兄弟であった豊田英二を社長に登用した。その豊田喜一郎が引責辞任してから17年後の1967年、途絶えていた豊田一族への世襲がようやく実現したのである。

豊田英二は社長就任の記者会見で、豊田家の一族だから社長になれたのかと問われ、私が新社長にあげられたのは、豊田同族の一人であるかどうかは知らぬ、しかし、自分としては、あくまでも社長としての適任者と認められたからこそ、今回ここに選ばれたと思うと回答した。

1982年にトヨタ自動車工業とトヨタ自動車販売が合併し、トヨタ自動車株式会社となった。その初代社長に豊田喜一郎の長男、豊田章一郎が就任した。

豊田章一郎は取締役・常務時代に監査改良室、検査部を経て、第二製造部で工場建設を指揮するなど、その職務と経験は叔父の豊田英二の事例と類似している。トヨタ流の英才教育と言っている。

1950年のトヨタ危機で分離されたトヨタ自動車工業とトヨタ自動車販売、両社の合併はトヨタ首脳の悲願であったが、トヨタ自動車販売の実質的な創業者、神谷はそれを認めようとしなかった。そこで、トヨタ自動車工業は、1979年に豊田章一郎をトヨタ自動車販売副社長に派遣し、両社の合併を模索したと言われている。1980年に神谷が死去、翌1981年に豊田章一郎はトヨタ自動車販売の社長に就任し、工販合併の下準備を整えたのである。

豊田章一郎は社長就任後、ゼネラルモーターズとの提携、アメリカ、カナダへの工場進出を決め、トヨタ自動車のグローバル化をけん引した。1992年、豊田章一郎は社長を実弟の豊田達郎に譲ったが、1995年に高血圧症で豊田達郎は退任、副社長奥田碩がトヨタ自動車社長に就任した。

奥田碩は三重県の中小証券会社オーナーの子に生まれ、一橋大学商学部を卒業後、トヨタ自動車販売に入社、経理部長時代に上司と衝突してマニラ駐在員に左遷される。そこで、豊田章一郎の娘夫婦がたまたまマニラに住んでいたため、マニラをたびたび訪れていた豊田章一郎の知遇を得ることとなった。豊田章一郎は奥田の才能を認め、豪亜部長に抜擢、以降、奥田は豊田章一郎の後押しを受け、昇進を重ねていく。トヨタ自動車社長の就任にも豊田章一郎の強い威光があったという。

豊田章一郎の目に狂いはなかった。奥田は社長に就任すると、国内シェア40%奪回を越え高に叫びまわって、トヨタ独り勝ちを演出した。また、トヨタグループの再編、強化を推進、1960年代後半に50%以上に引き上げ、両社を子会社化した。さらに千代田火災海上保険に対する出資比率を1998年に引き上げ、傘下に収めた。

奥田碩の後、豊田家以外の張富士夫、渡辺捷昭が社長を歴任した。2008年、渡辺の拡大戦略で世界一の自動車メーカーに成長したが、2009年秋の世界同時不況で、拡大戦略は一転して裏目となった。そして、2009年度末の決算では、71年ぶりに営業赤字への転落を余儀なくされたのである。

急激な経営不振を打開するため、はじめに述べたように、奥田は豊田章一郎の長男、豊田章男をトヨタ自動車社長に登用したのであった。

トヨタ自動車への入社を希望した豊田章男に対し、父親の豊田章一郎は、「お前を部下に持ちたいと思う人間など、トヨタにはいないだろう。トヨタに入り

たければ特別扱いはしない」と告げ、さらに「一人前になるまで、あまりマスコミに出るな」とくぎを刺したと言う。

豊田章男はトヨタ自動車入社後、元町工場日程課、本社経理部原価管理課、財務部資金管理課、生産調整部、車両部を経て、1996年にIT事業を立ち上げるプロジェクトチームを指揮した。しかし、これは豊田でいると傍流であり、役員になるまで、トヨタの花形部門を担当させてもらえなかったと指摘されている。

2000年に40歳で取締役役に就任、2001年に中国本部長となり、新工場建設を指揮した。常務、専務を経て、2005年に副社長に就任、2007年には国内販売部門の最高責任者に登用され、翌2008年には海外事業担当を兼務し、そして2009年に社長に就任した。

なお、社長就任の記者会見で、「豊田の姓に生まれたことについては、私に選択権はありませんでした。私はこれからも、豊田章男として私がやるべきと信じて、私に出来ることを精一杯やっていきたいと考えています」と胸中を語った。

トヨタ自動車工業の創業者、豊田喜一郎は、「倉庫は金を寝かすことと一緒だ」と考え、ジャストインタイムを提唱した。それは必要な部品を必要な分だけ必要な時に調達し、生産ラインに乗せると言う手法である。この常識破りの逆転の発想は、なかなか周囲に理解されず、豊田喜一郎は自らパンフレットを作って徹底を図った。

1949年頃、機械工場長であった大野耐一が「かんばん方式」を発案。それまで、前工程で部品を作り溜めて後続の工程に渡していたものを、逆に後続の行程で部品が足りなくなると前工程に取りに行かせるようにしたのである。アメリカのスーパーマーケットの商品補充にヒントを得たと言われている。

はじめは製造現場から反対の声が上がったが、大野が率いる生産管理部の努力もあり、かんばん方式は徐々に車内に浸透して行った。1970年代中盤のオイルショックではその効率的な生産方式が脚光を浴び、トヨタ生産方式が日本の製造業各社で導入されていった。その後も効率的な生産方式が、日々かいぜんされ、トヨタ自動車の合理化精神を支えていった。

トヨタ自動車では、創業者一族である豊田家への求心力が強いと言われている。

豊田喜一郎の長男・豊田章一郎、次男・達郎、そして豊田章一郎の長男・豊田章男がトヨタ自動車社長を歴任している。これら以外にもトヨタグループ首脳に豊田家は名を連ねている。

豊田利三郎の長男で豊田幸吉郎は33歳で豊田自動織機製作所の取締役役に就任し、専務まで上り詰めた。豊田利三郎の二男、豊田大吉郎は37歳で豊田通商監査役となり、副社長、会長を歴任、豊田利三郎の三男、豊田信吉郎は33歳で豊田工機監査役となり、1978年に豊田紡織社長に就任、豊田利三郎の四男、豊田禎吉郎は三井銀行に入行後、日本電装に転じて45歳で取締役となり、副社長、副会長を歴任している。

豊田英二の長男、豊田幹司郎は38歳でアイシン精機取締役となり、1995年社長に就任、豊田英二の三男、豊田鉄郎は、46歳で豊田自動織機製作所取締役となり、2005年に社長に就任した。豊田英二の四男、豊田周平はトヨタ自動車に入社し、51才で取締役となった。その後、専務待遇となり、将来の社長候補となったが、2004年に豊田紡織副社長に転籍し、翌2005年にはトヨタ紡織社長に就任している。

また、豊田英二の弟・豊田芳年は38歳で豊田自動織機製作所取締役となり、1978年に社長に就任、豊田喜一郎、英二の従兄弟、豊田稔は36歳でアイシン精機取締役となり、1970年に社長に就任した。

豊田一族は30代の若さで取締役に登用されるケースが多く、創業者一族として特別待遇されている。しかし、豊田一族として優遇されるのは取締役就任までで、社長への道が約束されているわけではない。

トヨタの大番頭石田退三は、豊田一族に敬意を払いつつ、かれらを一人前の経営者に育てるために難度の高い業務を担当させた。そして、その実力を冷静に見極めた上で、周囲の理解を得ながらグループ各社の社長、会長へと引き上げる姿勢を示した。こうして、厳しく育てられた創業者一族の二世、三世がグループ各社で登用され、創業者一族の求心力を高めていった。

このような歴史から、トヨタでは、創業者一族が求心力を持っており、株主に対する利益調整よりも、トヨタという企業を守ることが優先された。

### 3.7.3. ファミリービジネスの視点からの松下電器産業

パナソニックの創業者は松下幸之助である。松下幸之助は一代で世界的な電機メーカーを創り上げ、販売の神様あるいは経営の神様として語り継がれている。また、1946年に繁栄によって平和と幸福を探求する機関としてPHP研究所を創設し、1979年には松下政経塾を設立するなど、文化・政治面にも手を広げ、経済界にとどまらず幅広い活動を行ってきた。

松下幸之助は、和歌山県の裕福な農家の三男として生まれたが、松下幸之助が幼少の折、父親が事業と相場に失敗したため、大阪に出て焼物屋や自転車屋の小僧として奉公せざるを得なかった。電気事業に興味を持ち、十六歳で大阪電灯の見習い工として入社、日々創意工夫を怠らず、目標の検査員に最年少で昇進した。しかし、仕事の傍ら、配線器具やソケットの製品化のため、独立の志を固めるようになる。

1917年、松下幸之助は大阪電灯を辞職し、大阪鶴橋にあった二間の借家を工場にして、淡路島から義弟、井植歳男を呼び寄せ、自ら考案した改良ロケット作りに没頭した。そして翌1918年、松下電気器具製作所を創業、二股ソケットを開発し、新企画の製品を安く作る工場として評判を得た。

松下幸之助は良いものは売れるという信念から、十分に研究・開発した上で、思い切った量産体制を敷いて高性能、低価格の製品を提供した。そして、1923

年には独創的な自転車用ランプ製造でヒットを飛ばし、1932年にはラジオ製造に成功し、従業員千人を越えるまでに急成長したのである。

1933年、松下電器製作所は大阪府門真に本社を移し、工場完成とともに工場群を三つに分け、松下幸之助最大の発明と言われる事業部制を敷いた。事業部制の導入により、各事業部はそれぞれの傘下に工場と出張所を持ち、製品の開発から生産・販売を一貫して担当する独立採算性をとった。事業部の責任者には徹底した権限と収益に対する責任が委譲され、それが優秀な経営幹部が育つ素地となった。また、事業部制の導入とともに、始業時には朝会、終業時は夕会を設け、朝会では松下の綱領・信条、松下電器の遵奉すべき精神を唱和し、社歌の斉唱などを行った。拡大する組織に対して、松下の経営理念の浸透を図ったのである。

一方、卸売店、小売店の系列化に力を注ぎ、販売の松下の基礎を固めた。松下以外の製品も取り扱っていた卸売店に対して、専売店になれば、業績に応じて配当金を贈与する配当金付積立金制度を導入して、松下の専売店になるように奨励した。また、卸売店、小売店の値引き合戦が激しさを増してくると、1934年に連盟店制度を導入、小売店を連盟店として登録し、決められた卸売店から仕入れることを義務付け、不当廉売を防いだのである。

こうして松下は、電機メーカーとして財閥系企業や日立製作所に次ぐ地位にまで成長した。1935年、松下電機製作所は株式会社に改組され、松下電器産業と改称、同社を持ち株会社として各事業部を6つに分社化した。松下無線、松下乾電池、松下電熱、松下金属、松下電器、松下電器直売である。

第2次世界大戦が始まると、松下電器産業も軍需生産を強いられ、1943年には松下造船、松下飛行機を設立し、木造船、木製飛行機の生産に乗り出した。しかし、両社は資材の入手困難に直面し、思った通りの生産が出来ず、予定した成果には届かなかった。

また、1944年頃には、資材調達の悪化で既存会社の生産も滞りがちとなり、松下無線、松下乾電池などの子会社を松下電器産業に吸収合併し、生産体制の立て直しに動いた。

第2次世界大戦が終結を迎えると、財閥解体が実施され、1946年に松下電器産業は制限会社の指定を受けた。また、松下一族が財閥家族として、さらに松下電器産業の重役は公職追放の指定を受けた。

松下幸之助はこれを不服として、GHQに50数回も出頭して抗議を繰り返した。さらに松下の労働組合、系列の販売店主も追放解除の嘆願運動を行い、関係者を驚かせた。その結果、松下幸之助は1947年に公職追放から除外され、1949年に財閥家族の指定を解除、翌1950年には制限会社の指定も解除された。

しかし、財閥解体の余波が全くなかったわけではない。創業期から松下電器産業を支えた義弟の井植歳男は松下を去り、新たに電機メーカーを設立した。これが後の三洋電機となる。また、松下グループ各社は民生品製造に復帰したが、軍需専用だった松下造船、松下飛行機、松下金属は解散を余儀なくされたのである。

戦時中、家庭用電気器具の製造は極度に抑えられていたため、それらに対する潜在的需要は大きかった。戦後の復興とともに、日本でも家庭用電化製品が急速に広まっていく。特に白黒テレビ、電気洗濯機、電気冷蔵庫は三種の神器と呼ばれ、耐久消費財の花形と言われた。こうして1950年代には家電産業と言われる新しい産業が誕生し、その市場拡大を背景に松下電器産業は急成長を遂げたのである。

こうした有望市場の誕生を、隣接分野の大企業が指をくわえてみているはずがない。東京芝浦電気、日立製作所、三菱電機等といった重電メーカーが家電産業に参入し、販売競争が激化した。

しかし、松下電器産業は戦後いち早く、代理店の親睦組織、ナショナル共栄会を結成し、戦前の連盟店制度を復活させ、販売網の整備・強化に努めていたので、これら競合メーカーをおさえて家電業界トップに君臨したのである。

松下幸之助には嫡男がおらず、婿養子を迎えて社長を譲った。松下正治である。

松下正治は、平田東助伯爵の孫として生まれ、東京帝国大学法学部を卒業後、三井銀行に入行した。その後、松下幸之助の一人娘と結婚し、1940年に松下電器産業に転じたのである。1944年、32歳で監査役に就任、1947年に取締役を経て、1949年には副社長に就任、順調に出世を重ね、1961年にはついに松下電器産業の社長となった。

松下幸之助は社長を退くにあたって、住友銀行頭取の堀田庄三に後任についての相談をしたという逸話が残っている。堀田はその相談に対して、骨肉の情が大事なら、松下正治を社長に据え置き、高橋荒太郎を会長にしなさい。しかし、会社が大事というなら、松下正治氏を会長にし、高橋荒太郎を社長にすべきだと忠告したと言う。しかし、結局のところ、松下幸之助は松下正治を選んだのである。しかし、その後、松下幸之助と松下正治は生まれや学歴、経験の違いから価値観が合わず、苦勞した。松下幸之助は会長に退いた後、週1回出社するにとどめていたが、ついに松下正治に経営を任せておけず、自ら営業現場に復帰してしまう。

松下幸之助は熱海会談を機に、営業本部長代行として現場に復帰し、業績を立て直した。しかし、それは同時に、後継者である松下正治に社長失格の烙印を押したに等しかった。

1977年、松下正治は社長を退いて会長となり、後継者には末席取締役であった山下俊彦を抜擢した。24人抜きの社長昇進は、当時、山下跳びと呼ばれ、世間をあっと驚かせた。

山下俊彦は大阪市立泉尾工業高校で学び、1938年に松下電器産業に入社、真空管工業所に勤務し、1947年に上司と共に下請け会社に転職するが、1954年に松下電器産業に復職、ところが、1956年に松下電子工業に部品工場長として出向、1962年に同社の関連会社であったウエスト電気の債権を命じられ、成功を収めた後、1965年に松下電器産業に復職し、冷機事業部長に就任、1974年によく取締役抜擢されたばかりだった。

社長就任会見で、選んだ人にも責任があると明言を吐き、社内の就任のあいさつでも、今の松下には官僚主義がはびこっている。この官僚主義が松下のあらゆる活力を損なっていると松下批判を行い、周囲を驚かせた。

山下は脱創業家路線を断行し、松下幸之助の腹心の役員たちを次々と退任に追い込んだ。それは松下電器産業が普通の企業になるために必要なことだったのかもしれない。しかし、その急進的なやり方が、松下家との軋轢を生み、公的な会合で松下幸之助が激しい口調で山下を非難するまでになった。地位に恋々としないう山下は、1986年に谷井昭雄に社長職を譲り、経営の一線から退いてしまう。

谷井昭雄は1948年に神戸工業専門学校を卒業し、東洋金網に入社、1956年に高校の先輩に誘われて松下電器産業に転職した中途採用者である。録音事業部長、ビデオ事業部長を経て、1979年に取締役役に就任、以降、常務、専務、副社長を経て社長に就任した。

谷井は山下路線の継承者であり、山下の意を汲んで松下正治に役員退任を勧めたが、松下正治はこれを拒み、両者の間に亀裂が走った。金融子会社インターナショナルリースの巨額不正融資事件が起こると、松下正治は1993年に谷井を引責辞任に追い込み、親創業家といわれる森下陽一を社長に抜擢したのである。

1986年、山下の社長退任と同時に、松下幸之助の孫、正幸が取締役に昇格した。山下は時期尚早と唱えて最後まで反対したとのことであった。しかし、松下家の意向を受けた松下正治の強い推薦によって、正幸の取締役就任が実現した。

松下正幸は、松下正治の長男として生まれ、灘高校を経て1968年に慶応義塾大学経済学部を卒業し、松下電器産業に入社、アメリカ松下電器、米スリーエム社、松下寿電子工業への出向を経て、1978年、松下物流倉庫社長に就任、1981年に松下電器産業の洗濯機事業部長を経て、1986年取締役役に就任した。

松下電器産業に戻ってからは宣伝部門や、業績の良い洗濯機事業部などを任せられ、リスクの大きい新規事業立ち上げや赤字部門の再建等は一切担当せず、温室育ちと揶揄された。

松下正幸が取締役に就任した当時、松下幸之助は体調を崩し、その3年後、1989年に息を引き取った。享年94才であった。

その後の2008年、中村邦夫の後継の社長である大坪文雄は松下電器産業の社名をパナソニックに改称した。それまで松下製品の商標は松下、ナショナル、パナソニックの3つに分かれており、しばしば別会社と間違われた。これを一本化することでイメージアップを狙ったのである。

ナショナル商標は、1927年に角型ランプ販売に当たって、松下幸之助がたまたま新聞で目を付けたインターナショナルをもとに使い始めたものである。ところが、アメリカではナショナルという商標が他社に商標登録されて使えなかったため、1961年からパナソニックというブランドを使用し始めた。ちなみに、



パナソニックは、全・汎を示す PAN と、音を意味する SONIC を組み合わせた造語で、三百を越す公募から選ばれたものだと言われている。

パナソニックの商号変更は、松下電器産業だけではなく、系列の子会社にまで敢行された。松下の称号を使っている全世界 180 社、ナショナルを使っていた 32 社が一斉にパナソニックブランドに変わった。この一大改革は、松下グループにとって、偉大な創業者との決別、新たな時代の幕開けを意味するものではないだろうか。

松下電器産業は、創業者の松下幸之助以降、同族経営を試みたが、同社の大番頭によって阻止された。さらに創業者の名前が使用されている企業名すら、変更してしまった。しかし、それらに加担した人々は、松下電器産業が嫌いなのではなく、松下電器産業への愛社精神があった故にこのような行動を取ってきたのである。これは、自社を守る行為であり、故に株主に対する利益調整行動は殆ど伴っていなかった。

#### 3.7.4. 財閥グループとの違いとファミリービジネスの特徴

我が国における財閥は、三井、三菱、住友、芙蓉になるが、全て明治時代に明治政府の庇護の下で急成長した企業群である。もちろん、一族で経営される場合も多く、ホールディングスカンパニーの形態をとることが多かった。しかし、古くから政府と結びついていたことから、侵略戦争を経済面で支えたとして、連合軍によって、制限会社へと移行させられ、財閥解体によって、ホールディングスカンパニーの株は放出されることとなった。

しかし、第二次世界大戦後、しばらく経ってからこれらの財閥企業は銀行を中心としたグループ企業を形成、財閥内にあった企業が再集結した。この時、旧財閥系グループの中心となった銀行が、グループ内の企業へ資金供給を行ったことから、グループ内の企業が単体で市中から直接資金供給を受ける必要が無く、株式は形骸化してしまった。いわゆる安定持ち株制度である。一方、日本で有名な同族企業には今回例に挙げたトヨタ自動車、松下電器産業もさることながら、西武鉄道や阪急電鉄、マツダやブリヂストンなど、多くの企業で中心となる銀行、つまりメインバンクを抱えていない。さらに第二次世界大戦の敗戦によって制限会社に指定された企業はそう多くなく、松下電器産業でも、指定はすぐに解除された。このような違いが財閥と同族企業にはある。

この同族企業を記述的に分析すると、その特徴としては、①創業者一族が該当企業の社長を世襲し、経営件を掌握していること、②世襲制の前提として、当該企業の過半数を掌握していることが挙げられる。

ところが、世界的に有名になった同族企業、本論文ではトヨタ自動車と松下電器産業であるが、これらの巨大企業の創業者一族はほとんど株式を所有していない。株式による支配を通じた世襲を行う同族企業の前提が崩れてしまっているのにもかかわらず、世襲を続けているところが日本の同族企業の特徴では

ないかと考えられる。それは、「株式」という経済的、物質的裏付けのない脆弱な基盤の上に成り立った砂上の楼閣である。

ただ、このようなことから、市中から資金を調達しはじめた同族企業は、旧財閥系グループ企業よりも柔軟にボーダレス競争社会に順応し、市場シェア拡大を狙っている。これは先の事例としてとりあげたトヨタ自動車もそうである。トヨタ自動車は世界で初めて単体の企業として年間 1000 万台を販売した（2014 年 4 月 26 日発表）。松下電器産業はボーダレス競争社会に対応するため、従来から国内で馴染のある松下やナショナル、海外で馴染のあるパナソニックを統合し、パナソニック一本に絞った（2008 年 10 月）。

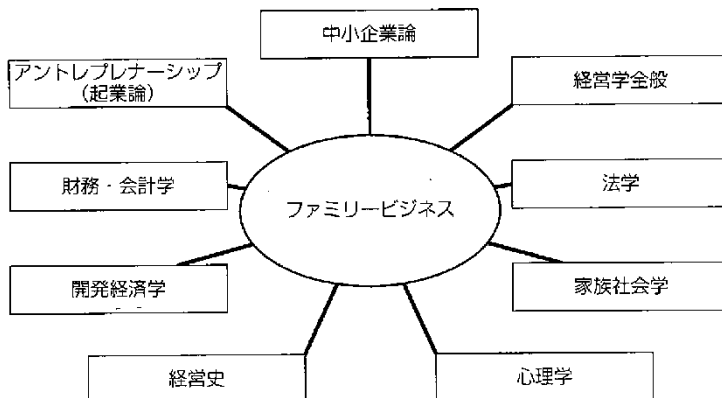
このようなことから、同族企業における M&A は、原則、自社を永続させるための一つの手段として活用されていることが分かる。

### 3.7.5. 財閥研究とファミリービジネス研究

星野妙子編(2004)<sup>188</sup>は、発展途上国のファミリービジネスの研究に当たり、財閥研究を基礎においている。

この点、「財閥論の後発工業国企業論への適用の道を開いたのは中川敬一郎であった。中川は「家族という本能的群居集団のあり方が社会組織の基本原理となっているような伝統的社会が、先進工業国との国際競争裡に強力な工業化を急速に推し進めようという場合、その後進的工業化の経済主体として必然的に発生する多角的な企業集団」と財閥を定義した(中川,1969:190<sup>189</sup>)。

中川の貢献は、財閥が生成する環境条件として、豊富な企業者機会、資本市場の未発達、狭小な国内市場など後発工業国に特徴的な経済的諸条件を重視し、それによって財閥論の射程を発展途上国にまで広げたことにあった。その後現れた発展途上国の財閥研究に、中川の分析視角は大きな影響を与えたといえる。また、日本の財閥研究の豊富な蓄積は、発展途上国の財閥研究に数多くのヒントを与えてきた。」



188 星野妙子編(2004)「ファミリービジネスの経営と革新」アジア経済研究, pp8-9。

189 中川敬一郎(1969)「第二次世界大戦前の日本における産業構造と企業者活動」『三井文庫論叢』第3号、pp189-213。

## 【図6 ファミリービジネス研究を取り巻く主な隣接分野】

(出所) 後藤俊夫「ファミリービジネス—知られざる実力と可能性—」白桃書房、2012年7月、p16。

「ただしファミリービジネスを分析対象とするという目的にあわせて、本書では戦前期日本の財閥をファミリービジネスという視点から捉え直している。」

「本書の日本の章では、狭義の財閥からファミリービジネスへと分析の射程を広げた。それにより、より厳密な意味で発展途上国企業と類似性をもつ多様な形態の企業が参照事例に含まれるようになり、日本の経験から豊富な示唆を得ることが可能になったといえる。」としている。

ファミリービジネス研究と、他の研究分野との関係について、後藤<sup>190</sup>は、「ファミリービジネス研究は、極めて学際的な傾向が強い。ファミリービジネス研究には多くの隣接分野が存在し、その理論あるいは知見を応用して自らの研究を進めてきた。隣接分野に知見を提供する場合もあり、共同して理論を構築する可能性もあるであろう」としている。

### 3.8. ファミリービジネスの経営課題

#### 3.8.1. ファミリービジネスの課題

ファミリービジネスの課題としては、事業承継の問題が最大であるといわれている<sup>191</sup>。ファミリービジネスに関する先行研究の中でも世代承継問題をテーマとしたものは多く、特に同族内部における承継の難しさが指摘されている(後藤、2006)<sup>192</sup>。ファミリービジネスにおける経営者交代による事業承継は、単なる経営・マネジメントの承継ではない。

Kenyon-Rouvinez and Ward (2005)<sup>193</sup> は、ファミリービジネスにおける事業継承を(1) 所有に基づく経済価値とオーナーシップの承継、(2) 経営のリーダーシップの承継、(3) ファミリーの構成員としての資格とリーダーシップの承継としている。嶋田(2009)<sup>194</sup>では、ファミリービジネスにおける事業承継について、承継プロセスが非ファミリービジネスよりも時間的に長いため、前任経

<sup>190</sup> 後藤俊夫編著(2012)「ファミリービジネス知られざる実力と可能性—」白桃書房 p16。

<sup>191</sup> D, Kenyon-Rouvinez, J.L.Ward, “*Family Business: Key Issues*”, Palgrave Macmillan (2005)(富樫直記監訳(2007)『ファミリービジネス 永続の戦略』ダイヤモンド社)、pp.149-178。

<sup>192</sup> 後藤俊夫(2006)「ファミリー企業におけるCEOの承継：東アジアの知見」『関西国際大学地域研究所叢書』3、pp. 57-75。

<sup>193</sup> D, Kenyon-Rouvinez, J.L.Ward, “*Family Business: Key Issues*”, Palgrave Macmillan (2005)(富樫直記監訳(2007)『ファミリービジネス 永続の戦略』ダイヤモンド社)、pp149-178。

<sup>194</sup> 嶋田美奈(2009)「経営者の交代と戦略バイアス：ファミリー企業の優位性から」『商学研究科紀要』69、pp. 19。

営者と後継経営者との関係が濃密でビジョンや組織文化引き継ぎも行われやすく、所有と経営の一致から企業統治に有効な構造が土台にあるなどの優位性があるため、承継パフォーマンスにも優位に働くことが指摘されている。

しかし、後藤（2006）<sup>195</sup>によると、ファミリービジネスにおける世代承継の問題として、経営責任者の在任期間が長く、高齢化している。にもかかわらず、ファミリー内部における次世代への承継比率は低下しており、2代目、3代目と代を重ねるごとに低下していく傾向がある。また、事業承継に向けた税制などの制度的整備についても必要とされる。ファミリービジネスにおいては円滑な世代承継の仕組みについて、ガバナンス・システム、若手を対象とした啓蒙教育、ファミリーの紐帯強化などの観点から検討していく必要がある（後藤、2004）<sup>196</sup>。

### 3.8.2. 相続税法改正と事業承継時の租税負担

金子（2014）<sup>197</sup>が指摘する通り、事業を承継した場合には、一般に多額の相続税ないし贈与税を負担しなければならない。承継する事業が法人形態をとっている場合には、相続・贈与等によって取得する財産は、主として法人(閉鎖的家族会社)の取引相場のない株式であるが、その評価額が大きな金額にのぼり、それに対する相続税・贈与税の負担が思っていたよりも重いことも少なくない。

相続税法上の基礎控除の金額は、5000万円と、1000万円に当該被相続人の法定相続人の数を乗じて得た金額との合計額である（相続税法 15 条）。

この点、平成 25 年度改正で、抜本改革法の附則に従って、格差固定化の防止および相続税の再分配機能・財源調達機能の回復のために、基礎控除の金額を「3000万円+600万円×法定相続人数」として、その額を現在と比べて 60%に減額して課税ベースを拡大した。これは、平成 27 年 1 月 1 日以後に相続または遺贈により取得した財産に対する相続税について適用される。

従来から、税法上の同族会社については、同族オーナーの所有する自社株式に対する相続税の負担が大きかった。これが、平成 25 年度税制改正の影響により、平成 27 年 1 月 1 日以降、さらに大きな負担となる。

### 3.8.3. 事業承継税制

中小企業経営承継円滑化法の附則 2 条に、平成 20 年度中に税制上の必要な措置を講ずるべき旨が定められた。これを受けて、平成 21 年度の税制改正の一環

<sup>195</sup> 後藤俊夫（2006）「ファミリー企業における CEO の承継：東アジアの知見」『関西国際大学地域研究所叢書』3、pp. 57-75。

<sup>196</sup> 後藤俊夫（2004）「ファミリー企業における長寿性」『関西国際大学地域研究所叢書』1、pp.108-111。

<sup>197</sup> 金子宏（2014）「租税法[第 19 版]法律学講座双書」弘文堂、pp.606-607。

として新しい事業承継税制が導入され(租税特別法 70 条の 7~70 条の 7 の 4)、平成 20 年 10 月 1 日に遡って適用することとされた(改正附則 63 条)。

税理士法人プライスウォーターハウス (2013) <sup>198</sup> に従って、この制度の概要を整理すると、非上場株式等についての相続税の納税猶予制度は、一定の非上場株式等(既保有分を含め発行済議決権株式総数(議決権に制限のない株式の発行済総数)の 3 分の 2 に達するまでの部分を上限とする)を相続又は遺贈により取得した後継者について、原則としてその非上場株式等の課税価格の 80%に対応する相続税額の納税を、その後継者の死亡の日まで猶予するというものである(租税特別措置法 70 条の 7 の 20)。

贈与税の納税猶予制度は、一定の非上場株式等(既保有分を含め発行済議決権株式総数の 3 分の 2 に達するまでの部分を上限とする)を贈与により取得した後継者について、当該株式の贈与に係る贈与税の全額の納税を、その贈与者の死亡の日まで猶予するというものである(租税特別措置法 70 条の 7 第 1 項)。

この制度は中小非公開同族会社のための特別措置である。

しかし、この制度の利用が少ない。金子(2014) <sup>199</sup> によれば、制度創設以来 3 年間に経済産業大臣の事前確認を受けた件数は 2800 社程度、適用件数は 500 件程度である <sup>200</sup>。

この制度の利用が少ない要因として、実務家の立場から牧口 (2013) <sup>201</sup> は、納税猶予の条件は、経済産業大臣の認定と相続後 5 年間、長男等の承継者が代表者で、平均 8 割以上雇用を確保(平成 25 年度税制改正後の省令の適用を受ける場合)し、相続株式を譲渡しないことである。しかし、これを外すと納税猶予額と利子税を払わなければならないため、急遽来た条件の良い M&A の話に乗ると困る場合があるとしている。

平成 25 年税制改正では、手続き面を中心にその簡素化に向けた改正が行われた。しかし、私見としては、実務上は、①株式の継続保有、②雇用維持、および、③猶予されない場合の猶予額と利子税の納税リスクの大きさから、利用が進まないものとする。

---

<sup>198</sup> 税理士法人プライスウォーターハウス(2013)「完全ガイド事業承継・相続対策の法律と税務」税務研究会、pp.176-177。

<sup>199</sup> 金子宏(2014)「租税法 [第 19 版]法律学講座双書」弘文堂、p609。

<sup>200</sup> このことに鑑み、平成 25 年度改正で、この制度を利用しやすくするため、平成 27 年 1 月 1 日以後にかかる事業承継について、承継者は被相続人の親族でなくてもよいこと、経済産業大臣による事前確認制度(円滑化令 6 条 1 項 7 号・8 号、租特令 23 条の 9 第 8 項・11 項・23 条の 10 第 1 項・2 項・8 項・9 項)を廃止すること(本制度への経済産業大臣の関与は同法 12 条 1 項 1 号に関するものとして財務省令で定めるものの認定に限られる。租特 70 条の 7 第 2 項 4 号)を含め、かなり大幅な改正が行われた。金子宏(2014)「租税法[第 19 版]法律学講座双書」弘文堂、p609。

<sup>201</sup> 牧口晴一(2014)「第五訂版 図解&イラスト 中小企業の事業承継」清文社、pp356-357。

後藤（2014）<sup>202</sup>によれば、上記の事業承継税制、およびその基礎となる中小企業経営承継兼轄化法、中小企業基本法は、親族内承継から第三者承継をも視野に入れた事業承継の多様化に対応する中小企業論の考えを反映した制度である。

しかし、ここには、健全な親族内支援を支えるファミリー所有の維持という視点に欠けるものである。事業承継税制や制度を検討する上では、後藤（2012）<sup>203</sup>も指摘のように、ファミリービジネス研究の視点を、従来の考え方を補完するために取り入れ、ファミリービジネスの健全な成長にも資するようにする必要があると考える。

税法上の同族会社は、明確な定義が示されているのに対し、ファミリービジネスには、明確な定義は定められていない。税法上の同族会社には、非同族会社にはない独自の規制があるため、その範囲を明らかにする必要があるからである。

一方、ファミリービジネスに対する研究は、定義の明確化されていないものの、実績を積んでおり、特に、事業承継に関する研究は数多くなされていることを明らかにした。

そこで、新しい感覚が要請される事業承継税制に対し、実務家の視点からの検討と、新しい感覚が要請されるファミリービジネスの視点を、従来の考え方を補完するために導入し、これを活用すべきことを示した。

従来の税制の検討においては、ファミリービジネスの視点が欠けていた。今後は、事業承継税制のみならず、他の制度改正にあたっては、ファミリービジネスの視点を取り入れるべきと考える。

---

<sup>202</sup> 後藤俊夫(2014)「ファミリービジネス研究の現状と課題」日本国際情報学会、2014年12月6日、日本大学大学院総合社会情報研究科、p8。

<sup>203</sup> 後藤俊夫編著（2012）「ファミリービジネス知られざる実力と可能性ー」白桃書房、pp.161-162.

## 第4章 ファミリービジネスの利益調整行動

### 4.1. ファミリービジネスと企業会計

#### 4.1.1. ファミリービジネスにおける会計研究

ファミリービジネスにおける会計慣行は、大変ユニークな様相を呈しているが、同じ会社でも公開会社に比較すると異質のもので、比較的ほとんど注目を浴びてこなかった。「会計」と「ファミリービジネス」との調和という言葉は、どちらの分野においても聞いたことがない。会計学の学者にとっては、公開会社を第一とし、ファミリービジネスの会計は一般論が引き出される背景の一つに過ぎなかった。一方で、ファミリービジネスの研究者にとっては、会計というのは単に比較的限られた問題であった。

従来、ファミリービジネス研究においては、長寿性の特性から、事業承継問題などが大きな注目の的であった (Moore, 2009, Sharma, Hoy, Astrachan, & Koironen, 2007)<sup>204</sup>。

そのため、ファミリービジネスの会計に関する研究は、ほとんど取り扱われなかった。

#### 4.1.2. ファミリービジネスの会計に対する基礎理論

##### (1) スリー・サークル・モデル

スリー・サークル・モデルは『オーナー経営の存続と継承』で紹介されている<sup>205</sup>。この原著は、「ファミリービジネス論の名著」として評価が高く、ハーバードビジネススクールの教科書にもなっている。この「スリー・サークル・モデル」ではファミリービジネスのシステムを互いに重なり合う部分を持つ「ファミリー」「ビジネス(会社の運営)」「オーナーシップ(株主)」の3つの円で表したものである(図7)。

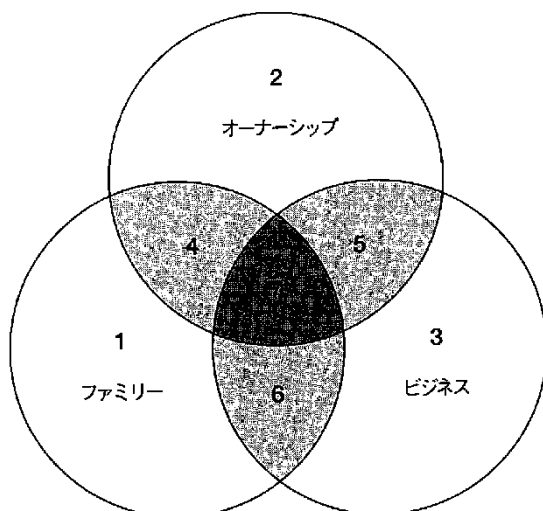
このモデルのわかりやすいメリットは、ファミリーが会社と所有の問題にどうかかわり合うかが、一目で理解できることである。ファミリービジネスにかかわる人間はすべて、重なり合う3つのサークルが作る7つのセクターのいずれかに入る。基本的には、すべてのファミリービジネスがこのモデルで説明できるといえよう。

---

<sup>204</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)“Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge”Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215。

<sup>205</sup> ジョン・A・デービス/ケリン・E・ガーシック/マリオン・マッカラム・ハンプトン/アイヴァン・ランズバーグ(1996)『オーナー経営の存続と承継』流通科学大学出版、p15。

「スリー・サークル・モデル」が広く受け入れられているのは、それが理論的に優れていて、なおかつすぐに実践することが容易という2つの理由による。



【図7 スリー・サークル・モデル】

(出所) K.E.Gersick, J.A.Davis, M.M.Hampton, I.Lansberg, “*Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business*”, Harvard Business School Press(1997)(犬飼みずほ訳、岡田康司監訳『オーナー経営の存続と承継』流通科学大学出版、1999年6月)、p14。

このモデルは、人間関係における対立、役割上の難問、プラオリティ(優先順位)、ファミリービジネスの限界が何に起因するのかを知るのに大変役に立つ。「役割やサークルの違いを明確にすることは、ファミリービジネスに内在する複雑な相互作用を分析する際の助けとなり、実際に何が起きているのか、その原因は何かをより理解しやすくしてくれる」<sup>206</sup>。

たとえば、株の配分方針や継承計画をめぐるファミリーの対決は、関係者たちがそれぞれ「スリー・サークル・モデル」のどのポジションにいるのかを考慮すれば、新しい見方で理解できるようになる。たとえば、セクター4に入る人間(ここではファミリーメンバーで、かつ株主であるが、従業員ではない)は、ファミリーメンバーの当然の見返りとして、また株式投資の正当な見返りとして、配当増を望むかも知れない。他方、セクター6に入る人間(ここではファミリーメンバーで、かつ従業員であるが、株主ではない)は自分自身の昇進のチャンスが増えるかも知れない事業拡大に投資するため、配当には反対するかも知れない。実は、表面上はお互いに意見が一致しないでいる2人のこのような態度の背景・(具体的には、「スリー・サークル・モデル」でどの位置にいるのか)がわかると、真の問題の所在がよく理解できることになる。また、問題の所在がわかれば、これに対応するための処方箋を描くことが可能になる。

<sup>206</sup> 階戸照雄(2008)「欧米のオーナー経営の特異性」倉科敏材編著『オーナー企業の経営』中央経済社、pp67-69。



「スリー・サークル・モデル」は、ある特定の時期のファミリービジネスの状況を簡単に示すことができる。この意味で、このモデルはファミリービジネスを理解する最初の糸口としては大変有益なツールである<sup>207</sup>。

## (2) エージェンシー理論

先行研究において、少人数の支配するファミリー株主による利益の独占の危険が高くなればなるほど、会社の存亡についての長期にわたる懸念が大きくなり、そのファミリーとビジネスの名声に対するかかわりが大きくなるというものがある。

【表 11 ファミリービジネスと一般企業の比較】

	ファミリービジネス	一般企業
株主と経営者	一致が多い	不一致（経営者に経営委託）
株主と経営者の利害	一致	不一致（経営者は利己的傾向が強い）
監視機能	不要	必要（経営者の自己利益志向を防止）
インセンティブ	不要	必要（同上）

(出所) 後藤俊夫編著(2012)「ファミリービジネス知られざる実力と可能性」白桃書房、p 35。

この研究で採用された非常に有力な理論は、エージェンシー理論であった。ファミリービジネスにおいては、下記の2つのエージェンシー問題が生じる可能性がある。

ファミリービジネスの特徴として、所有と経営の一致があげられる。いわゆるオーナー企業のファミリービジネスはその典型的存在であり、経営者が株式の多数を所有する絶対的存在であり、株主と経営者が一致している。

株主(依頼人=プリンシパル)と経営者(代理人=エージェント)の間に生じる利害の不一致をエージェンシー問題利害の不一致によって発生するコストおよび不一致を防止するために必要なコストをエージェンシー・コストと呼ぶ。所有と経営が分離している一般企業ではエージェンシー・コストが発生するが、オーナー企業などに代表されるファミリービジネスはエージェンシー問題（以下「エージェンシー問題Ⅰ」という。）から比較的無縁であり、監視やインセンティブ(特別報酬)など余分な経費を必要としない。

ただし、ファミリービジネスは一般企業と比べるとプリンシパルとエージェント間におけるエージェンシー問題Ⅰは少ないが、実はエージェンシー問題と無縁でもない。例えば、株式所有がファミリー関係者間で分散されている場合

<sup>207</sup> 階戸照雄(2008)「欧米のオーナー経営の特異性」倉科敏材編著『オーナー企業の経営』中央経済社、p67-69。

には、少数株主というプリンシパルからすれば、経営者はエージェントとして少数プリンシパルの利害を最大化しているとは言い難いので、エージェンシー問題が発生する（以下、「エージェンシー問題Ⅱ」という）。

ファミリービジネスでエージェンシー問題Ⅱが最も懸念されるのは、兄弟が株式を折半して保有している場合であり、兄弟間の対立を生じる原因ともなる。また、ファミリー以外が株式を保有している場合、その株式保有比率は少数の場合が多いので、ここでも少数株主としてのエージェンシー問題Ⅱが発生する<sup>208</sup>。

こうしたファミリービジネスにおけるエージェンシー問題については、近年多くの研究が進められている。

Jensen&Meckling(1976)は、株式公開しているファミリービジネスが一般の公開企業の業績を上回ることを立証し、所有が集中していると企業価値が高まると主張した<sup>209</sup>。

### (3)利害一致（アライメント）仮説と経営者安住（エントレンチメント）仮説

ファミリービジネスを理解する理論として、利害一致（アライメント）仮説と経営者安住（エントレンチメント）仮説という考え方がある。これは、前述のエージェンシー理論から様々な生まれた仮説である。

まず、利害一致（アライメント）仮説についてみる。この仮説によれば、経営者の持分率が増加するに従い、経営者は自己利益のための機会主義的行動よりも企業利益のための経営をするようになる<sup>210</sup>。したがって、経営者と外部株主間の葛藤が減り、経営者と外部株主間のエージェンシー・コストが減少する。すなわち、利害一致仮説は経営者の持分率が増加するに伴い企業価値が増大すると主張する。

反対に、経営者安住（エントレンチメント）仮説は、経営者が企業内部でもつ権力が増大すると、自己利益を志向して利己的行動が強まると主張する。経営者の権力の源泉は株式保有を基盤とし、役員の人権の掌握にあると考えられる。この権力が経営者の在職期間の長期化に伴って増加すると想定している。

Anderson&Reeb(2003)は利害一致仮説と経営者安住仮説を比較するため、Fortune500社のサンプルを用いて、経営者の所有と企業の業績の関係を測

---

<sup>208</sup> 後藤俊夫編著(2012)「ファミリービジネス知られざる実力と可能性ー」白桃書房、pp34-35。

<sup>209</sup> Jensen.M. & Meckling.W(1976)“Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure” *Journal of Financial Economics*, 3(4) (1976)、pp305-360。

<sup>210</sup> 機会主義(opportunism)とは、虚偽や欺購、混乱化などの働きかけを含む狡猾な策略を伴う自己利益の追求を意味する。ある定まった考えによるものではなく、形勢を見て有利なほうにつこうという意味で日和見主義とも訳される。

定した<sup>211</sup>。その結果ファミリーの所有が約30%に達するまでは会社業績が上昇するが、それを超えると業績が低下する傾向を指摘している。

これらの研究結果は、ファミリービジネスにおける所有と経営の一致ないし分離の相対的低さが業績の優位性を実現する一方、所有の集中がもたらす弊害の存在を指摘している。安住が強まれば、経営者に対する規律づけ機能が低下することに伴って、経営者が私的便益への支出を増加させかねない。

ファミリービジネスでは一般企業に比べて経営者の任期が長く、長期的視点に立った経営方針と意思決定が可能である。その強みが、時として経営者の安住を生み、長期政権による数々の弊害をもたらしかねないという問題を内蔵している。こうしたファミリービジネスの長所が欠点と表裏一体となっている点を、常に考慮しておく必要がある<sup>212</sup>。

#### 4.1.3. ファミリービジネスの会計への基礎理論の適用

##### (1) スリー・サークル・モデルのファミリービジネスの会計への適用

スリー・サークル・モデルを使って、ファミリービジネスの会計についてみると、次のような特徴が明らかになる。すなわち、株主に富の測定と変化を提供するという会計の目的は、オーナーシップが、それを創業して支配するファミリーの手中にあるときは特別の意味を持つという点である。

「支配するファミリー」と「会計学」との相互作用を説明する上で、二つの違ったシナリオが従来から試されている(Miller & Le Breton-Miller.2006)。

まず第1に、創業したファミリーまたは支配するファミリーの会社の長い生存中における利益、ファミリーと会社の名声に関する心配事、そして経営者をより良く監視する拡大した権力等はファミリービジネスによるより上質の会計、計画、そして監査の選択の結果だと仮定するシナリオである。

第2に、会社の実際の財務業績につき他の株主を欺いたり、創業したファミリー、または支配するファミリーによる富の収用の範囲を隠したりすることは、会計、計画そして監査の質を下げると仮定されている。

「会計」と「支配するファミリー」のエンティティーがいかに相互作用を及ぼすかというこれらの二つの考え方は、過去30年間にわたり、二つを絡めたり、またはそれぞれ独立した形で、概念的に説明されたり、経験的に試験されてきた。結果的には、しばしば矛盾する認識を生み出してきた。

---

<sup>211</sup>後藤俊夫編著(2012)「ファミリービジネス知られざる実力と可能性ー」白桃書房、pp35-36。  
(原典) Anderson, R.&Reeb, D “Founding-Family Ownership and Firm Performance :Evidence from the S&P500” *The Journal of Finance*, 58(3), (2003), pp1301-1327.

<sup>212</sup> 後藤俊夫編著(2012)「ファミリービジネス知られざる実力と可能性ー」白桃書房、pp35-36。

ここでの研究目的は、会計とファミリービジネスとの接点を探り、会計についての思考を広げることにある。この場合、財務会計、管理会計、監査の3つの問題に区分できる。そうすることによって、調査した「対象物」(ファミリービジネスと非ファミリービジネスによって、どれだけ大きく会計慣行が違ってくるのか)と、これから出てくる「結果」(ファミリービジネスの会計慣行ではどんな規則性があるのか)という2つの関係において更に明白にするよう努力する。

検出された規則性は、ファミリーと非ファミリービジネスの会社をかなりはつきりと区別するようである。しかしながら、不規則な結果があったとしても、潜在的に実り多い問題だったにもかかわらず、無視してきた問題もあるため、更なる調査が必要である<sup>213</sup>。

## (2) エージェンシー理論のファミリービジネスの会計への適用

これを、ファミリービジネスの会計に用いると、次のようなことが明らかになる。すなわち、このエージェンシー問題 I は所有と経営の分離から生じるものであるから、所有と経営は広範囲にわたりオーバーラップするので、エージェンシー問題 I の影響は少ない。しかし、ファミリービジネスでは、エージェンシー問題 II の特性を示す。これは支配する側と少数グループ、支配しない側、または株主との対立の結果、生じるものである。所有が集中する構造の時は、支配する株主は会社のキーポジションに己が就き、少数株主の利益を奪うばかりか個人の利益を追いかけ、ビジネスからの富を奪いたいという刺激を受けるかも知れない。この問題はファミリー株主の場合は大きくなる。ファミリーのメンバーには、他のタイプの投資家よりも個人の利益を引き出す刺激と機会があるからである。再びこのことによってファミリービジネスの場合の「ファミリーエンティティ」の定義の難しさを浮き彫りにするものである<sup>214</sup>。

## (3) 利害一致 (アライメント) 仮説と経営者安住 (エントレンチメント) 仮説のファミリービジネスの会計への適用

ファミリービジネスにおける利益調整と利益の質についてみる。会社が株式市場と債権市場にアクセスするためには、会計情報が必須である。公表される利益特質とは会社の業績を測る上での利益の適性を指し、一般に、報告された数の情報の質、ディスクロージャーのレベル、そして認められた会計基準との

---

<sup>213</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)“Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge”Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215。

<sup>214</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)“Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge”Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215。

コンプライアンスの度合によって一般に測られる。高品質の会計情報は借入による資金調達のコスト及び株式による資金調達の資本コストの両方のコストを下げ、市場における株の流動性を上げることによって外部の投資家に対する魅力を上げる。上質の利益の代表と一般に思われている利益の特性は、利益増加の質、持続性、確信性、円滑さ、価値妥当性、適時性そして保守性である(Subramanyam & Wild, 2008)<sup>215</sup>。会計の質を決定する要素は会社の経営環境と規制環境である。資本市場研究、会計の選択、会計原則の応用が焦点である。これらに基づいて、ここで概説する財務会計研究に焦点が当てられる<sup>216</sup>。

前述の利害一致（アライメント）仮説と経営者安住（エントレンチメント）仮説の理論をファミリービジネスの会計に用いると、ファミリービジネスから報告されている高いまたは低い利益の質の両方を想定している理論上の考えと一致している。利害一致（アライメント）仮説によれば、ファミリーオーナーシップと財務報告の質とはポジティブに関連している。なぜなら、株主と経営者との間のエージェンシー問題Ⅰの対立の縮小が、根本にある会社の経済業績から離れた会計情報を報告したいという経営者の動機を減少させるからである。

反対の経営者安住（エントレンチメント）仮説によれば、ファミリーオーナーシップと利益の質との関係はネガティブである。なぜならば、ある集中した所有は、ある一定のレベルを超えると、エージェンシー問題Ⅱのエージェンシー・コストを引き上げるからである。ゆえに主要な株主を犠牲にして所有者を支配し、富の独占の危険性を引き上げることになるからである。

またいくつかの例外はあるが、経営者安住（エントレンチメント）仮説は、一般に、国家を背景にして行った研究に支えられている。国家の背景においては、ヨーロッパ連合(EU)、フランス、韓国、中国それに東アジアのように、所有集中度が高いか司法制度が弱いのである。Ball と Shivakumar (2005)<sup>217</sup>によれば、非公開会社における利益の質は低い。なぜなら監査、会計基準そして税に対する同等な規制にもかかわらず、多様な市場需要があるからである。特に、公開会社に比較すると、非公開会社におけるタイムリーな損失認識度の広がり

---

<sup>215</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)“Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge”Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215. (原典) Subramanyam、 K. R.、 & Wild、 J. J. (2008). *Financial statement analysis* (10th ed.). New York、 NY: McGraw-Hill.

<sup>216</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)“Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge”Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215.

<sup>217</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)“Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge”Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215.. (原典) Ball、 R.、 & Shivakumar、 L. (2005). Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*、 39、 83-128.

がかなり低い。Beuselinck と Manigart (2007)<sup>218</sup>によると、個人株式投資家が高い株式比率を持つEUの非上場会社は、個人株投資家が低い株式を持つ会社に比較すると、前者の会社が後者の会社より低い質の会計情報を提供することがわかった。東アジアのサンプルとなった会社において、Fan と Wong (2002)<sup>219</sup>は、利益の質は最終的な力による支配レベルとの関連はネガティブだということを見出した。同じように、株式所有の高い集中がみられる中国の会社は、経営者安住（エンタレチメント）効果が原因して、より低い利益情報を持っているということを示した。Firth、Fung および Rui が発見した（2007）<sup>220</sup>。しかし、一方では外国株主と売買できる株の割合が利益の質を高めようにもみえる。

利害一致（アラインメント）仮説と経営者安住（エンタレチメント）仮説の両方を扱う興味深い研究が、シンガポール株式市場に上場した会社をサンプルに Yoe、Tan、Ho そして Chen によって行われた<sup>221</sup>。この研究によれば、経営者オーナーシップが低いレベルでは、利害一致（アラインメント）仮説が示唆するように、利益の情報の質は経営者オーナーシップとポジティブな関連性がある。しかし高いレベルの経営者オーナーシップにおいてはこの関連性は逆転する。これは経営者安住（エンタレチメント）効果が入り込むだろうということを示している<sup>222</sup>。

---

<sup>218</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)“Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge”Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215..(原典)Beuselinck、C.、& Manigart、S. (2007). Financial reporting quality in private equity backed companies: The impact of ownership concentration. *Small Business Economics*、 29、 pp261-274.

<sup>219</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)“Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge”Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215..(原典)Fan、J.、& Wong、T. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*、 33、 pp401-425.

<sup>220</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)“Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge”Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215..(原典)Firth、M.、Fung、P. M. Y.、& Rui、O. M. (2007). Ownership, two-tier board structure, and the informativeness of earnings—Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy*、 26、 pp463-496.

<sup>221</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)“Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge”Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215..(原典)Yoe、G. H. H.、Tan、P. M. S.、Ho、K.、& Chen、S. S. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of earnings. *Journal of Business Finance and Accounting*、 29、 pp1023-1046.

<sup>222</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)“Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge”Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215..

#### 4.1.4. ファミリービジネスの利益調整

##### (1)ファミリービジネスが果たす利益調整戦略

利益調整は利益決定過程においてのマネジメントによる、一般に利己的な目的を満足させるための意図的な介入である(Schipper、1989)<sup>223</sup>。利益調整とは、経営者がキャッシュフローの帰結をみないまま、得た利益分を操作するときはコズメティックと定義され、利益を調整する目的で（たとえば生産物の価格を上げたり下げたり）キャッシュフローの帰結について経営者が行動を起こすときリアルと定義づけられる。より広い会計文献の傾向を反映して、ファミリービジネスにおける利益調整の業務全体が独占的にコズメティック操作に焦点を当てる。

利益調整には、具体的な結果を報告する目的で、容認された会計報告原則が使われるが、この利益調整は利益の質とはネガティブに関連していると考えられている。よって、この利益調整というのは、いつも会計文献の中ではネガティブな意味合いを持つ。それゆえ関連した研究上の課題は、ファミリービジネスは多かれ少なかれ利益調整の傾向があるのであろうかということである。

この課題は、ファミリービジネス対非ファミリービジネスにおいて、利益調整戦略の採用のいろいろな可能性をテストして説明されてきた。これには3つの主な戦略がある。

まず第1に、増加する利益操作である。すなわち、会社をもっと良く見せるために期間の報告の利益を増加させることである。たとえば、費用を事業資産として資産計上し、対応する期間にわたってこれらの費用を償却させたりして、費用の認識を遅らせる。あるいは在庫評価のためのFIFO法（先入先出法）とか定額法償却（対加速度償却）などを採用して費用を後の期間にシフトさせるなどをする。

第2に、ビッグ・バス効果である。すなわちこれは、1期間にできるだけ多くの償却を行い、その後の利益を良くみせることである。たとえば一度に大きな資産償却をさせる、断続ベースでリストラをやるなどである。

第3に、利益の平準化である。すなわち、収入の揮発性を縮小させる目的で、報告された収入を減少させるかまたは増加させることである。たとえば剰余金や積立金などの留保金を作り、そこに業績の良い年には利益の一部を繰入れて、利益の報告の対象としない。そして悪い年に取り崩して利益に加えて報告する方法である。

ファミリービジネスの2つの特色が利益調整の選択の広がりや決定することになる。

---

<sup>223</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)“Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge”Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215.. (原典) Schipper、 K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*、 3、 pp91-102.

第1に、オーナーシップの集中と幹部の経営者安住（エントレンチメント）へのチャンスである。オーナーシップの集中は利益調整の可能性に対してポジティブとネガティブの両方のインパクトを持ちうる。第2に、所有と経営の分離が小さくなると日和見的な理由からの利益の操作も小さくなる。よってこれは良質な利益予測につながる。他方においてはファミリーの所有は利益情報の信憑性または利益情報へのアクセスを傷つけるインフォーマルな関係の発展につながりうる。

これらの対立する結果に対する経験的な証拠は様々である。ファミリービジネスにおいて、大きな管理上の利害があまりに頻繁にみられるので、株の価値を上げるために利益調整に経営者が従事しようとする動機を与えるかも知れない(Cheng & Warfield, 2005)<sup>224</sup>。逆に、Ali 他 (2007)<sup>225</sup>は、ファミリービジネスは、非ファミリービジネスに比較して、あまり任意の利益増加分を操作せず、将来のキャッシュ・フローを予測するために利益の構成要素を分析する技術に長けていると述べている。同じ流れで、Wang(2006)<sup>226</sup>は、利益の質に対する創業ファミリーの所有のポジティブな影響を報告している。このことはファミリー所有の利害一致（アライメント）効果と一致するものである。

次に、少数株主の手中にある高いオーナーシップの集中は、幹部の経営者安住（エントレンチメント）の結果に陥る可能性がある。Fan と Wong (2002)<sup>227</sup>は、集中したオーナーシップが利益情報の質を減じる二つの方向につき論じている。一つは、外部の投資家は、支配している所有者から報告された会計情報は利己的なものだと考えるかも知れない。これは報告された利益の信憑性を失くす原因となる。二つ目は、オーナーシップの集中はおそらく会社にもある特殊利益追求活動の財産の情報がリークするのを防ぐことである。この利益についての情報の損失は、キャッシュ・フローの権利が、経営する権利から分離される時

---

<sup>224</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)“Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge”Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215.. (原典) Cheng, Q., & Warfield, T. (2005). Equity incentives and earnings management. *The Accounting Review*, 80, pp441-476.

<sup>225</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)“Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge”Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215.. (原典) Ali, A., Chen, T. Y., & Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44, pp238-286.

<sup>226</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)“Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge”Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215.. (原典) Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research*, 44, pp619-656.

<sup>227</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)“Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge”Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215.. (原典) Fan, J., & Wong, T. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33, pp401-425.



に悪化する(Francis 他、2005)<sup>228</sup>。経営者安住（エンタレチメント）の理論と矛盾せず、Sanchez-Ballesta と Garcia-Meca(2007)<sup>229</sup>は、内部オーナーシップ、自由裁量の利益増加分そして利益の情報の間の関係は非線形ではないこと証明している。それゆえインサイダーの姿勢は会社を支配する彼らの能力と個人的な利益を引き出すコスト次第であるとも証明している<sup>230</sup>。

## (2)ファミリービジネスの利益調整に対する今後の研究課題

全体的にみると、これらの結果は、会社のディスクロージャーに対するファミリーオーナーシップのインパクトの多様さを描写しているのである。それゆえ"支配するファミリー"のエンティティを舞台の中央に置き、更なる研究努力を要求しているのである。

たとえば、残された課題としては、いろいろなタイプのファミリービジネスは様々な利益調整戦略に賛成するのだろうか。もしそうならば、なぜ、コスメティック対リアルな利益調整の広がり、ファミリービジネスは非ファミリービジネスに比較して違っているのだろうか<sup>231</sup>。

## (3)ファミリービジネスにおける会計方法の選択

ファミリービジネスについての会計方法の選択の研究は限られていて、この分野では古い。Dhaliwai 他（1982）<sup>232</sup>によれば、株主が管理する会社は、FIFO（先入先出法）のような収入増加減価償却(income-increasing depreciation method)

---

<sup>228</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)"Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge"Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215.. (原典) Francis、J.、Schipper、K.、& Vincent、L. (2005). Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of Accounting & Economics*、39、pp329-360.

<sup>229</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)"Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge"Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215.. (原典) Sanchez-Ballesta、J. P.、& Garcia-Meca、E. (2007). Ownership structure、discretionary accruals and the informativeness of earnings. *Corporate Governance: An International Review*、15、677-691.

<sup>230</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)"Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge"Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215..

<sup>231</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)"Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge"Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215..

<sup>232</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)"Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge"Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215.. (原典) Dhaliwal、D. S.、Salamon、G. L.、& Smith、E. D. (1982). The effect of owner versus management control on the choice of accounting methods. *Journal of Accounting and Economics*、4、pp41-53.

とか定額減価償却法を選択する可能性はより少ない。経営日和見主義が経営オーナーシップと共に減少するからである。同じように、Niehaus (1989)<sup>233</sup>は、Fortune の 500 の会社では、先入先出法 (FIFO) の可能性は経営オーナーシップと積極的に関係していることを発見した。ただし創業ファミリーが支配する会社に典型的にみられるように、経営オーナーシップが高い場合だけである<sup>234</sup>。

#### (4)ファミリービジネスの会計方法の選択に対する今後の研究課題

この研究分野は、おそらく、過去 2、30 年間はもっと魅力的であったろう。この時代には、会計法は決して均一ではなかったし、今日のグローバルな資金市場においてよりもずっと自発的であった。しかしファミリービジネスと非ファミリービジネスにおける会計方法の選択についての証言が非常に限られていることはいいとして、残された研究課題としては、次のようなものがある。すなわち、違った国々でのファミリービジネスは、会計方法の採用につき、限定された柔軟性を行使する際にどのくらい非ファミリービジネスと異なるのだろうか。どうしてファミリービジネスは、会計法の選択につき違った選択をするのだろうか、という課題である<sup>235</sup>。

## 4.2. ファミリービジネスと利益調整の傾向

### 4.2.1. ファミリービジネスの利益調整の要因

ファミリービジネスにおいては、所有と経営が完全には分離せず、かつ、これにファミリーとの関わりが生じるという特徴がある。

また、経営者たるオーナーファミリー以外の外部においては、非上場の場合で、上場会社の取引系列や資本系列の傘下でない場合には、会計情報の利害調整機能としては、税務上の課税所得の算定の基礎となるという面が大きい。また、金融機関に限定されるケースが多いという特徴がある。

### 4.2.2. オーナーファミリーとの取引

---

<sup>233</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)“Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge”Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215.. (原典) Niehaus、G. R. (1989). Ownership structure and inventory method choice. *Accounting Review*, 64, pp269-284.

<sup>234</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)“Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge”Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215.。

<sup>235</sup> Carlo Salvato/Ken Moores(2010)“Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge”Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute、pp193-215.。

オーナーファミリーたる経営者との取引は、実態的裁量行動の典型である。ファミリービジネスにおいては、株式所有がオーナー一族によるケースが多い。よって、株主利益の最大化といっても、経営者一族の利益に結びつくこととなる。したがって、オーナーファミリーたる経営者との取引は、裁量の余地が大きく、実態的利益調整行動が行われやすい。

そのため、ファミリービジネスと経営者一族との取引を総合的にみて、収益力を把握することが必要となる。

また、税務上の課税所得の算定基礎として企業会計上の利益が用いられるという会計の利害調整機能から、ビジネスでの利益をファミリーに還元する場合、法人税や所得税等を合わせた納税負担等がより軽減されるような観点で、役員報酬等を決定しながら、その結果として当期純利益を確定させる傾向もある。

## (1) 役員報酬

ファミリービジネスにおいても、会社の収益力が上がると役員報酬等を増やす、逆に収益力が落ちると役員報酬等を減らすことが一般的である。よって、役員報酬が増えている場合は実質的に業績がよく、これに対して、減少している場合は収益力が落ちている可能性が高い<sup>236</sup>。

## (2) 地代家賃

今までは役員報酬の見方を中心に述べたが、地代家賃についても同様の分析が可能である。むしろ、役員報酬と合わせて分析に組み込むことが必要である。

ファミリービジネスに利益が生じだすと、経営者一族が法人税等の負担を回避するために、役員報酬を増額することはすでに説明したが、役員報酬でなく地代家賃を増額することによっても同様の効果が得られる。

なぜなら、社長が会社から地代家賃を多くもらえば、個人的には利益を還流できるし、その分だけ会社の経費が増えるため、法人税等も少なくなる。

会社がオーナーである経営者の自宅の一部を使っている場合や、その所有する土地に会社の建物を建てた場合などは、経営者個人が会社から適正額以内で地代家賃をもらうことが可能である。

そのような場合には、社長が会社からもらう金銭等の名目は、役員報酬としても、地代家賃としても、結果はおおむね同じである。

したがって、ファミリービジネスの利益調整を判断する場合には、経営者一族が得ている役員報酬と地代家賃を合わせたところで検討することが必要になる。

---

<sup>236</sup> 石田昌宏 (2008) 「融資力トレーニングブック 粉飾決算の見分け方」 ビジネス教育出版, pp11-15。

実際には、経営者個人の所得税額の算定上で、役員報酬には給与所得控除が認められるメリットがある一方で、場合によっては年金支給額が減額される等のデメリットもあるし、地代家賃には必要経費の計上や青色申告特別控除などのメリットや会社の消費税で得をするケースもありますので、どちらの名目でもらったほうが有利かはケースによる

なお、経営者が会社に対して無償で不動産等を貸しても、税務上はとくに問題が生じない。これは、個人が会社に対して無償で不動産等を貸した場合、特別な場合を除いては、無償で借りたことで得をした分に対して会社に法人税等が課税されることはなく、もらわなかった地代家賃に対して個人に所得税がかかるようなこともないからである。

役員報酬と地代家賃の金額は、税務的な有利不利だけでなく、その他の理由で左右されることもある。例えば、自分の取り分が他の役員等と比較して高額ではないとアピールしながら社内でリーダーシップを発揮したいという趣旨で、不動産の賃料を目一杯高額にして、役員報酬は低くすることもある。

いずれにしても、経営者一族に対する役員報酬や地代家賃の金額は、社長自身が決める問題である。株主が分散していなければ、会社法上の競合避止義務の問題も生じない。

どのように金額を設定したかを把握することは、利益調整の分析に有用である。

ファミリービジネス業においては、会社の収益力が上がると役員報酬等を増やす、逆に収益力が落ちると役員報酬等を減らすことが一般的である。よって、役員報酬が増えている場合は実質的に業績が良く、これに対して、減少している場合は収益力が落ちている可能性が高い<sup>237</sup>。

### (3)交際費

交際費の増減についても、おおむね同じような見方ができる。業績が良いときには贅沢に交際費を使う、収益力が落ちてきたら少し謙虚に支出する。苦しくなったら交際費を極力抑えるというのが、一般的なファミリービジネスの経営者である。このため、交際費の増減については、注目すべき利益調整項目である。

ただし、交際費の使い方には、社長個人の価値観等が強く反映される。業績が良いにもかかわらず交際費を控えめにしている経営者もあれば、収益力が落ちてきているにもかかわらず交際費を抑えられない経営者もある。その状況から、経営者としての派手さや自分に対する厳しき等が、ある程度まで伺い知ることができ、経営者の経営方針が顕在化しやすい項目ということができる。

---

<sup>237</sup> 同上、p22。

役員報酬額等の増減とともに、交際費の増減についても継続的に把握していくことが、ファミリービジネスの利益調整分析において役立つと考えられる。

経営が乗っている車についても、同様に見ることができる。派手な外車に乗っているか、国産車を大切に長いこと乗っているかで、当然に経営者のタイプや価値観は異なる。

後継者にどのような車を与えているかでも、同様な定性情報が得ることができる。この点は、減価償却資産の明細書によって、経営者や後継者の車が、何年前にいくらで買ったどのような車かを確認することができる。交際費による評価を補完できることとなる。

財務諸表に表れる数字の多くは、取引先等の相手があつて、はじめて決まってくるものである。その中であつて、経営者が自分自身で決めることができる、つまり経営者の意思や判断が反映されやすい数字には、経営者一族に対する役員報酬、地代家賃、交際費等がある。

これらの数値については、経営者が会社の収益力等をどのように見ているかが強く反映されるため、把握しておくことが重要である。

財務分析によって将来の収益力等を判断することはある程度可能であるが、しょせんは過去のトレンド等から将来を予測しているだけに過ぎない。経営にあたる当事者としての経営者が、会社の将来をどのように予測しているかを確認できれば、その情報は非常に大切な情報といえるであろう。とはいえ、経営者から直接将来の展望を聞いたところで、業績悪化が見込まれるにもかかわらず、対外的にはバラ色の将来展望を語る経営者は少なくない。直接聞かなくても、社長の予測は役員報酬の設定額等にあらわれてくる。

役員報酬は定時株主総会のと看以外のタイミングで金額の変更を行うと、通常は税務上で不利益を被るため、定時株主総会時に変更するという実務が定着している。そのときに、経営者が今まで以上に業績が良くなると予測していれば、役員報酬月額を増やすであろうし、逆に悪化しそうなら減額するのが一般的である。今後の業績を直接ヒヤリングするかわりに、あるいは補完するために、定時株主総会において社長自身が決定した役員報酬や地代家賃等の増減額から、社長の本音を推測することが重要といえる<sup>238</sup>。

#### (4)配当金

経営者一族が会社から利益を得る方法として、株式や出資に対する配当金として受け取る方法もある。しかし、ファミリービジネスにおいては、この方法はあまり採用されていない。なぜなら、会社が配当を行っても、支払った配当金は法人税法上で経費にならないため、ほとんどのケースで法人税等の節税に役立たないからである。

---

<sup>238</sup> 同上、pp25-26。

逆に、ファミリービジネスにおいて、配当を行っている場合の多くは、以下の3つに分類されます。

- ・ 上場場を目指している、あるいは公開企業の理念を大切にしている。
- ・ 配当を要求する株主がいる。
- ・ 相続や組織再編等に絡んだ節税スキームを実行している。
- ・ 合理的な理由もなく納税負担をしている。

どの区分に分類されるかによって、会社の評価は異なる。いずれにしても、配当を行っている理由は、経営者の考え方や能力に依拠している<sup>239</sup>。

#### (4)保険料

会社の収益力が上がり、法人税等の負担が大きくなりそうな場合に、結果として法人税等の負担を先送りできる効果を期待して、そのような効果が得られる生命保険等に加入する会社は少なくない。

単純な仕組みとしては、払った金額の多くが何年か後に解約返戻金として戻ってくる。しかも、解約するまでは支払った金額の全額、もしくは半額等が費用計上できるという保険に加入するのである。そうすると、保険契約を解約するまでは、その費用計上できる分だけ利益が圧縮できるため、それに見合った法人税等の負担が回避できることになる。

もっとも、保険を解約する際には多額の保険解約益が計上されるため、そのタイミングで役員退職金をもらうとか、工場の移転等による相当額の損失が発生しないと、保険解約益に対する法人税等が一気に課税されることになる。

保険の解約時に法人税等がかかり、単に法人税等の支払う時期が繰り延べられたというだけであれば、節税効果としては価値が低い。多くの会社は目先の法人税等を回避するために、保険契約をしている状況が見受けられる。

節税効果としての価値判断はともかくとして、年間保険料をいくらにして節税を意図した保険の契約を結んだかは、把握しておくといよい。その分に相当する金額以上は、この先数年間にわたって每期収益を計上できると経営者が考えている可能性が高いからである<sup>240</sup>。

#### (5)役員退職金

経営者一族が会社から役員退職金をもらう場合、株主総会の決議によることとされているが、ファミリービジネスにおいては、所有と経営が完全には分離していないため、結果として、金額については自由に決めることが可能である。

---

<sup>239</sup> 同上、p24。

<sup>240</sup> 同上、pp34-35。

実際に金額を決める際には、退職金を会社の経費に計上することによる法人税等の節税メリットと、退職金をもらうことで個人にかかってくる所得税負担のバランスを考慮して決定される。

場合によっては、相続税対策を考慮して決定されることもあります。相続税の負担、事業承継の観点から、前述のように、実務上、事業承継税制の実効性が乏しいことから、役員退職金に対する利益調整の誘因は非常に大きい。

一般的に、退職金にかかる所得税は、他の所得と比較してかなり優遇されている。そのため、経営者個人が会社から利益を得る場合、退職金として支給するという方法はできるだけ利用したいという誘因が働く。

一方で、過大な役員退職金については、その過大部分だけ法人税法上で費用計上できないため、法人税等の節税メリットは得られない。

したがって、法人税法上で過大と認定されない最大の範囲まで役員退職金をもらうという方法が、内部留保の多い会社における基本的な選択肢となっている。

法人税法上で過大と認定されない役員退職金の上限額は、一般的には、最終月報酬に勤続年数を乗じた金額の2~3倍といわれている。したがって、役員退職金の計上額が最終月額報酬×勤続年数×続倍になっている会社は、役員退職金を税務上、課題とされない最大値まで支給しているということなる。

この役員退職金は何度でも支給できるわけではない。法人税法上は、実態として会社の役員を退職したときにのみ、役員退職金として取り扱うことになっている。通常は1回しか役員退職金がもらえないということである。役員退職金を節税に使う機会は、役員1人あたり1回しかないので、その利用は慎重に行われやすいといえる。したがって、社長、あるいは社長夫人等をいつ退職させるかについては、財務戦略上の重要なポイントとなる。

逆の見方をすれば、いつのタイミングで、役員退職金の金額をいくらにして退職したかは、実態的利益調整行動の典型であり、その会社の利益調整行動を推測することが、ある程度は可能といえる。

また、この役員退職金は、退職した役員の老後の生活資金ともなることからファミリーの事情とも相まって、その決定には、多分に恣意性が介入する余地がある<sup>241</sup>。

## (6)減価償却費

有形固定資産が過大である場合についても、貸借対照表上では比較的目立たない場合が多い。その場合は減価償却費の計上不足によって過大計上となっている場合がある。これは、法人税法上、減価償却費の計上は任意とされているためである。

このような場合のチェック方法としては、毎期の損益計算書において減価償却額がどの程度計上されているかを確認するという方法が有力である。

---

<sup>241</sup> 同上、pp28-29。

所有している有形固定資産に対して、減価償却費が損益計算書に每期いくらからい計上されているかをみれば、比較的簡単におおよその減価償却不足額を把握することができる。

しかし、減価償却不足はたしかに利益調整のひとつといえるであろうが、減価償却費はもともと支出を伴う費用ではない。

それゆえ、たとえ減価償却費が計上されておらず、その計上不足を考慮した場合には赤字体質になるような状況であったとしても、ファミリー企業を倒産に追い込むほどの危険性は少ないはずである<sup>242</sup>。

## (7)税務上の繰越欠損金

税務上の法人税の課税所得がマイナスのことを、税務上の欠損という。この税務上の欠損は、法人税法上、9年まで将来に繰り越すことができるというルールになっている。すなわち、9年間まで節税メリットを継続させることができる。繰り越される税務上の欠損を、税務上の繰越欠損金という。

よって、節税を意図して赤字を作る場合には、赤字の金額は、その後9年で見込まれる所得の範囲内に収まるようにするのが一般的である。言い換えれば、計上した赤字の金額までは9年以内に確実に利益計上できると、経営者が見込んでいることが推測される。

たとえば、役員退職金の金額が、法人税法上いくらまでなら過大といわれないか。その金額と比較して役員退職金をいくりに決めたか。それを確認すると、会社の将来的な収益力について、参考になる情報が得られる<sup>243</sup>。

## (8)その他

利益調整には、そのほかにもいくつかの方法が考えられる。小さな利益調整の影響は、気がつかなくても特に大きな問題は発生しない。しかし、大きな利益調整に対しては発見できない場合、影響が大きい。その場合であっても、仮払金等の過大計上によって利益調整が行われるようであれば、利益調整を容易に発見することができる。

大きな利益調整を行い容易に発見できない項目は、次の2つである。

棚卸資産の調整

売上債権の調整

これ以外の方法で大きな利益調整を行った場合には、貸借対照表上で不良資産が目立ってしまうため、比較的容易に利益調整の事実が発見できる。それ以

---

<sup>242</sup> 同上、p51。

<sup>243</sup> 同上、pp29-31。



外の項目に不良資産を計上せようとしても、もともと金額が少ないため、比較的簡単に利益調整が把握できる。

なお売上債権の調整よりも棚卸資産の調整のほうが、より多くなされると考えられる。その理由は納税負担の違いにある。売上債権を調整して売上高を計上すると消費税額が増加してしまう。

しかし、棚卸資産を調整ししても消費税は変わらない。従って、多額の利益調整を行う場合、まずは棚卸資産の調整が検討され、次いで、売上債権の調整による売上が検討されることが多いと考えられる。

この他に比較的重要なものとしては、債務の未計上による調整、関連会社を利用した調整などが考えられる。

関連会社を利用した調整の方法については、子会社や関連会社がある場合には、それらの業績も一体で見る必要があるということ、考慮するとよいであろう。

利益調整をすると不良資産が増加する。ところが利益調整をした翌年度に、役員報酬の減額や実際の業績回復等によって、相当額の利益を計上できる状況になると、今度は不良資産を費用化して、利益を圧縮することになります。不良資産を温存したまま、わざわざ相当額の利益を計上しても、法人税等の負担が大きくなると、多くの経営者は考えるからである。

したがって、業績は良くなったり、悪化したりが繰り返される会社の場合には、業績が悪化した際にプラスの利益調整をして、業績が回復したときにこれを取り崩して、結果として每期少額の利益を計上するケースが考えられる。利益調整の結果として発生する不良資産は、増加したり現象したりする。

税法上は、違法な粉飾により発生した不良資産を取り崩しても、その分は取り崩した期の損金にはできない。実務的には損金扱いしている事例もあるようである<sup>244</sup>。

#### 4.2.4. ファミリービジネスにおける利益調整

一般的な財務分析においては、売上高が減収傾向になれば業績にかげりが見られるのではと考えられる。売上高の推移は一番注目すべきチェックポイントのひとつだといえる。

同様に、利益が減少すると業績が悪化しているという判断も、財務分析の世界では一般的な判断である。しかし、この見方は、ファミリービジネスの場合には基本的に当てはまらない。なぜならば、ファミリービジネスの財務諸表における利益は、法人税等の節税目的で、役員報酬等によってコントロールされているからである。

したがって、業績悪化の徴候を把握するためには、まず売上高の減少傾向に目を付けるところから始めるのがよいと考えられる。

---

<sup>244</sup> 同上、pp49-51。

次に決算書が作成される過程を理解する必要がある。

収益力が落ちてきたならば、社長自身はその状況を肌感覚で感じ取っているはずであり、決算時には金額として集計されるので、その段階でよりリアルに把握できる。

その何も手を加えられていない集計されたままの生データを確認したうえで、多くの社長は利益調整の方法等を検討し、決算書を確定させる。

実務的には、顧問税理士が財務諸表を作成することが多いであろう。ただし数字、とくに最終の当期純利益については、利益調整の方法と合わせて社長自身が決定するケースがほとんどであろう。そして、こんな内容にしたいと経営者が考えた財務諸表が、最終的なファミリービジネスの財務諸表として確定する。

時に多額の利益調整<sup>245</sup>が行われた財務諸表が作成される。

このようにして作成されるファミリー企業の財務諸表に対しては、一般的な財務分析手法の適用は困難である。

財務諸表の粉飾は会社法違反であり、許される行為ではない。上場企業の場合は、仮に粉飾をしようと思っても、公認会計士や監査法人の監査チェックによって事前に阻止されますし、阻止されなかったとしても最終的に粉飾決算が明らかになれば社会問題化して、粉飾決算に荷担した担当者等は処罰を受けることになり、会社の存続すら危ぶまれることがある。

しかし、ファミリーの場合は事情が異なる。ファミリーの場合は、上場企業や大会社である場合を除き、仮に利益調整を行っても、実務上でペナルティーを受けることが現状ではほとんどない。

また、悪い内容の決算を行うと、金融機関に警戒されて資金繰りに支障をきたす等、利益調整しないことが、かえって会社存続の危機に直結してしまう面もある。

そのようなことから、何とか黒字の決算を行おうと考えているうちに、気がついたら多額の利益調整を行い、場合によっては粉飾をしまっている会社が多いのだと考えられる。

いずれにしても、本稿では粉飾の悪質性をとがめることが目的ではない。仮に多額の利益調整が行われていたとしても、それを浮き彫りにして適正な判断を行うことができれば、それで目的は達成できる。そのため、どのような場面でどのような誘因から、どのような利益調整が行われるかを明らかにすることこそが重要なのである。

収益力判断に有用な、利益調整等を行う前の会計データは、部外者には入手困難である。したがって、利益調整が行われた後の決算書から、実際の収益力等を判断せざるを得ない。

その際に一番役に立つのが、決算時における経営者の対応である。ファミリービジネスでは法人税等の負担を回避するために、もともと利益がほとんど出

---

<sup>245</sup> 場合によっては法律で認められた範囲を逸脱した違法な粉飾処理や脱税処理もある。

ないように役員報酬額等を設定しているケースが多い。そのため、業績が悪化してくると、すぐ赤字になる傾向がある。つまり、利益調整等を行う前の生データでは、赤字決算となっている。

多くの社長は、その結果を踏まえて、軽い利益調整によって黒字決算にするとともに、次年度は赤字決算にならないように自分の役員報酬額を減らす等の対応をする。それとともに、状況によっては交際費等の支出を抑えはじめる。

したがって、業績悪化は利益の減少として表われるのではなく、役員報酬額等の減額となって表われる。ここでいう「等」とは、主として経営者一族に対する地代家賃や交際費を指している。

なお、役員報酬額は、決算日後3カ月以内に行われる定時株主総会の開催時以外のタイミングで変更すると、一般的には法人税法上で不利な取扱いを受けることになる。

したがって、社長は決算を検討しながら、同じ時期に翌期の収益力を予測して、役員報酬額の変更を行うのが一般的である。したがって、財務諸表を入手したら、同時にその後に役員報酬額を変更する予定があるかどうかもヒヤリングすると、収益力の判断に役立つ情報が得られる。

役員報酬額等を減額し、ある程度の利益調整を行っても黒字決算にならないくらい業績が悪化したり、あるいは業績の悪い状態が継続したりすると、あとは過度の利益調整をするしか黒字決算を作成する方法がなくなる<sup>246</sup>。

#### 4.2.5. ファミリービジネスにおける利益調整の特徴

税法等が改正されれば、それに合わせた対応をとるものと思われるため、税法の知識は利益調整の分析に有用である。現状の税法を基準に考えるならば、ファミリービジネスは儲かるほど役員報酬や経営者一族に対する地代家賃等を増額するとともに、交際費等で贅沢をする傾向にある。さらに儲かれば、節税保険に入ったり、多額の退職金を支払って、役員を退職させたりすることであろう。

一方、業績が悪化し始めると、その逆をたどりながら赤字決算を回避し、それでも赤字になりそうになると利益調整を行うのが、現状では非常によく見受けられるファミリービジネスの行動パターンとなっている。

特に売上債権や棚卸資産の過大計上を用いた利益調整は、非常によく見かける方法となっている。これについても、適切な財務諸表であるという監査証明をつけることで借入金利が大幅に優遇されたり、逆に過度な利益調整に対する社会的な制裁が強くなったりすれば、ファミリービジネスの対応は変化すると思われるため、これらの動向も重要な要素であると考えられる<sup>247</sup>。

---

<sup>246</sup> 同上、pp38-41。

<sup>247</sup> 同上、p 157。

実務上、「中小企業の会計に関する基本要領」という会計の指針が示され、金融機関から借入れを行う際に、この「中小企業の会計に関する基本要領」に関するチェックリストを顧問税理士が作成し、これを信用保証協会に提出することによって、保証料が割引されるという制度が設けられた。これにより、ファミリービジネスの経営者にも、一定のインセンティブが働くため、一定の効果が認められている。

## 第5章 新規株式公開時における利益調整行動

### 5.1. 新規株式公開時における利益調整行動の動機

首藤（2010）<sup>248</sup>によると、利益調整行動（Earnings Management）とは、一般に認められた会計基準の範囲内において、経営者が特定の目的を達成にするために行う会計的裁量行動である。

この他、代表的な利益調整行動に関する先行研究には、次の6つがある（首藤, 2010）。

第1に、報酬契約仮説である。これは、利益連動型ボーナス制度を設定している企業の利益が、当該制度で設定した目標利益の下限を超え、かつ、上限を下回る場合、その企業の経営者は利益増加型の利益調整を行うというものである。第2に、債務契約仮説である。これは、債務契約における財務制限条項に抵触する確率の高い企業の経営者ほど、利益増加型の利益調整を行うというものである。第3に、政治費用仮説である。これは、政治的な規制に伴う政治費用が大きい企業の経営者ほど、利益減少型の利益調整を行うというものである。第4に、経営者交代仮説である。これは、経営者の交代時において、新経営者は、就任初年度において、企業業績を成長行動に持っていくためにビッグ・バスを行う。一方で、退任する経営者は、解雇を防ぐために利益増加型の利益調整を行うというものである。第5に、株式所有仮説である。これは、経営者による株式補修は、経営者に対する努力インセンティブを高めるため、利益調整インセンティブを軽減する。モニタリング能力が高い主体の株式保有は、当該企業の利益調整を抑制する。第6に、新規株式公開仮説である。これは、新規株式公開を行う企業の経営者が、後の株価形成を意識して利益増加型の利益調整を行うというものである。

特に、新規株式公開企業においては株価水準の維持や増加を目的として行われる。新規株式公開企業の経営者には公開価格、公開直後の株価を高い水準に維持するべく、公開直前に利益増加型の利益調整を行うインセンティブが働く（Aharony et al, 1993; Friedlan, 1994; 重本, 2010; Teoh et al., 1998）<sup>249</sup>。また、公開前の利益増加型利益調整の反動として、公開後に利益が低下することにより経

<sup>248</sup> 首藤昭信（2010）『日本企業の利益調整—理論と実証』中央経済社、p 17。

<sup>249</sup> Aharony, J., Lin, C.-J., and Loeb, M.P. (1993) "Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management," *Contemporary Accounting Research*, 10 (1), pp. 61-81. Friedlan, J.M. (1994) "Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings," *Contemporary Accounting Research*, 11 (1), pp. 1-31. 重本洋一（2010）「新規公開企業の利益調整行動と長期パフォーマンス」『広島経済大学経済研究論集』33 (1), pp. 15-43. Teoh, S.H., Welch, I., and Wong, T.J. (1998) "Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings," *The Journal of Finance*, 53 (6), pp. 1935-1974.

営者の評判や名声の低下を防ぐために、公開直後にも利益増加型の利益調整を行うインセンティブも働く（松本, 2005）<sup>250</sup>。

なぜ、経営者は利益調整を行うのかについて説明する際に用いられるのが、経営者の持株比率と経営者の努力インセンティブとの相関に関するアライメント仮説とエントレンチメント仮説である。アライメント仮説による効果とは、経営者の株式保有によって経営者と株主の利益の一致の度合いが高まり、経営者の努力インセンティブが高まる。その一方で、エントレンチメント仮説による効果とは、経営者の株式保有による議決権の確保で、他のステイクホルダー、特に株主からの規律づけ圧力に対する自己防衛がなされ、経営者の努力インセンティブが低下する<sup>251</sup>。

過去の研究においては、経営者の持株比率が相対的に低い範囲と高い範囲ではアライメント効果が働くことにより経営者の利益調整は減少する。その一方で、持株比率が中間的な範囲ではエントレンチメント効果が働くことにより利益調整は活発化する（Morck et al, 1988; 首藤, 2010; 重本, 2011b; 手嶋, 2004; Teshima and Shuto, 2008）<sup>252</sup>。その理由として、重本（2011b）<sup>253</sup>は以下のように考察している。経営者の持株比率が低い段階では、他の株主との利益の一致度合いが高まることによるアライメント効果が働く。その後、経営者の持株比率が増加していき、議決権の過半数を確保するほぼ 50%超まではエントレンチメント効果が働く。議決権の増加により解雇確率を減少させ、過半数を超える水準で株主からの解雇という圧力から解放されるためであると推察している。議決権の過半数を確保した経営者は、再び株主との利益の一致の視点を重視して、利益調整行動を減少させる。

## 5.2. 利益調整研究の整理

---

<sup>250</sup> 松本淳宏（2005）「新規公開企業の利益調整行動と利益の質」『六甲台論集 経営学編』52（2）、 pp. 45-65.

<sup>251</sup> 重本洋一（2011b）「IPO 企業における利益調整と経営者の株式保有」『広島経済大学経済研究論集』33（4）、 p45.

<sup>252</sup> Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R.W. (1988) “Management ownership and market valuation: An empirical analysis,” *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 293-315. 首藤昭信（2010）『日本企業の利益調整—理論と実証』中央経済社、pp305-321. 重本洋一（2011b）「IPO 企業における利益調整と経営者の株式保有」『広島経済大学経済研究論集』33（4）、 pp. 43-53. 手嶋宣之（2004）「経営者のオーナーシップとコーポレート・ガバナンス」白桃社、Teshima, N. and Shuto, A. (2008) “Managerial Ownership and Earnings Management: Theory and Empirical Evidence from Japan,” *Journal of International Financial Management & Accounting*, 19（2）、 pp. 107-132.

<sup>253</sup> 重本洋一（2011b）「IPO 企業における利益調整と経営者の株式保有」『広島経済大学経済研究論集』33（4）、 pp. 43-53.

利益調整概念を定義した先進的な業績として、Schipper(1989)<sup>254</sup>がある。Schipper (1989) は、企業の利益調整は、専門経営者が意図して自分の利益を確保するために、企業外部へのアカウンタビリティの行為に介入して、アカウンタビリティを統制することを言うとしている。ここでのポイントは、「企業外部へのアカウンタビリティ」のみに着眼点を置いていることで、企業内部への要素としての管理会計や一般会計基準すべてへの介入は分析していないことである。さらに Schipper (1989) <sup>255</sup>の概念的な定義は、専門経営者の利益調整の標的となる会計上の利益は、ある部分の利益的概念であるはけはなく、各々の利益を構成する要素やその他の会計上の利益にかかってくる幅広い会計的な数値全体を含んでいることにある。

Healy and Wahlen (1999) <sup>256</sup>は、利益調整の定義として、利益調整行動がなぜ起こるのかという目的に注目し、企業の直接利害関係者を実際の正しい認識からそらすため、あるいは会計上の利益にまつわるいろいろな契約事に影響していくように、専門経営者がアカウンタビリティの過程に介入することであるとされている。この意見とは別に、Scott (2003) <sup>257</sup>は、利益調整行動を、企業や専門経営者がある目的を達成するために会計上の政策を何らか選ぶことであるとされている。ここでいう、会計上の政策とは、①減価償却の方法、②各種引当金の設定、③棚卸資産の評価、④会計上の特別項目の計上など、専門経営者が独自に決定できる、より幅広い内容のものであるとしている。Healy and Wahlen (1999) <sup>258</sup>は、利益調整行動を行う専門経営者の目的に注目したのに対し、Scott (2003) <sup>259</sup>は、利益調整行動の手法を具体的に示した点に特徴があるといえる。さらに岡部 (2004) <sup>260</sup>は、利益調整行動というワードそのものを使用するのではないが、専門経営者の独自に決定できる内容の行動に着目し、利益調整行動を分析している。専門経営者が独自に決定できる内容の会計行動とは、会計上の測定とアカウンタビリティに対して専門経営者が独自に決定できる権限を使用し、会計的な数値を何らかの意図を持ってコントロールするという。岡部 (2004) <sup>261</sup>は、専門経営者が行う独自の決定行動を、市場間取引そのものをコントロールの標的としている会計的裁量行動があると分析している。実体上の

---

<sup>254</sup> Schipper, K.A. (1989) "Commentary on earnings management". *Accounting Horizons*, 3(4), pp91-102.

<sup>255</sup> 同上、, pp91-102.

<sup>256</sup> Healy,P.M.,and J.M.Wahlen(1999)A review of the earnings management literature and its implication for standard setting.*Axxountin Horizons* 13(4),pp365-383

<sup>257</sup> Scott, W.R. (2003) *Financial Accounting Theory*. Third ed.Tronto. Pearson· Prentice Hall.

<sup>258</sup> Healy,P.M.,and J.M.Wahlen(1999)A review of the earnings management literature and its implication for standard setting.*Axxountin Horizons* 13(4),pp365-383

<sup>259</sup> Scott, W.R. (2003) *Financial Accounting Theory*. Third ed.Tronto. Pearson· Prentice Hall.

<sup>260</sup> 岡部孝好(2004)「裁量的会計行動における総発生高処理アプローチ」ディスカッションペーパー、神戸大学大学院経営学研究科、pp1-39.

<sup>261</sup> 同上、pp1-39.

裁量行動と会計上の裁量行動の主な違いは、会計上の裁量行動はキャッシュ・フローにインフルエンスしない市場のコントロールであるのに対して、実体上の裁量行動は経営活動までも変更する、キャッシュ・フローの変動を伴うコントロールである点にある。これら一つの作業の業績の利益調整行動の定義の同じくある点としては、専門経営者が何らかの意図を持って会計上の方針、会計上の方法のコントロールを行い、アカウントビリティの中でも会計上の利益を独自に決定するための変更をすることであるといえる。

今まで見てきたようなことから、2000年代に入って、「利益調整行動レンジ」を明らかにした研究業績がいくつか出現した。その代表的な研究業績が Dechow and Skinner (2000)<sup>262</sup>で、日本においては、須田・山本・乙政 (2007)<sup>263</sup>である。Dechow and Skinner (2000)<sup>264</sup>は、利益調整行動と違法行為である粉飾決算の違い明らかにした斬新な研究業績をベースに、さらに会計的操作と利益上の調整および違法な粉飾決算の考え方を整理している。

Dechow and Skinner (2000)<sup>265</sup>は、利益上の調整とは一般的に良いとされる会計上の基準の範囲内において専門経営者が、何らかの裏を持ち独自の財務的選択を行うことであり、会計上の基準のレンジを逸脱した専門経営者の財務上の選択は「違法な不正経理」であるというレンジの分け方をした。そして、利益上の調整を会計上の基準の範囲内の会計的選択の方法の段階により、①保守、②中立、③積極の3つに分類し、利益上の調整の「強さ」の段階を示すとともに、会計上の基準のレンジを超える会計的選択の方法を「違法な不正経理」とした。

須田・山本・乙政 (2007)<sup>266</sup>は、利益上の調整を「経営者が会計上の見積もりと判断および会計方針の選択などを通じて、会計基準の枠内で当期の利益を裁量的に測定するプロセス」とし、先行研究である Giroux (2004)などの研究に従い、次のような利益調整の分類を行った。①当期の利益を過少に報告する守備的な利益調整、②当期の利益を過剰に報告する攻撃的な利益調整、③両極の中間に位置する適度の利益調整。須田・山本・乙政 (2007)<sup>267</sup>では、①の例として、企業の専門経営者が当期に減益や赤字が避けて通れないと判断される

---

<sup>262</sup> Dechow, P.M., and D.J.Skinner (2000) Earnings management: Reconciling the view of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons* 14(2), pp235-250.

<sup>263</sup> 須田一幸・山本達司・乙政正太(2007)「会計操作-その実態と識別法、株価への影響」中央経済社

<sup>264</sup> Dechow, P.M., and D.J.Skinner (2000) Earnings management: Reconciling the view of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons* 14(2), pp235-250.

<sup>265</sup>同上、pp235-250.

<sup>266</sup> 須田一幸・山本達司・乙政正太(2007)「会計操作-その実態と 識別法、株価への影響」中央経済社,p20。

<sup>267</sup> 同上、pp20-23。



とき、売れ残った在庫を販売するなどして在庫調整を行い、リストラクチャリング費用を計上して、V字回復をもたらすようにする、いわゆるビックバスをあげている。

また③については、例えば鉄鋼業の溶鉱炉の補修・修理費用などについて、ある一定期間の収益とある一定期間の費用を適切にしていくことを可能にするような会計的処理をするなど、合理的に一定期間の損益のもとで行われる利益の標準化を典型的な例として例示している。そして②の攻撃的利益上の調整は、会計上の操作といい、その会計上の操作「特定の状況下にある企業の経営者が、会計基準の枠内で行った極めて意図的な利益増加型の利益調整」であるとしている。

この「特定の状況下」とは、企業の倒産や企業の業績向上による株式の新規公開などのコーポレート・イベントを指し、「極めて意図的」とは、アカウントビリティを利用する利害関係者をミスリードすることを想定しており、直接利害関係者の金銭面での損失までを想定したものである。これは、攻撃的な利益上の調整は利益上の調整の中でも最も攻撃性が強く、違法な粉飾決算に近いものであるとする。むろん、ここでも違法な粉飾決算は会計上の基準に違反した会計上の手続きを指している。

以上のような利益上の調整の考え方に関する議論を概観すると、利益調整を「ある一定の状況での企業の専門経営者が何らかの方針を持って、会計上の見做し金額とジャッジおよび会計上の方針の選択などを通じて、会計上の基準の範囲内で当期の利益を独自に決定するためのコントロール過程である」と定義し、専門経営者が利益的な調整を行うことを「利益調整行動」と定義することができる。と考える。

このようなことから、利益調整行動には経営者の意思決定動機に大きく起因する。そこでここでは、専門経営者がどのような考えを持って利益上の調整を実施、その考えを行う制約条件は何であって、どのように専門経営者の中で醸成されるものなのか、という視点から、専門経営者の利益調整行動の要因とはどのようなものであるか、先行研究を調査していく。

専門経営者による利益上の調整の要因の先行研究では、さまざまな観点からの分析が行われており、リサーチャーによって多くの分類がなされ、さまざまな視点からの分析によって複雑多岐にわたった研究となっている。したがって、これらのある程度整理して文献調査を行うことが必要となる。そこで、利益上の調整の要因に関する先行研究を次のように整理・分類していくこととする。

- ① 専門経営者の機会主義的要因と情報提供的要因
- ② 企業における契約要因と株式市場の要因
- ③ 専門経営者の機会主義的要因と情報提供的要因

太田 (2007a)<sup>268</sup>は、専門経営者の利益調整行動の要因を機会主義的要因とシグナル的要因の2つに分類している。太田 (2007a)<sup>269</sup>によると機会主義的動機とは、専門経営者は自分自身を利するということで利益上の調整を行うもので、主体者の身勝手な悪意を示すというものであるという。山本 (2004)<sup>270</sup>は、この機会主義的動機のバックグラウンドには、株主をプリンシパル、専門経営者をエージェントとするエージェント理論が非対称の存在であることを忘れてはならないとする。当然のことながら、自社について圧倒的な情報を持つ専門経営者は、プリンシパルたる株主のために働かず、自己中心的な利益獲得を図るための会計上の独自決定権を持つことができるため、そこに機会主義的要因が生まれると考えている。他方、太田 (2007a)<sup>271</sup>は情報提供要因とは、専門経営者が利益調整行動を通じてプライベートな内部の情報を特定の市場や特定の投資家などの企業外部の者に伝えるというもので、主体者の善良な考えを示すものであるという。エージェント理論の文脈に基づいて述べるなら、専門経営者と企業外部の者の間の情報の非対称性をなくすような利益上の調整を行うことで、自社の企業経営や自社の企業価値の向上に何らかの利益をもたらすとして行われると考えられる。

しかしながら、情報提供要因は、必ずしも専門経営者と企業外部の者の情報の非対称性をなくすために行われるケースを前提としているわけではない。先述の Healy and Wahlen (1999)<sup>272</sup>のように、利益上の調整は、企業の直接利害関係者をミスリードするため、もしくは会計上の利益にかかわるさまざまな契約に影響があるために行われることもあるし、株式市場の過剰あるいは過少反応を期待して行われる場合も考えられる。したがって、情報提供的要因の観点を広く勘案すれば、太田 (2007a)<sup>273</sup>のように、必ずしも専門経営者の善良な考えを現すとは言い切れず、さらには、機会主義的要因とのラインもそれほど明確に引けるわけではない。

#### ① 企業における契約要因と株式市場の要因

金融の分野では、効率的市場仮説のもと、株式市場は財務上の情報に対して効率的であり、専門経営者の利益上の調整は株式市場に影響を与えないと考えられてきた。

---

<sup>268</sup> 太田浩司(2007a)「利益調整研究のフレームワーク(1)」『企業会計』第59巻第1号、pp.128-129.

<sup>269</sup> 同上、pp.128-129.

<sup>270</sup> 山本達司(2004)「倒産企業の会計操作(4)会計操作と資金調達との関係」『会計』166(1)、pp.112-126.

<sup>271</sup> 太田浩司(2007a)「利益調整研究のフレームワーク(1)」『企業会計』第59巻第1号、pp.128-129.

<sup>272</sup> Healy, P.M., and J.M.Wahlen (1999) A review of the earnings management literature and its implication for standard setting. *Axxountin Horizons* 13(4), pp365-383.

<sup>273</sup> 太田浩司(2007a)「利益調整研究のフレームワーク(1)」『企業会計』第59巻第1号、pp.128-129.

したがって、これまでの研究では、専門経営者の利益上の調整の要因を株式市場とは全く別に考察し、企業を取り巻くステイクホルダーとの契約の中で分析を行ってきた。しかし、Dechow and Skinner (2000)<sup>274</sup>も述べているように、近年の研究業績の積み重ねにより、株式市場に影響を与えるべく専門経営者が利益上の調整を行うというトレンドが明らかにされつつあり、契約との関係だけではなく株式市場を意識した専門経営者の利益調整行動の研究も多く行われるようになってきている。

Milgrom and Roberts (1992)<sup>275</sup>によると、企業は、資金提供者・取引先・政府・経営者・従業員といったステイクホルダーとの契約の束による実体である。契約当事者間における契約の締結や契約の履行には、両者間の情報の非対称性の問題が大きく横たわっている。この情報の非対称性の問題に付随して発生する問題を解決する一手段として、財務上の数値が利用されている。専門経営者はこういった契約関係の中で、自己または自社にとって有利になるように利益上の調整を行う要因を有すると考えられる。これらに関する研究の中で、より多く研究の支持があるのが、債務契約仮説、報酬契約仮説、政府契約仮説および税コスト仮説である。

#### ・債務契約仮説

企業金融では、負債によって資金を調達している専門経営者は、自社の株主や専門経営者自身に利があるように高いリスクを持つ投資をしたり、現金の配当を増額したり、債権者にとって負債の償還ができなくなるような行動をする場合もあると指摘されている。債権者は、企業や専門経営者の暴走を防ぐべく、債務契約の中に財務上の行動に関する契約を企業および専門経営者と結ぶ。たとえば、債権者側は、会計上の情報を専門経営者の行いを監視する手段とし、負債比率やインタレスト・カバレッジ・レシオなどの財務比率の維持や配当制限などを債務契約に盛り込む防衛策を採用する。このように債務契約に付された財務上の数値や会計上の行動にかかわる制限事項を財務制限条項という。

債務契約仮説とは、「債務契約における財務制限条項に抵触する可能性が高い企業の専門経営者ほど、利益を増加させる利益上の調整を行う」という仮説である。具体的には、財務制限条項に抵触しそうな企業の専門経営者は、契約違反を避けるため一定年度の利益や財務上の比率を向上させるような会計上の方針を選択し、あるいは会計発生高の内容の変更を通じて利益上の調整を行うのである。

---

<sup>274</sup> Dechow, P.M., and D.J.Skinner (2000) Earnings management: Reconciling the view of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons* 14(2), pp235-250.

<sup>275</sup> Milgrom, P., and Roberts. (1992) *Economics, Organization and Management*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall (奥野正寛・伊藤秀史・今井晴雄・西村里・八木甫訳(1997)『組織の経済学』NTT出版。)

代表的な研究蓄積としては、Defond and Jambalvo (1994)<sup>276</sup>が、アメリカで1985年～1988年の間に財務制限条項に抵触した企業94社を標本に裁量的会計発生高を算出・検証した結果、財務制限条項に違反した企業の前期の裁量的会計発生高がプラスで有意な数値になったことを報告している。つまり、財務制限条項への抵触を回避するために、専門経営者が利益を増加させる利益上の調整を行ったことが示されている。その他のアメリカ企業を対象とした他の研究でも、ほぼ同じ結果がレポートされている。さらに、日本企業を対象としたリサーチでも、ほぼ同じ結果がレポートされている。

さらに、日本企業を対象としたリサーチでも、債務契約仮説を支持するという結果が出ている。例えば、須田(2000)<sup>277</sup>は1992年～1999年の間に財務制限条項に抵触した企業と資産規模が近似している同業種の社債無発行企業を統制企業として、おのおの裁量的会計発生高を計算し、比較・検討している。その結果、条項抵触企業の裁量的会計発生高は、条項違反の前期にプラスで有意に増加している。これに対し、統制企業ではそのような傾向はみられなかった。

また、首藤(2010)<sup>278</sup>では、1999年～2000年までの間で利益ベンチマークを達成したもしくはしなかった上場企業1万4844社を標本に、裁量的会計発生高と各々の利益上の調整の要因の分析を行っている。その中で、裁量的会計発生高と財務制限条項設定の代理変数との関係を分析し、プラスで有意な関係があったことを明らかにしている。つまり、財務制限条項の抵触コストが大きい企業の専門経営者は、利益上の調整を利用して利益ベンチマークを達成しようとする、と結論付けたのである。

以上のように、内外の多くの研究で財務制限条項を回避するために企業の専門経営者は利益上の調整を行うという証拠を確認しており、債務契約仮説を支持する結果となっている。

#### ・報酬契約仮説

株主と専門経営者との間のエージェンシー問題をなくすため、専門経営者へのインセンティブ・システムとして専門経営者の報酬契約が考えられてきた。とくに、専門経営者の利益連動型報酬制度のようなインセンティブ・システムは、株主と専門経営者の利害を一致させ、株主の富の増大をもたらす行動を専門経営者に促す、言い換えれば、専門経営者のモラル・ハザードを抑制する効果を持つのである。ただ、それと同時に専門経営者の報告利益を調整するインセンティブをもたらす可能性がある。

報酬契約仮説とは、「利益連動型ボーナス制度のある企業の利益が、当該制度で設定した目標利益額を超え、かつボーナスの上限額を下回る場合、その企業の専門経営者は利益増加型の利益上の調整を行う」というものである。しかし、「目標利益額を超えない場合やボーナスの上限額を超えた場合は、利益を次期

<sup>276</sup> DeFond, M.L., and J.J.Jambalvo (1994) Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17(1-2), pp145-176.

<sup>277</sup> 須田一幸(2000)「財務会計の機能」白桃社,pp73-93。

<sup>278</sup> 首藤昭信(2010)『日本企業の利益調整—理論と実証』中央経済社,pp235-236。

に繰り延べたほうが専門経営者にとって都合のよいので、逆に冬季は利益減少型の利益調整を行うと考えられる」。この点は、この仮説のポイントである。

ここで使用した報酬契約説の萌芽研究は、Healy (1985)<sup>279</sup>である。同研究のポイントは、いわゆる裁量的会計発生高推計法の先駆けとなる Healy モデルによって裁量的発生高を推計し、報償制度の目標利益額の上限・下限に基づいて、ボーナス制度の年次利益が目標利益額の下限を下回っている企業（下位集団）、営業キャッシュ・フローが目標利益額の上限を上回っている企業（上位集団）、それ以外の企業集団の3つの集団に標本を分類し、集団ごとの平均裁量的発生高を比較した。そして、上位集団と下位集団は利益減少型利益調整を行い、それ以外の集団は利益増加型利益調整を行っていることを確認している。

このような結果に対して、Healy (1985)<sup>280</sup>は、会計上の利益に連動した報償等の報酬契約がある場合、専門経営者はいかなるときでも、利益増加型の調整を行うのではなく、利益上の調整後の利益が報償制度で設定された目標利益額を上回り、利益調整前の利益が目標利益額の上限を下回る場合には、専門経営者は利益増加型の利益調整を行うのであるとした。さらに、利益調整前の利益が目標利益額の上限を上回る場合には、将来に向け当期は利益減少型の利益調整を行うとした。さらに、利益調整後の利益が目標利益額を下回る場合、利益調整を行ったとしても調整後の利益が目標利益額を下回る場合には、将来の利益をできるだけ増加させるために費用の前倒し計上をするなどの利益減少型の利益調整を行う解釈を行っている。

Gaver, Gaver and Austin (1995)<sup>281</sup>は、Healy (1985)<sup>282</sup>とは異なり、裁量的発生高の予測値において、Jones モデルなどよりよく磨かれたモデルを使用し、利益上の調整前の利益によって企業を下位集団と中位集団に標本を分けて裁量的会計発生高の比較・分析を行った。結果として、下位集団では利益増加型の利益調整が行われ、中位集団では利益減少型の利益調整が行われる傾向があることを確認している。

また、Holthausen, Larcker and Sloan (1995)<sup>283</sup>は、1982年～1990年までのアメリカ企業の報償の数値を用いて、標本の集団分けを行い、分析を進めている。すなわち、①経営者に報償が支給されなかった74企業、②経営者に報償が支給され、その額が最大額未満だった251企業、③経営者への報償が契約上の上限の95%以上であった57企業に標本を分類し、それぞれの裁量的発生高を比較・検討した。そして、③の集団では利益減少型の利益上の調整が行われ、②集団

---

<sup>279</sup> Healy, P.M. (1985) the information content of losses. *Journal of Accounting and Economics* 20(2):pp125-153.

<sup>280</sup> 同上、pp125-153.

<sup>281</sup> Gaver, J.J. and K.M.Gaver. (1998) The relation between nonrecurring accounting transaction and CEO cash compensation. *The Accounting Review* 73(2), pp235-253.

<sup>282</sup> Healy, P.M. (1985) the information content of losses. *Journal of Accounting and Economics* 20(2):pp125-153.

<sup>283</sup> Holthausen, R.W., D.F.Larcker, and R.G.Soloan. (1995) Annual bonus schemes and manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 19(1):pp.29-74.

では利益増加型の利益上の調整が行われ、①の集団では利益減少型の利益上の調整が行われたことが確認された。

さらに、Guidry, Leone and Rock (1999)<sup>284</sup>は、Holthausen, Larcker and Sloan (1995)<sup>285</sup>の研究を基に、それを1994年～1995年のアメリカの多国籍企業について、事業単位段階で行い、上記①、②、③集団の数値を収集して、各事業単位の裁量的発生高を算出し、分析を行っている。その結果、①の集団はマイナスの裁量的発生高、②と③はプラスの裁量的発生高となった。統計的検定によると②の裁量的発生高は①と②の裁量的発生高よりも有意に大きいことが確認された。

上記外国のリサーチに対して、日本の報酬契約仮説に関する研究は、まだ少数である。その理由は、日本企業の多くは、利益連動型の経営者報酬制度を設けている企業が少なく、絶対的に標本数が少ないため、実証研究を行える環境が整っていないからである。ただし、首藤(2010)<sup>286</sup>では、裁量的な会計手続きと経営者報酬の関係を分析するため、裁量的発生高と特別損益の項目の計上が、専門経営者の報酬決定に与える影響を実証的に分析している。首藤(2010)<sup>287</sup>のリサーチは、これまでのリサーチとは逆方向の視点から、経営者の利益調整が経営者報酬に与える影響を分析しているところに、ポイントがある。標本は1991年～2000年までの間における必要な数値が入手可能な上場企業1万6368社を抽出して行われている。被説明変数を役員報酬と役員賞与の合計とし、説明変数に裁量的発生高とその他の変数を設定し、回帰分析を行っている。その結果、裁量的発生高と専門経営者報酬の間にはプラスで有意な関係があり、裁量的発生高は、専門経営者報酬を増加させていることが確認されている。さらに、前述の首藤(2010)<sup>288</sup>では、裁量的会計発生高と各種の利益調整の要因の分析を全体的に行っていることはすでに明らかにした。その中で、裁量的会計発生高と専門経営者報酬との関係を分析し、損失回避の利益調整との間でのみプラスで有意な関係があったことを確認している。

以上の結果から、一部を除き多くの今までに行われているリサーチで報酬契約仮説が支持されており、専門経営者が報酬の獲得を動機として利益上の調整を行うことを示している。

上記2つの仮説は、主として資本提供者（債権者や株主）と専門経営者のエージェンシー問題をバックボーンとして、考案されたものであった。これに対して、政府契約仮説は、行政機関をプリンシパルとし、企業及び経営者をエージェントとするエージェンシー理論が背景にある。行政機関は、さまざまな政策目的で企業活動を規制しようとする。この時エージェンシー・コストを削減

---

<sup>284</sup> Guidry, F., A.J. Leone, and S.K. Rock. (1999) Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers. *Journal of Accounting and Economics* 26(1-3): pp113-142.

<sup>285</sup> Holthausen, R.W., D.F. Larcker, and R.G. Sloan. (1995) Annual bonus schemes and manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 19(1): pp.29-74.

<sup>286</sup> 首藤昭信(2010)『日本企業の利益調整—理論と実証』中央経済社, pp257-286.

<sup>287</sup> 同上, pp257-286.

<sup>288</sup> 同上, pp257-286.

するため、行政機関はプリンシパルとして、エージェントたる経営者の行動をモニタリングするわけであるが、そのモニタリング手段の1つとして会計情報がある。

政府契約仮説は、企業にとって不利な行政機関からの規制を、専門経営者が会計上の操作を行うことによって回避しようとするのが基本となっている。例えば、電力、ガス、運輸、鉄道などの公共性の強い業種では、利益が大きくなると、料金引き下げの行政指導が行われたり、その他の規制産業でも、利益が大きくなったりすると、新規参入や自由化のための活動の制限、保護関税率の引き下げなどが実施される可能性が高まってくる。これらを総称して政治コストと呼ぶこととするが、このような問題に直面する企業の専門経営者は、このような規制回避のために、つまり政治コストを少なくするために、利益減少型の利益上の調整を行うと考えることができている。

したがって、政府契約仮説とは「政治コストが大きい企業の専門経営者ほど、利益減少型の利益上の調整を行う」というものである。

しかしながら、政治コストは、産業規制だけではない。政治コストとして、もっとも企業が懸念するものは税金、ことに法人税制の変更や優遇税制の引き下げ・撤廃である。たとえば、保護産業に属する企業の会計上の利益が大きくなれば、産業保護目的の優遇税制の見直しの動きが出る危険性を感じ、該当企業の専門経営者は、利益減少型の利益上の調整の必要を感じるであろう。通常の企業でも、法人税率の変更を前にすると、税コストを最小にするために何らかの利益上の調整を行うと考えることができる。このような状況を税コスト仮説と呼ぶこととする。税コスト仮説を定義するのであれば、「企業は、法人税引き下げ直前期には利益減少型の利益調整を行い、反対に、引き下げ直前期には利益増加型の利益調整を行う」である。

### 5.3. 新規株式公開時における利益調整行動の特徴

#### 5.3.1. 新規株式公開企業の利益調整行動

第一に、青淵（2008）<sup>289</sup>によると、新規株式公開企業において、上場後初めての決算を迎えた後の株価変動が重要になる。株価が下落すれば、株主価値を毀損し、追加的な資金調達に支障を来す可能性がある。新規株式公開企業は、上場したからには追加的な資金調達ができるような環境を整えようとする。よって、新規株式公開企業は実績利益と予測利益に乖離が起きないように利益調整を行うインセンティブが働くのである。新規株式公開企業の利益調整は、実績利益と予測利益をできるだけ近づけようとするために行われる。青淵（2008）<sup>290</sup>は、2002年度から2006年度に新規株式公開した企業（782社）のうち個別決

<sup>289</sup> 青淵正幸（2008）「株式新規公開企業の利益調整に関する一考察」『立教ビジネスレビュー』1, p. 127-128。

<sup>290</sup> 同上。

算を公表している3月期決算の一般事業会社(314社)を対象に、分析した結果、既存の上場企業と同様に新規株式公開企業においても、経営者が予測値の水準を超えるような利益を報告するよう利益調整を行っていることが推察された。清松(2011, 2012)<sup>291</sup>は、2009年8月現在JASDAQに上場している企業をサンプル(再公開、重複公開、金融機関、異常値を除く)として、新規株式公開企業の利益調整行動を分析した結果、JASDAQに近年上場した企業は、経常利益や当期純利益が比較的低下水準の企業が多く、一過性の特別損失とうの計上等によっては上場審査基準に抵触する可能性が高い小規模企業が多いことが確認された<sup>292</sup>。

### 5.3.2. 新規株式公開企業の株式の長期パフォーマンス低下現象

第二に、新規株式公開企業の株式の長期パフォーマンス低下現象について、新規株式公開企業の株価は長期的に低下するとされている。その理由として、利益操作仮説すなわち経営者による利益調整が指摘されている。新規株式公開前後の利益調整により市場が誤導され、株価が一時的に上昇した後、その反動として長期の株価収益率が低下する(重本, 2010)<sup>293</sup>。増加型利益調整行動と売上高利益率、長期株価収益率には負の相関関係がある。

Teoh, et al. (1998)<sup>294</sup>は、1980年から1990年の米国での新規株式公開企業1682社をサンプルとして、公開後最初の期間における裁量的会計発生高の大きさにより利益調整を推定し、売上高利益率と営業キャッシュフローを比較分析した。その結果、増加型の利益調整を行ったと推定される裁量的会計発生高が大きいグループほど、公開後6年間の売上高利益率が低下することを指摘した。同様に、長期株価収益率との相関では、増加型の利益調整を行ったと推定されるグループは、現象型の利益調整を行ったと推定されるグループよりも累積比較で20~30%も低くなった<sup>295</sup>。

---

<sup>291</sup> 清松敏雄(2011)「利益調整行動の研究に向けて：新規株式公開企業を中心に」『立教DBAジャーナル』1, pp. 27-35。清松敏雄(2012)「新規株式公開企業の利益調整行動と調整前利益」『年報経営分析研究』28, pp. 13-20。

<sup>292</sup> ただし、Teoh, et al. (1998)によると、新規株式公開企業は既存の上場企業と比較して情報量が少なく、企業とステイクホルダーとの間の情報の非対称性が比較的大きい。よって、新規株式公開企業による利益調整は投資家をミスリードする危険性があり、利益調整行動を控える可能性がある<sup>292</sup>。Teoh, S.H., Welch, I., and Wong, T.J. (1998) “Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings,” *The Journal of Finance*, 53 (6), pp. 1935-1974.

<sup>293</sup> 重本洋一(2010)「新規公開企業の利益調整行動と長期パフォーマンス」『広島経済大学経済研究論集』33 (1), pp. 15-43。

<sup>294</sup> Teoh, S.H., Welch, I., and Wong, T.J. (1998) “Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings,” *The Journal of Finance*, 53 (6), pp. 1935-1974.

<sup>295</sup> 重本洋一(2010)「新規公開企業の利益調整行動と長期パフォーマンス」『広島経済大学経済研究論集』33 (1), p. 17。



重本（2010）<sup>296</sup>は1986年から2005年度までの20年間に株式店頭市場、ジャスダックに新規登録した企業と全国8証券取引所（東京、大阪、名古屋、札幌、新潟、京都、広島、福岡）で直接上場した企業をサンプル（2,038社）として、新規株式公開前後の利益調整行動を分析した。また、サンプル企業の新規公開1ヶ月後から3年間、36ヶ月分の月次株価を用いて長期株価パフォーマンスの調査分析を行うことにより、日本における新規株式公開企業の利益操作仮説を検証した。分析の結果、新規株式公開企業は、公開直前および直後には利益増加型の利益調整を行い、数期間後には利益調整が行われず、もしくは利益減少型の利益調整が行われていた。また、利益増加型の利益調整が行われると株価は一時的に上昇するが、長期的には株価が低下する傾向があることが支持された。

### 5.3.3. コーポレート・ガバナンスと利益調整

第三に、コーポレート・ガバナンスと利益調整について、コーポレート・ガバナンスにおける諸制度が経営者による利益調整を抑制するか否かについても研究されてきた。佐久間（2008）<sup>297</sup>は、2003年1月から2005年12月までに委員会設置会社に移行した東証一部上場3月決算の事業会社を対象に、25社のサンプルにおける制度移行前後の裁量的会計発生高を分析した結果、移行前は利益減少型の利益調整を行い、移行後に利益増加型利益調整を行っているとして推定した。委員会設置会社への移行により裁量的会計発生高は減少（利益減少型の利益調整）しておらず、ガバナンスを向上させていないと結論づけた<sup>298</sup>。

取締役会や監査委員会における社外取締役の多い企業ほど、経営者の裁量的会計行動を抑制するという結果を導いた研究もあれば（Klein, 2002<sup>299</sup>; Pope, Peasnell and Young, 2000<sup>300</sup>）、矢澤（2004）<sup>301</sup>による日本企業における実証研究では社外取締役が多い企業ほど、なかでも親会社やグループ企業など特定の企業から多く役員を受け入れている企業ほど裁量的会計行動が誘発されやすいという結果を得ている。

---

<sup>296</sup> 同上, pp. 15-43。

<sup>297</sup> 佐久間義浩（2008）「財務報告に係る内部統制の検証—委員会設置会社と監査役会設置会社における裁量的会計発生高の比較をつうじて」『産業経理』68（2）, pp. 96-106.

<sup>298</sup> 方芳（2011）「コーポレート・ガバナンスと利益調整：委員会設置会社制度の有効性」『年報経営分析研究』27, p. 52。

<sup>299</sup> Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of accounting and economics*, 33(3), pp. 375-400.

<sup>300</sup> Peasnell, K. V., P. F. Pope and S. Young (2000), Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models, *Accounting and Business Research*, 30(4), pp.313-326.

<sup>301</sup> 矢澤憲一（2004）「コーポレート・ガバナンスと裁量的会計発生高：取締役会の構造と中心として」一橋論叢, 131(5), pp.509-527。

岩崎（2009）<sup>302</sup>は、(1) 法的に定義された社外監査役と社外取締役は利益調整を抑制しない、(2) 企業集団、大株主あるいは経営者一族との利害関係をもつ社外監査役と社外取締役は利益調整を抑制しない、(3) 他の会社出身の独立性の高い監査役は実体的裁量行動を抑制することを指摘している<sup>303</sup>。方（2011）<sup>304</sup>は、委員会設置会社は経営者による利益調整を抑制するが、法的に定義された社外取締役または社外監査役の割合が増えると利益増加型の利益調整をする可能性が出てくる。取締役会規模の大きい会社では、利益増加型の利益調整が誘発されやすい。企業規模が大きいほど利益減少型の利益調整が行われる可能性があることを指摘した。

#### 5.3.4. 新規株式公開企業の M&A 時にける利益調整行動

近年、我が国の企業においては、人口減少に伴い、市場規模が縮小傾向にあることから、新規株式公開により得た資金をもとに、グローバル規模で、大規模な M&A を行う例がみられる<sup>305</sup>。新規株式公開とともに M&A を行う場合に、利益調整行動にも新たな特徴を生じさせることから、以下では、新規株式公開企業の M&A 時における利益調整行動の特徴についてみることにする。2000 年代後半に入って、敵対的買収が活発化し、それに伴う法整備などにより、買収防衛策を導入する企業が急増した。専門経営者にとって買収防衛策の導入は、直接的に経営者支配権にかかわる大きなイベントである。この意味で、専門経営者の会計上の操作と株式市場の反応に関する格好の分析対象となりうる。また、上記のような現実の動きと並行して、日本においても敵対的企業買収と買収防衛策に関するリサーチが多数積み上げられつつある。ただし、買収防衛策導入企業に関する利益上の調整と株式市場の関係については、ほとんど研究されていない。したがって、まず、利益上の調整に関するリサーチに限定せず、幅広く買収防衛策を導入する専門経営者の意図・目的と株式市場の反応に関するリサーチをサーベイし、その後、企業再編・M&A 企業の専門経営者の利益調整行動と株式市場の関係に関するリサーチを整理して、いくつかの論点を明らかにする。次に買収防衛策を導入する専門経営者の意図・目的と株式市場の反応に関する主要な仮説ごとに、内外のリサーチを整理・検討していく。

##### (1) 経営者保身仮説

<sup>302</sup> 岩崎拓也（2009）「監査役会と取締役会の特徴が利益調整に与える影響」『六甲台論集 経営学編』56（1），pp. 77-105.

<sup>303</sup> 佐久間義浩（2008）「財務報告に係る内部統制の検証—委員会設置会社と監査役会設置会社における裁量的会計発生高の比較をつうじて」『産業経理』68（2），p. 52.

<sup>304</sup> 方芳（2011）「コーポレート・ガバナンスと利益調整：委員会設置会社制度の有効性」『年報経営分析研究』27，pp. 51-60.

<sup>305</sup> サントリーホールディングスの中核子会社で清涼飲料事業を担う、サントリー食品インターナショナルが 2013 年 7 月 3 日、東証 1 部に上場した。人口増による成長が見込まれる東南アジアなどで M&A を加速する。「日本経済新聞 朝刊」2013 年 7 月 3 日、「日本経済新聞 朝刊」2013 年 7 月 8 日。

専門経営者が自信を守る目的で買収防衛策を導入するのではないかという意見は、買収防衛策のリサーチの中でも中心的な位置を占め、それを裏付ける実証研究も多く存在する。

#### ① イベント・スタディを中心とする株価からのアプローチ

Ryngaert (1988)<sup>306</sup>は、1986年にアメリカ283社のポイズン・ピル<sup>307</sup>導入企業を調査し、発表から2日間のリターンが-0.34%であることを報告している。また、Malatesta and Walking (1988)<sup>308</sup>は、1986年のアメリカポイズンピル導入企業132社を調査し、2日間のリターンが-0.92%であることを確認している。Ryngaert (1988)<sup>309</sup>と Malatesta and Walking (1988)<sup>310</sup>の結果からいえることは、買収防衛策が専門経営者の保身に利用され株主価値が減少するという考えを裏付けるものである。

日本企業に対するリサーチでは、Arikawa and Mitsusada (2008)<sup>311</sup>によると、2005年4月～2006年5月までのライツ・プラン、事前警告型といった明示的な防衛策導入企業を対象にイベント・スタディ分析を行い、株価に有意な負の影響を報告している。また、そこでは、CEOの在位年数が長いほど、そしてCEOの持株数が少ないほど、買収防衛策を導入する傾向にあることを明らかにしている。ここでは、これらの結果に基づいて、株主のガバナンスが弱い企業ほどエージェンシー問題の影響などにより買収防衛策を導入する傾向があると結論付けている。買収防衛策の導入は、効率的経営への改善の可能性を減少させ、専門経営者への規律付けの効果を減少させるため、企業価値および株主価値にとってはマイナスの効果があると考えられる。

特に、専門経営者が自己の非効率的経営の隠ぺいや保身的行動の一環として買収防衛策を導入するならば、それは株主価値最大化とは違った経営行動を行うようなエージェンシー問題を抱える企業ということになり、株式市場はネガティブに反応するだろう。このことは裏を返せば、経営パフォーマンスの不振と専門経営者の身を守る行動との関係を反映するものとなる。経営パフォーマ

---

<sup>306</sup> Ryngaert, M. (1988) "The Effects of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth" *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 377-417.

<sup>307</sup> ポイズン・ピルとは、毒薬条項とも呼ばれ、新株予約権を予め発行しておき一定の条件が満たされると廉価でそれを行使可能にさせ、買収する側の持ち株比率を下げる仕組みのことである。ポイズン・ピルが適用されると、敵対的買収を仕掛けられた企業は有利な条件で新株を発行することができる。買収に要する支出が増加するために、仕掛けた企業は断念することがありうるからである。若杉明「研究ノート IR活動の展開」  
[www.lec.ac.jp/pdf/activity/kiyou/no03/06.pdf](http://www.lec.ac.jp/pdf/activity/kiyou/no03/06.pdf) (2014年11月24日)、p114。

<sup>308</sup> Malatesta, P. and R. Walking (1998) "Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability and Ownership Structure" *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 347-376.

<sup>309</sup> Ryngaert, M. (1988) "The Effects of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth" *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 377-417.

<sup>310</sup> Malatesta, P. and R. Walking (1998) "Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability and Ownership Structure" *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 347-376.

<sup>311</sup> Arikawa Y. Y. Mitsusada (2008) "The Adoption of Poison Pills and Managerial Entrenchment: Evidence from Japan" *RIETI Discussion Paper Series*, 08-E-006.

ンスが悪ければ、敵対的企業買収の可能性が高まる。そうすると、不振企業の専門経営者はその地位を追われる脅威を感じ、買収防衛策を導入することを考えるはずである。本来、最大の敵対的買収への防衛は企業価値最大化であるはずであり、経営の効率化、企業価値の最大化などの経営努力で行われるべきである。しかし、その努力を行うのではなく、安易に敵対的買収防衛策を導入するならば、それは経営者が身を守ることを目的といえる。

広瀬・藤田・柳川(2007)<sup>312</sup>は、日本の2005年、2006年買収防衛策導入企業の業績パフォーマンスに関する財務データを用いたイベント・スタディを実施している。また、株価データを用い、買収防衛策を導入した企業は、防衛策導入の取締役会決議時に有意な負の超過収益率を示し、さらに導入決議時の株価への負の影響と一致するような形で、導入した2005年度に業績パフォーマンスは悪化していることを示している。ただし、その一方で、2006年に導入した企業の場合、株価、業績パフォーマンスともに有意な変化を確認できなかったことを報告している。

## ② 経営・財務データを使った回帰分析を中心とするアプローチ

経営・財務データを使った回帰分析を中心とする研究では、買収防衛策の導入を決定した企業の特長や専門経営者の導入動機を考察し、導入の原因が専門経営者の身を守る行動にあったのか否かを検証したものがほとんどである。

滝澤・鶴・細野(2007)<sup>313</sup>は、防衛策を導入する企業の特徴についてプロビット分析を行い、その結果、社齢が長い企業、役員持ち株比率が低い企業、持合い株式比率が高い企業ほど防衛策を導入する傾向にあること、そして、支配株主持ち株比率が低い企業、機関投資家比率の高い企業ほど、防衛策を導入する傾向にあることを報告している。

また、川本(2007)<sup>314</sup>では、2006年の買収防衛策導入企業の財務データなどを用い、企業を取り巻くステイクホルダーの利害関係の観点を重視して、買収防衛策導入の要因を対象にロジット分析を用いて分析している。それによると、専門経営者のエンタレチメント効果<sup>315</sup>は確認できず、後に考察する暗黙の契

<sup>312</sup> 広瀬純夫・藤田友敬・柳川範之(2007)「買収防衛策導入の業績情報効果：2005年日本のケース」CIRJE ディスカッションペーパーCJ-182。

<sup>313</sup> 滝澤美帆・鶴光太郎・細野薫(2007)「買収防衛策導入の動機・経営者保身仮説の検証」RIETI Discussion Paper Series 07-j-033。

<sup>314</sup> 川本真哉(2007)「日本企業における敵対的買収防衛策の導入要因」『証券経済研究』第59号、pp123-143。

<sup>315</sup> 経営者安住(エンタレチメント)仮説は、経営者が企業内部でもつ権力が増大すると、自己利益を志向して利己的行動が強まると主張する。経営者の権力の源泉は株式保有を基盤とし、役員の人権の掌握にあると考えられる。この権力が経営者の在職期間の長期化に伴って増加すると想定している。これに対して、利害一致(アライメント)仮説とは、経営者の持分率が増加するに従い、経営者は自己利益のための機会主義的行動よりも企業利益のための経営をするようになる。したがって、経営者と外部株主間の葛藤が減り、経営者と外部株主間のエージェンシー・コストが減少する。すなわち、利害一致仮説は経営者の持分率が増加するに伴い企業価値が増大すると主張する。この機会主義(opportunism)

約仮説が機能している証拠も見いだせなかったとし、結果として防衛策の導入にもっとも影響を与えていたのは企業の株式所有構造であったことを報告している。

それに対して、千島・中嶋・佐々木（2008）<sup>316</sup>では2005年4月から2006年12月までに買収防衛策を導入した東証一部上場企業のデータを用い、買収防衛策導入の要因と経営者のインセンティブを対象にロジット分析を用いて分析している。それによると、導入企業に知的財産への投資や人的資本への投資がとくに多いという傾向は見いだせず、経営者の身を守る行動、エージェンシー問題の温存が要因である傾向を見出している。これらのリサーチの結果は、エントレンチメント仮説を是認するものと、しないものとに分かれ、統一した結果が出ているとはいいがたい。

## ② イベント・スタディと回帰分析を総合したアプローチ

イベント・スタディと回帰分析を総合したリサーチとして、前述の Akikawa and Mitsusada（2008）<sup>317</sup>のほかに、広瀬（2008）<sup>318</sup>がある。

広瀬（2008）<sup>319</sup>では、2005年と2006年の日本企業の株価と財務データなどを使い各年ごとに株価イベント・スタディでは、導入企業の株価収益率は2005年には有意な負の超過収益率が確認され、2006年には有意な負の超過収益率は確認されないとする。さらに、2005年と2006年の財務指標などからプロビット分析を行い、両年の総合的な見地から、2005年には市場が財務データなど入手可能な情報から防衛策導入の動向を予測できず、有意な株価の変化が生じていたのに対し、2006年は防衛策導入の動向が市場参加者の予想の範囲内であり、導入に有意な超過収益率をもたらさなかった可能性がある」と指摘している。

さらに、独特なリサーチとしては、岡田（2008）<sup>320</sup>を挙げることができる。岡田（2008）<sup>321</sup>では、買収防衛策を導入した企業の2006年東証一部上場3月決算企業のコーポレート・ガバナンスの状況、株価、財務データなどを利用し、コーポレート・ガバナンス、財務指標による導入企業の分析、株価イベント・スタディ、業績面からの分析の3つの側面からの実証分析を行っている。それ

---

とは、虚偽や欺瞞、混乱化などの働きかけを含む狡猾な策略を伴う自己利益の追求を意味する。ある定まった考えによるものではなく、形勢を見て有利なほうにつこうという意味で日和見主義とも訳される。後藤俊夫編著(2012)「ファミリービジネス知られざる実力と可能性」白桃書房、pp.35-36。

<sup>316</sup> 千島昭宏・中嶋幹・佐々木隆文(2008)「敵対的買収防衛策 - インセンティブの分析」『証券アナリストジャーナル』2008年2月号、pp.67-81。

<sup>317</sup> Arikawa Y・Y. Mitsusada（2008）“The Adoption of Poison Pills and Managerial Entrenchment: Evidence from Japan”RIETI Discussion Paper Series,08-E-006.

<sup>318</sup> 広瀬純夫(2008)「日本における敵対的買収防衛策導入の特徴-防衛策導入の初期状況」『日本労働研究雑誌』50(1) (通号 570) 号。

<sup>319</sup> 同上。

<sup>320</sup> 岡田克彦（2008）「日本企業の買収防衛策導入と経営者エントレンチメント」『証券経済学会報』第43巻、pp.93-98

<sup>321</sup> 同上。

によると、経営者が身を守る行動の傾向は見い出せず、むしろコーポレート・ガバナンスに積極的な企業が防衛策を導入している傾向にあること、導入後の株主価値に有意な変化は見られなかったことを報告し、現状の日本において敵対的買収が企業支配権市場としての役割を担うとは考えにくいと結論付けている。やはりこの両研究においても見解は分かれている。以上の先行研究の結果と経営者保身仮説の関係を日本のケースについて考えると、イベント・スタディ分析においては、たとえば、2005年のデータによる研究は仮説を容認し、2006年の数値を使った研究は仮説を否定する傾向があり、回帰分析によるリサーチでは、仮説を肯定するものも多いが、逆に否定する研究もいくつか見受けられる。

## (2)信頼の破壊の抑制仮説

従業員による企業特殊な人的資本を保護し、人的資本水準向上のための投資を促すために買収防衛策を導入するのではないかと、という意見も有力な考え方である。この理論仮説を直接的に検証したリサーチは多くないが、たとえば、Shleifer and Summers (1988)<sup>322</sup>は、敵対的企業買収により株価が上昇するものの、従業員のレイオフや賃金カットが行われれば、従業員から株主へ「暗黙の契約」を破り富の移転が行われるとする。従業員のようなステイクホルダーと企業の中に存在する「暗黙の契約」を犠牲にすることによって、従業員から買収企業やその株主へ富を再配分するということが、敵対的買収のすべてではないにしても、大きな要因になっているとするのである。

また、Haan and Riyanto (2006)<sup>323</sup>は、敵対的買収が専門経営者の行動に与える影響を理論的に分析している。専門経営者は投資行動の決定などに関して多くの特殊な性質を持った努力をするが、敵対的買収で専門経営者の変わりがあつたり、既存の投資計画の変更があつたりすると、その努力が無に帰してしまふ。したがって、敵対的買収の可能性が高い場合、合理的な専門経営者は、そういった努力を惜しむようになる。

この観点は従業員の出発点特殊な人的資本投資に関しても言えることである。従業員による起業特殊な人的投資を行う際にしばしば仮定されるのが、「暗黙の契約」と呼ばれるものである。ここでいう「暗黙の契約」とは、従業員が起業特殊な技能や人的ネットワークなどの形成に投資を行うにあたり、その過程においてはより低い賃金を受容し、形成後により高い賃金を受け取るような雇用慣行のことである。買収防衛策との関連で問題となるのは、もし買収企業がこの「暗黙の契約」を破棄し、投資形成を終え、過去の投資の回収に入っている従業員の賃金をカットしたり、解雇したりするなどして、近視眼的な利益を得ようとする行動に出る場合である。この場合、そこで生じる利益は、従業員

---

<sup>322</sup> Shleifer A. and L.Summers (1988) “Breach of Trust in Hostile Takeovers” in A. Auerbach (eds.), *Corporate Takeovers :Causes and Consequence*, Chicago: University of Chicago Press.

<sup>323</sup> Haan ,M.A. and Y. Riyanto (2006) “The effects of takeover threats on shareholders and firm value”. *Journal of Economic Behavior & organization* ,59(1),pp.45-68.

から株主への富の移転に過ぎない。したがって、敵対的買収が頻発する状況では、この「信頼の破壊」リスクは、従業員の企業特殊的人的資本への投資を阻害する大きな要因となるため、長期的に見れば企業価値を損ねる可能性を高めることが考えられる。このような観点から、専門経営者は、従業員による企業特殊的な人的資本を保護し、人的資本水準向上のための投資を促すために買収防衛策を導入するのではないかと考えられるのである。

深尾・森田（1997）<sup>324</sup>は、日本において敵対的買収が少ない理由として、株式持ち合いといった要因以外に経営陣と従業員や経営陣と取引先の間、さまざまな「暗黙の契約」の存在を指摘している。前節で見たように、川本（2007）<sup>325</sup>では、2006年の買収防衛策導入企業の財務データなどを用い、買収防衛策導入の要因を対象にロジット分析を用いており、その結果、経営者のエンブレチメント効果は確認できず、暗黙の契約仮説および信頼の破壊の抑制仮説が機能している証拠も見い出せなかったとしている。

千島・中嶋・佐々木（2008）<sup>326</sup>では2005年4月から2006年12月までに買収防衛策を導入した東証一部上場企業のデータを用い、買収防衛策導入の要因、インセンティブを対象にロジット分析を用い分析している。それによると、導入企業に知的財産への投資や人的資本への投資が特に多いという傾向は見いだせず、ここでも同様に、暗黙の契約仮説および信頼の破壊の抑制仮説を肯定する根拠は見出されていない。以上の先行研究の結果と信頼の破壊の抑制仮説の関係を日本のケースについて考えると、ほとんどのリサーチで仮説は支持されていない。

### (3)株主価値増大仮説

アメリカでは、エンブレチメント仮説に次いで有力な仮説が株主価値増大仮説である。株主増大仮説は、買収防衛策の導入が株価の上昇を引き続き起こすと主張する。この仮説では、専門経営者は防衛策を支配権取引において株主が得るべき十分な価値よりも低い受け取りという状況から株主を守るために導入するということになる。その防衛策導入は現職の経営者に買収の際のプレミアム交渉における強力な交渉力を与えられる。その結果、防衛策の導入は、株主価値にプラスの効果をもたらし、株価を押し上げる効果を持つと推論できる。

Comment and Schwert（1995）<sup>327</sup>は、買収防衛策導入がもたらす経済的効果に関する複数の仮説を整理し、その後ポイズン・ピル導入は交渉力の強化によっ

---

<sup>324</sup> 深尾光洋・森田泰子(1997)「企業ガバナンス構造の国際比較」日本経済新聞社。

<sup>325</sup> 川本真哉(2007)「日本企業における敵対的買収防衛策の導入要因」『証券経済研究』第59号、pp123-143。

<sup>326</sup> 千島昭宏・中嶋幹・佐々木隆文(2008)「敵対的買収防衛策 - インセンティブの分析」『証券アナリストジャーナル』2008年2月号、pp.67-81。

<sup>327</sup> Comment, R. and G. W. Schwert (1995) "Poison or Placebo? :Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures," *Journal of Financial Economics*,39(1),pp.2-43.

て、投資家の買収プレミアムに対する期待現在価値を引き上げる可能性を指摘している。

Heron and Lie (2006)<sup>328</sup>は、実際に、敵対的買収提案が起こった 526 のケースをサンプルとし、買収成功のケースと失敗のケース、被買収企業が防衛策の株主価値への影響を考察している。そして、買収防衛策を導入している企業の株主がより高い買収プレミアムを得ていることを報告している。柳川 (2006)<sup>329</sup>は、これらの理論的可能性について論じている。

#### (4)私的情報開示仮説

Comment and Schwert (1995)<sup>330</sup>は、買収防衛策導入の株主価値への影響に関する理論仮説として、上記のエントレンチメント仮説をあげ、さらに私的情報開示仮説をあげ、さらに私的情報開示仮説を挙げている。この仮説は、買収防衛策の株価効果は、防衛策導入のアナウンスによって、専門経営者の持つ追加的な情報が投資家に発せられ、その情報の質によって株価に影響を与えようとしている。

投資家が受け取るシグナルは、Coates (2000)<sup>331</sup>によると次の 2 つの種類に分けられる。1 つは、専門経営者の保身的な性質を持つシグナルであり、投資家にとっては、バッドニュースとなり、市場はネガティブに反応するというものである。もう一つは、交渉力の増大が含まれるシグナルである。防衛策の導入は、何らかの形で買収交渉を会社が行っている場合、交渉力を高め、より高い買収プレミアムを獲得できる可能性を高めるため、投資家にとってはグッドニュースであり、市場はポジティブに反応するというものである。つまり、買収防衛策の株価効果は、その防衛策の導入自体に影響されるのではなく、その内容や特徴などに含まれる情報に影響されると考えられるのである。

日本においてこの仮説を直接的に分析した Arikawa and Mitsusada (2008)<sup>332</sup>によれば、日本の 2005～2006 年までの買収防衛策導入企業 171 社を分析対象として、条件付きイベント・スタディという方法によって分析し、直近の経営パフォーマンスが悪く、経営者テニユア<sup>333</sup>が長いなどのコーポレート・ガバナンスに関して問題のある企業の防衛策導入に限って、市場がネガティブに反応していることを示す。このことから彼らは、買収防衛策導入のアナウンスメントが株価にネガティブな影響を与えた理由は、事前に投資家にとって望ましくない

---

<sup>328</sup> Heron, R and E. Lie (2006) "On the use of poison pills and defensive payouts by takeover targets," *Journal of Business*, 79, pp1783-1807.

<sup>329</sup> 柳川範之 (2006) 「法と企業行動の経済分析」日本経済新聞社。

<sup>330</sup> Comment, R. and G. W. Schwert (1995) "Poison or Placebo? : Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures," *Journal of Financial Economics*, 39(1), pp.2-43.

<sup>331</sup> Coates IV, J. (2000) "Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence" *Texas Law Review*, 79(1), pp.271-382.

<sup>332</sup> Arikawa Y・Y. Mitsusada (2008) "The Adoption of Poison Pills and Managerial Entrenchment: Evidence from Japan" RIETI Discussion Paper Series, 08-E-006.

<sup>333</sup> 優秀な経営者に与えられる終身身分保障制度



情報が観察されるうえに、防衛策導入によって専門経営者の株主利益に対する優先順位の低さという私的情報が顕示されるためと、結論付けている。

### 5.3.5. M&A等の企業再編前後における経営者の利益調整行動

M&A等の企業再編前後における経営者の利益調整行動については、M&A等の企業再編時における対価の支払い手段に着眼する(重本, 2011a)<sup>334</sup>。M&Aの際に、対価として株式による支払いと現金による支払いのいずれかを選択できる。株式を対価とする場合、株式交換比率や合併比率は、その企業の株価や業績に基づいて決定される。

経営者は株式交換比率や合併比率を少しでも有利にするために利益調整を行い、事前に株価を引き上げようとすると考えられる。現金を対価とする場合も、資金調達の際に会計利益の数値が良好な方が経営者にとって都合が良いため、利益調整により会計利益を嵩上げすることが考えられる。先行研究では、合併前後における経営者の裁量的会計発生高を算定し、経営者の利益調整行動について分析している。その結果、株式を対価とする合併の場合は、買収企業の裁量的会計発生高は合併公表前に増加し、公表直後の四半期で急激に減少することが指摘されている。ただし、現金を対価とした合併については同様の利益調整行動を見出すことはできなかった(Botsari and Meeks, 2006<sup>335</sup>; Erickson and Wang, 1999<sup>336</sup>; Louis, 2004<sup>337</sup>; 高橋, 2008<sup>338</sup>)。

また、買収・合併公表前後で裁量的会計発生高の増減に統計的に有意な結果が得られなかった研究もある(浅野他, 2002)<sup>339</sup>。その一方で、重本(2011a)<sup>340</sup>では、企業再編時の経営者による利益増加型利益調整の有無と対価支払い手段による相違点について、会計発生高(裁量的会計発生高)を算出することにより買収・合併前後の利益調整について比較分析した。1999年から2007年までの間で、株式交換および現金を対価とする支払いによって買収や合併などの企業再編をした日本国内の買収側(存続側)企業511社をサンプルとして分析した結果、現金を対価とする買収・合併企業は公表前に利益増加型利益調整を行い、その反動として公表後に裁量的会計発生高が減少することを指摘した。

<sup>334</sup> 重本洋一(2011a)「企業再編における対価の支払い手段と経営者の利益調整行動」『広島経済大学経済研究論集』34(3), pp. 93-110.

<sup>335</sup> Botsari, A. and G. Meeks(2006)“Do Acquires Overstate Earnings Prior to a Share Bid?”Working Paper, University of Warwick.

<sup>336</sup> Erickson, M. and S. Wang(1999)“Earnings Management by Acquiring in Stock Mergers,” Journal of Accounting and Economics, 27(April), pp149-176.

<sup>337</sup> Luis, H.(2004)“Earnings Management and Market Performance of Acquiring firms,” Journal of Financial Economics, 174, pp121-148.

<sup>338</sup> 高橋邦丸(2008)「買収対価の支払手段と利益調整」『管理会計学』16(2), pp. 53-68.

<sup>339</sup> 浅野敬志, 石井康彦, and 中山重穂(2002)「株式交換取引における日本企業の利益管理行動」『名城論叢』3(3), pp. 55-67.

<sup>340</sup> 重本洋一(2011a)「企業再編における対価の支払い手段と経営者の利益調整行動」『広島経済大学経済研究論集』34(3), pp. 93-110.

矢部 (2011)<sup>341</sup>は、日本国内における M&A、とりわけ株式を対価とした企業グループ再編 (完全子会社化など) の場合には、その多くが親子会社間やグループ会社間で行われるため、ターゲット企業 (被買収企業) が自社の株価を低めに誘導するよう減少型の利益調整を実施し、買収企業にとって有利な株式交換比率を設定する可能性を指摘している。

#### 5.4. まとめ

現行の会計基準は、会計手続きの選択や会計上の見積もりの決定について、経営者にある程度の裁量を認めている。そのため、経営者は、報告利益を裁量的に調整する手段を有することになる。会計手続き選択に関する研究は、いずれの会計手続きを採用すべきか、という規範的な議論も多くみられる。しかし、これは規範論として会計基準設定時には大きな力を発揮するが、その動機については明らかにすることができない。

本稿では、新規株式公開時における利益調整行動の特徴としては①新規株式公開企業自体の利益調整行動、②新規株式公開企業の株式の長期パフォーマンス低下現象、③コーポレート・ガバナンスと利益調整と3つを明らかにした。また、新規株式公開で得た資金を基に M&A を行う例もあることから、M&A 等の企業再編前後における経営者の利益調整行動についても、明らかにした。この利益調整行動の研究によって、代替的な会計手続き選択の存在を前提に、経営者の動機を明らかにすることは、規範的な議論にとどまらず、動機を明たかにすることで、会計基準設定および監査制度の見直しなどにおいて、社会的に重要な意義を有する<sup>342</sup>。

---

<sup>341</sup> 矢部謙介 (2011) 「M&A における企業の利益調整行動に関する考察」『NUCB journal of economics and information science』55 (2) , pp. 239-249.

<sup>342</sup> 首藤昭信(2010) 『日本企業の利益調整—理論と実証』中央経済社、p1

## 第6章 研究事例

本稿の目的は、ファミリービジネスの新規株式公開時における利益調整行動について検討することである。ファミリービジネスに着眼するのは、ファミリービジネスには独特の利益調整思考があり、報告利益の質に影響を及ぼすためである。よって、ファミリー企業の利益調整行動をファミリービジネス以外の企業と比較分析することに意義があると思われる。本稿では、日本を代表するファミリー企業であるサントリー・グループ（サントリーホールディングス株式会社）を事例研究として取り上げる。

以上の有価証券報告書をデータとして用いて、利益調整行動を分析する。次章では、分析の前に、各事例の概要について整理する。各社の直近の業績、設立経緯や経営戦略について整理し、株式所有や役員の状況より各社の同族性について検討する

加えて、利益調整行動の新規株式公開仮説についても検証する。会計情報が株価形成に影響を与えるのであれば、新規株式公開企業の経営者には会計的裁量行動により利益調整する動機がある。例えば、株式公開時に高値をつけることや、それによって保有している自社株を売却してキャピタルゲインを得ることができるためである（Teoh, Welch and Wong, 1998）。

Teoh, Welch and Wong (1998) の研究によると、新規株式公開企業の経営者は、株式公開実施年度の報告利益を増加させるため、裁量的短期発生高を増やし報告利益を将来の年度から公開年度に移すことがある。しかし、公開時点で利益調整を行った企業ほど、公開後の短期発生高は反動的に減少するため当期純利益は減少し、その後の株価は下落していく<sup>343</sup>。このように、新規株式公開仮説では、新規株式公開を行う企業の経営者は、後の価格形成を意識して、利益増加型の利益調整を行うとしているとされている。

本稿では、2013年7月3日に東京証券取引所市場第一部に上場したサントリー食品インターナショナルについて個別事例研究によって分析し、ファミリー企業が上場する場合の利益調整行動の検証を行う。サントリー食品インターナショナルの新規株式公開における、サントリー・グループの利益調整行動を会計手続きの選択と変更、および財務諸表上の数値から推定される会計発生高の変動より分析し、新規株式公開仮説の検証を行う。

サントリー・グループを取り巻く業界の動向は、第一に、ビール業界においては、少子化、若者のアルコール離れなどをから、国内市場での消費量は減少傾向にある。プレミアムビールなどの高付加価値商品の開発と第3のビールなどの低価格商品の開発、清涼飲料水などを含めての多角化を進めていけるかが課題である。また、海外では大型のM&Aが加速しており、世界市場を見据えた業界再編が課題である<sup>344</sup>。第二に、清涼飲料水業界においては、清涼飲料水は

<sup>343</sup> 須田・山本・乙政 (2007)、 pp. 49-52。

<sup>344</sup> 新日本有限責任監査法人「業界別会計シリーズ 食品製造業」第一法規、 pp. 57-59。

製品自体の差別化が難しいうえに、製品の改廃のスピードが速い。そのため新製品の開発、広告宣伝に力を入れるとともに定番の売上を保つことが課題となる。また、消費者の健康志向の高まりから、特定保健用食品に対する需要が伸びており、消費者のニーズに沿った製品を開発することが課題となる<sup>345</sup>。

以上のような業界動向を踏まえると、サントリー食品インターナショナルの株式上場は、サントリー・グループの海外事業戦略に位置づけることができる。サントリー・グループの清涼飲料事業では、2009年11月にオレンジナ・シュウェップス・グループの持株会社、Orangina Schwepps Holdings S.à.r.l.の買収、2013年9月には英製薬大手グラクソ・スミスクラインが所有する「ルコゼード」と「ライビーナ」の買収という大型M&Aを進めることにより海外進出を積極的に展開している。サントリー食品インターナショナルの株式上場により大型M&Aを推進し、清涼飲料事業の海外事業基盤を固めていくことによりグローバル化を加速している。

## 6.1. サントリー・グループのファミリービジネス性

### 6.1.1. はじめに

「世界的な影響力を持つサントリーの中核子会社で清涼飲料事業を担うサントリー食品インターナショナルが、2013年7月3日、東証一部に上場」した<sup>346</sup>。これにより、「上場に伴うサントリー・グループの資金調達額は約3900億円にのぼることから、人口増による成長が見込まれる東南アジアなどでM&Aを加速する」といわれている<sup>347</sup>。

このサントリー・グループは、従来からファミリービジネスの例として取り上げられることがあった<sup>348</sup>。しかし、これまでは、詳細な事例研究は行われてこなかった。そこで本稿では、サントリーの経営行動を、そのファミリービジネス性に着目して考察する。具体的には、株主構成、役員構成から、同社がファミリービジネスの一つであることを示し、そのうえで、経営指標からの分析、および、ファミリービジネスが故に取られている経営戦略の分析を行い、特徴を明らかにする。

---

<sup>345</sup> 前掲書、pp. 59-61。

<sup>346</sup> 『日本経済新聞』2013年7月3日<  
[http://www.nikkei.com/markets/features/09.aspx?g=DGXNASGD03005\\_03072013MM0000](http://www.nikkei.com/markets/features/09.aspx?g=DGXNASGD03005_03072013MM0000)>【2014年12月17日】。

<sup>347</sup> 同上。

<sup>348</sup> 倉科敏材(2003)「ファミリー企業の経営学」東洋経済新報社、p.19、倉科敏材(2010)「オーナー企業経営の特質」甲南大学経営学会編『経営学の伝統と革新』千倉書房、pp.110-111など。

## 6.1.2. サントリー・グループの沿革と概要

サントリーは鳥居信治郎が1899年に当時はまだ日本で珍しかったぶどう酒の製造販売をしたことから始まっている企業である。赤玉ポートワインなど、日本人になじみがあまりない洋酒を日本人向けに改良するなど、試行錯誤を繰り返し、さらにはビバレッジメーカーとして国際展開を図るためにM&Aを行うなど、本業多角化を多く行っている。今日では医療分野や育種分野など、本業を中心とした多くの事業を展開している。サントリー花事業部を分社化し、サントリーフラワーズ株式会社を設立した後に完成した青いチューリップの特許取得は世界中を驚かせた。

日本は欧米と比べてもはるかに菌の保有数が多い。酒造メーカーは菌を扱う職種であるが、この場合には主に醸造に必要な出芽酵母菌である。この出芽酵母菌がうまく発酵を助ければ、より上質な洋酒が完成する。このようなこともあって、サントリーでは菌の研究が盛んであった。これはビバレッジの方にも応用されるだけでなく、球根などのビジネスにまで結びついていった。結果、先にも述べたように、青いチューリップが誕生したのである。

また、今日のようなボーダレス競争社会において、海外市場を確保するために、ターゲットとする市場をいかに攻略するかは非常に重要なポイントとなる。そこでサントリーは、現地で創業し、市場シェアを有する企業を買収し、自社の販売網を合わせたシナジー効果を図ろうとしている。

これは、サントリーの企業行動を歴史的に見れば明らかであり、まず、その企業行動を記述的に明らかにし、その上で財務的な結果がどのように結び付いているのかについて明らかにしていく。

特に、2011年、従来株式上場をしていなかったサントリーが、ボーダレス競争社会で生き残るために市中から資金を調達しようとサントリー食品株式会社を証券取引所に上場した。この直近の2009年にサントリーはフランスの清涼飲料メーカー「オレンジナ・シュウェップス・グループ」を買収したわけであるが、このような大規模な買収も、先に採り上げたように敵対的買収ではなく、友好的買収を行うことによって手に入れている。ただ、このような大型買収はファミリービジネスで資金調達をするには限界があったのである。

サントリーが上場後、次に「ビーム」や「フルコアグループ」の買収を行うが、これは市中から資金を調達し、成功を収めた。

(表 12) サントリー・グループ (連結) 主要な経営指標等の推移

回次	第 1 期	第 2 期	第 3 期	第 4 期
決算年月	2009 年 12 月	2010 年 12 月	2011 年 12 月	2012 年 12 月
売上高(百万円)	1,550,719	1,742,373	1,802,791	1,851,567
経常利益(百万円)	81,822	100,839	109,026	103,061
当期純利益(百万円)	32,666	40,027	62,614	36,631
包括利益(百万円)	—	—	50,483	89,125
純資産額(百万円)	455,638	446,978	483,557	533,697
総資産額(百万円)	1,628,280	1,568,296	1,730,175	1,727,963
1 株当たり純資産額(円)	623.96	613.97	669.92	744.31
1 株当たり当期純利益金額(円)	47.54	58.25	91.71	53.74
潜在株式調整後 1 株当たり当期純利益金額(円)	47.54	58.25	91.68	—
自己資本比率(%)	26.3	26.9	26.4	29.4
自己資本利益率(%)	7.9	9.4	14.3	7.6
株価収益率(倍)	—	—	—	—
営業活動によるキャッシュ・フロー (百万円)	102,738	139,449	143,053	130,107
投資活動によるキャッシュ・フロー (百万円)	△388,903	△28,200	△79,787	△93,413
財務活動によるキャッシュ・フロー (百万円)	243,629	△60,611	6,931	△100,211
現金及び現金同等物の期末残高 (百万円)	112,656	159,044	288,126	228,110
従業員(人)	24,960	25,103	28,532	28,767
[外、平均臨時雇用人員]	[11,602]	[11,582]	[11,472]	[12,210]

(出所) サントリーホールディングス株式会社有価証券報告書第 4 期、 p. 2。

サントリー (代表取締役社長: 佐治信忠) は大阪市北区堂島浜に本社 (サントリーホールディングス株式会社) を置く、2012 年 12 月期 (第 4 期) の連結売上高 1 兆 8515 億円、経常利益 1030 億円、当期純利益 366 億円、従業員数 28,767 人の企業グループである。直近 4 期 (第 1 期: 2009 年 12 月期~第 4 期: 2012 年 12 月期) のグループ連結の主要経営指標は (表 12)、持株会社の主要経営指標は (表 13) に示される通りである。

(表 13) サントリーホールディングス株式会社 主要な経営指標等の推移

回次	第 1 期	第 2 期	第 3 期	第 4 期
決算年月	2009 年 12 月	2010 年 12 月	2011 年 12 月	2012 年 12 月
営業収益(百万円)	22,974	59,379	55,216	59,297
経常利益(百万円)	986	28,459	24,239	28,230
当期純利益(百万円)	1,447	24,439	45,179	19,468
資本金(百万円)	70,000	70,000	70,000	70,000
発行済株式総数(千株)	687,136	687,136	687,136	687,136
純資産額(百万円)	373,986	392,857	413,282	425,881
総資産額(百万円)	1,070,950	1,271,584	1,121,829	1,072,236
1 株当たり純資産額(円)	544.27	571.73	606.67	624.24
1 株あたり配当額(円)	—	16	12	11
(うち 1 株あたり中間配当額)	(—)	(—)	(—)	(—)
1 株当たり当期純利益金額(円)	2.11	35.57	66.17	28.56
潜在株式調整後 1 株当たり当期純利益金額(円)	—	—	—	—
自己資本比率(%)	34.9	30.9	36.8	39.7
自己資本利益率(%)	0.4	6.4	11.2	4.6
株価収益率(倍)	—	—	—	—
配当性向(%)	—	45.0	18.1	38.5
従業員(人)	416	466	416	489

(出所) サントリーホールディングス株式会社有価証券報告書第 4 期、 p. 3。

1899 年に、鳥井伸治郎が鳥井商店を創業し、その後サントリーの前身となる株式会社壽屋を設立した。赤玉ポートワインが最初のヒット商品である。その後、国産ウイスキー製造に取り組み、1915 年に京都郊外の山崎に日本初のウイスキー蒸留所を設立した。1929 年には、国産ウイスキー第一号サントリー白札を発売した。1961 年、佐治敬三（鳥井信次郎の次男）が壽屋代表取締役社長になる。1963 年に、ビール事業へ参入する際に壽屋からサントリーに商号を変更した。佐治の代ではワインや食品事業への進出、文化活動の推進を行い、1980 年にサントリーオールドが年間 1,200 万ケースを販売し、単一ブランドでは世界最高の売上高を記録した。1990 年、鳥井信一郎（鳥井信次郎の長男の長男）が社長に就任。2001 年に現代表取締役会長兼社長、佐治信忠（佐治敬三の長男）が就任して現在に至っている。

2009 年 2 月、サントリー株式会社（現・サントリー酒類株式会社）の株式移転によりサントリーホールディングス株式会社を設立した。同年 4 月、サントリーホールディングス株式会社はサントリー株式会社が営む事業の一部を吸収分割の方法により継承し、サントリー株式会社の商号をサントリー酒類株式会社に変更し、サントリーホールディングス株式会社を持株会社とする純粋持株

会社制に移行した。2012年12月現在、持株会社、親会社、子会社179社及び関連会社26社により構成され、食品・清涼飲料、酒類の製造・販売、海外事業、外食・スポーツ・花等の事業活動を行っている。

サントリーの代表的な業績は、「赤玉ポートワイン」や「ウイスキー」といった洋酒を日本人に広めたこと、「トリスバーを筆頭とした戦後のウイスキー飲用を普及」したこと、『生ビール』と『缶ビール』を定着させたこと、「トロピカルカクテル、ブランデー・アメリカン、洋酒バレンタインといった」「新しいライフスタイルの創造提案」をしたことであるといえるだろう<sup>349</sup>。代表的なヒット商品は、創業時の赤玉ポートワインに始まり、ウイスキーではトリス、オールド、リザーブ、角瓶、ニューオールド、山崎、ビールでは、モルツ、プレミアムモルツ等、枚挙にいとまがないほどである。

本業といえるウイスキーやワイン以外にも常に新しい洋酒の楽しみ方を提案し、ザ・カクテルバーなどのヒット商品もあった。優れたアイデアと研究開発力もあり、1994年に発売されたホップスは日本で初めて商品化された発泡酒だった。清涼飲料でも、烏龍茶、CCレモン、南アルプス天然水、缶コーヒーのBOSS、緑茶飲料の伊右衛門といったヒット商品を生み出してきた。

サントリーの事業は、飲料・食品セグメント、ビール・スピリッツセグメント、その他セグメントに分かれる。飲料・食品セグメントでは、サントリー食品インターナショナル株式会社やサントリーフーズ株式会社が清涼飲料等の製造・販売を行っている。ビール・スピリッツセグメントでは、サントリー酒類株式会社がビール類、ウイスキー、焼酎、RTD等の酒類の製造と販売を行っている。その他のセグメントとしては海外事業がある。ファーストフードのファーストキッチン、アイスクリームのハーゲンダッツ、サンドイッチのサブウェイ、喫茶店・バーのプロント等の事業を行っている。

こうしたアイデアや商品開発力、業態開発力を生み出す源泉として語られるのがサントリーの社風としてのパイオニア精神、フロンティア精神である。一般にもよく知られているサントリーの行動規範として「やってみなはれ」がある。これは、二代目社長の佐治信忠がビール事業に参入する際に、初代鳥井信次郎が語ったとされている<sup>350</sup>。こうした伝統が社内の自由闊達な雰囲気や行動規範として根付いていき、「やんちゃなプロ集団であれ」「革新・挑戦なくして前進なし」という精神へと受け継がれている<sup>351</sup>。

次に、ここではサントリーのファミリービジネス性について検討していく。

### 6.1.3. サントリー・グループの株主・役員構成からの検討

<sup>349</sup> 野村正樹(1996)『黄昏の王国—サントリーの栄光と焦燥』ダイヤモンド社、p. 86。

<sup>350</sup> 同上、p. 93。

<sup>351</sup> 鈴木敏文・林昇一監修、中央大学総合政策研究科経営グループ編(2006)『経営革新 vol.2』中央大学出版部、pp. 50-51、同 p.62。



次に、ここではサントリーのファミリービジネス性について検討していく。

(表 14) サントリーホールディングス株式会社 大株主の状況

氏名又は名称	所有株式数 (千株)	発行済株式総数に対する 所有株式数の割合(%)
寿不動産株式会社	613,818	89.32
サントリー持株会	31,426	4.57
株式会社三菱東京 UFJ 銀行	6,781	1.00
株式会社三井住友銀行	6,781	1.00
三井住友信託銀行株式会社	6,781	1.00
日本生命保険相互会社	6,781	1.00
サントリーホールディングス株式会社(自己株式)	4,900	0.71
公益財団法人サントリー生命科学財団	3,590	0.52
佐治信忠	652	0.09
鳥井伸吾	539	0.07
計	682,413	99.31

(出所) サントリーホールディングス株式会社有価証券報告書第 4 期, p. 27。

(表 15) サントリーホールディングス株式会社 発行済株式の議決権の状況

区分	株式数(株)	議決権の数(個)	内容
無議決権株式	—	—	—
議決権制限株式(自己株式等)	—	—	—
議決権制限株式(その他)	—	—	—
完全議決権株式	普通株式 4,900,745	—	—
完全議決権株式	普通株式 682,235,448	682,235,448	—
単元未満株式	—	—	—
発行済株式総数	687,136,196	—	—
総株主の議決権	—	682,235,448	—

(出所) サントリーホールディングス株式会社有価証券報告書第 4 期, p. 27。

はじめに、直近の有価証券報告書(第 4 期: 2012 年 12 月期)より、サントリーホールディングス株式会社の株主構成から創業者一族による持株比率について確認し、議決権の状況と役員構成も確認する。加えて、サントリーホールディングス株式会社の筆頭株主である寿不動産株式会社についても直近の有価証券報告書(第 57 期: 2012 年 12 月期)より株主の持株比率と役員構成の状況を確認する。

サントリーホールディングス株式会社の株式等の状況および役員の状況について、大株主の状況は（表 14）、議決権の状況は（表 15）、役員の状況は（表 16）に示す通りである。筆者が確認できたところでは、鳥井姓・佐治姓以外では、酒井朋久（専務取締役）が創業家一族である。

（表 16）サントリーホールディングス株式会社 役員の状況

役名	氏名	所有株式数(千株)
取締役会長兼社長(代表取締役)	佐治信忠	652
取締役副社長(代表取締役)	鳥井信吾	539
取締役副社長(代表取締役)	青山繁弘	200
取締役副社長	内藤俊一	130
専務取締役	酒井朋久	100
専務取締役	相場康則	125
専務取締役	田中保徳	160
専務取締役	小嶋幸次	100
取締役	鳥井信宏	173
取締役	Luis Bach	—
常勤監査役	山本亨	38
常勤監査役	引田耕治	80
監査役	天野実	—
監査役	嶋口充輝	—
計		2,298

（出所）サントリーホールディングス株式会社有価証券報告書第 4 期, p. 27。

筆頭株主の寿不動産株式会社（代表取締役社長：佐治信忠）は、大阪市北区堂島浜に本社を置く不動産賃貸事業とサントリー各社への保険代理店業を行う、創業家（鳥井家、佐治家）の資産管理会社である。寿不動産の株主、役員の構成はそれぞれ（表 17）と（表 18）の通りである。筆者が確認できたところでは、鳥井姓・佐治姓以外では、坂口美木子（株主）が創業家一族である。

サントリーホールディングス株式会社の持株比率としては、創業家一族（鳥井家・佐治家）が個人で保有する比率は低いと思われる。しかし、筆頭株主の寿不動産株式会社の持株比率は、創業家一族により大半の株式を保有していると推察される。

役員構成については、サントリーホールディングス株式会社では取締役会長兼社長（佐治信忠）、副社長（鳥井信吾）、専務取締役（酒井朋久）、取締役（鳥井信宏）に創業者一族がいる。また、寿不動産の役員にも同様に創業者一族が

多くいることが分かる。以上より、サントリー・グループは創業家一族（鳥井家・佐治家）によるファミリー企業であるということが分かるだろう<sup>352</sup>。

(表 17) 寿不動産株式会社 大株主の状況

氏名又は名称	所有株式数 (千株)	発行済株式総数に対する 所有株式数の割合(%)
公益財団法人サントリー芸術財団	300,000	13.81
公益財団法人サントリー文化財団	200,000	9.21
佐治信忠	108,000	4.97
鳥井信吾	108,000	4.97
酒井朋久	108,000	4.97
佐治英子	108,000	4.97
鳥井信佑	108,000	4.97
酒井幾代	108,000	4.97
鳥井信宏	105,100	4.84
坂口美木子	105,100	4.84
計	1,358,200	62.56

(出所) 寿不動産株式会社有価証券報告書第 57 期, p. 2。

352352352 2014 年 10 月にローソン会長だった新浪剛史をサントリーHD 社長に起用した。しかし、株式の所有割合をみると、旧来通り、オーナーファミリーが多数を所有しており、また、佐治信忠氏がオーナーファミリーとして、重要な地位を占めていることから、以前として、サントリー・グループは、ファミリービジネスに該当すると考えられる。

この点、佐治信忠氏が、後継者の指名を通じて、依然として、経営上、重要な影響力があることについて、永井(2014)は、「我が国で代表的な同族企業であるサントリーが、一族でもプロパーでもなく、外部からトップを引っばってきたのだ。決断したのは総帥の佐治信忠サントリーHD 会長(前社長)だった。」「この日の朝刊(筆者加筆; 2014 年 6 月 24 日付け日本経済新聞長官)で、日本経済新聞が『サントリー外部から社長・新浪ローソン会長』と、報じたためだ。」「正式の打診は去年(13 年)秋。準備ができたので、お受けしますという話を(新浪から)いただいた。返事も去年」「(新浪は)慶慮義塾大学の後輩であり、得意先とメーカーの関係で(以前から)お目にかかっていた(ちなみに、非公式での最初の接触は 11 年から)」「私が後継者を育てられなかったし、後継候補はいても若すぎた」「ここで言う『若すぎる後継候補』とは、サントリー食品インターナショナル(サントリ IBF)社長の鳥井信宏を指す。信宏は 1966 年 3 月生まれで、創業者、鳥井信治郎の曾孫にあたる。」「慶慮義塾大学経済学部を卒業後、米ブランダイス大学で国際経済・金融学の修士を取得。日本興業銀行(現在のみずほフィナンシャルグループ)に 6 年間勤務した後、1997 年にサントリーに入社した。ビール事業部プレミアム戦略部長として、高級(プレミアム)ビールの「ザ・プレミアム・モルツ」にモンドセレクションで 3 年連続(2005 年～07 年)最高金賞を受賞させる。」「11 年から信宏が社長を務めるサントリーBF は、13 年 7 月に上場したばかりだ。佐治は、40 代で鳥井信宏がサントリーHD 社長になるのはまだ若すぎると思ったのか、あるいはまだサントリーBF でやるべきことがあると考えたのかもしれない。」としている。永井隆(2014)『サントリー対麒麟』日本経済新聞社、pp3-4、pp25-30。

(表 18) 寿不動産株式会社 役員 の 状況

役名	氏名	所有株式数(千株)
取締役社長(代表取締役)	佐治信忠	108
取締役副社長(代表取締役)	鳥井信吾	108
専務取締役	酒井朋久	108
常務取締役	岩本豊	—
常務取締役	滝本隆幸	—
取締役	佐治ケイ	—
取締役	鳥井文子	50
取締役	鳥井亜希	—
監査役	桐生正一	—
計		374

(出所) 寿不動産株式会社有価証券報告書第 57 期, p. 3。

#### 6.1.4. サントリー・グループの経営指標からみる収益性の検討

新日本監査法人(2010)によれば、食品業界における経営指標をみると、「売上高経常利益率等の収益性を示す経営指標は、一般的に低め」である<sup>353</sup>。また、成長性については、「食品業界のように成熟産業においては一般的に低め」である<sup>354</sup>。「事業を多角化している企業や海外への積極的な展開が成功している企業においては比較的高めの値になる場合がある<sup>355</sup>」。

サントリーホールディングスの前身のサントリー株式会社は、(表 19) が示すように、同業他社よりも高い自己資本利益率(ROE)を上げている。

これは、売上高営業利益率は、サッポロを除く他の 2 社と同じ 5 % 台であるが、資本回転率が、他の 2 社は 2 % 台であるのに対し、3.6%と高いことが要因である。新日本監査法人(2010)によれば、「総合酒類メーカーは、一般的に資本集約産業であり、設備投資・固定費が多い点で特徴」がみられることから、資本回転率が高いという特徴は、ROE に大きなプラス要素となる<sup>356</sup>。

また、成長性についてみると、成熟産業である食品業界において、サントリー株式会社は、他の 3 社は営業利益伸び率がマイナスであるのに対し、プラス 2.76%という成果を残している。これは、以下で述べるように、長期的な視点に立って、海外進出を積極的に行ってきたことが要因である。

以上のように、サントリーは経営指標からみると、高い収益性を示している点で特徴がある。

<sup>353</sup> 新日本監査法人(2010)「業界別会計シリーズ 食品製造業」第一法規、p.265。

<sup>354</sup> 同上、p.265。

<sup>355</sup> 同上、p.265。

<sup>356</sup> 同上、p.292。

(表 19) 経営指標の企業間比較

	サントリー	アサヒビ ール	キリン	サッポロ
<b>収益性分析</b>				
自己資本利益率 (%)	<b>19.50</b>	14.40	13.10	10.90
売上高経常利益率 (%)	5.39	5.62	5.64	3.33
資本回転率 (回転)	<b>3.62</b>	2.57	2.32	3.27
棚卸資産回転率 (回転)	1.25	0.79	1.05	0.71
有形固定資産回転率 (回転)	3.01	4.88	4.08	9.84
<b>安全性分析</b>				
自己資本比率 (%)	26.30	40.00	34.30	23.40
流動比率 (%)	105.56	74.60	105.71	60.43
当座比率 (%)	66.05	49.93	68.90	39.21
負債比率 (%)	257.36	148.16	138.66	327.42
固定比率 (%)	242.95	175.35	205.98	341.80
固定長期適合率 (%)	111.57	129.07	125.81	150.73
<b>キャッシュ・フロー分析</b>				
フリーキャッシュフロー (百万円)	<b>-286,165</b>	<b>-74,279</b>	<b>-131,747</b>	<b>-19,773</b>
経常収支額 (百万円)	<b>128,007</b>	148,786	<b>-258,813</b>	14,405
<b>生産性分析</b>				
一人当たり営業利益 (百万円)	62.13	85.04	64.82	99.50
労働整備率 (%)	14.89	34.23	19.89	79.42
<b>成長性分析</b>				
売上高伸び率 (%)	<b>2.50</b>	0.66	<b>-1.09</b>	<b>-6.52</b>
営業利益伸び率 (%)	<b>2.76</b>	<b>-12.42</b>	<b>-12.02</b>	<b>-12.19</b>

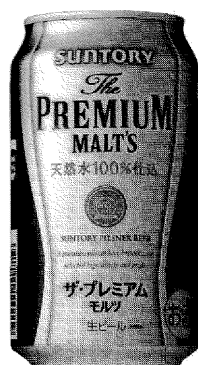
(出所) 新日本監査法人 (2010)、p.293 をもとに、筆者作成、数値は 2009 年 12 月期。

#### 6.1.5. サントリー・グループの事業戦略からの検討

以上のような創業者一族による同族経営に加えて、サントリーホールディングス株式会社は非上場企業であり株式を公開していない。サントリーには同族経営、非上場企業であるがゆえの事業戦略の特徴がある。とりわけ事業投資に関しては、海外における大型 M&A の推進、ビール事業への参入、花事業への参入が特徴として挙げられる。加えて、文化・芸術・スポーツ活動の推進もサントリーが同族企業で非上場であるからこそ実現できるといえるだろう。

第一に、海外における大型 M&A では、アイルランドではボウモア蒸留の株式を 100%、マッカランの株式を 25% 所有している。フランスではシャトー経営

に携わり、シャトー・ラグランジュを1983年に買収し、シャトー・ペイシェヴェルの株式も30%強を所収している。ドイツでもロバートヴァイルなどでワインを製造している。米国ではペプシの「全米第三位のボドリング会社、東南アジア・オセアニアでは食品会社」、「中国では上海エリアを中心にビール・清涼飲料事業を展開」している<sup>357</sup>。



サントリービール事業で、46年目にして初の黒字を牽引した「プレモル」

【図8 プレミアムモルツ】

(出所) 永井隆 (2014) 『サントリー対麒麟』日本経済新聞社、p233。

第二に、「1963年にビール事業へ進出した。従来、日本で飲まれていた重たいドイツ系とは異なる北欧タイプ」、クリーン&マイルドなデンマークタイプのサントリービールは「青年のビール」という「キャッチフレーズ」で発売された<sup>358</sup>。1967年には日本初の瓶詰め生ビール、サントリー純生（後のサントリー生ビール）を発売した。マイクロフィルターという濾紙で雑菌を非熱処理で取り除くことにより家庭にいながらにして出来たての美味さを味わえるという商品だった。1986年には麦芽100%の生ビール、サントリーモルツを発売した。

ところが、ビール事業は長年苦戦を続けてきた。そのような状況でも続けてきたのは、「ビール市場への挑戦のそのものが社内全体に緊張感をもたらし、ビール事業がサントリー・グループ発展のエネルギーの源泉となっていたからである」とされている<sup>359</sup>。これも、サントリーが非上場企業であるからこそ、なせる業であったと考えられる<sup>360</sup>。長年、ビール業界では4位だったが、2008年

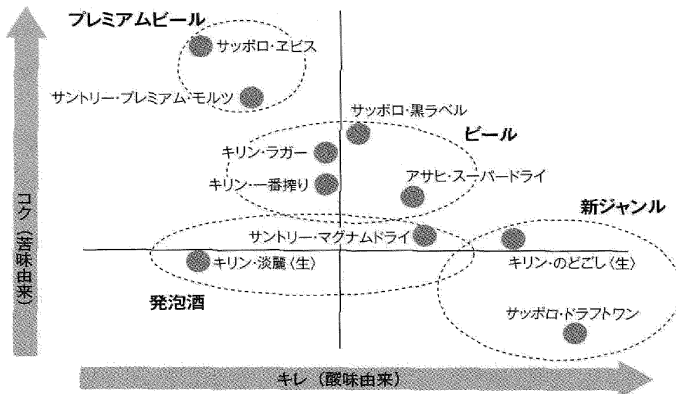
357 鈴木敏文・林昇一監修、中央大学総合政策研究科経営グループ編（2006）『経営革新 vol.2』中央大学出版部、 p. 52-53。

358 野村正樹（1996）『黄昏の王国—サントリーの栄光と焦燥』ダイヤモンド社、 p. 56。

359 鈴木敏文・林昇一監修、中央大学総合政策研究科経営グループ編（2006）『経営革新 vol.2』中央大学出版部、 pp. 54-55。

360 この点、倉科（2010）は、ファミリービジネスの収益性が、高い理由の事例として、「長期的視点からの経営である。専門経営者は短期的視点からの経営(Managerial myopia)に陥りがちで、これはファミリー企業の対極にある。最近の例でよく挙げられるのは40年ぶりにビール事業が黒字になったサントリーである。極端な例であるが、何十

度の課税出荷量でサッポロビールを追い抜いて3位となり、以後はプレミアムモルツの好調を背景に3位をキープしつつ、マーケットシェアを拡大している。2012年度現在のビール系飲料（ビール、発泡酒、新ジャンル）課税出荷量におけるマーケットシェアは、アサヒビールが37.5%、麒麟ビールが35.6%、サントリー酒類が14.2%（過去最高のシェアを達成）、サッポロビールは11.8%である。



【図9 各ビール類銘柄の味覚マップ (イメージ)】

(出所) 沼上幹 (2013) 「戦略分析ケースブック」東洋経済新報社、p28。

ターゲット・セグメント			
20～30歳代を中心とするライト飲酒者			
(特徴)			
・飲酒経験が浅く、必ずしも味覚が発達していない (微妙な味の違いを把握しづらい)			
・多量の飲酒をしない			
↑			
Product	Price	Place	Promotion
<ul style="list-style-type: none"> <li>・強い「コク」をもつ</li> <li>→「わかりやすい味」</li> <li>・「キレ」はなく、残味感が強い</li> <li>→多量の飲用では「飽き」がくるが、少量の飲用には適している</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・通常のビールよりも高い値段設定</li> <li>→価格に見合った品質であるという推定</li> <li>「おいしさ」を演出</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・高級料理店を押さえた上で全方位展開</li> <li>→一流料理人に認められた味であるとの推定</li> <li>「おいしさ」を演出</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・3年連続「最高金賞」受賞を強調</li> <li>→「おいしさ」を演出</li> <li>・「週末」「ハレの日」の飲用を推奨</li> <li>→かざられた機会での飲用</li> </ul>

【図10 各ビール類銘柄の味覚マップ (イメージ)】

(出所) 沼上幹 (2013) 「戦略分析ケースブック」東洋経済新報社、p29。

年も赤字を抱え続けることはファミリー企業でなければ出来なかつただろう。すべての事業がうまく行き過ぎると組織が弛緩するので、緊張感を高めるために赤字部門を持つ必要があるという理論からすれば、サントリーは常に叱咤激励するための手段としてビール部門を持っていたのかもしれないが、いずれにしろ長期的視点からの経営でなければできないことだ。ただし短期的には逆にマイナスの側面があり、短期的な収益率は専門経営者企業の方が高いという分析結果が世界のどの国でも出ている」としている。倉科敏材 (2010) 「オーナー企業経営の特質」甲南大学経営学会編『経営学の伝統と革新』千倉書房、pp110-111。

第三に、「1980年代末に、バイオテクノロジーの技術を生かした花事業に進出」した<sup>361</sup>。サントリーの同族経営と非上場の特徴を語る際に必ず取り上げられるのが「青いバラの開発」である<sup>362</sup>。バラには「赤・白・ピンク・黄色などの2万5000種以上の品種がこれまでに作り出されて」きたが、「青いバラという品種はいまだかつて存在」せず、英語辞書で『Blue Rose』を引くと、『「不可能」の代名詞になっているほど』ある<sup>363</sup>。花事業の「やってみなはれ」として青いバラ開発プロジェクトを1990年より開始した結果、2004年には世界で初めての「青いバラ」が誕生した<sup>364</sup>。

「ビールメーカーにとっては、ホップや麦芽の品種改良をはじめとした植物研究の分野は土地勘のある事業領域」である<sup>365</sup>。人気商品として、「鉢植えとして人気の高いペチュニアを改良したサフィニア」がある<sup>366</sup>。ビール営業と同じように小売店（生花店）に「直接販売促進活動」を行い、「種苗メーカーを通じて注文をとる」システムを採用している<sup>367</sup>。

第四に、文化・芸術・スポーツ活動の推進がある。サントリーには「利益三分主義」という理念があり、「事業で得た利益を会社、顧客、社会の三者に還元する」ことで、「創業以来」、「社会貢献活動を続けてきた」<sup>368</sup>。1921年には、社会福祉活動として無料診療院を開院しており、現在は社会福祉法人邦寿会として特別養護老人ホーム、総合福祉施設等を運営している。

文化・芸術活動が盛んになり始めたのは1960年代以降であり、1979年には「生活文化企業」を標榜し、文化芸術振興に取り組んできた。主な施設として、1961年にサントリー美術館、1986年にサントリーホールを開館した。サントリーミュージアム天保山は、「創業90周年記念事業として」安藤忠雄が設計した総事業費120億円の巨大複合文化施設である<sup>369</sup>。1994年11月に、「サントリー創業の地」である大阪の天保山港（大阪市港区）に開館した<sup>370</sup>。その内容は、『生活の中のアート&デザイン』をテーマに多彩な企画展示をするギャラリー、世界最大級の超大型立体映像劇場『IMAXシアター』、「ショップ、レストラン、バーラウンジなどを併設した地上9階建ての建物」である<sup>371</sup>。入館者の伸び悩

---

<sup>361</sup> 同上、p. 64。

<sup>362</sup> 同上、p. 64。

<sup>363</sup> 同上、p. 64。

<sup>364</sup> 同上、p. 64。

<sup>365</sup> 野村正樹(1996)『黄昏の王国—サントリーの栄光と焦燥』ダイヤモンド社、p. 22。

<sup>366</sup> 同上、p. 22。

<sup>367</sup> 同上、p. 22。

<sup>368</sup> 鈴木敏文・林昇一監修、中央大学総合政策研究科経営グループ編(2006)『経営革新 vol.2』中央大学出版部、p. 62。

<sup>369</sup> 野村正樹(1996)『黄昏の王国—サントリーの栄光と焦燥』ダイヤモンド社、p. 17。

<sup>370</sup> 同上、p.17。

<sup>371</sup> 同上、p.18。



みにより、2010年12月に閉館された。土地・建物、展示物は大阪市に無償で寄贈され、現在は大阪文化館・天保山となっている。

文化芸術振興活動の母体としてサントリー芸術財団とサントリー文化財団がある。1969年に設立された鳥井音楽財団(1978年よりサントリー音楽財団)は、同年よりサントリー音楽賞を設けている。同財団は、2009年に公益財団法人サントリー芸術財団に改組され、現在はサントリーホールの運営も行っている。1979年に設立されたサントリー文化財団では、サントリー学芸賞とサントリー地域文化賞を設けており、学術研究や地域文化を振興している。

プロジェクトやキャンペーンとしては、愛鳥活動キャンペーン(1973年～)、水育(みずいく)「森と水の学校」(2004年～)がある。スポーツ活動にも熱心に取り組んでおり、企業スポーツとしてラグビー部とバレーボール部を所有している。プロゴルフトーナメント大会のスポンサーとしてもサントリーオープン(1973年～2007年)、サントリーレディースオープン(1990年～現在)があり、スポーツ振興にも取り組んでいる。

#### 6.1.6. サントリー・グループのまとめ

以上を踏まえて、サントリー・グループは持株会社サントリーホールディングス株式会社の株主等の状況および役員構成より、創業家一族(鳥井家・佐治家)によるファミリー企業であると見なすことができた。

ここでは、ファミリー企業が注目されるようになった要因として、高収益性、長寿性、事業革新、地域貢献や社会性などを挙げた。サントリーは、そのいずれの要因にも当てはまる、日本を代表するファミリー企業であると考えられるだろう。

先に見てきたように、サントリーの事業戦略の特徴は大胆な投資行動にある。海外におけるM&Aや未開拓分野への参入といった大型投資においては、資金調達や買収価格も巨額になる。その際に、資金調達を自社に有利にしたり、買収価格を少しでも安くしたりするために利益増加型の利益調整を行うインセンティブが働くと考えられる。サントリーの事業投資やM&Aは規模が大きく、かつグローバル規模で展開されている。

加えて、サントリーホールディングス株式会社は株式を公開していない非上場企業である。サントリーに対しては一般の上場企業のように多数の株主からの監視や牽制がなされることがない。

以上を踏まえると、サントリーによる経営行動は世界的にも影響が大きく、場合によっては世界的な業界再編により国民経済にも影響を及ぼす可能性もある。したがって、サントリーのファミリービジネス性に着目し、その経営行動を検討することの意義は大きい。

ファミリービジネスは、一般的なイメージと異なり、高収益性や長寿性などの特徴がある。これらの特徴は、研究対象であるサントリーにもみられた。

企業の経営行動を研究するに当たり、このファミリービジネス性に着目した分析は、今後、「経営戦略論、経営組織論などの経営学の分野」のみならず<sup>372</sup>、「家族心理学、人文社会科学、行動科学、歴史学」など他の研究分野でも有益な視点となる<sup>373</sup>。

また、実務上も、金融機関や監査法人などがファミリービジネスを対象として、融資、監査、コンサルティングを行う上でも、ファミリービジネス性に着目することは重要な要素であり、また、今後の経済政立案の際にも、大きな役割を果たすものである<sup>374</sup>。

この点からも、この研究成果が今後の研究の基礎になる点で、重大な社会的意義を有する。

## 6.2. サントリー食品インターナショナル株式会社

### 6.2.1. はじめに

サントリー食品インターナショナル株式会社は、2009年11月にオレンジーナ・シュウエップス・グループの持株会社、Orangina Schwepps Holdings S.à.r.l.の株式を100%取得して買収した。

わが国の国内市場は少子高齢化により縮小傾向にある。また、サントリー食品インターナショナルが属する清涼飲料業界は、製品の差別化が難しいうえに、製品の改廃のスピードが速い。この清涼飲料業界は、三大国内産業（①酒類、飲料を中心とする食品、②流通、③日用品）といわれており、グローバル化が遅れていた。言い換えれば、大規模のビール大手4社を中心に、多くの食品会社は、国内市場をシェアしてきた<sup>375</sup>。

本稿の目的は、その中でも、世界的にも影響が大きく、場合によっては世界的な業界再編により国民経済にも影響を及ぼす可能性もあるサントリー・グループにおけるサントリー食品インターナショナルのオレンジーナ・シュウエップス・グループ買収事例を検討し、その経営戦略における着目すべき点を明らかにすることにある。

### 6.2.2. サントリー食品インターナショナル株式会社の概要と沿革

サントリー・グループは、2009年2月にサントリーホールディングス株式会社を設立し、2009年4月より純粋持株会社へ移行した。2012年12月現在、親

---

<sup>372</sup> 曾根秀一（2012）「経営学の広がり（Part1）ファミリービジネスのマネジメント」加護野忠雄・吉村典久編『1からの経営学（第2版）』碩学舎、p247。

<sup>373</sup> 倉科敏材（2008）「オーナー企業の経営学 - 進化するファミリービジネス」中央経済社、p.20。

<sup>374</sup> 同上、p.20。

<sup>375</sup> 永井隆(2014)『サントリー対麒麟』日本経済新聞社、pp35-36。

会社、子会社 179 社、関連会社 26 社により構成され、飲料・食品、酒類の製造・販売、その他の事業活動を行っている。従業員数 28767 人（2012 年 12 月現在）、連結売上高 1 兆 8515 億 6700 万円、連結経常利益 1031 億円、連結当期純利益 366 億円（2012 年 1 月 1 日～12 月 31 日）である。

サントリー食品インターナショナル株式会社（本社：東京都中央区、資本金 168、384 百万円）は食品・清涼飲料等の製造・販売を行っているサントリーホールディングスの連結子会社である。2009 年 4 月のサンリー・グループ純粋持株会社化の際に、サントリー株式会社から、サントリー株式会社が営む事業の一部（食品カンパニー）を、サントリー食品株式会社に吸収分割の方法により継承した。

加えて、飲料の販売を行っていたサントリーフーズ株式会社を傘下に収め、サントリー食品インターナショナル・グループとして、グループ会社 93 社を抱えている。グループの従業員数は 14、916 人（2012 年 12 月現在）、連結売上高は 9、921 億円（2012 年 1 月 1 日～12 月 31 日）である。

### 6.2.3. サントリー食品インターナショナルの業績・財務・セグメント別業績

（表 20）サントリー食品インターナショナル株式会社の業績推移

（単位：百万円）

決算年月	2011年12月(実績)	2012年12月(実績)	2013年12月(予想)
売上高	893,353	992,160	1,133,000
営業利益	59,789	58,446	75,000
経常利益	55,529	54,033	69,000
当期純利益	29,497	23,385	35,000
のれん償却前当期純利益	48,618	43,050	59,000
EBITDA	108,973	114,682	142,000
純資産額	181,890	204,275	563,000
総資産額	802,876	844,450	1,140,000

（単位：百万円）

利益率	2012年12月(実績)	2013年12月(予想)
営業利益率	5.9%	6.6%
当期純利益率	2.4%	3.1%
EBITDA利益率	11.6%	12.6%
のれん償却前当期純利益率	4.3%	5.2%

（出所）サントリー食品インターナショナル株式会社 2013 年度（H25 年）第 2 四半期決算補足説明資料、2013 年度 第 2 期四半期 決算概要より筆者作成。

2013 年度第 2 四半期決算概要及び補足説明資料によると、サントリー食品インターナショナル株式会社の業績は（表 20）に示す通りである。売上高は 2011

年度が 8、933 億円で、2012 年度が 9,921 億円となっており、2013 年度予想が 11,300 億円となっている。営業利益は、2011 年度が 597 億円、2012 年度が 584 億円、2013 年度予想が 750 億円である。当期純利益は、2011 年度が 294 億円、2012 年度が 233 億円、2013 年度予想が 350 億円である。EBITDA は、2011 年度が 1,089 億円、2012 年度が 1,146 億円、2013 年予想では 1,420 億円となっている。

サントリー食品インターナショナル株式会社ホームページによると、主な財務指標は（表 21）に示す通りである。

（表 21）サントリー食品インターナショナル株式会社の主な財務指標

決算年月	2011年12月	2012年12月
1株当たり純資産額(円)	764.48	881.24
1株当たりのれん償却前当期純利益金額(円)	225.09	199.31
1株当たり当期純利益金額(円)	136.56	108.27
自己資本比率(%)	20.6	22.5

（出所）サントリー食品インターナショナル株式会社「おもな財務指標」  
<http://www.suntory.co.jp/softdrink/ir/finance/indicator.html> より筆者作成。

2013 年度第 2 四半期決算概要によると、サントリー食品インターナショナル株式会社のセグメント別業績は（表 22）に示す通りである。

(表 22) サントリー食品インターナショナル株式会社のセグメント別第 2 四半期業績

(単位:億円)						(単位:億円)			
		2012年1-6 月実績	2013年1-6 月実績	増減	対前年 増減率	2012年年 間実績	2013年年 間予想	増減	対前年 増減率
売上高	国内	3,216	3,315	99	3.1%	6,888	7,270	382	5.5%
	欧州	629	741	112	17.8%	1,237	1,530	293	23.7%
	オセアニア	155	197	42	26.5%	333	410	77	23.0%
	アジア	365	565	200	55.0%	788	1,340	552	70.0%
	米州	308	362	54	17.6%	675	4,750	75	11.2%
	国際	1,457	1,865	408	28.0%	3,034	4,030	997	32.9%
売上高		4,673	5,180	507	10.8%	9,922	11,300	1,378	13.9%
		128	169	41	32.0%	356	475	119	33.4%
営業利益	国内	128	169	41	32.0%	356	475	119	33.4%
	欧州	106	115	9	8.7%	245	280	35	14.5%
	オセアニア	21	23	2	11.2%	51	65	14	28.0%
	アジア	35	47	12	34.3%	62	90	28	44.5%
	米州	30	36	6	19.8%	68	80	12	17.9%
国際	192	222	30	15.4%	425	515	90	21.1%	
のれん償却額	△101	△114	△13	-	△197	△240	△43	-	
営業利益		219	276	57	25.9%	584	750	166	28.3%
利益率		4.7%	5.3%			5.9%	6.6%		
EBITDA	国内	261	315	54	20.8%	632	770	138	21.8%
	国際	234	286	52	22.4%	515	650	135	26.2%
EBITDA		495	601	106	21.5%	1,147	1,420	273	23.8%
利益率		10.6%	11.6%			11.6%	12.6%		

(出所) サントリー食品インターナショナル株式会社 2013 年度 (H25 年) 第 2 四半期決算補足説明資料、2013 年度 第 2 期四半期 決算概要より筆者作成。

### 6.2.3. サントリー食品インターナショナルの中期経営計画

サントリー食品インターナショナル株式会社ホームページ<sup>376</sup>によると、中期経営計画 (2013-2015 年) では、売上高で年平均 1 桁台後半の成長 (5%以上)、EBITDA で年平均 1 桁台後半以上の成長を掲げている。事業方針としては、(1)

<sup>376</sup> サントリーホールディングス株式会社 経営方針 (中期経営計画)。  
<http://www.suntory.co.jp/softdrink/ir/management/plan.html>、(2013 年 11 月 16 日)。

国内事業における「重点ブランドの強化」「新規需要の創造」、(2) 国際事業における「ナチュラル&ヘルシー」をキーワードにした戦略展開、(3) M&A の積極的な推進による新規事業の展開を掲げている<sup>377</sup>。



脂肪の「分解」に注目した  
トクホの「伊右衛門 特茶」

#### 【図 1 1 特茶】

(出所) 永井隆 (2014) 『サントリー対キリン』日本経済新聞社、pp200。

後述するオレンジナ・シュウェップス・グループ買収との関連では、(1) 国内事業では、炭酸飲料の重点ブランドとして、「オレンジナ」の育成と強化がある。(2) 国際事業では、欧州市場の中心がオレンジナ・シュウェップス・グループであり、他の地域（オセアニア、東南アジア）と合わせて事業基盤の強化を図り、グローバルなブランド展開等のシナジー創出を図っている。(3) M&A については、後述するように、2009 年 11 月にオレンジナ・シュウェップス・グループの持株会社、Orangina Schwepps Holdings S.à.r.l.の株式を 100%取得して買収した。2013 年 9 月には、英製薬大手グラクソ・スミスクラインが所有する 2 つの飲料ブランド、機能性飲料「ルコゼード」と果汁飲料「ライビーナ」を約 2100 億円で買収することを発表している。

#### 6.2.3. サントリー食品インターナショナルの経営戦略

サントリー食品インターナショナル株式会社の戦略としては、ブランド・マネジメント、コスト削減、グローバル戦略の 3 つが考えられる。

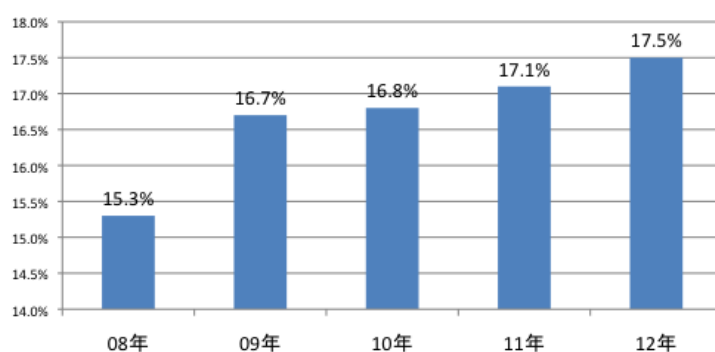
第一に、ブランド・マネジメントでは重点ブランドの強化と新規需要の創造を目標として、グローバル・ブランドの育成と現地化によるニーズへの適応を推進している。「オレンジナ」については、日本市場に合わせたパッケージと

<sup>377</sup> 例えば、特茶は健康をテーマに、未来という視点でプリウスにコンセプトを重ね、「特茶は、(3 代目) プリウスと一緒に。未来から来た車のプリウスに対し、未来から来たお茶なんだ」と開発チームの塚田氏は答えたとされている。永井隆 (2014) 『サントリー対キリン』日本経済新聞社、pp207-210。

プロモーション戦略によるブランディングにより、現地化に成功した。具体的には、調査の結果から分かった「大人も楽しめる嗜好性の高い炭酸飲料」というニーズに適応するために、中味やラベルパッケージなどを日本人の嗜好に合うように改良している。現地適応化だけでなく、「果実本来の味わいが楽しめるフランスの国民的炭酸」というキャッチフレーズにより、グローバル・ブランドとしてのイメージも加えている。

第二に、コスト削減については、グローバルに現地生産と販売体制を整備することにより、製造原価と物流費などのコスト削減効果を図っている。

第三に、グローバル戦略では、2013年度第2四半期決算概要によると、国際セグメントは、成長性が高いアジア市場を中心として全エリアでの増収増益を実現してきた。上期では、アジアセグメントの売上高は55%増で、年間実績の予想では70%増となっている。また、営業利益でも上期のアジアセグメントは34.3%増で、年間実績の予想では44.5%増となっている。その一方で、欧州ではフランスの寒波やスペインの市場悪化があったため、上期の欧州セグメントの売上高は17.8%増で、営業利益は8.7%増となっている。アジアやオセアニアセグメントと比較すると売上高、営業利益ともに成長率は低く厳しい市場環境となっている。欧州では、コアブランドへのマーケティング投資を実施し、ブランド・マネジメントを強化してきた結果、(図12)に示すようにオレンジナ・シュウェップス・グループのフランスでのシェアは小幅ではあるが着実に拡大している。今後も「オレンジナ」、「シュウェップス」、「オアシス」などの重点ブランドに注力していく予定である。



【図12 オレンジナ・シュウェップスのフランスにおける業績推移】

(出所) サントリー食品インターナショナル株式会社 2013年度 第2四半期 決算概要より筆者作成。

### 6.2.3. サントリー食品インターナショナルにおける海外進出

新井編 (2010) <sup>378</sup>によると、サントリーの海外事業展開は以下の4つのフェーズに分かれる。第1期はウイスキーの輸出・製造・販売を中心として、1960年代前半にサントリーウイスキー「ローヤル」「オールド」「角瓶」が北米に輸出された。第2期は1980年代のM&Aによる事業拡大で、ペプシ系ボトラー会社・ペプコム社の買収をはじめとして収益性と成長性があり、末端の顧客に直接商品をアピールでき、ブランドのアイデンティティを訴えることができる企業を次々と買収していった。第3期は、アジア・中国地域における酒類・飲料事業の展開で、中国における合弁事業を手がかりにビール事業を展開している。現在は第4期にあたり、サントリー・ブランドのグローバル展開として、東南アジアやオセアニアの飲料大手を買収している。オレンジーナ・シュウェップス・グループの買収も、サントリー食品事業のグローバル展開に位置づけられる。

食品・清涼飲料事業の海外展開も同様に海外展開を進めてきた(新井編、2010) <sup>379</sup>。サントリー・ブランドの海外展開だけでなく、各地域の食品・清涼飲料企業を買収して、グローバルに事業基盤を固めている。北米では、1980年にペプコム社を買収した後に、ペプシコと合弁で1999年にペプシ・ボトリング・ベンチャーズ社を設立した。東南アジア地域では、1999年にセレボス・パシフィック・リミテッドを買収し、シンガポール本社を中心にタイ・台湾・マレーシア・シンガポール・中国の5カ国で健康食品事業を、またオーストラリア・ニュージーランドで加工食品事業を展開している。タイおよび東南アジア全域で清涼飲料事業のジョイント・ベンチャーを展開しているのは、ティプコ・フード・タイランド社との合弁事業である。中国・上海では、合弁企業の上海三得利梅林食品有限公司を1995年に設立し、「三得利烏龍茶」などをヒットさせている。オセアニアでは、2009年2月にフルコア社を買収し、エナジードリンクを中心に事業展開している。

### 6.3. オレンジーナ・シュウェップス・グループ

オレンジーナ・シュウェップス・グループについて、以下では新井編 (2010) <sup>380</sup>を参照し、同社の概要、競合状況、沿革、商品・事業、今後の展開についてまとめる。

---

<sup>378</sup> 新井ゆたか編(2010)『食品企業のグローバル戦略—成長するアジアを拓く—』ぎょうせい、pp.222-223。

<sup>379</sup> 同上、pp.221-224。

<sup>380</sup> 同上、pp.242-244。



### 6.3.1. オランジーナ・シュウェップス・グループの概要

オランジーナ・シュウェップス・グループ (Orangina Schweppes Holdings B.V.) は、フランスとスペインを基盤として欧州で清涼飲料事業を展開しており、強いブランド力を持っている。主力ブランドであるフルーツ炭酸飲料「オランジーナ」を中心にブランドを広く展開している。欧州では、Orangina Schweppes Holdings B.V. の子会社が清涼飲料の製造・販売を行っている。

### 6.3.2. オランジーナ・シュウェップス・グループの競合状況

フランスの清涼飲料市場では最大手のコカ・コーラが全体シェア 2 割強を占め、ネスレ社、ダノン社、オランジーナ・シュウェップスと続く。しかし、オランジーナ・シュウェップスは非コーラ炭酸カテゴリーでは 5 割強、低果汁飲料カテゴリーでは 6 割強のシェアを獲得するトップ企業となっている。スペイン市場も同様に全体シェアはコカ・コーラ社が 3 割強を占めており、ダノン社、ペプシコ社、オランジーナ・シュウェップスと続いている。非コーラ炭酸飲料カテゴリーでは 3 割強のシェアを持っており、ファンタを擁するコカ・コーラ社と競っている。

### 6.2.3. オランジーナ・シュウェップス・グループの沿革

オランジーナ・シュウェップスの沿革は、1783 年にドイツ人宝石商のジャコブ・シュウェップス氏がシュウェップス・ソーダ水をロンドンで発売したのが発祥である。1969 年に、キャドバリー社（世界最大の菓子メーカー）と合併し、キャドバリー・シュウェップス社となる。一方で、1936 年にスペインの薬剤師だったドクター・トリーゴ氏がオランジーナというオレンジ飲料を考案し、その後、オランジーナという名称で商品化され、1984 年にペルノ・リカール社に買収された。後年、同社の飲料事業再編を機にオランジーナ・パンプリル社に名称を変更した。

2001 年、キャドバリー・シュウェップス社がオランジーナ・パンプリル社を統合し、キャドバリー・シュウェップス・ヨーロッパ・ビバレッジ社を設立した。同社は、2006 年にブラックスストーングループとライオンキャピタルのファンドに買収され、2008 年にオランジーナ・シュウェップスと社名を変更した。

### 6.3.4. オランジーナ・シュウェップス・グループの商品・事業

主力商品である「オランジーナ (Orangina)」はフランスの伝統的なブランドとして幅広く認知されている。欧州飲料市場において、オレンジ系炭酸飲料のトップブランドとして発売当時から変わらぬ人気を博しており、海外にも 60 を超す国に輸出されている。「シュウェップス (Schweppes)」はトニックウォーター

一で有名であるが、ヨーロッパでは柑橘系を中心とした炭酸飲料としても近年販売数量を伸ばしている。「オアシス (Oasis)」「トリーナ (Trina)」は、それぞれフランスとスペインの柑橘系低果汁飲料ブランドである。

#### 6.3.5. オランジーナ・シュウエップス・グループの今後の展開

フランスとスペインの流通網を利用して、さらなる事業基盤の強化とコアブランドの商品力アップを進めていく。また、グループ商品の相互販売によるシナジーや、生産におけるスケールメリットの追求によりコスト競争力を強化するなどが考えられる。

#### 6.3.6. オランジーナ・シュウエップス・グループの設備の状況

サントリーホールディングス株式会社有価証券報告書に記載があるオランジーナ・シュウエップス・グループの設備状況は以下の（表 23）に示す通りである。

(表 23) オランジーナ・シュウェップス・グループの主な設備

主要な設備				帳簿価額 (百万円)						従業員数	
年度	事業所名		事業の酒 類別セグ メントの 名称	設備の内 容	建物及 び構築 物	機械装 置及び 運搬具	工具、 器具及 び備品	土地 (面 積㎡)	その 他		合計
2009 年度	Orangina Schwepps Holdings S.a r.l	本社他(ルク センブルク 他)	食品	食品製造 設備その 他設備	4424	11067	521	2864	3583	22462	2151
2010 年度	Orangina Schwepps Holdings B.V.	本社他(オラ ンダ、アムス テルフェー ン他)	食品	食品製造 設備その 他設備	2592	8254	377	2116	2843	16184	1761
2011 年度	Orangina Schwepps Holdings B.V.	本社他(オラ ンダ、アムス テルフェー ン他)	食品	食品製造 設備その 他設備	3426	15688	278	2925	2449	24798	2589
2012 年度	Orangina Schwepps Holdings B.V.	本社他(オラ ンダ、アムス テルフェー ン他)	食品	食品製造 設備その 他設備	4240	20977	113	3332	3081	31745	2696

## 賃借設備

年度	事業所名		事業の酒類別セグメ ントの名称	設備の内容	年間賃借料又はリー ス料(百万円)
2009 年度	Orangina Schwepps Holdings S.a r.l	本社他(ルクセンブルク 他)	食品	建物、コンピュー タシステム他	1995
2010 年度	Orangina Schwepps Holdings B.V.	本社他(オランダ、アムス テルフェーン他)	食品	建物、コンピュー タシステム他	1795
2011 年度	Orangina Schwepps Holdings B.V.	本社他(オランダ、アムス テルフェーン他)	食品	建物、コンピュー タシステム他	1859
2012 年度	Orangina Schwepps Holdings B.V.	本社他(オランダ、アムス テルフェーン他)	食品	建物、コンピュー タシステム他	1952

(出所) サントリーホールディングス株式会社 有価証券報告書より筆者作成。

## 6.4. サントリーによるオレンジーナ・シュウェップスの買収事例

### 6.4.1. オレンジーナ・シュウェップス・グループの株式取得

オレンジーナ・シュウェップス・グループの持株会社 Orangina Schwepps Holdings S.à.r.l. (現・Orangina Schwepps Holdings B.V.) の株式取得については、サントリーホールディングス株式会社第1期有価証券報告書(2009年12月期)において、以下のように記載されている。

#### パーチェス法の適用

#### Orangina Schwepps Holdings S.à.r.l.の株式取得について

当社は、平成21年11月12日、Orangina Schwepps Holdings S.à.r.l.の全発行済み株式を取得し、同社を完全子会社化しました。

1. 非取得企業の名称及び事業の内容、企業結合を行った主な理由、企業結合日、企業結合の法的形式、結合後企業の名称及び取得した議決権比率

(1) 被取得企業の名称

Orangina Schwepps Holdings S.à.r.l.

(2) 被取得企業の事業内容

清涼飲料の製造・販売

(3) 企業結合を行った主な理由

ヨーロッパにおける食品事業の拡大を目指すため

(4) 企業結合日

平成21年11月21日

(5) 企業結合の法的形式

現金を対価とする株式取得

(6) 結合後企業の名称

Orangina Schwepps Holdings S.à.r.l.

(7) 取得した議決権比率

100%

2. 連結財務諸表に含まれている被取得企業の業績の期間

当連結会計年度末をみなし取得日としているため、業績は含まれません。

3. 被取得企業の取得原価及びその内訳

	百万円
取得の対価	220,284
取得に直接要した費用(アドバイザー費用等)	1,762
	<hr/>
取得原価	222,047

4. 発生したのれんの金額、発生原因、償却方法及び償却期間

(1) のれん金額

102,209 百万円

(2) 発生原因

今後の事業展開によって期待される将来の収益力から発生したものです。

(3) 償却方法及び償却期間

20年間にわたる均等償却

5. 企業結合日に受け入れた資産及び引き受けた負債の額並びにその主な内訳

(1) 資産の額

百万円

流動資産	34,833
固定資産	266,182
計	30,015

(2) 負債の額

百万円

流動負債	50,232
固定負債	130,896
計	181,129

6. 当該企業結合が当連結会計年度開始の日に完了したと仮定したときの当連結会計年度の連結損益計算書への影響額の概算額

売上高 1,380 億円、営業利益 113 億円であります。

概算額は、同社の平成 21 年 1 月 1 日から平成 21 年 12 月 31 日までの損益を基に、企業結合が当連結会計年度開始の日に完了したと仮定して算出された売上高、営業利益との差額です。また、企業結合時に認識されたのれんが当連結会計年度開始の日に発生したもものとして償却額を算定しています。なお、連結損益計算書に及ぼす影響の概算額については、監査証明を受けていません。

#### 6.4.2. オランジーナ・シュウェップス・グループ買収の状況

2009 年 11 月 12 日、サントリーホールディングス株式会社は、投資ファンド会社ブラックストーングループおよびライオンキャピタルより、オランジーナ・シュウェップス・グループ (Orangina Schwepps Holdings S.à.r.l.) の株式の 100%を取得した。買収価格は 26 億ドル超、または日本円にして 3000 億円などと当時は報じられている。

また、当時はキリンホールディングスと経営統合に向けた協議も行われていた時期であり、経営統合に向けたサントリー側の布石という見方もあった<sup>381</sup>。

当時のニュースリリース<sup>382</sup>では、『今回の「オランジーナ・シュウェップス・グループ」の買収により、当社は、ヨーロッパにおいて、食品事業でも確固た

<sup>381</sup> キリンとの統合は破談に終わった。この要因としては、合併比率の関係で、サントリーの創業一族の資産管理会社である寿不動産が、合併後の持株数の 3 分の 1 超を保有する意向が達せられなくなってしまったためとされている。永井隆(2014)『サントリー対キリン』日本経済新聞社、p42。

る基盤を築き、事業拡大を目指すとともに、オセアニアの「フルコアグループ」、東南アジアの「セレボス・パシフィック社」「Tipco F&B 社」等を中心としたアジア・オセアニア地域とのシナジーを最大限図ることで、食品事業のさらなる成長を推進し、サントリー・グループのグローバル戦略をいっそう加速させていきます。』として、欧州の事業基盤を固めることによりグローバル戦略を推進することを述べていた。

#### 6.4.3. オランジーナ・シュウェップス・グループ買収後の推移

2009年の買収後、サントリーホールディングス株式会社の各年度決算概況と有価証券報告書において、以下のように報告されている。

2010年度は、サントリーホールディングス株式会社の海外食品事業部門において営む事業をサントリー食品株式会社に継承させる吸収分割を実施し、サントリー食品インターナショナル株式会社に商号を変更した年度である。組織再編により、Orangina Schwepps Holdings B.V.が新たに加わり、海外飲料事業が飛躍的に拡大したと指摘している。主要ブランド「オランジーナ」「オアシス」の販売は好調に推移し、「オランジーナ」の日本国内販売も計画されている。

2011年度は、主要ブランドの強化とグループシナジーにより、オランジーナ・シュウェップス・グループは順調に業績を伸ばしたとされている。国内事業での戦略ブランドの強化として「オランジーナ」を国内で製造・販売し、新たな需要を創出した。課題としては、海外の主要ブランドにおけるグループシナジーの創出を行う必要があるとして、次期は、さらなるグループシナジーを図ることとしている。また、取締役にはOrangina Schwepps Holdings B.V.ディレクターのLuis Bach（ルイス・バッハ）氏が加わった。

2012年度は、原材料市況悪化や為替相場の影響を受けたものの、コアブランドの強化やグループシナジーの創出に取り組んだ。また、SCM活動によるコスト削減を推進し、投資や海外における事業基盤の強化を行った。オランジーナ・シュウェップス・グループとしてはコアブランドの強化に取り組み、国内で製造販売した「オランジーナ」については、積極的なマーケティング活動を展開して新たな需要を創出し、当初計画を上回る販売数量となった。

この点、新井編（2010）<sup>383</sup>によれば、サントリーによるオランジーナの買収によって、「自社販売網の確立したフランス、スペインでの事業基盤強化やコアブランドの商品力アップを継続して進めるとともに、サントリーのネットワークを活用し、グループ商品の相互販売、生産サイドでのコスト競争力の強化や高品質生産体制へ向けた努力を続ける一方、新たな事業開発や提携による規模の拡大も積極的に検索していく」とされている。少子高齢化の進み、わが国の

382 サントリーホールディングス株式会社 ニュースリリース No.10604（2009年11月13日）。

383 新井ゆたか編（2010）『食品企業のグローバル戦略—成長するアジアを拓く—』ぎょうせい、p244。

市場規模は縮小傾向にある。今回の対象事例のように、今後も、グローバル規模での M&A の進展が数多くみられるようになるものと考えられる。

#### 6.4.4. サントリーによるビーム社買収事例

ビーム社は、ケンタッキー州、クラモントで蒸留製造されているバーボン・ウイスキー、ジンビームを主力とする企業で、1795 年以来醸造を続けている。このビーム社のはしりとなったのは、祖先のヨハネス・ヤーコプ・ボームであり、彼はドイツからアメリカのケンタッキー州に移り住み、その後蒸留製造所を開設した。なお、ビーム一族出身のアルコール蒸留製造者は七世代に渡っている（ヨハネス・ヤーコプ・ボーム※後に英国風にジェイコブ・ビームに改名、デヴィッド・ビーム、デヴィッド・M・ビーム、ジェイムズ（ジム）・B・ビーム大佐、T・ジェレマイア・ビーム、F・ブッカー・ノー II 世、フレッド・ノー）。

また、蒸留酒だけではなく、2004 年に、Thanasi Foods LLC は、ジム・ビームに浸したスナック菓子製品である、ビーム・ソークド・サンフラワー・シーズを発売した。これは、オリジナル、バーベキュー、そしてハラペーニョの三種類の風味がある。さらに後に、ジム・ビーム・ソークド・ビーフ・ジャーキーをこのシリーズに追加した。

	オーナー	2012年実績 (百万ドル)
1	ディアジオ	31,896
2	ベルノリカール	18,725
	ビームサントリー	9,508
3	バカルディ・マティニ	8,890
4	ビーム	7,135
5	ブラウンフォーマン	6,694
6	LVMH	4,060
7	タイピバレッジ	3,911
8	カンバリ	3,425
9	ウィリアム・グラント	2,717
10	サントリー	2,373

← 世界第3位へ

【図 1 3 世界のスピリッツプレーヤー】

(出所) 永井隆 (2014) 『サントリー対キリン』日本経済新聞社、p23。

同社は世界 120 か国以上で吞まれている売上げ世界ナンバーワンを誇るバーボンを提供しており、世界シェアの約 41%を占める世界的なブランドへと成長していた。

日本国内市場が低迷する中、サントリーは海外進出を盛んに行っており、ブランド取得のために 2014 年に全株を取得した。

#### 6.4.5. サントリーの買収事例と他の事例の比較

我が国では M&A に関する研究が、アメリカ企業の事象分析として行われることが多い。なぜならば、我が国の場合、第 2 次世界大戦後の 1945 年より 1952 年にかけて連合軍最高司令官総司令部の占領政策、つまり、アメリカ政府が発表した日本降伏後におけるアメリカの初期の対日方針の第 4 章、経済の B 項で、「日本の商業および生産上の大部分を支配し来りたる産業上及び金融上の大コンビネーションの解体を促進する」としていたからである。これは財閥を連合軍側が日本の軍国主義制度を支援したと認識したためであり、このことよって、財閥解体令がだされることとなった。

具体的には

- ①持株会社所有の有価証券、及びあらゆる企業に対する所有権・管理・利権を示す証憑を、日本政府が設ける機関に移管する
- ②上記移管財産に対する弁済は、10 年間の譲渡・換価を禁じた登録国債で支払う
- ③三井、三菱、住友、安田 4 家構成員、持株会社取締役・監査役の産業界からの追放
- ③ 持株会社は傘下企業に対する指令権・管理権の行使を禁止を盛り込んで実施していくこととなった。

しかし、財閥が解体されたものの、それぞれの財閥の流れをくむ企業の大部分が再集結を果たすこととなり、銀行を中心とする旧財閥系グループである、三菱グループ、三井グループ、住友グループ、芙蓉グループなどが形成していた。

この旧財閥系グループは、銀行を中心として形成された。これは間接金融によってグループ内の企業に対して資金を供給することで成立していたことから、また、元々は財閥として結束していた企業であることから、他企業が入ってくることをあまり望まなかった。このため、株は同じグループ内で持ち合うと言う、いわゆる安定持ち株制度が主流となった。

M&A の議論を大きく分けると、友好的買収と敵対的買収に分けることができるが、我が国においてはこのような歴史的経緯から、友好的買収は成功するものの、敵対的買収は成立した例が殆どない。

敵対的買収の事例として有名なものは以下の通りである。



(表 24 日本における敵対的買収の事例)

買収企業と被買収企業	具体的内容
小田急電鉄・東京急行電鉄 vs. 相模鉄道×	相鉄に東急グループが影響下に置いていた小田急を通じて株式を取得。しかし、三井銀行が相鉄に資金を融通したため、小田急による買収は失敗に終わった。(1960年頃)
ミネベア vs. 三協精機×	ベアリングメーカーのミネベアが精密機械メーカー三協精機の株式を取得。しかし、三協の安定株主工作で買収は不成立。(1984～1988年)
村上ファンド vs. 昭栄×	村上ファンドが提案していた不動産の有効利用などを昭栄は後に実施したものの不成立。(2000年)
スティール・パートナーズ vs. ユシロ化学工業×	剰余金を配当金として拠出し、株価を吊り上げることでTOBの成立を阻止した。(2003年)
スティール・パートナーズ vs. ソトー×	剰余金を配当金として拠出し、株価を吊り上げることでTOBの成立を阻止した。(2003年)
夢真ホールディングス vs. 日本技術開発×	完全に交渉に失敗。(2005年)
ライブドア vs. ニッポン放送×	堀江貴文元ライブドア社長と村上世彰の画策によるもの。(2005年)
楽天 vs. 東京放送×	放送持株会社制本格導入の契機となった事例の一つとなった。(2005年)
村上ファンド vs. 阪神電気鉄道×	買収のターゲットとなった後、阪急ホールディングスとの経営統合を発表し鉄道業界の再編に繋がった。(2005年)
ドン・キホーテ vs. オリジン東秀	持ち帰り弁当事業への参入を目的とした買収提案を巡って、最終的には敵対的買収の事態に進展。オリジン東秀側のホワイトナイトとして登場したイオンがより有利な条件で

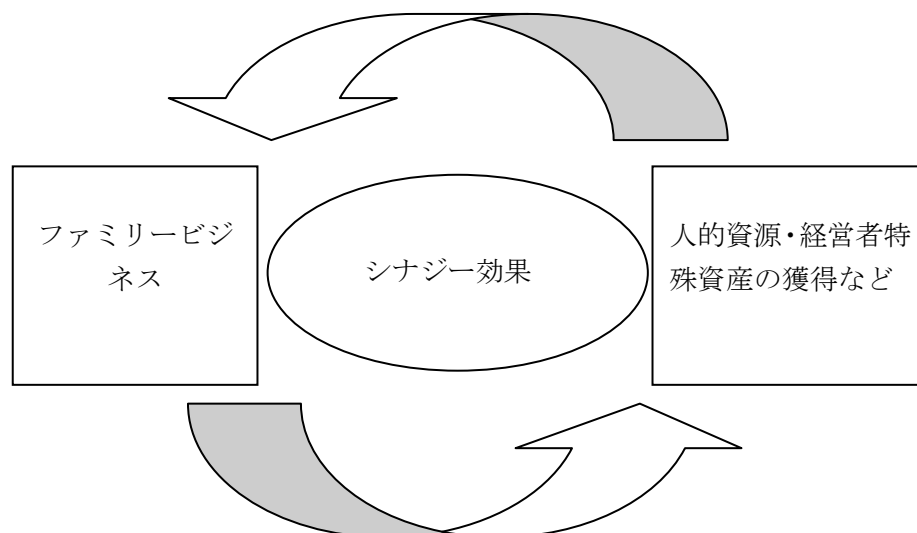
<p>王子製紙 vs. 北越製紙×</p>	<p>友好的 TOB を実施し、こちらが成立、オリジン東秀はイオンの子会社に。イオンとドン・キホーテのトップ会談により「三社の提携」で落着したが、ドン・キホーテにとっては事実上の敗北。(2006 年)</p> <p>2006 年 5 月ごろより水面下で北越側へ打診するも北越側は応じなかった。その後北越は三菱商事に対する第三者割当増資を発表した。王子製紙は 2006 年 8 月に第三者割当増資の実施の有無に対応した価格での TOB を発表。その後、王子製紙は TOB 成立を断念した。(2006 年)</p>
<p>スティール・パートナーズ vs. 明星食品×</p>	<p>スティール・パートナーズは 10 月 27 日に明星食品に対して公開買付けを開始したが、その後日清食品による友好的 TOB が実施され、こちらに多数が応じたこともありスティールの TOB は失敗に終わる。(2006 年)</p>

(出所) 筆者作成

これはアメリカとは大きく違う傾向であり、日本の歴史的経緯から言って、敵対的な M&A が多く行われなかったという考え方もあったことから、日本では特に 1980 年代に盛んに行われたアメリカにおける M&A の事例について、研究がなされることが多かった。しかし、1990 年以降、日本企業のコーポレート・ガバナンスの議論の深まりなどを踏まえ、従業員主権論 (伊丹 2002) ではなく、株主主権論の立場から、敵対的買収の研究も盛んに行われるようになった。

Bradley et al. (1988)<sup>384</sup>が挙げるように、より効率的な経営、規模の経済、生産技術の改善、補完的経営資源の結合、より収益的な用途への資産の転用、市場支配力の活用といった要因から、M&A は価値創出的取引であると設営されることが多い。換言すれば、M&A はシナジーの獲得を目的に行われることである。ファミリービジネスは市中から資金を調達しにくいこともあり、間接金融で資金を調達し、自社に不足している事業を補強することが多い。この事業は、自社関連事業を拡大若しくは補強する時に多く用いられ、ファミリービジネスが行う M&A は補完型の M&A であることが多い。

<sup>384</sup> Bradley, M. A., Desai, A., and Kim, E. H. (1988) "Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms." *Journal of Financial Economics*, vol. 21, pp 3-40. 宮宇地俊岳 (2012) 「M&A の理論と実証-先行研究の理論と実証」『追手門経営論集 vol. 17, No. 2』 pp. 66.



【図14 シナジー効果の概要】

(出所：筆者作成)

前述のように、サントリー食品インターナショナル株式会社は、2009年11月にオレンジナ・シュウェップス・グループを買収した。その後、2013年7月3日、東証一部に上場した。上場に伴うサントリー・グループの資金調達額は約3900億円にのぼることから、人口増による成長が見込まれる東南アジアなどでM&Aを加速するといわれている。

すなわち、今回取り上げたサントリーによるオレンジナの買収は、新規株式公開前に行われたものである。新規株式公開前の企業は市中から資金を調達しにくいこともあり、間接金融で資金を調達し、自社に不足している事業を補強するが多い。この事業は、自社関連事業を拡大若しくは補強する時に多く用いられ、ファミリービジネスが行うM&Aは補完型のM&Aであることが多い。

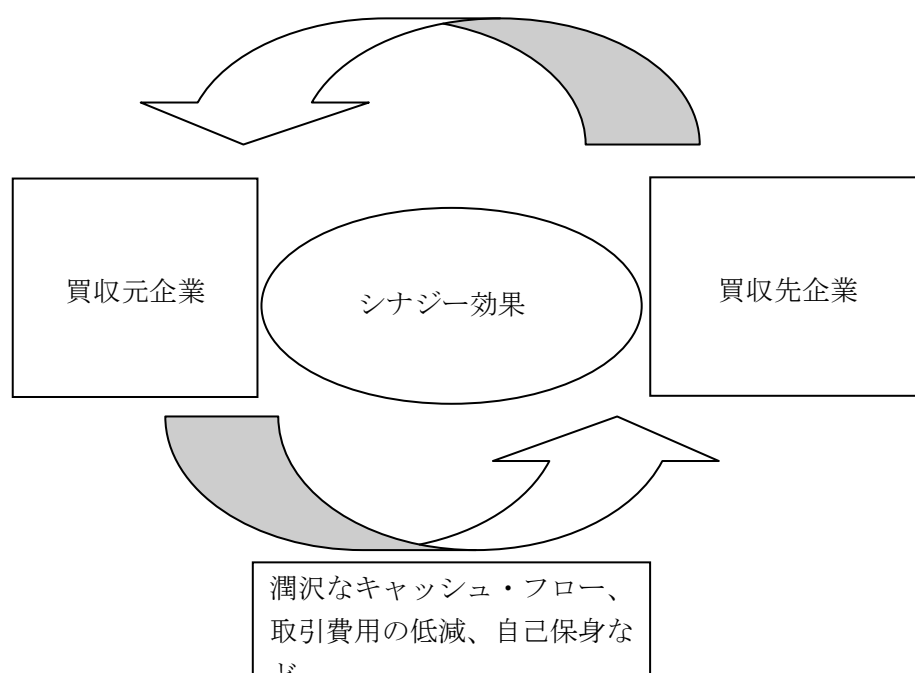
このM&Aは、伝統的な経営学で、技術や人的資源といった経営資源の獲得や市場シェアの拡大を実現した結果として、規模の経済(Chandler(1990))<sup>385</sup>や範囲の経済に基づくシナジー効果を楽しむとされている。なお、経済学の観点からは、M&Aは企業境界を決定する手段として位置づけられている。つまり、無限大に規模を拡大する企業を分析することなく、取引費用にのみ着目(Coase(1937))<sup>386</sup>し、また、製造業であれば取引コストと製造コストに着目し

<sup>385</sup> Chandler、A.D. (1990)、Scale and scope : the dynamics of industrial capitalism、Belknap Press. 宮宇地俊岳(2012)「M&Aの理論と実証-先行研究の理論と実証」『追手門経営論集vol.17、No.2』pp.67。

<sup>386</sup> Coase、R.H. (1937)、“The nature of the firms”, in O.E. Williamson ed. The Nature of the Firm : Origins、Evolution、and Development、Oxford University Press、1993. 宮宇地俊岳(2012)「M&Aの理論と実証-先行研究の理論と実証」『追手門経営論集vol.17、No.2』pp.67。

(Williamson (1985)<sup>387</sup>)、企業の内部と外部の境界を決定すると考えた。この研究に基づけば、M&A は範囲の経済や規模の経済の獲得、取引費用の低減等を意識しながら生じる取引であると位置づけることができる。

一方で、エージェント・プリンシパル関係の観点から、経営者が指摘利益を追求するための手段として M&A を行うとする研究もなされている。例えば、Jensen (1986)<sup>388</sup>では、余剰金がある場合に、経営者は株主に対する配当をするより、M&A を通じて他事業への投資を優先し、最適規模を超える水準まで企業を成長させるインセンティブを持つと主張している。その主張の根拠として、経営者がコントロールすることのできる資産が増大すれば、経営者の力が増すことと、経営者報酬が売上高成長率のような企業規模と関連する指標にリンクされていることの2つをあげている。なお、経営者と株主の間の対立は、フリーキャッシュフローが潤沢な場合ほど深刻になると主張している。



【図15 M&Aの概要】

(出所：筆者作成)

<sup>387</sup> Williamson, O.E. (1985) *The Economic Institution of Capitalism*. The Free Press. 宮宇地俊岳(2012)「M&Aの理論と実証-先行研究の理論と実証」『追手門経営論集vol.17、No.2』pp.67。

<sup>388</sup> Jensen, M.C. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *The American Economic Review*, vol.76, No.2, pp 323-329. 宮宇地俊岳(2012)「M&Aの理論と実証-先行研究の理論と実証」『追手門経営論集vol.17、No.2』pp.67。

さらに、経営者自身の保身を図る、エンタrenchメントのために M&A が行われる可能性も指摘されている。Shleifer and Vishny (1989)<sup>389</sup>では、経営者は株主の利益を犠牲にしてでも、経営者特殊資産<sup>390</sup> (manager-specific investment) に投資を行い、経営者自身の身を守るインセンティブを持つことを示した。詳細にのべるのであれば、経営者が現役の場合、企業が今展開している事業を得意だと認識すれば、その事業へ資源を集中化する M&A を行い、逆に苦手だと認識すれば、事業の多角化を推進する M&A を実施するインセンティブを持つと主張している。この主張のような M&A を行う事によって、現職の経営陣が達成しうる利益水準を潜在的に経営者が実現しうる利益水準より高く優位にさせることができ、自身の保身を行う事が可能となる<sup>391</sup>。

理論的な面から言えば、新規株式前の企業で行われる M&A は、株主利益の最大化を必ずしも図る必要はない。なぜならば、多くの株式が同族で保有されているからである。しかし、我が国の場合、株式保有量が同族間で少なくとも社長などの会社の代表として居続けることができる場合がある。これは創業者のカリスマ性によるものであるかもしれないが、同族経営の場合には多くが会社の永続を望み、そのために同族内で選ばれた社長などを同族内で交代させることもある。このようなことから、ファミリービジネスにおける M&A は一般的には敵対的買収よりも友好的買収が多く、経営者特殊資産の獲得などを目的としない場合が多い。

#### 6.4.6. オランジーナ・シュウェップス・グループ買収の特徴

M&A 戦略は、サントリーのグローバル戦略の柱である。前述のように食品業界は、少子高齢化による国内需要の減少し、またグローバル化が遅れている業界である。この様な業界の特性の中に属するにもかかわらず、サントリーは、前述のペプコム社の買収をスタートに、フルコアグループなどの大型の海外企業の M&A を進めている。オランジーナの買収もその1つとして位置付けられる。これは、グローバル戦略のサントリーの重要な経営戦略の柱となっている。

---

<sup>389</sup> Shleifer, A. and R. W. Vishny (1989), "Management entrenchment— the case of manager— specific investments"、Journal of Financial Economics、vol.25.、pp.123-139. 宮宇地俊岳(2012)「M&Aの理論と実証-先行研究の理論と実証」『追手門経営論集vol.17、No.2』 pp.68.

<sup>390</sup> Shleifer and Vishny(1989)は、企業の資産と経営者のもつ技能 知識との関連性に着目し、他の経営者のもとでは価値をもたず、現職の経営者のもとでこそ価値を発揮するような資産を経営者特殊資産と呼んだ。宮宇地俊岳(2012)「M&Aの理論と実証-先行研究の理論と実証」『追手門経営論集vol.17、No.2』 pp.68.

<sup>391</sup> 宮宇地俊岳(2012)「M&A の理論と実証-先行研究の理論と実証」『追手門経営論集 vol.17、No.2』 pp.66-68.

しかし、サントリー食品インターナショナル株式会社によるオレンジナの買収は、それまで新規株式公開を行ってこなかった企業が、新規株式公開前に行われた事例であり、他のケースとは異なる特徴がある。

すなわち、サントリー・グループは、財閥系に始まる大手ビール3社と異なり、鳥居信治郎が赤玉ポートワインなどぶどう酒の製造販売をしたことから始まっているベンチャー企業の風土が承継されている。同社のDNAとして、「やってみなはれ」という企業文化がある<sup>392</sup>。オレンジナの買収は、サントリー食品インターナショナルの上場前の最後の事例であり、この「やってみなはれ」のDNAに基づく、大胆な投資行動が可能であったと考えられる。

サントリー食品インターナショナルの上場後は、サントリー・グループは、完全なファミリー企業ではなくなった。すなわち、サントリー食品インターナショナルの上場によって、完全なファミリー企業にはない、投資家等の利害関係者との利害調整の問題や、また、財務諸表の公表、その前提としての監査制度の対象などの制約が生じることとなった。

このような状況の変化が生じたが、サントリーはオレンジナの買収後も、イギリスのルコゼートとライビーナ、そしてアメリカのビーム社と次々に大型のM&Aを手掛けている。

ここで着目すべき点は、サントリーの経営理念や組織風土を、海外企業とのM&A後に、どの程度維持できるかという点である。すなわち、M&A戦略では、自社での市場や製品開発の時間を金銭で解決することができ、さらなる相乗効果、シナジー効果を狙うことができる。一方で、キリンとの統合に破たんしたように、組織風土の調整が大きな課題となる。

のみならず、ファミリー企業が故の独自の問題として、同社の場合は寿不動産という資産管理会社を通じてのオーナーファミリーの持株をどの程度維持するかという観点での合併比率の調整の問題も生じる。このオーナーファミリーの持株如何によっては、40年もの間、赤字事業であったビール部門を継続し、その結果、プレミアムモルツという新商品開発により黒字に転じさせるなどという長期的な視点に立った経営というファミリー企業独自の強みを発揮することも困難となる<sup>393</sup>。

このような問題を抱えた中で、サントリーの強みの原点である起業家精神を表す「やってみなはれ」や、稼得した利益について、会社、顧客、社会に還元するという「利益三分主義」というDNAが、上場による制約の中で、どの程度維持できるかは、今後の注目すべき研究課題となると考える。

このことから、サントリー食品インターナショナルの上場前に行われた事例として、サントリーによるオレンジナ買収には、このような制約が完全にな

<sup>392</sup> 杉本久英(1986)『美酒一代』新潮文庫、pp77-81。

<sup>393</sup> 倉科敏材(2010)「オーナー企業経営の特質」甲南大学経営学会編『経営学の伝統と革新』千倉書房、p.108。

い状態において、ファミリー企業独自の企業文化に基づく大胆な投資行動であった点で、重要な意義を有する。

## 第7章 対象事例

### 7.1. はじめに

ここでは、前述のサントリー事例と比較対照するために、(1) ファミリービジネス以外の企業の新規株式公開事例と(2) ファミリービジネスで株式を非公開にしている企業の事例について取り上げる。

#### (1)カルビーグループ：ファミリービジネス以外の新規株式公開事例

第一に、ファミリービジネスではない企業で、近年株式を上場した大型案件として、2011年3月に東京証券取引所市場第一部に上場したカルビー株式会社がある。カルビーグループは、スナック菓子の製造販売を主力事業とした食品企業という点で、サントリー・グループと親和性があり、比較対照事例として適していると推察される。

#### (2)YKKグループ：ファミリービジネスの非上場事例

第二に、ファミリー企業で株式を非公開にしている企業は多いが、本稿ではYKKグループを取り上げる。YKKグループは、吉田家のファミリー企業として発展してきたが、創業者・吉田忠雄の経営理念もあり、これまで株式を公開してこなかった。YKKグループは、ファスナーの製造販売を行うYKK株式会社やアルミサッシなどの建材の製造販売を行うYKK APを傘下にもつ。サントリー・グループとは業種の点で大きな違いがあるが、これまでYKKグループは海外進出を推進してきた。世界70カ国・地域に工場を持ち、販売を含めて122の事業拠点を展開するグローバル企業である。よって、グローバルに海外事業と展開しているという点で、サントリー・グループと比較対照するに値する企業ではないかと推察される。

### 7.2. カルビー：ファミリービジネス以外の新規株式公開事例

#### 7.2.1. カルビーの概要と沿革

カルビーグループ（代表取締役社長兼COO：伊藤秀二）は、東京都千代田区に本社（カルビー株式会社）をおく、2013年3月期（第64期）の連結売上高1794億円、経常利益171億円、当期純利益94億円、従業員数3,352人の企業グループである。直近5期（第60期2009年3月期～第64期2013年3月期）のカルビーグループ連結の主要経営指標は（表25）、カルビー株式会社の主要経営指標は（表26）に示されるとおりである。



(表 25) カルビーグループ (連結) 主要な経営指標等の推移

回次	第 60 期	第 61 期	第 62 期	第 63 期	第 64 期
決算年月	2009 年 3 月	2010 年 3 月	2011 年 3 月	2012 年 3 月	2013 年 3 月
売上高(百万円)	137,377	146,452	155,529	163,268	179,411
経常利益(百万円)	4,465	9,539	10,570	12,486	17,127
当期純利益(百万円)	2,523	4,017	4,253	7,096	9,440
包括利益(百万円)	—	—	4,080	7,571	11,541
純資産額(百万円)	53,932	63,770	72,924	80,417	92,685
総資産額(百万円)	92,169	93,657	99,393	108,474	124,793
1 株当たり純資産額(円)	2,008.93	2,117.76	2,200.55	2,386.63	2,658.22
1 株当たり当期純利益金額 (円)	98.29	144.03	146.48	220.29	288.73
潜在株式調整後 1 株当 り当期純利益金額(円)	—	—	143.97	215.91	283.65
自己資本比率(%)	56.0	65.2	70.7	71.6	70.2
自己資本利益率(%)	5.0	7.1	6.5	9.6	11.4
株価収益率(倍)	—	—	15.7	19.1	26.4
営業活動によるキャッシュ・ フロー(百万円)	11,160	19,491	16,664	7,049	17,328
投資活動によるキャッシュ・ フロー(百万円)	△4,740	△11,377	△620	△5,347	△12,999
財務活動によるキャッシュ・ フロー(百万円)	△6,389	△6,954	△2,124	△411	607
現金及び現金同等物の期 末残高(百万円)	3,365	4,469	18,238	19,448	25,331
従業員(人)	2,657	2,864	2,911	3,053	3,352
[外、平均臨時雇用人員]	[2,220]	[2,478]	[2,751]	[2,718]	[2,753]

(出所) カルビー株式会社有価証券報告書第 64 期、 p. 2。

(表 26) カルビー株式会社 主要な経営指標等の推移

回次	第 60 期	第 61 期	第 62 期	第 63 期	第 64 期
決算年月	2009 年 3 月	2010 年 3 月	2011 年 3 月	2012 年 3 月	2013 年 3 月
売上高(百万円)	113,617	115,302	122,616	127,592	141,684
経常利益(百万円)	2,219	5,241	8,641	10,510	14,082
当期純利益(百万円)	1,346	2,059	4,509	6,079	7,987
資本金(百万円)	2,745	7,756	10,744	11,252	11,586
発行済株式総数(株)	513,567	577,135	31,917,450	32,540,950	32,937,450
純資産額(百万円)	48,358	56,176	65,869	72,127	79,473
総資産額(百万円)	83,283	82,129	87,451	95,102	106,674
1株当たり純資産額(円)	1,883.22	1,943.13	2,060.51	2,213.89	2,411.33
1株あたり配当額(円) (うち1株あたり中間配当額)	1,000.00 (—)	1,200.00 (—)	28.00 (—)	42.00 (—)	62.00 (—)
1株当たり当期純利益金額(円)	52.44	73.85	155.28	188.73	244.30
潜在株式調整後1株当たり当期純利益金額(円)	—	—	152.62	184.98	240.00
自己資本比率(%)	58.1	68.3	75.2	75.8	74.5
自己資本利益率(%)	2.8	3.9	7.4	8.8	10.5
株価収益率(倍)	—	—	14.8	22.3	31.2
配当性向(%)	38.1	32.5	18.0	22.3	25.4
従業員(人)	1,349	1,359	1,466	1,494	1,519
[外、平均臨時雇用人員]	[1,268]	[1,250]	[1,430]	[1,403]	[1,404]

(出所) カルビー株式会社有価証券報告書第 64 期、 p. 3。

1949 年 4 月に、松尾孝が松尾糧食工業所を法人化し、松尾糧食工業株式会社を広島県広島市に設立した。1955 年に社名をカルビー製菓株式会社に、1973 年にカルビー株式会社に変更し、同年本社を東京都北区に移転した。代表的なヒット商品として、かつぱえびせん (1964 年発売)、ポテトチップス (1975 年発売)、じゃがりこ (1995 年発売) 等がある。

海外へは、1970 年に米国に Calbee America、 Inc. を設立したのを皮切りに、タイ (1980 年)、香港 (1994 年)、中国 (1995 年)、韓国 (2011 年)、台湾 (2012 年) に進出してきた。2009 年には、米国ペプシコと資本提携し、約 20% の出資を受けて連結対象会社となった。同年に、ペプシコのスナック菓子部門の日本法人だったジャパンフリトレー株式会社を 100% 子会社化している。

事業多角化としては、1989 年に栃木県宇都宮市に清原工場を設立し、シリアル製造販売を始めた。2004 年にシリアル製造部門を分社化しオイシア株式会

社を設立した。1996年には、東京都昭島市にパン及び菓子類の製造販売を目的としてガーデンベーカリー株式会社を設立した。

創業以来、長年株式は非公開だったが、2011年3月に東京証券取引所市場第一部に株式を上場した。2013年3月現在、カルビーグループはカルビー株式会社、子会社21社（国内11社、海外10社）及び関連会社3社により構成され、スナック菓子（ポテトチップスなどのポテト系スナック、小麦系スナック、コーン系スナック）の製造販売を主な事業として、ベーカリー（菓子パン・惣菜パン）とシリアル<sup>394</sup>の製造販売、その他サービス等の事業活動を展開している。

スナック菓子事業は、国内スナック菓子市場で4割のシェアを誇る。カルビーポテトチップスの生産量は年間で約5億5000万袋、売上高は約540億円であり、日本で一番売れている菓子ブランドである。ジャがりこは年間約250億円、Jagabeeは約56億円という売上高である<sup>394</sup>。スナック菓子は主に、カルビー株式会社及びジャパンフritos株式会社が製造販売している。海外は、海外の現地法人（連結子会社）がそれぞれ製造販売を行っている。原材料調達を目的とした子会社として、カルビー食品株式会社、カルビーポテト株式会社等がある。ベーカリー部門は、ガーデンベーカリー株式会社及びタワーベーカリー株式会社が小売業者向けの菓子パン・惣菜パンの製造販売を行っている。シリアル食品部門は、オイシア株式会社が製造し、同社とカルビー株式会社が販売している。ペプシコとの資本提携では、カルビーの商品をペプシコが北米で販売、マーケティングを行うという関係になっている。

#### 7.2.2. カルビーの株式等、役員<sup>394</sup>の状況

カルビー株式会社の株式等の状況および役員<sup>394</sup>の状況について、大株主の状況は（表4-3-3）、議決権の状況は（表27）、役員<sup>394</sup>の状況は（表28）に示す通りである。

---

<sup>394</sup> 『日経ビジネス』1551（2010年7月26日）、pp. 44-51。

(表 27) カルビー株式会社 大株主の状況

氏名又は名称	所有株式数 (千株)	発行済株式総数に対する 所有株式数の割合(%)
FRITO-LAY GLOBAL INVESTMENTS B.V.	6,700	20.34
一般社団法人幹の会	6,480	19.68
カルビー従業員持株会	1,053	3.20
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社	771	2.34
日本マスタートラスト信託銀行株式会社	686	2.08
STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY	681	2.07
GOLDMAN、 SACHS & CO.REG	542	1.65
THE CHASE MANHATTAN BANK 385036	499	1.52
BNY FOR GCM CLIENT ACCOUNTS (E)BD	498	1.51
鳥越製粉株式会社	484	1.47
計	18,398	55.86

(出所) カルビー株式会社有価証券報告書第 64 期、 p. 34。

(表 28) カルビー株式会社 発行済株式の議決権の状況

区分	株式数(株)	議決権の数(個)	内容
無議決権株式	—	—	—
議決権制限株式(自己株式等)	—	—	—
議決権制限株式(その他)	—	—	—
完全議決権株式(自己株式等)	—	—	—
完全議決権株式(その他)	普通株式 32,929,500	329,295	権利内容に何ら限定のない当社における標準となる株式であります。
端株	普通株式 7,950	—	同上
発行済株式総数	32,937,450	—	—
総株主の議決権	—	329,295	—

(出所) カルビー株式会社有価証券報告書第 64 期、 p. 35。

(表 29) カルビー株式会社 役員の状況

役名	氏名	所有株式数(千株)
代表取締役会長兼 CEO	松本晃	—
代表取締役社長兼 COO	伊藤秀二	—
取締役	茂木友三郎	—
取締役	喜岡浩二	—
取締役	一條和生	—
取締役	ユームラン・ベンバ	—
取締役	魏宏名	—
常勤監査役	石田正	—
常勤監査役	平川功	700
監査役	稲葉陽二	5,000
監査役	谷津朋美	—
計		5,700

(出所) カルビー株式会社有価証券報告書第 64 期、 p. 39。

一般社団法人幹の会とは創業家（松尾家）の資産管理会社であり、19.68%の株式を保有している。以前は 20%以上の持分があったが、近年は持株比率を低下させている。

役員構成においては、松尾姓が見当たらない。2005 年に中田康雄が創業家（松尾家）以外ではじめてカルビー株式会社代表取締役社長（兼 CEO、CIO）に就任した。2009 年には、松本晃が代表取締役会長兼 CEO となる。ガバナンス体制においても同族性が薄れつつあり、茂木友三郎（キックマン会長兼 CEO）や喜岡浩二（カゴメ会長）といった社外取締役に迎えている。

以上を踏まえると、カルビーグループは創業家（松尾家）による同族経営とは言い難くなっており、ファミリー企業からは脱却していると言えるだろう。

### 7.2.3. カルビー上場の意義

カルビー株式会社は、2011 年 3 月 11 日に東京証券取引所市場第一部に上場を果たした。上場の意義として、海外進出、経営合理化と効率化、株主による監視が考えられる。

第一に、海外進出について、これまでのカルビーは国内売上が大半を占める企業で、海外売上高比率は約 3.5%に過ぎなかった<sup>395</sup>。海外にも製造販売拠点はあったものの、販路開拓が思うようにいかなかった経緯があった。よって、ペプシコとの資本提携により海外展開の礎を築いた。北米だけでなく、中国、アジア諸国を中心とする海外事業の拡大に向けて、すべての地域で現地生産体制

<sup>395</sup> 『経済界』46 (7)、 p. 52。

を整える。また、ペプシコとの提携を皮切りに、ライセンス契約と事業買収(L&A: Licensing & Acquisition) を推進していく<sup>396</sup>。



【図16 カルビーの株価（2011年3月～2013年11月）】  
（出所）筆者作成。

第二に、経営合理化と効率化について、従来は安売りをしてこなかったが、価格を下げてシェアを獲得することにより工場の稼働率を高めてコストを削減するなど、これまでになかった経営の合理化と効率化を追求するようになった。また、過剰な品質管理についても改めて、システムや業務を効率化した。松本晃は、「最低でも10%の売上高経常利益率を実現する。そのために品質を上げながらコスト削減を徹底する」<sup>397</sup>と語る。

第61期（2010年3月期）は売上高1464億円に対して経常利益95億円、売上高経常利益率は6.5%だったが、第64期（2013年3月期）には売上高1794億円に対して経常利益171億円、売上高経常利益率は9.5%にまで改善している。コスト削減により捻出した資金は研究開発に投資していく<sup>398</sup>。カルビーが上場時に得た資金は約50億円と言われており、その多くをJagabeeの生産能力増強に向けて投資された<sup>399</sup>。財務体質も改善され、上場の過程で不良債権、不用債権

396 『経済界』46（15）、p.18。

397 『日経ビジネス』1551（2010年7月26日）、p.50。

398 前掲記事（2010年7月26日）、p.51。

399 『経済界』46（7）、p.52。

を整理し、バランスシートを改善した。設備投資を改善し、減価償却費を減少させた<sup>400</sup>。



【図17 カルビーの株価（2011年3月11日～2012年3月11日）】

（出所）筆者作成。

第三に、株主からの監視の効用がある。2000年8月に発生したポテトチップスへの異物混入事件、2005年のカルビーポテト株式会社による防疫検査を受けていないジャガイモの種芋販売といった不祥事があり、3代目の松本雅彦が2005年に社長を辞任した。株主からの監視により、「同族経営からの脱却を図り、外から監視されることによる緊張感のある会社体質に変えていく。そして、海外展開など、今以上の成長が見込める会社に変貌させる<sup>401</sup>」という意図がある。

カルビー株式会社が上場した2011年3月11日以降の株価で、2013年11月現在までの株価推移を（図16）、上場後1年間（2012年3月11日まで）の株価推移を（図17）に示す。

400 『財界』59(8)、p.68。

401 『経済界』46(7)、p.52。

### 7.3. YKK：ファミリービジネスの非上場企業事例

#### 7.3.1. YKK の概要と沿革

YKK グループ（代表取締役会長：吉田忠裕）は、東京都千代田区に本社（YKK 株式会社）を置く、2013 年 3 月期（第 78 期）の連結売上高 5770 億円、経常利益 337 億円、当期純利益 327 億円、従業員数 38,235 人の企業グループである。直近 5 期（第 74 期 2009 年 3 月期～第 78 期 2013 年 3 月期）の YKK グループ連結の主要経営指標は（表 30）、YKK 株式会社の主要経営指標は（表 31）に示されるとおりである。



(表 30) YKK グループ (連結) 主要な経営指標等の推移

回次	第 74 期	第 75 期	第 76 期	第 77 期	第 78 期
決算年月	2009 年 3 月	2010 年 3 月	2011 年 3 月	2012 年 3 月	2013 年 3 月
売上高(百万円)	613,446	556,439	544,896	544,434	576,965
経常利益(百万円)	15,862	16,572	30,976	26,681	33,681
当期純利益(百万円)	△42,785	3,828	10,136	16,334	32,692
包括利益(百万円)	—	—	△6,090	14,336	70,777
純資産額(百万円)	384,695	399,866	391,095	403,169	471,271
総資産額(百万円)	705,886	689,593	690,322	715,364	788,440
1 株当たり純資産額(円)	314,223	326,352	318,900	328,395	384,171
1 株当たり当期純利益金額 (円)	△35,681	3,192	8,453	13,622	27,265
潜在株式調整後 1 株当 り当期純利益金額(円)	—	—	—	—	—
自己資本比率(%)	53.4	56.7	55.4	55.0	58.4
自己資本利益率(%)	△10.0	1.0	2.6	4.2	7.7
株価収益率(倍)	—	—	—	—	—
営業活動によるキャッシュ・ フロー(百万円)	65,867	68,431	55,955	32,076	67,214
投資活動によるキャッシュ・ フロー(百万円)	△44,114	△32,636	△31,635	△39,667	△44,013
財務活動によるキャッシュ・ フロー(百万円)	△13,809	△21,795	△13,465	6,636	△11,719
現金及び現金同等物の期 末残高(百万円)	74,571	90,429	98,201	96,891	116,510
従業員(人)	38,530	37,597	38,080	37,719	38,235
[外、平均臨時雇用人員]	[7,531]	[5,595]	[7,031]	[7,127]	[7,123]

(出所) YKK 株式会社有価証券報告書第 78 期、 p. 2。

(表 31) YKK 株式会社 主要な経営指標等の推移

回次	第 74 期	第 75 期	第 76 期	第 77 期	第 78 期
決算年月	2009 年 3 月	2010 年 3 月	2011 年 3 月	2012 年 3 月	2013 年 3 月
売上高(百万円)	76,938	58,636	75,324	72,680	73,979
経常利益(百万円)	5,470	1,684	5,885	1,302	2,255
当期純利益(百万円)	5,102	183	3,029	2,177	6,070
資本金(百万円)	11,992	11,992	11,992	11,992	11,992
発行済株式総数(株)	1,199,240.05	1,199,240.05	1,199,240.05	1,199,240.05	1,199,240.05
純資産額(百万円)	321,920	320,329	320,469	320,284	325,237
総資産額(百万円)	442,461	437,747	441,684	441,360	449,604
1 株当たり純資産額(円)	268,468	267,145	267,267	267,115	271,249
1 株あたり配当額(円)	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
(うち 1 株あたり中間配当額)	(—)	(—)	(—)	(—)	(—)
1 株当たり当期純利益金額(円)	4,255	153	2,526	1,816	5,063
潜在株式調整後 1 株当たり 当期純利益金額(円)	—	—	—	—	—
自己資本比率(%)	72.8	73.2	72.6	72.6	72.3
自己資本利益率(%)	1.6	0.1	0.9	0.7	1.9
株価収益率(倍)	—	—	—	—	—
配当性向(%)	—	1175.7	71.3	99.1	35.6
従業員(人)	3,374	3,372	3,276	3,253	3,358

(出所) YKK 株式会社有価証券報告書第 78 期、 p. 3。

YKK の創業は、1934 年 1 月に、吉田忠雄が東京日本橋にサンエス商会を創設し、ファスナーの製造販売を始めた。1938 年に社名を吉田工業所に変更し、1945 年には吉田の故郷である富山県魚津市に工場を移転、社名を吉田工業株式会社に変更した。YKK の商標は 1946 年に制定されている。

1951 年にはファスナーの生産で月産 100 万本を達成し、ファスナー生産日本一となった。1954 年に黒部工場（現・黒部牧野工場）の建設に着手し、設備を強化、1955 年より稼働して増産体制を整えた。1957 年には吉田商事株式会社を設立し、ファスナー及び伸銅品の国内・輸出販売を開始した。1961 年には生地工場（現・黒部工場）でアルミサッシ製造を開始し、吉田商事株式会社によるアルミ建材の販売が開始される。

1963 年に東京都千代田区に本社を移転した。YKK 株式会社に社名が変更されたのは 1994 年である。吉田商事株式会社は 1989 年に YKK アーキテクチュラルプロダクツに社名を変更し、YKK グループの建材事業の中核会社として新発足、社長には吉田忠雄の長男、吉田忠裕が就任した。

海外進出も盛んであり、世界 70 カ国・地域に工場を持ち、販売を含めて 122 の事業拠点を展開しており、ファスナーメーカーとしては世界最大規模の生産拠点を持っている。1959 年にニュージーランドにスライド・ファースト社（現・YKK オセアニア社）を設立したのを皮切りに、1976 年にシンガポール、1979 年にオーストラリアに現地子会社を設立し、世界各地でファスナー製造・販売、アルミニウム建材の製造・販売を推進していった。1987 年に米国、1988 年にオランダ、1991 年にシンガポール、2002 年に中国に地域統括組織を設立し、それぞれ米国、欧州、アジア、東アジアの子会社を統括してグローバルに事業展開している。

1993 年 7 月には吉田忠雄社長が逝去し、副社長だった吉田忠裕が社長に就任した。2011 年に YKK 株式会社の社長に猿丸雅之が、YKK AP の社長に堀秀光が創業家（吉田家）以外から初めての社長就任となり現在に至っている。2013 年 3 月現在、YKK グループは YKK 株式会社、子会社 111 社及び関連会社 3 社により構成され、ファスニング、建材の製造販売を主な事業内容としている。各事業に関連して、アルミ地金販売及びその他のサービス等の事業活動を展開している。ファスナーの製造販売を行うファスニング事業は世界シェア 45% を握る YKK グループの核である<sup>402</sup>。

売上高では建材事業の方が大きいですが、営業利益ではファスニング事業が大きく上回る。YKK 株式会社、子会社 67 社及び関連会社 1 社で製造・販売している。ファスナーはジーンズを主力として、婦人子供服、スポーツアパレル、バッグ、アウトドア、車両等にも使用されている。建材事業（2013 年度より AP 事業）は、YKK AP 株式会社ほか子会社 19 社で製造・販売している。近年は住環境における省エネ性能を重視することから窓リフォーム分野が成長している。その他、リフォーム分野、エクステリア商品、ビール事業の強化に取り組んでいる。その他の事業としては、ファスニング加工用機械、建材加工用機械、金型及び機械部品を製造し、グループ内の各社に販売する工機事業がある。世界中で製造される YKK 製ファスナーはすべて自社生産の機械で製造されている。また、アルミ製錬、国内不動産事業等も行っている。

### 7.3.2. YKK の株式等、役員 の 状 況

YKK 株式会社の株式等の状況および役員 の 状 況 について、大株主の状況は（表 32）、議決権の状況は（表 33）、役員 の 状 況 は（表 34）に示す通りである。大株主の中に吉田姓は 3 名（吉田忠裕、吉田政裕、吉田和裕）おり、（有）吉田興産の代表取締役は吉田忠裕である。4 者の持株比率を合計すると 26%弱となる。

---

<sup>402</sup> 『日経ビジネス』1374、2007 年 1 月 15 日号、p. 27。

(表 32) YKK 株式会社 大株主の状況

氏名又は名称	所有株式数 (千株)	発行済株式総数に対する 所有株式数の割合(%)
YKK 恒友会(従業員持株会)	186,061.00	15.52
(有)吉田興産	173,565.30	14.48
吉田忠裕	65,941.85	5.50
吉田政裕	60,136.90	5.02
(株)みずほコーポレート銀行	59,248.00	4.94
(株)北陸銀行	36,291.00	3.03
明治安田生命保険相互会社	32,000.00	2.67
WYE-YOSHI CORPORATION	23,212.70	1.94
吉川美知子	20,107.90	1.68
吉田和裕	11,060.50	0.92
計	667,625.15	55.68

(出所) YKK 株式会社有価証券報告書第 78 期、 p. 23。

(表 33) YKK 株式会社 発行済株式の議決権の状況

区分	株式数(株)	議決権の数(個)	内容
無議決権株式	—	—	—
議決権制限株式(自己株式等)	—	—	—
議決権制限株式(その他)	—	—	—
完全議決権株式(自己株式等)	(自己保有株式)普通株式 207	—	—
完全議決権株式(その他)	普通株式 1,195,939	1,195,939	—
端株	普通株式 3,094.05	—	—
発行済株式総数	1,199,240.05	—	—
総株主の議決権	—	1,195,939	—

(出所) YKK 株式会社有価証券報告書第 78 期、 p. 24。

役員構成については、YKK 株式会社では、吉田忠裕が YKK 株式会社と YKK AP 株式会社の代表取締役会長兼 CEO である。YKK グループは創業家(吉田家)によるファミリー企業であるといえることができるだろう。しかし、他の吉田姓の役員は見当たらないことから、創業家による同族経営は徐々に薄まっていることが推察できる。

(表 34) YKK 株式会社 役員 の 状況

役名	氏名	所有株式数(千株)
代表取締役会長兼 CEO	吉田忠裕	65,941.85
代表取締役副会長	吉崎秀雄	50.00
代表取締役社長	猿丸雅之	55.60
取締役副社長	本多正憲	53.60
取締役副社長	大谷渡	50.60
取締役副社長	吉田明	50.60
取締役	矢澤哲男	50.60
取締役	柳田幸男	—
取締役	小野桂之介	—
監査役	大澤佳雄	—
常務監査役	永田清貴	0.60
監査役	河井聡	—
監査役	秋山洋	—
計		66,253.45

(出所) YKK 株式会社有価証券報告書第 78 期、 p. 26。

### 7.3.3. YKK 非上場の意義

YKK グループが株式を非公開とする意義として、創業者の経営理念から考える。

第一に、YKK が株式を非公開としているのは、創業者の吉田忠雄による「他人の利益を凶らずして、自らの繁栄はない」という「善の巡環」の経営理念が根底にあると考えられる。「善の巡環」の真意は、「取引先や顧客の利益を最優先する思想で、事業活動により他人に貢献すればその利益は自分に還ってくる<sup>403</sup>」というものである。

第二に、吉田忠雄の思想には利己的な利潤追求や資本主義への批判がある。例えば、「大企業の事業規模の大きさには敬意を払うが、その真似をしてはならない」という言葉がある<sup>404</sup>。組織が大きくなりすぎると意思決定に時間が掛かり、ユーザーの要望に柔軟に対応することができなくなるためである。

第三に、「会社の株は事業に参加する者がもつ」という思想がある<sup>405</sup>。YKK の株式は投資の対象ではなく、事業への参加証である。社員持株会に加えて、原材料の仕入れ先や金融機関も株式を持ち、ファミリーという考え方を貫いている。現社長の吉田忠裕は「うちの場合、株主はステークホルダー（利害関係者）に入らないと言ってもいい。ファミリーが一時的でなく、継続的に繁栄し

<sup>403</sup> 前掲記事 1374、 2007 年 1 月 15 日号、 p. 31。

<sup>404</sup> 前掲記事 1374、 2007 年 1 月 15 日号、 p. 35。

<sup>405</sup> 前掲記事 1374、 2007 年 1 月 15 日号、 p. 42。

ていける経営を実践することが第一。一発勝負で利益を上げて、株価の上昇で株主を喜ばせるより、成果を得るのに3年かかっても、必要な事に愚直に取り組んでいく<sup>406</sup>」と述べている。

株式を非公開としているメリットとしては、第一に、短期的な成果を求める株主からの要求がないために、自社技術の蓄積に集中できる。YKKのファスナーはすべて自社で開発製造した工作機械により作られている。スピードや効率性だけを求めるならば他社の製造機械や技術を活用した方がよい。しかし、YKKではすべて自社で行うことにより他社の追随を許さない品質、生産効率、スピードを実現している。

第二に、短期的な利益ではなく長期的な投資と考えて、社員には思い切った権限委譲ができる。例えば、YKK ブラジル農園事業は、1972年にファスナー事業でブラジルに進出した際に稼いだ資金の投資として始めたものだった。YKKの本業とは全く関連がなかった事業だが、500ヘクタールを開墾しコーヒー豆の生産、肉牛の飼育、大豆畑、川えびの養殖にまで展開していった。

第三に、社会貢献、地域貢献活動も盛んに行っている。例えば、重度障害者就労を支援する企業として1998年にYKK六甲株式会社を設立している。地域貢献では、2006年7月より工場見学ツアー「YKK TOURS」を開始した。また、2008年には一般開放施設「YKK センターパーク」を開設し、産業観光に取り組んでいる<sup>407</sup>。

---

<sup>406</sup> 前掲記事1374、2007年1月15日号、pp. 42-43。

<sup>407</sup> 北島(2010)、pp. 278-279。

## 第8章 利益調整行動の分析方法

### 8.1. 利益調整行動の測定

利益調整行動について調査する方法としては、事例分析と統計的分析の2つがある。例えば、須田・山本・乙政（2007）や首藤（2010）は大量サンプルを用いて統計解析により、日本企業の利益調整行動について実証している。こうした研究により、利益調整を行う企業の傾向や特徴を把握することができる。

日本における一般的に認められた会計基準（GAAP）の範囲内で、経営者が特定の目的を達成するために行う会計的裁量行動のことを利益調整行動と呼ぶ。一般的に認められた会計基準（GAAP）とは、企業会計審議会により設定された「企業会計原則」「連結財務諸表原則」「中間財務諸表作成基準」「固定資産の減損に係わる会計基準」「企業結合に係わる会計基準」に、企業会計基準委員会に設定された基準である「自己株式及び準備金の額の減少等に関する会計基準」等により形成される<sup>408</sup>。

現在の会計基準は、発生主義会計に依拠している。つまり期間損益計算は現金の収支に関わらず、利益獲得活動の事実が発生した時点で計上される。このような発生主義会計に必要な見積りと判断は経営者に委ねられているため、作成される財務諸表には経営者の裁量的行動が反映されている可能性がある<sup>409</sup>。

Giroux（2004）によると、利益調整は以下の3つに分類される。第一に、当期の利益を過小に報告する守備的な利益調整（conservative earnings management）がある。当期の業績が悪化し、減益や赤字の決算が避けられないとき、一気に不良在庫を処理し、リストラ費用を計上して翌期の好決算に結びつけるビッグバス（big bath）がある。第二に、当期の利益を過剰に報告する攻撃的な利益調整（aggressive earnings management）がある。

須田・山本・乙政（2007）は、会計操作（accounting manipulation）と称して、特定の状況下にある企業の経営者が、一般的に認められた会計基準の枠内で行った極めて意図的な利益増加型の利益調整と定義している。特定の状況下とは、例えば、倒産に至るほどの経営状態の悪化や新規株式公開などである。第三に、適度の利益調整（moderate earnings management）がある。例えば、鉄鋼業では数年ごとに行う溶鉱炉の修繕費をその期に計上するのではなく、特別修繕引当損と特別修繕引当金という形で每期計上している。いずれも、一般的に認められた会計基準（GAAP）の範囲内であれば粉飾決算とは認められない。以上を踏まえて、須田・山本・乙政（2007）では、（表35）のように利益調整の範囲を決めている。会計手続きの選択では引当金の計上、リストラ費用の計上、減損損失の計上、棚卸資産の評価においてGAAPの範囲内で許される経営者の会計的裁量行動により分類している。GAAPに違反するのは、架空計上や非計上といっ

<sup>408</sup> 須田・山本・乙政（2007）、p. 8。

<sup>409</sup> 前掲書、pp. 16-19。

た行為である。キャッシュ・フローの選択では出荷、研究開発費支出、広告費支出の早遅で分類している<sup>410</sup>。

(表 35) 利益調整と粉飾決算の区別

	会計手続き選択 —GAAPの遵守—	キャッシュ・フローの選択
守備的利益調整	<ul style="list-style-type: none"> <li>・引当金の過大計上</li> <li>・リストラ費用の過大計上</li> <li>・減損損失の過大計上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・販売による出荷を遅らせる</li> <li>・研究開発費の支出を早める</li> <li>・広告費の支出を早める</li> </ul>
適度な利益調整	・合理的な期間損益計算のもとで実施される利益平準化の手続き	
攻撃的利益調整	<ul style="list-style-type: none"> <li>・引当金の過少計上</li> <li>・減損損失の過少計上</li> <li>・棚卸資産の過大評価</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・販売による出荷を早める</li> <li>・研究開発費の支出を遅らせる</li> <li>・広告費の支出を遅らせる</li> </ul>
粉飾決算	—GAAPの違反— <ul style="list-style-type: none"> <li>・架空売上の計上</li> <li>・架空棚卸資産の計上</li> <li>・引当金や減損損失の非計上</li> </ul>	

(出所) 須田・山本・乙政 (2007)、 p. 22。

経営者による利益調整には、2つの方法がある。第一に、会計方針の変更による利益調整である。この場合、変更の旨と影響額が有価証券報告書と監査報告書に記載される。第二に、会計発生高における裁量的発生高による利益調整である。この場合、裁量的発生高の測定は統計的な処理を必要とする<sup>411</sup>。以上を踏まえて、利益調整行動の測定方法にも2つの方法がある。第一に、会計方針や会計手続きの選択と変更を有価証券報告書の記載内容を分析することにより測定する方法と、第二に、財務諸表上の数値を統計的に処理して推定する方法である。

(表 36) 会計処理の分類

	利益増加型会計手続き	利益減少型会計手続き
棚卸資産の評価基準	原価法・併用	低価法
棚卸資産の評価方法	先入先出法 最終仕入原価法・併用	後入先出法・平均法 左記以外
減価償却の計算方法	定額法・併用	定率法
繰延資産の処理方法	均等償却・併用	一括費用処理

(出所) 須田・山本・乙政 (2007)、 p. 63。

<sup>410</sup> 前掲書、 pp. 20-22。

<sup>411</sup> 前掲書、 p. 37。



会計手続きの選択と変更による利益調整は、有価証券報告書の記載内容を分析することにより測定することができる。会計手続きを変更した場合は開示することが義務づけられており、変更の有無と影響額を有価証券報告書より把握することができる。会計手続き選択の分析方法は、(表 36) に示される。棚卸資産の評価、減価償却の計算、繰延資産の処理という 3 つの会計処理について、それぞれ利益増加型会計手続きと利益減少型会計手続きの方法を選択しているか、あるいは変更しているかを有価証券報告書の記載内容により分析する。こうした会計手続きの選択数あるいは選択率により、当該企業の利益調整行動を測定することができる。

会計処理と会計手続きについては、須田・山本・乙政(2007)に依拠する。第一に、棚卸資産の評価基準については、原価法と低価法を併用している場合を利益増加型、低価法のみを利益減少型とする。低価法のみを用いている場合は、時価が取得原価よりも低下すれば評価損が発生する。原価法と併用している場合は、時価が著しく下落して回復する見込みがない場合を除いて、評価損が計上されない。よって、低価法のみを採用している企業の方が利益減少の機会が増える。

第二に、棚卸資産の評価方法について、先入先出法は、後入先出法に比べて費用配分される商品の単価を小さくするので、当期の利益(費用)は大きく(小さく)なるため、先入先出法は後入先出法よりも利益増加型である。最終仕入原価法については、決算日に最も近い日に取得した商品の単価を期末棚卸資産の単価とするので、先入先出法と同様に利益増加型に分類される。

第三に、減価償却の計算方法について、定額法では決算ごとに減価償却費が一定であるのに対して、定率法は初期の段階で減価償却費が大きくなり、その後徐々に減少していくので、最初の数期間に限れば、定率法の方が定額法よりも費用負担が大きくなり利益減少型になる。設備投資が継続的に行われる前提のもとでは、定率法は定額法よりも利益減少傾向が強い。

第四に、繰延資産の処理方法について、試験研究費および開発費、新株発行費、社債発行費、社債発行差金等の繰延資産に計上された支出額は、一定期間内に均等額以上の償却が行われる。繰延資産を計上する企業は費用負担の平準化を志向しているので、即時費用化を行う(繰延資産を計上しない)企業よりも、利益増加型の会計手続きを選択していると考えられる。

以上の会計処理と会計手続きの分類により、利益調整行動を測定することができる。例えば、新規株式公開企業であれば、株式非公開企業よりも利益増加型の利益調整行動を行う動機があると想定される。よって、新規株式公開企業であれば、上記のような利益増加型会計手続きを株式非公開企業よりも多く選択したり、利益増加型会計手続きに変更したりするのではないかと予想することができる。また、新規株式公開企業であれば、株式公開期に近づくに従って利益増加型会計手続きを選択する機会が増加したり、利益増加型会計手続きに変更したりする傾向があるのではないかと予想することもできる。

もう一つの方法は、財務諸表より裁量的会計発生高を推定する方法である。この方法では、はじめに会計発生高を計算し、次に「ジョーンズ・モデル」を用いて非裁量的発生高を推定し、会計発生高から除することにより裁量的発生高を測定する。

会計利益は、営業活動によるキャッシュ・フローと会計発生高に分解される。さらに、会計発生高は裁量的発生高と非裁量的発生高に区分される。経営者による利益調整は裁量的発生高に反映されていると想定されている。例えば、経営者が攻撃的利益調整を志向して利益増加型利益調整を行えば、裁量的発生高は増加すると考えられる。このように、会計発生高に経営者の会計的裁量行動が反映される理由として、経営者が業績指標として利益を重視していること、及び株式市場が目標利益の達成を評価していることが挙げられる。Graham、Harvey and Rajgopal (2005) による米国最高財務責任者 (CFO) 協会メンバーを対象としたアンケートでは、多くの CFO は、企業外部者が最も重視する業績指標は利益であると考えていた。また、利益目標を達成しようとする動機として株式市場に関連する理由を多く挙げていた。例えば、資本市場の信頼を確保するため、株価を維持して上昇させるため等である。その一方で、株式市場は、連続して増益を達成した企業ほど株価プレミアムが大きくなるが、減益を計上すると2倍以上の速度で株価プレミアムは消滅することが、Barth、Elliott and Finn (1999) や Myers、Myers and Skinner (2006) の研究により明らかにされている。すなわち、株式市場は企業の業績指標として利益を重視していることが分かる<sup>412</sup>。

以上を踏まえて、利益を増加(減少)させるために、経営者は意図的に会計上の見積りを変化させることにより利益調整を行うことがある。しかし、このような経営者による見積りの影響額を財務諸表より直接読み取ることは不可能である。よって、財務諸表より得られるデータを用いてモデルにより利益調整額を推定する方法が利用されている。

(表 37) 会計利益の構成要素

会計利益		
営業活動によるキャッシュ・フロー	会計発生高	
営業活動によるキャッシュ・フロー	非裁量的発生高	裁量的発生高

(出所) 須田・山本・乙政 (2007)、p. 90。

会計発生高は(表 37) が示す通り、会計利益より営業活動によるキャッシュ・フローを控除したものである。会計発生高は、経済的事実の発生および期間対応という2つの見地から計上される、営業活動によるキャッシュ・フローに対する発生主義会計固有の調整額のことである。会計処理を行った時点と実際に現金もしくは現金同等物が流入・流出する時点が異なるような項目、具体的に

<sup>412</sup> 前掲書、pp. 34-39。

は、売上債権、仕入債務、経過勘定項目の対前年度変化額あるいは減価償却費、引当金の計上額といった項目から構成される<sup>413</sup>。

すなわち、

会計発生高＝税引後経常利益－営業活動によるキャッシュ・フロー

※税引後経常利益＝当期純利益－特別利益合計額＋特別損失合計額

である。この方法は、損益計算書とキャッシュ・フロー計算書を入手すれば、計算することができる。もう一つの方法は、会計発生高の計算要素を個別に加算・減産していく方法で、以下のような計算式になる。

会計発生高＝（△流動資産－△現金預金）－（△流動負債－△資金調達項目）  
－（△長期性引当金＋減価償却費）

※△資金調達項目＝△短期借入金＋△コマーシャル・ペーパー＋△1年内返済の長期借入金＋△1年内返済の社債・転換社債

※△長期性引当金＝△売上債権以外の貸倒引当金＋△退職給付（給与）引当金＋△役員退職慰労引当金＋△その他の長期性引当金

この方法は、キャッシュ・フロー計算書が入手不可能でも会計発生高が算定可能である。

経営者の利益調整行動は、（表35）に示した裁量的発生高により把握することができる。裁量的発生高は、会計発生高からシステムティックに計上される非裁量的発生高を控除することにより算定される。多くの研究では、Jones (1991) が提示した「ジョーンズ・モデル」を用いて非裁量的発生高を推定し、会計発生高からこれを控除することにより裁量的発生高が測定される。

非裁量的発生高を推定するジョーンズ・モデルは以下のような回帰式となり、残差（ $\varepsilon$ ）を裁量的発生高とみる。

会計発生高<sub>j</sub>＝ $\alpha$   $\alpha$  発△売上高<sub>j</sub>＋上償却性固定資産<sub>j</sub>＋却<sub>j</sub>

説明変数の△売上高と償却性固定資産は、会計発生高の非裁量的な部分をコントロールするために用いられる。売上高は、流動資産と流動負債に関する会計発生高の非裁量的な部分をコントロールする。運転資本に関する会計発生高は、事業活動の変動に大きく依存する。売上高の変動は、この事業活動の変動を代理すると仮定している。この回帰式を用いて非裁量的発生高の予測値を推定する。回帰式の推定には最小2乗法が用いられる。分散不均一の問題を緩和

<sup>413</sup> 前掲書、 pp. 88-92。

するために、すべての変数を前期末の総資産額で除して推定するのが一般的な方法である<sup>414</sup>。

このようにして測定された裁量的発生高の会計利益に対する影響を考察するために、当期純利益（会計利益）に対する裁量的発生高の絶対値の割合を算定することがある。

$$\text{裁量的発生高の影響} = (\text{裁量的発生高の絶対値} \div \text{当期純利益})$$

この値が大きければ大きいほど、経営者による利益調整が当期純利益に大きな影響を及ぼしていることを示している。つまり、この影響が大きければ、経営者は利益調整により報告利益を操作する余地が大きいことが分かる。

この裁量的発生高と非裁量的発生高の区分については、「会計発生高のうち、どこまでが非裁量的な部分であり、どこからが裁量的な部分であるかという区切りをつけるのは非常に困難である。」という指摘もある<sup>415</sup>。また、そもそも実体的裁量行動を無視することに対しては「経営者の裁量行動によって歪曲されるのが、営業活動によるキャッシュ・フローではなく発生主義の会計処理によるものだという見方は、単なる単純化である。最近ではこの見方を疑問視する論者が多く、キャッシュ・フローそのものが操作されているという前提によるのがふつうになってきている」という見解もあるが<sup>416</sup>、本稿では、ジョーンズ・モデルを用いた推定方法を利用し、裁量的発生高を測定する。

例えば、新規株式公開企業であれば株式公開期以前の何期かの間に利益増加型の利益調整を行うことが予想されるため、裁量的発生高の時系列分析の結果として、株式公開期以前の数期において裁量的発生高が増加するのではないかと考えられる。また、株式非公開企業と比較した場合に、裁量的発生高の影響（裁量的発生高の絶対値÷当期純利益）が多くなる傾向があることも予想される。

---

<sup>414</sup> 前掲書、 pp. 89-93。

<sup>415</sup> 藤野裕「裁量的会計発生高推定モデルの現状と新たな問題点-モデルが仮定する条件の現実妥当性について-」『立教経済学研究』62（3）、2009年1月。

<sup>416</sup> 岡部孝好「実証会計額へのいざない」2013年1月24日。

## 第9章 分析結果

### 9.1. 各社のデータセットと分析結果

本章では、前述の分析方法に基づいて、分析対象となった各社の有価証券報告書の財務諸表上の数値を用いて統計的に解析した結果を提示する。

(1) ファミリービジネス以外の企業の新規株式公開事例としてカルビーグループを、(2) ファミリービジネスで株式を非公開にしている企業の事例としてYKKグループを取り上げて、サントリー・グループと比較分析する。

分析に用いるデータは、各社の有価証券報告書である。有価証券報告書は、EDINET (Electronic Disclosure for Investors' NET work : 金融商品取引法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム) により閲覧、ダウンロードできる過去5年分のデータを用いる。ただし、事例ごとに期間中に純粋持株会社化したり株式公開したりしたため、(表36)に示したように取得できるデータに差がある。

(表38) 分析データ (各社の有価証券報告書)

事例	提出会社	決算期	2009	2010	2011	2012	2013
サントリー・グループ	サントリーHD株式会社	12月	1期	2期	3期	4期	
カルビーグループ	カルビー株式会社	3月			62期	63期	64期
YKKグループ	YKK株式会社	3月	74期	75期	76期	77期	78期

(出所) 筆者作成。

サントリー・グループについては、サントリーホールディングス株式会社の有価証券報告書を利用するため、純粋持株会社化した2009年12月期(第1期)より2012年12月期(第4期)までの4期分が取得できた。カルビーグループは、カルビー株式会社が東証一部に上場した2011年3月期(第62期)より2013年3月期(第64期)までの3期分が対象となる。YKKグループは、2009年3月期(第74期)から2013年3月期(第78期)までの5期分を取得できたので、分析対象とする。

分析したのは、サントリー・グループ(サントリーホールディングス株式会社)、カルビーグループ(カルビー株式会社)、YKKグループ(YKK株式会社)の3社で、それぞれ連結財務諸表をデータとして用いている。

第一に、会計利益から営業活動によるキャッシュ・フローを控除して、会計発生高を計算した。会計利益としては、税引後経常利益を使用した。以下が計算式である。

$$\begin{aligned} \text{会計発生高} &= \text{税引後経常利益} - \text{営業活動によるキャッシュ・フロー} \cdots (1) \\ \text{※税引後経常利益} &= \text{当期純利益} - \text{特別利益合計額} + \text{特別損失合計額} \end{aligned}$$

第二に、非裁量的発生高を「ジョーンズ・モデル」を使用して推定し、会計的発生高からこれを控除することにより経営者による裁量的発生高を測定する。会計発生高<sub>j</sub>に(1)式で求めたj期の会計発生高を、j期の売上高から前期末(j-1期)の売上高を控除した値を前期末の総資産額で除した値を△売上高<sub>j</sub>に、j期の償却性固定資産(有形固定資産合計+無形固定資産合計)を前期末の総資産額で除した値を償却性固定資産<sub>j</sub>に、それぞれ代入して重回帰分析により係数を推定する。非裁量的発生高を推定するジョーンズ・モデルは以下のような回帰式となり、残差(ε)を裁量的発生高とみる。

$$\text{会計発生高}_j = \alpha \alpha \text{発} \triangle \text{売上高}_j + \text{上償却性固定資産}_j + \text{却}_j \cdots (2)$$

以上の方法による分析結果について、以下で要約を記す。第一に、各社について用いたデータセットを示す。第二に、重回帰分析の結果を示す。重回帰分析については、全ての変数を強制的に投入する強制投入法を用いている。第三に、(2)式で求められた残差(ε)より、裁量的発生高を測定し、結果を整理する。

## 9.2. サントリー・グループの分析結果

サントリー・グループの分析では、純粹持株会社化した2009年12月期(第1期)から2012年12月期(第4期)までのサントリーホールディングス株式会社有価証券報告書を使用した。有価証券報告書内に記載されている財務諸表上の数値より作成したデータセットは(表38)の通りである。

(表 38) サントリーホールディングス株式会社のデータセット (単位: 百万円)

決算期	会計発生高	税引き後 経常利益	営業活動による キャッシュ・フロー	△売上高	償却性固定資産	前期末の 総資産額	△売上高÷前期 末の総資産額	償却性固定資産 ÷前期末の 総資産額
1期	-56,496	46,242	102,738	37,759	845,107	1,146,152	0.032944147	0.737342866
2期	-85,292	54,157	139,449	191,654	763,513	1,628,280	0.117703343	0.468907682
3期	-64,110	78,943	143,053	60,418	759,040	1,568,296	0.038524615	0.483990267
4期	-84,095	46,012	130,107	48,776	800,759	1,730,175	0.028191368	0.462819657

(出所) 筆者作成。

以上のデータセットを用いて行った重回帰分析の分析結果の要約は以下の通りである。

(表 39) 各変数間の相関係数

		会計発生高	△売上高	償却性固定資産
Pearson の相関	会計発生高	1.000	-.535	.780
	△売上高	-.535	1.000	-.344
	償却性固定資産	.780	-.344	1.000
有意確率 (片側)	会計発生高	.	.233	.110
	△売上高	.233	.	.328
	償却性固定資産	.110	.328	.
N	会計発生高	4	4	4
	△売上高	4	4	4
	償却性固定資産	4	4	4

(出所) 筆者作成。

(表 39) に示すように、各変数間の相関係数は会計発生高と売上高に負の相関、会計発生高と償却性固定資産との間に正の相関が見られるが、 $p < .1$  で有意とはならなかった。以下の分析結果にも言えるが、サンプル数が少ないことが一つの要因として挙げられる。

(表 40) モデル要約<sup>b</sup>

モデル	R	R <sup>2</sup> 乗	調整済み R <sup>2</sup> 乗	標準偏差推定値の誤差	Durbin-Watson
1	.830 <sup>a</sup>	.689	.068	13930.633	2.694

a. 予測値: (定数)、償却性固定資産、△売上高。

b. 従属変数 会計発生高  
(出所) 筆者作成。

(表 40) に示すように、決定係数=R<sup>2</sup>.689 となっている。サンプル数が少ないために、調整済み R<sup>2</sup> が極端に低い値になっている。

(表 41) 分散分析<sup>b</sup>

モデル	平方和 (分散成分)	自由度	平均平方	F 値	有意確率
1 回帰	4.305E8	2	2.153E8	1.109	.557 <sup>a</sup>
残差 (分散分析)	1.941E8	1	1.941E8		
合計 (ピボットテーブル)	6.246E8	3			

a. 予測値: (定数)、償却性固定資産、△売上高。

b. 従属変数 会計発生高  
(出所) 筆者作成。

(表 41) に示すように、回帰式全体の有意性は、p=.557 で、有意とはならなかった。

(表 42) 係数<sup>a</sup>

モデル	標準化されていない係数		標準化係数		
	B	標準偏差誤差	ベータ	t 値	有意確率
1 (定数)	-106412.772	40386.850		-2.635	.231
△売上高	-102690.480	201749.588	-.302	-.509	.700
償却性固定資産	73374.274	64388.381	.676	1.140	.459

a. 従属変数 会計発生高  
(出所) 筆者作成。

(表 42) に示すように、会計発生高に対して、△売上高は負の影響力、償却性固定資産は正の影響力を持つが、それぞれ p=.7、p=.459 で有意とはならな



った。以上の結果により、サントリー・グループ（サントリーホールディングス株式会社）の回帰式は、以下のような計算式になると推定された。

会計発生高 = -106412.772 - 102690.480 式△売上高 + 73374.2747 償却性固定資産 + 残差

(表 43) 係数<sup>a</sup>

モデル	共線性の統計量	
	許容度	VIF
1 △売上高	.882	1.134
償却性固定資産	.882	1.134

a. 従属変数 会計発生高

(出所) 筆者作成。

(表 43) より、多重共線性は発生していない。

(表 44) 残差の統計量<sup>a</sup>

	最小値	最大値	平均値 (ラン検定)	標準偏差	N
予測値	-84094.02	-55693.82	-72498.25	11979.661	4
残差	-8746.299	10746.449	.000	8042.855	4
標準化予測値	-.968	1.403	.000	1.000	4
標準化残差	-.628	.771	.000	.577	4

a. 従属変数 会計発生高

(出所) 筆者作成。

(表 44) より、残差が求められた。結果を整理したものが(表 4 5)である。経営者による裁量的発生高は「残差」となる。最大値は、第 3 期 (2011 年 12 月期) で、最小値は第 4 期 (2012 年 12 月期) となっている。

(表 45) サントリーホールディングス株式会社の利益調整行動の推定値

決算期	会計発生高	△売上高	償却性固定資産	予測値	残差
1 期	-56,496	0.032944147024	0.737342865519	-55,693.82527	-802.17473
2 期	-85,292	0.117703343405	0.468907681726	-84,094.02446	-1,197.97554
3 期	-64,110	0.038524615251	0.483990267143	-74,856.44913	10,746.44913
4 期	-84,095	0.028191367925	0.462819656971	-75,348.70115	-8,746.29885

(出所) 筆者作成

### 9.3. カルビーグループの分析結果

カルビーグループの分析では、カルビー株式会社が東京証券取引所市場第一部に上場した2011年3月期（第62期）から2013年3月期（第64期）までの有価証券報告書を使用した。有価証券報告書内に記載されている財務諸表上の数値より作成したデータセットは（表46）の通りである。

（表46）カルビー株式会社のデータセット（単位：百万円）

決算期	会計発生高	税引き後 経常利益	営業活動に よるキャッシ ュ・フロー	△売上高	償却性固 定資産	前期末の 総資産額	△売上高÷前 期末の総資産 額	償却性固定資 産÷前期末の 総資産額
61期	-13,483	6,008	19,491	9,075	60,414	92,169	0.098460437	0.655469843
62期	-10,172	6,492	16,664	9,077	55,212	93,657	0.096917475	0.589512797
63期	-401	6,648	7,049	7,739	53,614	99,393	0.077862626	0.539414244
64期	-6,740	10,588	17,328	16,143	54,750	108,474	0.148819072	0.504729244

（出所）筆者作成

以上のデータセットを用いて行った重回帰分析の分析結果の要約は以下の通りである。

（表47）各変数間の相関係数

		会計発生高	△売上高	償却性固定資産
Pearson の相関	会計発生高	1.000	-.193	-.754
	△売上高	-.193	1.000	-.462
	償却性固定資産	-.754	-.462	1.000
有意確率（片側）	会計発生高	.	.404	.123
	△売上高	.404	.	.269
	償却性固定資産	.123	.269	.
N	会計発生高	4	4	4
	△売上高	4	4	4
	償却性固定資産	4	4	4

（出所）筆者作成。

（表47）に示すように、各変数間の相関係数は会計発生高と売上高に負の相関、会計発生高と償却性固定資産との間に負の相関が見られるが、 $p < .1$  で有意

とはならなかった。以下の分析結果にも言えるが、サンプル数が少ないことが一つの要因として挙げられる。

(表 48) モデル要約<sup>b</sup>

モデル	R	R2 乗	調整済み R2 乗	標準偏差推定値 の誤差	Durbin-Watson
1	.970 <sup>a</sup>	.941	.824	2346.166	2.997

a. 予測値: (定数)、償却性固定資産、△売上高。

b. 従属変数 会計発生高

(出所) 筆者作成。

(表 48) に示すように、決定係数= $R^2$ .941 となっている。

(表 49) 分散分析<sup>b</sup>

モデル		平方和 (分散成 分)	自由度	平均平方	F 値	有意確率
1	回帰	8.825E7	2	4.412E7	8.016	.242 <sup>a</sup>
	残差 (分散分析)	5504493.411	1	5504493.411		
	合計 (ピボットテーブル)	9.375E7	3			

a. 予測値: (定数)、償却性固定資産、△売上高。

b. 従属変数 会計発生高

(出所) 筆者作成。

(表 49) に示すように、回帰式全体の有意性は、 $p=.242$  で、有意とはならなかった。

(表 50) 係数<sup>a</sup>

モデル	標準化されていない係数		標準化係数		
	B	標準偏差誤差	ベータ	t 値	有意確率
1 (定数)	58032.912	16524.421		3.512	.177
△売上高	-126645.234	50307.775	-.688	-2.517	.241
償却性固定資産	-91509.073	23320.481	-1.072	-3.924	.159

a. 従属変数 会計発生高

(出所) 筆者作成。

(表 50) に示すように、会計発生高に対して、△売上高は負の影響力、償却性固定資産も負の影響力を持つが、それぞれ  $p=.241$ 、 $p=.159$  で有意とはならなかった。以上の結果により、カルビーグループ（カルビー株式会社）の回帰式は、以下のような計算式になると推定された。

会計発生高 =  $-58032.912 - 126645.234 \times \Delta \text{売上高} - 91509.073 \times \text{償却性固定資産} + \text{残差}$

(表 51) 係数<sup>a</sup>

モデル	共線性の統計量	
	許容度	VIF
1 △売上高	.787	1.271
償却性固定資産	.787	1.271

a. 従属変数 会計発生高

(出所) 筆者作成。

(表 51) より、多重共線性は発生していない。

(表 52) 残差の統計量<sup>a</sup>

	最小値	最大値	平均値 (ラン検 定)	標準偏差	N
予測値	-14418.07	-1189.32	-7699.00	5423.602	4
残差	-1985.006	935.071	.000	1354.559	4
標準化予測値	-1.239	1.200	.000	1.000	4
標準化残差	-.846	.399	.000	.577	4

a. 従属変数 会計発生高

(出所) 筆者作成。

(表 52) より、残差が求められた。結果を整理したものが (表 53) である。経営者による裁量的発生高は「残差」となる。最大値は、第 61 期 (2010 年 3 月期) で、最小値は第 62 期 (2011 年 3 月期) となっている。

(表 53) カルビー株式会社の利益調整行動の推定値

決算期	会計発生高	△売上高	償却性固定資産	予測値	残差
61 期	-13,483	0.098460436806	0.65546984344	-14,418.07079	935.07079
62 期	-10,172	0.096917475469	0.58951279669	-8,186.99388	-1,985.00612
63 期	-401	0.077862626141	0.53941424446	-1,189.31594	788.31594
64 期	-6,740	0.148819071851	0.50472924387	-7,001.61938	261.61938

#### 9.4. YKK グループの分析結果

YKK グループの分析では、2009 年 3 月期 (第 74 期) から 2013 年 3 月期 (第 78 期) までの YKK 株式会社の有価証券報告書を使用した。有価証券報告書内に記載されている財務諸表上の数値より作成したデータセットは (表 54) の通りである。

(表 54) YKK 株式会社のデータセット (単位: 百万円)

決算期	会計発生高	税引き後 経常利益	営業活動に よるキャッシ ュ・フロー	△売上高	償却性固 定資産	前期末の 総資産額	△売上高÷前 期末の総資産 額	償却性固定 資産÷前期 末の総資産額
73 期	-27,720	20,764	48,484	14,416	350,928	850558	0.016948874	0.41258562
74 期	-105,311	-39,444	65,867	-59,198	302,139	854694	-0.069262215	0.353505465
75 期	-63,776	4,645	68,421	-57,007	290,494	705886	-0.080759499	0.41153104
76 期	-37,056	18,899	55,955	-11,543	272,737	689593	-0.016738859	0.395504305
77 期	-14,484	17,592	32,076	-462	274,845	690322	-0.000669253	0.398140288
78 期	-33,433	33,781	67,214	32,531	296,228	715364	0.045474751	0.414094084

(出所) 筆者作成。

以上のデータセットを用いて行った重回帰分析の分析結果の要約は以下の通りである。

(表 55) 各変数間の相関係数

		会計発生高	△売上高	償却性固定資産
Pearson の相関	会計発生高	1.000	.761	.755
	△売上高	.761	1.000	.524
	償却性固定資産	.755	.524	1.000
有意確率 (片側)	会計発生高	.	.039	.042
	△売上高	.039	.	.143
	償却性固定資産	.042	.143	.
N	会計発生高	6	6	6
	△売上高	6	6	6
	償却性固定資産	6	6	6

(出所) 筆者作成。

(表 55) に示すように、各変数間の相関係数は会計発生高と売上高に正の相関、会計発生高と償却性固定資産との間に正の相関が見られる。ともに、 $p < .05$  で有意となった。

(表 56) モデル要約<sup>b</sup>

モデル	R	R2 乗	調整済み R2 乗	標準偏差推定値 の誤差	Durbin-Watson
1	.868 <sup>a</sup>	.754	.589	21044.631	2.004

a. 予測値: (定数)、償却性固定資産、△売上高。

b. 従属変数 会計発生高

(出所) 筆者作成。

(表 56) に示すように、決定係数= $R^2$ .754 となっている。サンプル数が少ないために、調整済み  $R^2$  がやや低い値になっている。

(表 57) 分散分析<sup>b</sup>

モデル		平方和 (分散成 分)	自由度	平均平方	F 値	有意確率
1	回帰	4.065E9	2	2.032E9	4.589	.122 <sup>a</sup>
	残差 (分散分析)	1.329E9	3	4.429E8		
	合計 (ピボットテーブル)	5.394E9	5			

a. 予測値: (定数)、償却性固定資産、△売上高。

b. 従属変数 会計発生高

(出所) 筆者作成。

(表 57) に示すように、回帰式全体の有意性は、 $p=.122$  で、 $p<.1$  で有意とはならなかった。

(表 58) 係数<sup>a</sup>

モデル	標準化されていない係数		標準化係数		
	B	標準偏差誤差	ベータ	t 値	有意確率
1 (定数)	-319714.683	193471.752		-1.653	.197
△売上高	336359.706	224461.163	.504	1.499	.231
償却性固定資産	700870.054	480917.136	.490	1.457	.241

a. 従属変数 会計発生高

(出所) 筆者作成。

(表 58) に示すように、会計発生高に対して、△売上高は正の影響力、償却性固定資産は正の影響力を持つが、それぞれ  $p=.231$ 、 $p=.241$  で有意とはならなかった。以上の結果により、YKK グループ (YKK 株式会社) の回帰式は、以下のような計算式になると推定された。

会計発生高 =  $-319714.683 - 336359.706 \times \Delta \text{売上高} + 700870.054 \times \text{償却性固定資産} + \text{残差}$

(表 59) 係数<sup>a</sup>

モデル	共線性の統計量	
	許容度	VIF
1 △売上高	.725	1.379
償却性固定資産	.725	1.379

a. 従属変数 会計発生高

(出所) 筆者作成。

(表 59) より、多重共線性は発生していない。



(表 60) 残差の統計量<sup>a</sup>

	最小値	最大値	平均値 (ラン検 定)	標準偏差	N
予測値	-95250.30	-14192.67	-46963.33	28512.890	6
残差	-19240.334	26411.188	.000	16301.101	6
標準化予測値	-1.694	1.149	.000	1.000	6
標準化残差	-.914	1.255	.000	.775	6

a. 従属変数 会計発生高

(出所) 筆者作成。

(表 60) より、残差が求められた。結果を整理したものが(表 61)である。経営者による裁量的発生高は「残差」となる。最大値は、第 77 期(2012 年 3 月期)で、最小値は第 78 期(2013 年 3 月期)となっている。

(表 61) YKK 株式会社の利益調整行動の推定値

決算期	会計発生高	△売上高	償却性固定資産	予測値	残差
73 期	-27,720	0.016948873563	0.412585620263	-24,844.85910	-2,875.14090
74 期	-105,311	-0.069262215483	0.353505465114	-95,250.30718	-10,060.69282
75 期	-63,776	-0.080759499409	0.411531040423	-58,449.14213	-5,326.85787
76 期	-37,056	-0.016738859008	0.395504304713	-48,147.83747	11,091.83747
77 期	-14,484	-0.000669252899	0.398140288155	-40,895.18763	26,411.18763
78 期	-33,433	0.045474751315	0.414094083571	-14,192.66649	-19,240.33351

(出所) 筆者作成。

## 第10章 総括

### 10.1. 分析の結果の仮説

新規株式公開企業であれば株式公開期以前の何期かの際に利益増加型の利益調整を行うことが予想されるため、裁量的発生高の時系列分析の結果として、株式公開期以前の数期において裁量的発生高が増加するのではないかと考えられる。また、株式非公開企業と比較した場合に、裁量的発生高の影響（裁量的発生高の絶対値÷当期純利益）が多くなる傾向があることも予想される。

### 10.2. 分析結果の考察

前述の分析方法に基づいて、分析対象となった各社の有価証券報告書の財務諸表上の数値を用いて算定した結果を提示する。分析結果より、データ取得期間中に株式を上場した2社、サントリー・グループ（上場したのは、サントリー食品インターナショナル株式会社）とカルビーグループについて、新規株式公開仮説より考察する。

（表 62）サントリーホールディングス株式会社の利益調整行動の推定値

決算期	会計発生高	△売上高	償却性固定資産	非裁量的発生高	裁量的発生高
1期	-56,496	0.032944147024	0.737342865519	-55,693.82527	-802.17473
2期	-85,292	0.117703343405	0.468907681726	-84,094.02446	-1,197.97554
3期	-64,110	0.038524615251	0.483990267143	-74,856.44913	10,746.44913
4期	-84,095	0.028191367925	0.462819656971	-75,348.70115	-8,746.29885

（出所）筆者作成

サントリー・グループがサントリーホールディングス株式会社を設立して純粋持株会社に移行したのが2009年4月、サントリー食品インターナショナル株式会社を東京証券取引所市場第一部に上場したのが2013年7月である。

新規株式公開仮説によれば、株式を上場する前の期にむけて利益増加型利益調整を行う傾向にあるとされている。

分析結果より、（表 62）が示す通り、サントリー食品インターナショナル株式会社を上場する前の期（第4期：2012年12月期）の裁量的発生高（残差）は過去4年の中では最小値となっている。第3期（2011年12月期）の裁量的発生高が最大値となっていることから、その反動で減少型利益調整が行われたのではないかと推察される。

したがって、サントリーホールディングスは、サントリー食品インターナショナル株式会社を上場する前の期（第4期:2012年12月期）ではなく、その前期（第3期：2011年12月期）に、利益増加型の利益調整行動を行っている。

このことから、従来の新規株式公開仮説とは異なる結果となり、ファミリービジネスの特異性の一例が明らかとなった。

(表 63) カルビー株式会社の利益調整行動の推定値

決算期	会計発生高	△売上高	償却性固定資産	非裁量的発生高	裁量的発生高
61期	-13,483	0.098460436806	0.65546984344	-14,418.07079	935.07079
62期	-10,172	0.096917475469	0.58951279669	-8,186.99388	-1、 985.00612
63期	-401	0.077862626141	0.53941424446	-1,189.31594	788.31594
64期	-6,740	0.148819071851	0.50472924387	-7,001.61938	261.61938

(出所) 筆者作成。

カルビー株式会社が東京証券取引所市場第一部に上場したのは2011年3月である。よって、取得できたデータ（有価証券報告書）は2011年3月期（第62期）からであるが、第62期有価証券報告書には前期（第61期）の財務諸表も記載があるため、比較することが可能だった。分析結果より、(表 63) が示す通り、カルビー株式会社を上場する前の期（第61期：2010年3月期）の裁量的発生高は過去4年の中では最大値となっている。この結果は、上場期に向けて利益増加型利益調整を行うという新規株式公開仮説の結果を支持している。前期の利益増加型利益調整の反動により、上場した期（第62期）には裁量的発生高（残差）は過去4年で最小値となったのではないかと推察される。

### 10.3. 裁量的発生高の影響

須田・山本・乙政（2007）に従い、裁量的発生高が会計利益に及ぼした影響について検討する。分析結果により推定された裁量的発生高の絶対値を、当期純利益あるいは税引後経常利益の絶対値で除した数値により影響を測定する。

(表 64) 会計利益の調整が当期純利益と税引後経常利益に及ぼす影響 (1)

社名	期	裁量的発生高の絶対値	当期純利益の絶対値	税引後経常利益の絶対値	裁量的発生高 ÷ 当期純利益	裁量的発生高 ÷ 税引後経常利益
サントリー	1	802.17473	32666	46242	2.456%	1.735%
	2	1197.97554	40027	54157	2.993%	2.212%
	3	10746.44913	62614	78943	17.163%	13.613%
	4	8746.29885	36631	46012	23.877%	19.009%
カルビー	61	935.07079	4017	6008	23.278%	15.564%
	62	1985.00612	4253	6492	46.673%	30.576%
	63	788.31594	7096	6648	11.109%	11.858%
	64	261.61938	9440	10588	2.771%	2.471%
YKK	73	2875.1409	6925	20764	41.518%	13.847%
	74	10060.69282	45785	39444	21.974%	25.506%
	75	5326.85787	3828	4645	139.155%	114.679%
	76	11091.83747	10136	18899	109.430%	58.690%
	77	26411.18763	16334	17592	161.695%	150.132%
	78	19240.33351	32692	33781	58.853%	56.956%

(出所) 筆者作成

(表 64) が示すように、サントリー・グループの第 1 期と第 2 期は裁量的発生高が会計利益に及ぼした影響は小さく、第 3 期と第 4 期はそれまでと比較すると影響が大きかった。サントリー食品インターナショナルが株式を公開した前の期 (第 3 期) については、過去 4 年の中では影響が大きいが、公開した期 (第 4 期) よりは小さかった。

カルビーグループは、サントリー・グループよりも裁量的発生高が会計利益に及ぼした影響が大きい傾向がある。サントリー・グループがファミリー企業で、カルビーグループが非ファミリー企業であると仮定した場合、カルビーの方が利益調整行動は抑制されると想定されたが、分析結果より、カルビーの方が利益調整行動を促進していた。カルビー株式会社は第 62 期 (2011 年 3 月期) に株式を上場して以降、経営合理化と効率化により利益率の改善に取り組んできた。その結果、第 63 期から第 64 期にかけて利益額が増加しており、裁量的発生高が及ぼす影響が希薄化されたと考えられる。以上より、カルビーグループにおける利益調整の影響力は第 64 期の水準が妥当であると推察される。

(表 65) YKK 株式会社の利益調整行動の推定値

決算期	会計発生 高	△売上高	償却性固定資 産	非裁量的発生高	裁量的発生高
73 期	-27,720	0.016948873563	0.412585620263	-24,844.85910	-2,875.14090
74 期	-105,311	-0.069262215483	0.353505465114	-95,250.30718	-10,060.69282
75 期	-63,776	-0.080759499409	0.411531040423	-58,449.14213	-5,326.85787
76 期	-37,056	-0.016738859008	0.395504304713	-48,147.83747	11,091.83747
77 期	-14,484	-0.000669252899	0.398140288155	-40,895.18763	26,411.18763
78 期	-33,433	0.045474751315	0.414094083571	-14,192.66649	-19,240.33351

(出所) 筆者作成

3 社の中で、裁量的発生高が会計利益に及ぼした影響が最も大きかったのが YKK グループだった。YKK グループはファミリー企業であり、かつ非上場企業であることから、株主による監視の影響が最も低く、利益調整行動を行いやすいと想定されていた。分析結果より、この仮説は支持されると考えられる。YKK グループでは、連結で第 74 期に当期で損失を計上しており、第 75 期から第 76 期にかけても利益額が低調だった。第 74 期はリーマンショックの影響、第 76 期は東日本大震災によりアルミサッシなどの建築材料部門に影響が出たのではないかと考えられる。

(表 65) より読み取れるように、この時期の損失を第 76 期から第 77 期にかけての増加型利益調整により埋めていったのかもしれない。その後、利益額の水準が戻ってきた第 78 期では、利益減少型利益調整を行っている。

(表 66) 会計利益の調整が当期純利益と税引後経常利益に及ぼす影響 (2)

	裁量的発生高 ÷ 当期純利益		裁量的発生高 ÷ 税引後経常利益	
	平均値	中央値	平均値	中央値
サントリー	11.622%	10.078%	9.142%	7.912%
カルビー	20.958%	17.194%	15.117%	13.711%
YKK	88.771%	84.142%	69.968%	57.823%

(出所) 筆者作成

(表 66) より、3 社を比較することができる。非ファミリー企業で株式を上場しているカルビーグループは平均値、中央値ともに影響力の水準は中間に位置していた。先行研究の結果より、最も利益調整行動が抑制されると想定されていたが、データ取得期間中に合理化と効率化を進めたため、カルビーグループのポテンシャルを反映していなかったのかもしれない。今後は、より低い水準で推移していくことも予想される。

サントリーホールディングスグループは平均値、中央値ともに影響力が低かった。サントリー・グループがファミリー企業であることを考えると、もう少

し利益調整行動が促進されることが予想されたが、経営規模が他者と比べて大きいことや、データ取得期間中は連結の業績が良かったことなどが、利益調整行動の水準を押し下げた理由として推察される。

YKK グループは3社の中で、平均値、中央値ともに最も影響力の水準が高かった。この結果は、ファミリー企業で非上場企業であるほど、利益調整行動が促進されるという先行研究における結果を指示するものとなった。ただし、YKK グループはデータ取得期間中にリーマンショックや東日本大震災の影響で業績に影響が出たために、緊急で利益調整を行ったと解釈することもできるため、必ずしもファミリー企業であることと非上場企業であることが全ての要因であるとは限らないと付け加えておく必要があるだろう。

#### 10.4. ファミリービジネスの研究の視点からの考察

##### 10.4.1. 新規株式公開仮説のファミリービジネスにおける特異性

新規株式公開仮説によれば、株式を上場する前の期にむけて利益増加型利益調整を行う傾向にあるとされている。しかし、分析結果より、(表59)が示す通り、サントリー食品インターナショナル株式会社を上場する前の期(第4期:2012年12月期)の裁量的発生高(残差)は過去4年の中では最小値となっている。第3期(2011年12月期)の裁量的発生高が最大値となっている。

したがって、サントリーホールディングスは、サントリー食品インターナショナル株式会社を上場する前の期(第4期:2012年12月期)ではなく、その前期(第3期:2011年12月期)に、利益増加型の利益調整行動を行っていること示された。

このサントリー・グループ事例では、ファミリービジネスにおいて、従来の新規株式公開仮説とは異なる特異性を示している。では、なぜ、サントリー・グループの事例では、従来の新規株式公開仮説とは異なる結果となったのだろうか。

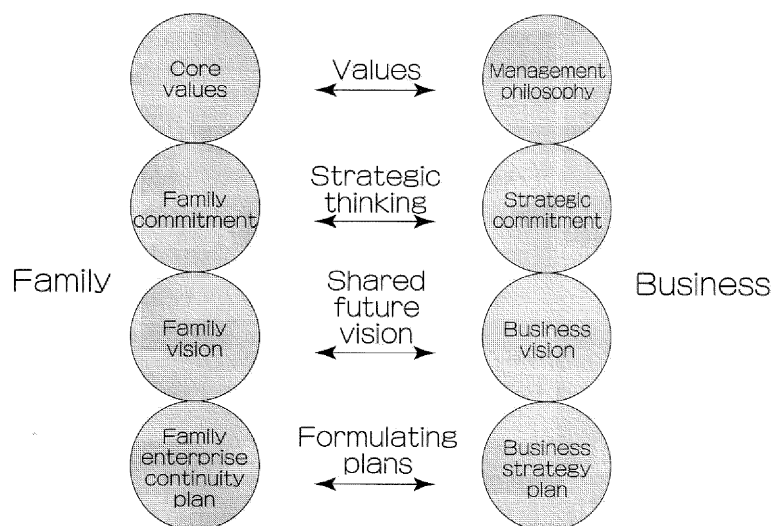
##### 10.4.2. パラレル・プランニング・プラン・モデル (PPP) からの考察

最近のファミリービジネス研究において、「パラレル・プランニング・プラン・モデル (PPP)」という考え方が示された。階戸 (2014)<sup>417</sup>は、この「パラレル・プランニング (並行プランニング、Parallel Planning)」は、「同研究の成果は、まだ日本で紹介されていないものであり、本稿において初めて日本に初めて訳語にて提示する。このパラレル・プランニングの特徴は、ある一定のプロ

---

<sup>417</sup> 階戸照雄 (2014) 「ファミリービジネスのガバナンスに関わる研究—パラレル・プランニング理論を中心として—」 日本大学、<http://hdl.handle.net/11263/260> (2014年7月14日)、p118。

セスを経ることでファミリービジネスにおいて有効な解決策が導かれるアプローチとして提唱されている点にある。(中略) 本稿に記す内容は、従来の研究の成果を更に一步進めたものだけでなく、全く新しい切り口も示されているものであることを改めて記す」としている。



【図18 パラレル・プランニング・プロセス・モデル (PPP)】

(出所) 階戸照雄 (2008) 「欧米のオーナー経営の特異性」倉科敏材編著『オーナー企業の経営』中央経済社、p74。

すなわち、このモデルは、ファミリービジネスの経営行動を検討する上で、非常に重要な概念である。よって、以下では、本研究テーマであるファミリービジネスの新規株式公開に関連する項目を整理して示すこととする<sup>418</sup>。

#### ① パラレル・プランニング・プラン・モデル (PPP) の意義

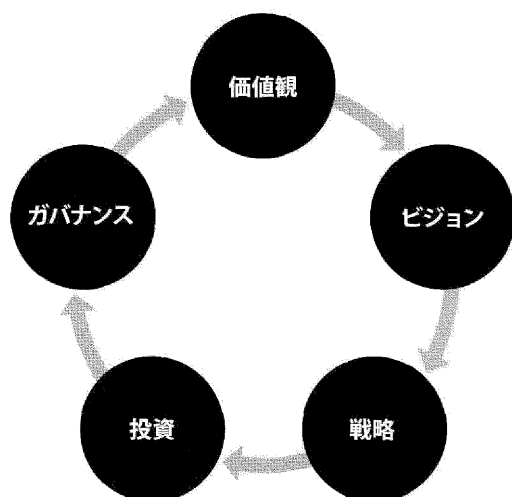
階戸 (2008)<sup>419</sup>によれば、パラレル・プランニング・プラン・モデル (以下「PPPモデル」という) とは、「お互いのニーズや目標を相互に支え合うファミリープランとビジネス (事業) プランを特定することである。これは、ファミリーとビジネスの思い (期待) を受けたビジネス戦略を計画することで達成

<sup>418</sup> 以下では、Randel S.Carlock and John L.Ward (2010) "When Family Business are Best(The Parallel Planning Process for Family Harmony and Business)" Palgrave Macmillan. (階戸照雄訳 (2015) 「ファミリービジネス最良の法則」ファーストプレス)、および、階戸照雄 (2014) 「ファミリービジネスのガバナンスに関わる研究ーパラレル・プランニング理論を中心として-」日本大学、<http://hdl.handle.net/11263/260> (2014年7月14日)の中から、本研究に関連する項目を示すこととする。

<sup>419</sup> 階戸照雄 (2008) 「欧米のオーナー経営の特異性」倉科敏材編著『オーナー企業の経営』中央経済社、p75。

される。ビジネスプランの最終的な目標は stake holder（利害関係者）にとって長期的な経済価値を創出するような戦略を展開することにある。PPP モデルがこれまでのファミリービジネスにおけるモデルと異なるのは、ファミリー（ファミリー家）やビジネス（事業）の具体的な課題をパラレル（平行）な形で個別毎に明示的に示したことであり、各課題をモデルに従って解決すると、最終的にファミリーとビジネスプランの両方が策定できる」ことにある。

この PPP モデルは、”Strategic Plannings for the Family Business”（『ファミリービジネスのための戦略的プランニング』<sup>420</sup>）において紹介され、「INSEAD のカーロック教授とノースウエスタン大学院のワード教授の共著によるものである。内容は、ワード教授のファミリービジネスの世界的名著とされる Keeping the Family Business Healthy(『ファミリービジネスを健全に保つ』)の改訂版の位置づけ」であり<sup>421</sup>、「更に段階的に発展」させている<sup>422</sup>。



【図 1 9 並行プランニングの 5 つのステップ】

（出所）Randel S.Carlock and John L.Ward (2010)”When Family Business are Best(The Parallel Planning Process for Family Harmony and Business)”Palgrave Macmillan. 階戸照雄訳(2015)「ファミリービジネス最良の法則」ファーストプレス、p35。

<sup>420</sup> R.S.Cariocck., J. L. Ward, (2001) Strategic Plannings for the Family Business:Parallel Planning to Unify the Family and Business,Palgrave.

<sup>421</sup> 階戸照雄 (2008) 「欧米のオーナー経営の特異性」倉科敏材編著『オーナー企業の経営』中央経済社、p74。

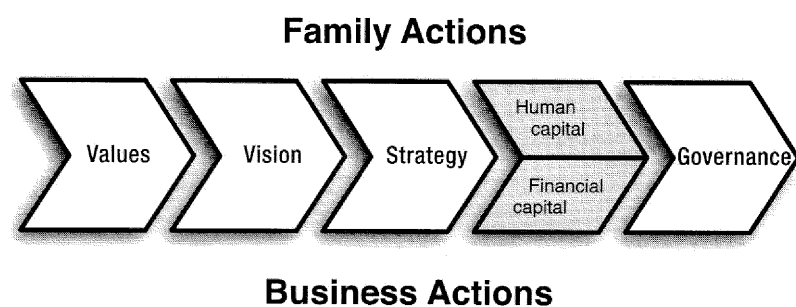
<sup>422</sup> Randel S.Carlock and John L.Ward (2010)”When Family Business are Best(The Parallel Planning Process for Family Harmony and Business)”Palgrave Macmillan. 階戸照雄訳(2015)「ファミリービジネス最良の法則」ファーストプレス、p 7。



さらに、階戸（2014）によれば、「パラレル・プランニングは、①ファミリーの価値観に加えて、その価値観によって導かれるビジョン、③戦略、④投資、および⑤ガバナンスという、5つのステップで構成される<sup>423</sup>。

## ② 人的資本（Human capital）および財務資本（Financial capital）に対する投資

階戸（2014）によれば、ファミリービジネスの投資の判断においては、「ファミリービジネスが長期的に価値を創造できる可能性」と「どれほどの財務的投資『Financial capital』（再投資かそれとも配当か）や人的投資『Human capital』（ファミリーによるリーダーシップおよびガバナンス能力）が、今後のビジネスの成功を支えるために必要か」の2つの問いにどのように答えていくかが重要となり、投資に係るアクションであるとしている<sup>424</sup>。



【図20 人的資本（Human capital）および財務資本（Financial capital）に対する投資】  
（出所）Randel S.Carlock and John L.Ward (2010)“When Family Business are Best(The Parallel Planning Process for Family Harmony and Business)”Palgrave Macmillan、p42.

## ③ ファミリービジネスのビジョンの策定

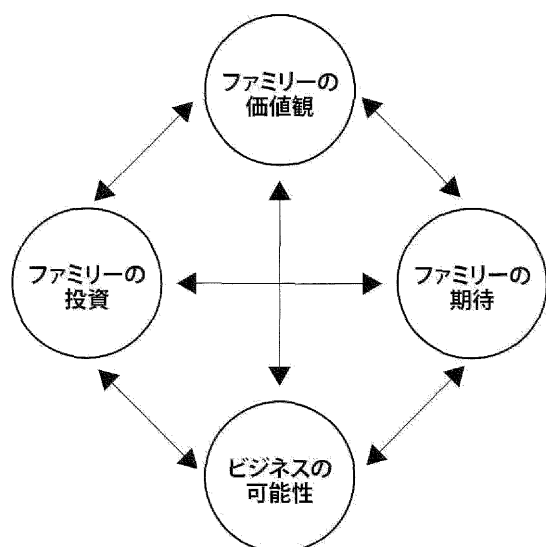
Carlock（2010）（階戸訳（2015））<sup>425</sup>によれば、ファミリービジネスのビジョンの策定上、以下の4つが重要となる。

<sup>423</sup> 階戸照雄（2014）「ファミリービジネスのガバナンスに関わる研究ーパラレル・プランニング理論を中心として-」日本大学、<http://hdl.handle.net/11263/260>（2014年7月14日）

<sup>424</sup> 階戸照雄（2014）「ファミリービジネスのガバナンスに関わる研究ーパラレル・プランニング理論を中心として-」日本大学、<http://hdl.handle.net/11263/260>（2014年7月14日）、一部筆者加筆。

<sup>425</sup> Randel S.Carlock and John L.Ward (2010)“When Family Business are Best(The Parallel Planning Process for Family Harmony and Business)”Palgrave Macmillan. 階戸照雄訳(2015)「ファミリービジネス最良の法則」ファーストプレス、pp165-166。

- (i) ファミリーの価値観：いかなるファミリーの価値観がオーナーシップの存続とビジネスへの長期的な投資を支えるだろうか。
- (ii) ビジネスの可能性：ファミリーや利害関係者に今後価値をもたらすと思われるビジネスの可能性とは何か。
- (iii) ファミリーの期待：ファミリー・オーナーは、ビジネスから何を期待するのであろうか。
- (iv) ファミリーによる投資：ファミリーはいかにしてビジネスに価値を付け加えることができるだろうか。



【図2-1 ファミリービジネスのビジョンに影響を与える各要素】

(出所) Randel S.Carlock and John L.Ward (2010) ”When Family Business are Best(The Parallel Planning Process for Family Harmony and Business)”Palgrave Macmillan (階戸照雄訳(2015)「ファミリービジネス最良の法則」ファーストプレス)、p167。

#### ④ 投資 (invest) に関する決定 (会社を所有するべきか)

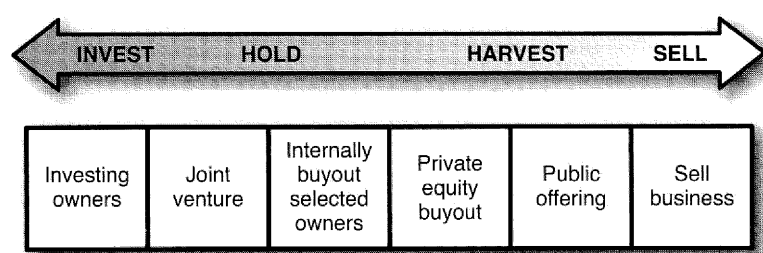
Carlock (2010) (階戸訳 (2015))<sup>426</sup>は、「ファミリービジネスを扱う学問においては、ファミリーのオーナーシップは常に存在するものとして考察が展開されていた。(中略)しかし、ビジネスのオーナーシップが常にファミリー内部で受け継がれていくべきだとは必ずしも言えない。現実には、ビジネスの売却が関係者全員にとって最良の場合もある。成熟期に身を置き、今後の展開が開けない会社において、ファミリーによるコミットメントが弱い場合や、内紛が慢

<sup>426</sup> Randel S.Carlock and John L.Ward (2010) ”When Family Business are Best(The Parallel Planning Process for Family Harmony and Business)”Palgrave Macmillan. 階戸照雄訳(2015)「ファミリービジネス最良の法則」ファーストプレス、p171。

性的に起こっているような状態にあつては、ファミリーがオーナーシップを維持することは賢明ではないという場合もある。」と指摘している<sup>427</sup>。

本研究の対象事例であるサントリー・グループは、日本国内市場の少子高齢化により、飲料水業界の市場は、まさに、成熟化していた。ここに、新規株式公開仮説と異なる結果を得た要因分析の糸口があるのではないだろうか。

さらに、Carlock (2010) (階戸訳 (2015))<sup>428</sup>によれば、投資に関する意思決定については、以下の4つにまとめることができる。



【図22 ファミリービジネスの投資戦略】

(出所) Randel S.Carlock and John L.Ward (2010) "When Family Business are Best(The Parallel Planning Process for Family Harmony and Business)" Palgrave Macmillan、p95.

(i) 「投資 (invest)」: 金銭的投資を継続的に行うことを選択することから、ビジネスに対して、完全にコミットしているファミリー (あるいはファミリー全体のうちのある有力なグループ)

(ii) 「保有 (hold)」: 投資を継続的に行っていく意向はあるものの、1つもしくは複数のオーナーを買収するか、あるいは合併を通じた新たな投資については縮小することを決定したファミリー

(iii) 「回収 (harvest)」: プライベート・エクイティまたは証券取引所への上場を通じて、流動性資金を確保、あるいはオーナーシップの地位を縮小しようとするファミリー

(iv) 「売却 (sell)」: 事業会社もしくは会社本社への投資のすべてを清算しようとするファミリー

<sup>427</sup> この点に関連して、階戸 (2014) は、「初代が築き上げ、2代目がそれを守り、三代目がそれを使い果たすという古い格言を、誰もが耳にしたことだろう。『売家と唐様で書く三代目』である。ビジネスの成長、投資の拡大、やがて利益の回収 (harvest) という一連のサイクルにも通じる。この3代の法則を説いたものについては、同様のものが世界に数多く存在する」としている。階戸照雄 (2014) 「ファミリービジネスのガバナンスに関わる研究—パラレル・プランニング理論を中心として—」日本大学、<http://hdl.handle.net/11263/260> (2014年7月14日)、p223。

<sup>428</sup> Randel S.Carlock and John L.Ward (2010) "When Family Business are Best(The Parallel Planning Process for Family Harmony and Business)" Palgrave Macmillan. 階戸照雄訳(2015)「ファミリービジネス最良の法則」ファーストプレス、p171。

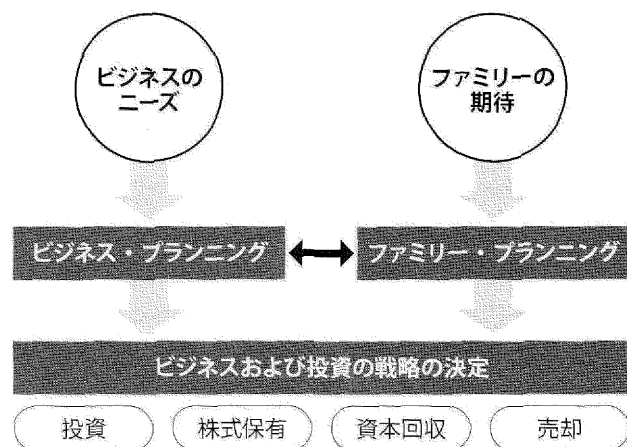
Carlock (2010) (階戸訳 (2015))<sup>429</sup>は、「投資 (invest) と保有 (hold) については、ビジネスに対する投資、ファミリーのオーナーシップを将来にわたって保持することを意味する。(中略) 回収 (harvest) と売却 (sell) については、手元資金の確保、ファミリーのオーナーシップの地位の縮小を意味するものである」としている。

本研究の対象事例であるサントリー・グループにおいては、サントリー食品インターナショナルは、新規株式公開したもの、持株会社であるサントーホールディングスは、非上場のままであった。このことから、サントリー食品インターナショナルの新規株式公開は、企業集団としてのサントリー・グループ全体で見れば、ここでいう「売却 (sell)」には該当せず、「回収 (harvest)」に該当する事例である。

この「回収 (harvest)」は、ファミリービジネスの視点からみると、プライベート・エクイティまたは証券取引所への上場を通じて、流動性ある手元資金を確保するという面があることに着目する必要となる。

#### ⑤ ファミリービジネスにおける投資意思決定

先にみたように、ファミリーによる投資 (invest) には、財務的投資「Financial capital」(再投資かそれとも配当か) と人的投資「Human capital」(ファミリーによるリーダーシップおよびガバナンス能力) の2つがある。



【図23 ファミリービジネスの期待とビジネスのニーズを調整しビジネスと投資の戦略を立てる】

(出所) Randel S.Carlock and John L.Ward (2010) "When Family Business are Best(The Parallel Planning Process for Family Harmony and Business)" Palgrave Macmillan (階戸照雄訳(2015)「ファミリービジネス最良の法則」ファーストプレス)、p262。

<sup>429</sup> Randel S.Carlock and John L.Ward (2010) "When Family Business are Best(The Parallel Planning Process for Family Harmony and Business)" Palgrave Macmillan. 階戸照雄訳(2015)「ファミリービジネス最良の法則」ファーストプレス、p171、一部筆者加筆。

階戸（2014）<sup>430</sup>によると、「会社のビジネス上での収益やその他の財務的資本（Financial capital）を、今後の会社の持続的な成長のために再投資に振り向けることに着目」すると、「財務的資本（Financial capital）への投資、それをどのように振り分けるか（分配）、投資の回収（harvest）をどう管理するかということは、ほとんどのファミリー企業が抱える課題である。ファミリーの規模が拡大し複雑になるにつれ、投資（invest）すべき分野とオーナーの見解とを一致させるプロセスの重要性は高まる。ファミリービジネスをめぐっては、創業者でありオーナーでもある初代以降は、ビジネスに対するコミットメントの違いにより、オーナーの立場から（中略）①投資（invest）②保有（hold）③回収（harvest）④売却（sell）」の4つの戦略がとられる。

また、「各戦略は、投資に対するオーナーの姿勢やコミットメントをよく映しており、自社が有する価値創造の潜在能力やファミリーのビジネスに対するコミットメントをもとに決定される<sup>431</sup>。」としている。

#### ⑥ ファミリービジネスにおける投資のジレンマ

階戸（2014）<sup>432</sup>によると、「Francois de Visscherは、企業支配、キャッシュの回収、設備投資の3つの変数の間でバランスをとることを『ファミリービジネスにおける投資のジレンマ』と考えている<sup>433</sup>。ファミリーの期待に応えることと、ビジネスのニーズを満たすことの両者をめぐる難しい選択が存在することは明らかである。（中略）一方で、ビジネスファミリーは、オーナーシップの世代間の承継を進めて、ビジネスの成長を持続させるには、負債、支配、配当金、報酬等について、新たな考え方が必要である（中略）。ファミリー・メンバーが拡大するにつれて、（中略）最終的にビジネスファミリーにとって最重要課題は、自らが保有する資産の保全や資金ニーズとなる。」

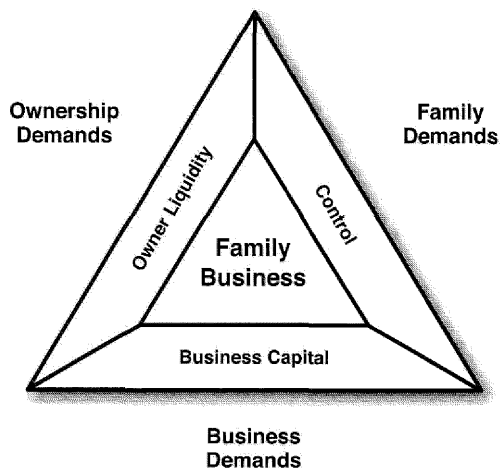
---

<sup>430</sup> 階戸照雄（2014）「ファミリービジネスのガバナンスに関わる研究ーパラレル・プランニング理論を中心として-」日本大学、<http://hdl.handle.net/11263/260>（2014年7月14日）、p225、一部筆者加筆。

<sup>431</sup> 同上、p225。

<sup>432</sup> 同上、pp227-229。

<sup>433</sup> De Visscher, F., Afronoff, C. and Ward J. *Financing Transitions: Managing Capital and Liquidity in Family Businesses* (Marietta, Ga: Business Owners Resources, 1995).



【図 2 4 ファミリービジネスの投資戦略】

(出所) Randel S.Carlock and John L.Ward (2010)“When Family Business are Best(The Parallel Planning Process for Family Harmony and Business)”Palgrave Macmillan、p162.

さらに、「ビジネスに必要な資金を調達することが、ファミリービジネスの成長や存続に欠かせないことは間違いない。競争に耐えうる力を備え、かつファミリーの要求に応えるだけの企業を創出することが最終的な目標である。しかしながら、ほとんどの企業が、資本をめぐる各主体の利害が対立するなかで、折衷的な選択をとることを余儀なくされている。」としている<sup>434</sup>。

すなわち、ファミリービジネスにとって、最重要課題は、自らが保有する資産の保全や資金ニーズを満たすことであり、ビジネスに必要な資金を調達することが、ファミリービジネスの成長や存続に欠かせないという点が着目すべきところである。

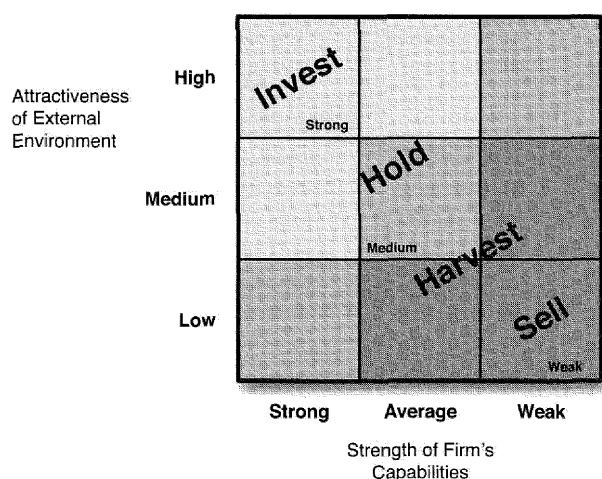
#### ⑦ ファミリービジネスのコミットメントとオーナーシップ

階戸 (2014)<sup>435</sup>は、「オーナーとしての立場からファミリーが取る戦略は、その企業の将来の戦略可能性によっても変わってくる。高い可能性を秘めた企業においては投資が促され、将来性の低い企業では資本が回収される。「投資 (invest)」や「持ち株の保有 (hold)」という戦略を取るということは、投資に対するコミットメントが高～中レベルであることを示し、一方、「資本の回収 (harvest)」を選択するということは、投資に対するコミットメントが中程度であることを示し、ファミリーに長期的な資金を確保したいとの意図がうかがえる。「資本の回収 (harvest)」という戦略を取るとは、ビジネスファミリーはファミリー

<sup>434</sup> 階戸照雄 (2014) 「ファミリービジネスのガバナンスに関わる研究ーパラレル・プランニング理論を中心として-」日本大学、<http://hdl.handle.net/11263/260> (2014年7月14日)、p229。

<sup>435</sup> 同上、p232。

・メンバーからの要求に応じて自らの富を分散するか、またはオーナーシップを縮小するべきだと考える者もいるということを示している。また、市場環境によっては、ファミリービジネスを売却する場合も考えられる。負の投資 (disinvestment)の戦略の最たるものは、ファミリーの持ち株を売却することであり、これは一般にファミリーや市場の状況により有利な売却の機会に恵まれた時や、自社が強力な競合他社による脅威に晒された時や、業界がすでに成熟した時、あるいはマネジメントの承継時に起こる。こうした状況においても大きな利益を上げる企業もなかには存在するが、そのためにはかなりの人的・財務的投資が必要であり、失敗のリスクも大きい。感傷的になって、あるいはファミリーが受け継いできた遺産を守りたいとの思いから、すでに力を失った会社をサポートし続けるファミリーもあるだろうが、やはりこの決断はオープンに議論し、全員がファミリーの投資を続けることの意義を理解しておく必要がある。」としている。



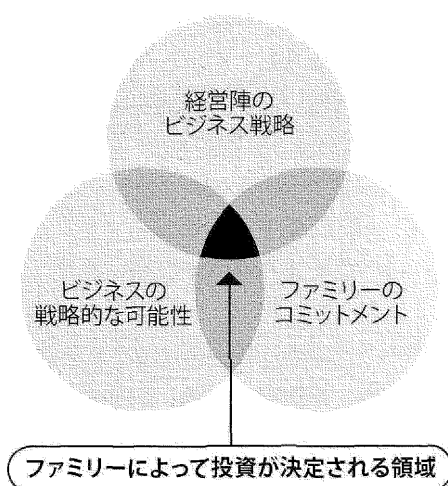
【図 2 5 ファミリービジネスの戦略的可能性とオーナーシップ戦略の関係】

(出所) Randel S.Carlock and John L.Ward (2010) "When Family Business are Best(The Parallel Planning Process for Family Harmony and Business)" Palgrave Macmillan、p165.

ここでは、将来性の低い企業あるいは事業分野では、資本が回収され、この「資本の回収 (harvest)」を選択するという事は、投資に対するコミットメントが中程度であり、ファミリーに長期的な資金を確保したいとの意図がある点が、重要である。

#### ⑧ 対立する利害の調整

階戸（2014）<sup>436</sup>は、「ファミリーが投資または負の投資の割合について決定を下す際、それに付随して決断を下さなければならない項目が多く存在する。事業収益やキャッシュフローをどのように使うか、増資を行うのか、あるいは負債をどう活用すべきかといったことなどが挙げられる。しかしながら、大まかに言って、「金がものを言う」という古い格言にあるように、金額の多寡はコミットメントを測るにはうってつけである。単純に考えて、献身的なファミリーというものはビジネスの長期的な成功のために目先の利益には目をくれずに、利益を再投資して企業をサポートするものである。対照的に、献身的でないファミリーや戦略的な可能性の低いビジネスは、投資を減少させることになるか、もしくはビジネスを売却することになる。」としている。



【図26 ファミリービジネスにおける投資：ファミリーの投資を左右する、重要となる3つの各要素の交わり合う部分を最大化する】

（出所）Randel S.Carlock and John L.Ward (2010)“When Family Business are Best(The Parallel Planning Process for Family Harmony and Business)”Palgrave Macmillan（階戸照雄訳(2015)「ファミリービジネス最良の法則」ファーストプレス）、p275。

さらに、「ファミリーの投資は3つの要素に左右される。経営者のビジネス戦略、ビジネスの戦略的な可能性、ファミリーのコミットメントである。ファミリーの投資に対する決定は、こうした各要素が交わり合っている部分によって左右される。交わり合っている部分の大きい企業には、より多くの戦略の選択肢がある。交わり合っている部分の少ない、もしくはまったく無い企業には、実行可能な選択肢は無く、投資を減少するか、ビジネスを売却するしか道は残されていない。」としている<sup>437</sup>。

すなわち、前述のサントリー・グループにおけるビール事業のように、長期的な成功のために目先の利益には目をくれずに、利益を再投資して企業をサポ

<sup>436</sup> 同上、p233。

<sup>437</sup> 同上、p234。



ートするが、一方で、献身的でないファミリーや戦略的な可能性の低いビジネスは、投資を減少させることになるか、もしくはビジネスを売却するという思考が存在する。

### ⑨ ファミリービジネス投資マトリックス

「ファミリービジネス投資マトリックス (Family Business Matrix) は、ビジネスの戦略的な可能性 (Strategic Potential) とファミリーのコミットメントのさまざまな組み合わせに基づき、4つの投資シナリオ (①投資 : Invest) ②保有 (Hold) ③回収 (Harvest) ④売却 (Sell) を示すものである<sup>438</sup>。」

図 27 中の「列 A は、オーナーに対して価値をもたらす能力 (潜在能力) である『ビジネスの戦略的な可能性の程度』を、それぞれ強、中、弱で表している。列 B は、ビジネスのオーナーシップを存続させたいとする意思である『ファミリーのコミットメントの強さ』を、それぞれ①投資 (Invest) ②保有 (Hold) ③資本の回収 (Harvest) ④売却 (Sell) で表している。この列 A および列 B から、ファミリーの投資と配当についての最終的な判断が導かれるのである。列 C および列 D はそれぞれ再投資と配当の割合を表し、これらは負債、新株発行等、外部からの資金調達がない限り、相関的な関係にある。事業上の収益が、配当、内部留保のいずれかに振り向けられるのである<sup>439</sup>。」

A ビジネスの戦略的可能性	B ファミリーのコミットメント	C 再投資の割合	D 配当の割合
強	投資	60～100%	0～40%
中	保有	40～60%	40～60%
中	資本回収	10～40%	60～90%
弱	売却	0	100%

【図 27 ファミリービジネス投資マトリックス】

(出所) Randel S.Carlock and John L.Ward (2010) "When Family Business are Best(The Parallel Planning Process for Family Harmony and Business)" Palgrave Macmillan (階戸照雄訳(2015)「ファミリービジネス最良の法則」ファーストプレス)、p277。

### ⑩ ファミリービジネスの投下資本の回収の独自性

<sup>438</sup> 同上、p236、一部筆者加筆。

<sup>439</sup> Randel S.Carlock and John L.Ward (2010) "When Family Business are Best(The Parallel Planning Process for Family Harmony and Business)" Palgrave Macmillan. 階戸照雄訳(2015)「ファミリービジネス最良の法則」ファーストプレス、p278、一部筆者加筆。

ファミリービジネスの投下資本の回収の独自性に関し、階戸（2014）<sup>440</sup>は、「投資および負の投資(disinvestment)についての判断は、各人のライフ・スタイル、ファミリーの富の創造、ビジネスの競争力と戦略、ファミリー遺産、心情的な愛着等、ファミリーのありとあらゆる事柄に影響を与えることから、非常に重要となる。企業の収益のうち、再投資と配当にそれぞれどの程度振り向けるかをオーナーが決断することによって、ビジネス戦略はプランニングの段階から実行へと移される。投資の規模と配当についての方針は、一度限りの議論で済むようなものではなく、オーナー、取締役会、経営陣の各主体間での継続した対話を要するものである。なお、投資の規模と配当については当事者による対話が重要であることにはかわりないが、一方で、配当の割合を比較的低く抑えておく、あるいは資本の流動性を確保して厳しい経済情勢下でも投資を削減する必要がないようにしておくことが賢明であるかなど、企業価値を保つための検討は常に行っている必要があるだろう。」としている。

続けて、「ファミリービジネスの能力と財務的・人的資本を結び付けることにより、価値創造にとってのより好ましい機会が生じる場合、そのファミリービジネスはより良い条件に恵まれることとなる。他方、ファミリーがビジネスに対して強いコミットメントを持たない場合、事業を売却してその売却益を回収するプランを立てるべきである。ファミリーのコミットメントとビジネス戦略に食い違いがある場合、ファミリー内部もしくはファミリーと経営陣との間で対立を生むことがある。適切な再投資を行わないと、将来世代がビジネスを引き継ぐころにはそのビジネスはすでに衰退していることになりかねない。」と指摘している<sup>441</sup>。

このように、ファミリービジネスの投下資本とその回収に対する考え方は、独自のものがあり、PPPモデルを用いることにより、その複雑ファミリービジネスにおける経営戦略の思考形態を明快にすることができた。このPPPモデルの知見から、一般の新規株式公開仮説とは異なる結果となったサントリー・グループの利益調整行動の特異性を考察する理論を得た。

#### 10.4.3. ファミリービジネス経営者の新規株式公開に対する見解

先に示したように、加護野（2008）<sup>442</sup>は、ファミリービジネスの新規株式公開について、「日本の場合、同族は、企業への長期コミットメントを持っている。長期的なコミットメントを持つ人々が企業統治や企業経営を行った場合には、長期的な視野での経営が行われる。明治期に竹中工務店は上場のチャンスがあ

440 階戸照雄（2014）「ファミリービジネスのガバナンスに関わる研究—パラレル・プランニング理論を中心として—」日本大学、<http://hdl.handle.net/11263/260>（2014年7月14日）、p238。

441 同上、p238。

442 加護野忠男（2008）「学術からの発信 経営学とファミリービジネス研究」『学術の動向』13（1）、p.70。

ったが、上場を回避している。短期的な成果の還元を求める株主によって経営が左右されることを嫌ったからである。」「上場後もファミリー経営を貫くことによって長期的な視野での経営を行うことができる。実際に長期的な視野での経営が要求される製薬業では、ファミリー企業の比率が格段に高い。最近は、神戸のワールドが、上場を廃止し、非公開企業になった、現在の法制度の下では、上場は企業に大きな負担をかけるようになっている。」としている。

同様に、倉科(2003)<sup>443</sup>は、「企業買収を逃れる目的と厳しい株主からの情報開示要求を逃れるため、公開株式を買い上げて株式公開企業を非公開企業に転換させる企業もある。1985年創業者一族のハースファミリーは、リーバイ・ストラウス社を、20億ドルを要して非公開企業にした。洗剤や健康食品などの訪問販売の日本アムウェイのケースもそれに当たる。(中略)企業の財務状況が良く、わが道を行く経営をしたい企業は、企業に対するコミットメントが低く、長期的視野に欠ける経営スタイルを要請することもある、機関投資家を中心とした株主の束縛を逃れるべく非公開を貫く。」としている。

これらは、ファミリービジネスにおける新規株式公開は、ファミリービジネス以外の新規株式公開とは、異なる意味合いがある点を指摘している。

これに関連して、階戸(2008)<sup>444</sup>は、アメリカの代表的なファミリービジネスの事例として、以下のように述べている。

#### ① ウォルマートの事例

ウォルマートは、「サミュエル・ムーア・ウォルトン(サム・ウォルトン)によって創業された世界トップの小売業で、企業規模も世界一である。1945年、最初はバラエテ4ストアとして創業され、ウォルマートの名によるディスカントストアは1962年より始まった。その後、様々なストアフォーマットを展開している。現在、世界13カ国に進出し、6千5百店舗以上を有する。圧倒的な190万人の従業員(アソシエート)で3,450億ドル(2007年度)を売り上げる<sup>445</sup>。毎週1億人の顧客を相手にしている勘定になる。「お客様第一」の顧客満足の実現を目指す創業者サム・ウォルトンの経営哲学とその哲学に下支えされたローコストオペレーションのビジネスモデルにより、業界随一の利益率を記録し続けてきた。EDLP(EveryDay,LowPrice)は長らく同社を象徴する言葉であった<sup>446</sup>。」

このウォルマートのサム・ウォルトンの事例について、「なぜ、サム・ウォルトンはファミリー企業を公開したのか。氏は、事業拡大に対する飽くことの

443 倉科敏材(2003)「ファミリー企業の経営学」東洋経済新報社、p229。

444 階戸照雄(2008)「欧米のオーナー経営の特異性」倉科敏材編著『オーナー企業の経営』中央経済社、pp93-96。

445 アメリカウォルマート・アニュアルレポート2007年度

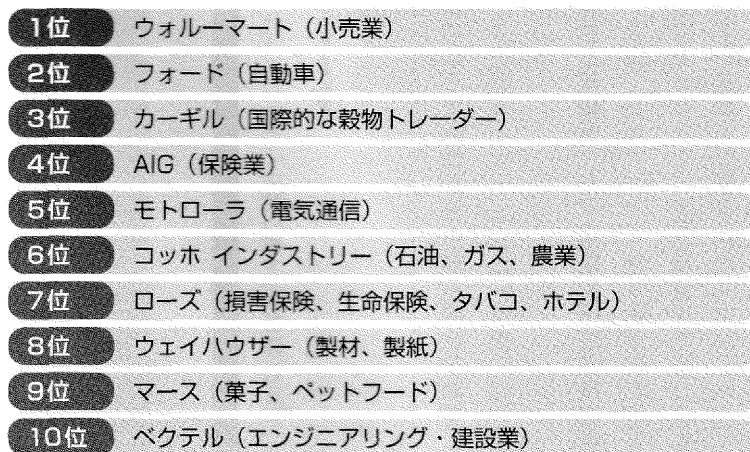
[http://walmartstores.com/Files/2007\\_annualReport.pdf](http://walmartstores.com/Files/2007_annualReport.pdf)

446 階戸照雄(2008)「欧米のオーナー経営の特異性」倉科敏材編著『オーナー企業の経営』中央経済社、pp93-94。

ない意欲を常に持ち続け、借入金も膨大なものとなったため、更なる借入への困難さがウォルマート成長のボトルネックとなっていた。このため、氏は最後の自伝<sup>447</sup>で『私はもう、借金をすることにほとんど疲れ果てていた。ウォルマートの株式を公開しようと、私はかたく決心した』と述べているほどである。ウォルマートのファミリー企業としての行方は、経営へのファミリーとしての関与の仕方から、資産としてのウォルマート株の扱い方まで多様な課題につき、残されたウォルトン家の双肩にかかっているといえよう<sup>448</sup>。』

## ② カーギルの事例

カーギルは、「創業者のウィル・W・カーギルにより、1865年に創立された。世界最大の農作物商社で、大手製塩会社でもある。2007年の売上高は883億ドル、純利益は23億ドル、純資産は162億ドルとなっている。世界66カ国に158,000人の従業員を有している<sup>449</sup>。カーギルは非上場企業であるが、財務諸表等のディスクロージャーは的確で(株主情報は限定的)、経営の透明度は高いといえる。また、非ファミリー家のプロフェッショナル経営者がCEOのポジションに就いている。そのカーギル社の企業形態は、株式の全てをカーギル家とマクミラン家と従業員持株会が所有するファミリー企業であり、非上場企業としては、世界最大規模の売上高を誇る<sup>450</sup>。」



【図28 米国のファミリー企業トップ10】

<sup>447</sup> S.Walton(1992)Sam Walton:Made in America:My Story ,Doubleday(桜井多恵子+渥美俊一監訳(2002)『私のウォルマート商法一すべて小さく考えよ』講談社)p.174

<sup>448</sup> 階戸照雄 (2008) 「欧米のオーナー経営の特異性」 倉科敏材編著『オーナー企業の経営』中央経済社、p95。

<sup>449</sup> Cargill Financial Highlights2007-2003年

<http://ww.cargill.com/about/financial/financialhighlights.htm#TopOfPage>

<sup>450</sup> 階戸照雄 (2008) 「欧米のオーナー経営の特異性」 倉科敏材編著『オーナー企業の経営』中央経済社、p95。

(出所) 倉科敏材 (2003) 「ファミリー企業の経営学」東洋経済新報社、p21。

このカーギルの事例について、「ジュームス・R・カーギルが、何故カーギルは上場しないのかと問われ(中略)、次のように答えている。『公開すると、2つの問題を抱える。カネとトラブルだ。カーギルにはどちらも既にもう十分ある。(公開しても)これしか手に入らない。一体、これらのよそ者は何の役に立つのか。難解な商品ビジネスで、ウォールストリート(金融界)のやつらの判断能力はゼロに等しい。それで、株が上がったり、下がったりする。小麦の先物価格は10セント落ちれば、株も動く。いや、そんなものは必要ない。素晴らしい銀行の与信枠があり、株式公開からのカネは不要だ。クレジット・ライン(信用与信枠)は膨大な金額なのだ<sup>451</sup>。』数代を経たカーギルの場合、サム・ウォルトンのように事業拡大のため多額の資金のニーズは既になくなっており、3代目の時代では企業を公開する必要性は全くなかったようである。また、この同じインタビューで、ジュームス・R・カーギルはファミリーメンバー(特に若い世代)によるファミリー・カウンスル(ファミリー協議会)の必要性に触れており、彼のインタビューの中で特に注目を引く点である」としている<sup>452</sup>。

### ③ ジョンソン&ジョンソンの事例

後藤俊夫編著 (2012)<sup>453</sup>は、「アメリカのS.C.ジョンソン&サンのサムエル・ジョンソン(創業者の曾孫)は株式公開しない理由を次のように列挙している。「ファミリービジネスには特別の利点があり、それは株式公開企業との競争において特に著しい。株式を公開しなければ、競争にかかわる情報を外部に提供する必要がない。最後の瞬間まで手の内を見せず、勝利を手中に収めることができるのは、まさにポーカー・ゲームと同じである。収益拡大のためには株式公開企業のほうが有利と考える人が多い。」

「しかし、それは短期的な利益であり、ファミリービジネスは10年に及ぶ長期的な時間軸で判断をするので、単純な比較は疑わしい結果を招く。また、株式を公開すれば、必要以上に会社情報を公開しなければならないばかりか、公開に要する経費も高額にのぼる。コンゴレウム社は公開企業であった時、年間100万ドルの関連経費がかかったという。同社は1980年に非公開に転じた。」

「リーバイ・ストラウスもアメリカで1971年に上場したが、1992年に上場廃止した。早期から児童労働の回避を含むガイドラインを制定していたが、1992年、一部開発途上国の契約工場で就労年齢に達しない児童労働の実態が明らかになった。同社は『現地に学校を作り、子供達を通わせて、就労年齢に達してから再雇用する』方針を打ち出したが、株主から学校を建てる資金を株主に還

<sup>451</sup> IBiD,p.300

<sup>452</sup> 階戸照雄 (2008) 「欧米のオーナー経営の特異性」倉科敏材編著『オーナー企業の経営』中央経済社、p96。

<sup>453</sup> 後藤俊夫編著 (2012) <sup>453</sup> 「ファミリービジネス知られざる実力と可能性ー」白桃書房、pp84-85。

元すべきという批判が続出した。これに対し同社は、同社会長が追求する人権保護や差別撤廃、環境保全、フェアトレードなどの社会的責任を追求する経営を貫くため、「株主利益に左右されない企業になることを選択する」として、社会に貢献する企業であり続けるために、創業者による MBO(経営陣による企業買収)を行い、アメリカでの上場を廃止した。」

#### ④ 竹中工務店の事例

加護野 (2012) <sup>454</sup>は、竹中工務店の 14 代目藤右衛門のコメントとして、「実際、14 代目藤右衛門は、1963(昭和 38)年、ラジオ番組で株式上場について問われた際に次のように答えている。『どうもその問題については、まあはっきり答えないね。竹中では、株は公開しません、とこういいたいんだ。(中略)根拠というのは、まあいろいろあるでしょうが、要するに、私どもは、株式というものは、私ども役職員とその他わずかの一部分が得意先に出ているのみです。世間では、一般に公開しなければ、事業の発展性がないとかいうようなことをいわれておりますけれども、私どもといたしましては、社員と私どもがほんとうに一団となって、心を一つにして、苦楽をともにしようと、こういう考え方、今の形態のままで経営をつづけるのが一番いいと、こう思っている。解釈や考え方の相違なんだな。それは確かに、公開して資本を集めるというのは、あるいはそういう時代かもわかりません。(略)また、資本を集めることの利益を知らんわけでもないのですが、しかし私どもはこの前にもお話したように、どうも自分の力相応の仕事をしておればいいという考え方なんです。いたずらに大きくなりたいたいという考えを持っていないのです。ちょっとここだけは、私どもの精神は少し違うんだ。バツハハハ。場合によっては、利害を超越しても責任を全うするのが、竹中の伝統的な精神なのだから、そういう独得の経営方針を、株主から拘束されたくないし毎日株の相場を見なければならんとか、株が下がって株主からぐずぐずいわれるなんていやですよ<sup>455</sup>(田中:1982、315-316 頁)』と示している。

#### 10.4.4. ファミリーの新規株式公開の特異性

ファミリービジネスにおける新規株式公開の特異性について、後藤 (2012) <sup>456</sup>は、次のようにのべている。

すなわち、「株式公開(IPO)も(中略)、ファミリービジネスにとって大きな分岐点であり、慎重な判断が求められる。株式公開は大量の資本調達、資本調達の多様化、市場でのブランド力強化、財務内容の充実、経営体質の強化、従

<sup>454</sup> 加護野忠雄・吉村典久編(2012)『1からの経営学(第2版)』碩学舎、pp.247-267

<sup>455</sup> 田中孝(1969)「企業のこころ—物語竹中工務店上巻」日刊建設通信新社、pp315-319。

<sup>456</sup> 後藤俊夫編著(2012)「ファミリービジネス知られざる実力と可能性—」白桃書房、p86。



業員のモラル向上、社会的信用度・知名度の向上などの利点が期待される。さらに、創業者など既存株主の資産の増大、あるいは法人税法で規定される非同族会社となると、同族会社に対する留保金課税等の不利な取り扱いがなくなる。反面、株主からの短期業績に対する要求、迅速な意思決定の制約、情報開示、公開に伴う経費負担、株価変動が事業に与える困難さなど欠点も少なくなる。まさに諸刃の剣であり、長期的かつ総合的判断が肝要である。」としている。

すなわち、ファミリービジネスにおける新規株式公開では、メリットとデメリットの両方が併存しているというものである。

さらに、「近年の日本における現象として、非公開化(going private)があげられる。長期的な戦略目標に集中し、抜本的な事業再編や合理化を断行する場合上場した株式を自主的に上場廃止するもので、より柔軟な事業計画の実行が可能になる。欧米では同様の理由で以前から非公開化が行われている<sup>457</sup>。」

「株式を公開していると、株主からの短期的な収益向上という圧力を無視できず、中長期的な経営戦略の推進や、大胆な事業改革の断行に困難が生じかねない。また、金融庁、証券取引所等に提出する情報開示書類の作成や監査コスト、株主総会や投資家向けの説明会の開催など IR(投資家向け広報活動)にかかるコスト、取引所に納める上場継続費用、および関連業務に要する人的コストなど、膨大な費用が発生する<sup>458</sup>。」

「非公開化を行うことで、株式市場からの圧力を排除して経営陣やオーナーなど一部の株主に権限を集中させ、経営の自由度・機動性を高め、長期的な視野に立った経営戦略を行える状況を実現できる<sup>459</sup>。」

「また、ファミリー株主が、事業承継のために持分を売却する相手として、現経営陣や彼らを支援する投資ファンドが望ましいと考え、上場廃止するケースもある。市場における売却は株価の下落を伴う可能性が強く、また競合他社への売却は、売却後の雇用関係や取引関係に対する懸念や、心理的抵抗感から難しいといった事情がある。この場合、事業承継税制による相続税・贈与税の納税猶予制度<sup>2</sup>が併用されることがある<sup>460</sup>。」

「国内における株式の非公開化は、既に 1990 年代後半に見られたが、2005 年にワールドが TOB(株式公開買付け)を活用した MBO を実施した他、ポッカコーポレーションや、すかいらくなどが戦略的な上場廃止を実施した。非公開化した後、再上場することも可能であり、所定の事業改革が完了したなどの理由で再上場する事例も今後生じると思われる<sup>461</sup>。」

---

457 同上、p86。

458 同上、p86。

459 同上、p86。

460 同上、p86。

461 同上、p85-86。

すなわち、新規株式公開はしたものの、そのマイナス面から、逆に、非公開化する動きからも、ファミリービジネスにおいては、必ずしも、上場の誘因があるとは限らない。

#### 10.4.5. サントリーの新規株式公開事例の考察

新規株式公開仮説によれば、株式を上場する前の期に向けて利益増加型利益調整を行う傾向にあるとされている。しかし、したがって、サントリーホールディングスは、サントリー食品インターナショナル株式会社を上場する前の期（第4期:2012年12月期）ではなく、その前期（第3期:2011年12月期）に、利益増加型の利益調整行動を行っていること示された。

なぜ、サントリー・グループの事例では、従来の新規株式公開仮説とは異なる結果となったかという点については、以下のように考察することができる。

すなわち、新規株式公開仮説においては、株式を上場する前の期にむけて利益増加型利益調整を行う傾向にあるとされている。

しかし、ファミリービジネスの新規株式公開は、単に、長期的な視点での経営戦略において、M&A などのために、多額の資金が必要な場合に、内部留保および間接金融だけでは、資金が不足する場合に、やむをえず株式を公開して、資金調達を行っているに過ぎない。

サントリーにとって、グローバル戦略の柱は M&A 戦略である<sup>462</sup>。

サントリーが、M&A、そして社長のヘッドハンティングをしてまで海外事業を強化した要因は、国内の少子高齢化にある。永井（2014）<sup>463</sup>は、「人は高齢になるほどに、とりわけ酒類を摂取しなくなっていく。酒類・飲料を中心とする食品は、流通、日用品と並び、三大国内産業と椰楡されるほど、国際化が遅れていた。別の表現をすれば、規模の大きなビール大手4社をはじめ多くの食品企業は、内需だけで市場をシェアし合って(分け合って)やって、こられたのである。しかし、戦後の1947年から49年に生まれた約800万人の団塊世代のうち、49年生まれまでが、2014年末にはみな65歳となる。総務省の調べ(14年9月)では、総人口に占める65歳以上の高齢者の割合は25・9%(前年比0・9%増)。この割合は25年には30%を突破すると予測されている。すでに、総人口そのものが減少へと向かっているため、海外展開は待ったなしの状況」となった。

そこで、サントリーホールディングスの中核子会社で清涼飲料事業を担う、サントリー食品インターナショナルが2013年7月3日、東証1部に上場し、そ

---

<sup>462</sup> 永井(2014)は、「多くの案件の中心には佐治信忠がいた。最初に井戸を掘った佐治信忠は、サントリーのなかでM&Aのスペシャリストのような存在であり、実行やその判断を担ってきた。同時にグローバル化の舵取りの役割を果たしてきた。」としている。永井隆(2014)『サントリー対キリン』日本経済新聞社、pp34-36。

<sup>463</sup> 永井隆(2014)『サントリー対キリン』日本経済新聞社、pp34-36。



ここで得た資金をもとに、人口増による成長が見込まれる東南アジアなどで M&A を加速しようとしたのである<sup>464</sup>。

理論的にも、PPP モデルの考え方に当てはめてみると、サントリー・グループにおいては、サントリー食品インターナショナルは、新規株式公開したもの、持株会社であるサントーホールディングスは、非上場のままであった。このことから、サントリー食品インターナショナルの新規株式公開は、企業集団としてのサントリー・グループ全体でみれば、ここでいう「売却 (sell)」には該当せず、「回収 (harvest)」に該当する事例である。この「回収 (harvest)」は、ファミリービジネスの視点からみると、プライベート・エクイティまたは証券取引所への上場を通じて、流動性ある手元資金を確保するという目的があった。すなわち、ファミリービジネスにおいては、成長や存続のために、最重要課題は、自らが保有する資産の保全や資金ニーズとなり、ビジネスに必要な資金を調達することにある。前述のサントリー・グループにおけるビール事業のように、長期的な成功のために目先の利益には目をくれずに、利益を再投資して企業をサポートするが、一方で、成熟期を迎えた国内の飲料市場においては、投資を減少させることになるか、もしくは、ビジネスを売却するという思考が存在する。

すなわち、サントリーは、海外での M&A の資金調達的手段として、サントリー食品インターナショナルを新規株式公開したのである。

また、倉科 (2010)<sup>465</sup>が指摘するように、非ファミリービジネスとは異なり、ファミリービジネスにおいては、「受け継いだ資産を次世代に残そうとする意識」が存在する。同様に、後藤 (2012)<sup>466</sup>が指摘するように、「ファミリービジネスはファミリーをビジネスの存在基盤とする一方、ファミリーにとっては自らの存在を維持するための経済基盤であり、また雇用の機会を供給する場所<sup>467</sup>」でもあり、「ファミリービジネスの機能は富の創出であり、現経営者には蓄積した富を減少させず安全に次世代へ承継する義務があるのである。」

そうであるならば、現在のオーナーファミリー・経営者が、すべての富を現時点で回収する必要はなく、今後の企業経営を通じて、投下資本を回収すれば、足りるという考えがある。

したがって、今回のサントリー・グループにおけるサントリー食品インターナショナルの新規株式公開も、後の価格形成を意識し、投資家の関心が最も高い、上場する前期に利益増加型の利益調整を行う必要はなく、したがって、サ

464 「日本経済新聞 朝刊」2013年7月3日、「日本経済新聞 朝刊」2013年7月8日。

465 倉科敏材 (2010) 「オーナー企業経営の特質」甲南大学経営学会編『経営学の伝統と革新』千倉書房、p111。

466 後藤俊夫編著 (2012) 「ファミリービジネス知られざる実力と可能性ー」白桃書房、Pp157-158。

467 Habbershon et al.(2003)は、数世代にわたる富の創出をファミリービジネスシステムの機能と定義して、ファミリービジネスの存在理由に関する経済合理性を説明した。Habbershon et al.(2003)“A Unified System Perspective of Family firm”Jurnal of Business Venturing,18(4),451-465.

ントリー食品インターナショナル株式会社を上場する前の期(第4期:2012年12月期)ではなく、その前期(第3期:2011年12月期)に、利益増加型の利益調整行動を行っているものと考えられる。

ファミリービジネスにおいては、必ずしも、上場の誘因があるとは限らず、また、いわゆる創業者利得も、後継者の代になって回収してもよく、むしろ、長期的視点に立って、単に、事業戦略上の資金調達が達成されれば足りるため、新規株式公開の直前期に、利益増加型の利益調整が行われなかったと考えられる<sup>468</sup>。

また、このような考察は、当初、想定した通り、従来の新規株式公開仮説の研究方法では、単に、統計的な分析にだけでは検討することができないものであり、意図や戦略について、記述的な事例研究も含め、事例研究によって分析したことによって、新規株式公開仮説に新たな洞察を加えることができたと考えられる。

## 10.5. 総括

本研究の結果、まず第1に、利益調整行動の発生メカニズムとしては、次の点を明らかとなった。

第1に、企業会計の計算構造から発生する利益調整メカニズムである。

すなわち、企業会計における真実性が絶対的なものであれば、利益調整などなし得ない。すなわち、1つの会計事実に対して1つの測定値(会計数値)しか存在しえなければ、利益調整もまた存在しない。しかし、実際の企業会計から導き出される利益は、相対的な真実性に基づくものである。なぜ、このような計算構造を採用せざるを得ないかというと、これは、無複数の取引が常時反復的に展開され、それぞれの資本運動が相前後して、永続的に「貨幣G→商品W→貨幣G'→商品W'→貨幣G''→商品W''→…」と循環を繰り返す現実の企業を対象とし、収支計算を原型として、継続企業の投下資本の回収計算を前提に、その回収余剰としての分配可能利益の算定という枠内で、投資家に対する意思決定情報として、業績表示利益を示すという動態論の計算構造をとるがゆえの宿命的な要素を原因とするものであり、見積り・仮定計算をせざるを得ないからである。

第2に企業会計の機能から生じる要因も明らかにした。実証研究によれば、投資家等の利害関係者は、すべての公開情報を織り込んで意思決定しており、市場の効率性は、半強度であるとされている<sup>469</sup>。この効率的市場を想定し、会計方針が注記情報として開示されているとすると、たとえば、減価償却方法を定額法から定率法に変えたとしても、その旨および影響額が開示されているた

<sup>468</sup> なお、この考察のいかんについては、事例の蓄積を待って、今後の課題として残っている。

<sup>469</sup> William H. Beaver. (1981)、Financial Reporting : An Accounting Revolution 3rd Edition(伊藤邦雄訳(2010)、『財務報告革命[第3版]』白桃書房、pp175-225。

め、株価に影響を与えることはできないはずである。もともと効率的市場は、情報が伝達される媒体を問わない。財務諸表本体で開示されていようと、注記や補足情報であろうと、市場の反応は同じはずである<sup>470</sup>。にもかかわらず、現実には利益調整があとを絶たず、利益調整は、なぜ行なわれるのであろうか。

その理由は、会計情報は、単に意思決定に利用されるだけに止まらず、配当可能限度額の計算、課税所得の計算、上場廃止基準、公共料金規制など事後的に利害関係者間の富の分配を事後的に決定する機能があるからである。ここに、会計の機能から利益調整の動機が生じる要因がある。

以上のように、①企業会計における継続企業を前提とした見積仮定計算という計算構造および②企業会計は、単に意思決定に利用されるだけに止まらず、配当可能限度額の計算、課税所得の計算等、利害関係者間の富の分配を事後的に決定する利害調整機能の2つが、利益調整の発生要因となっている。

第2に、ファミリービジネスの特徴から、ファミリービジネスに特有の利益調整行動を明らかにした。

欧米では、1980年代頃よりファミリービジネス研究が盛んに行われ、その特徴や優位性について議論されてきた。しかし、日本では従来、同族企業や同族経営といった場合に同族支配の意味や、不祥事や不正の原因という必ずしも良くないイメージで語られることがあった。しかし、近年では、日本においてもファミリービジネスに対する関心が高まり、老舗企業のような長寿性や高い収益性の要因として注目されるようになった。

ファミリービジネスが注目されるようになった要因として、ファミリー企業の高収益性、長寿性、事業革新、地域貢献や社会性などが挙げられる。また、ファミリービジネスにおいては、所有と経営が分離せず重なる部分もあることから、経営者であるオーナーファミリーの事業承継の問題は大きく取りざたされている。

これを会計の視点からみると、ファミリービジネスにおいては、所有と経営が完全には分離せず、かつ、これにファミリーとの関わりが生じるという特徴がある。また、経営者たるオーナーファミリー以外の外部においては、非上場の場合で、上場会社の取引系列や資本系列の傘下でない場合には、会計情報の利害調整機能としては、税務上の課税所得の算定の基礎となるという面が大きい。また、金融機関に限定されるケースが多いという特徴がある。オーナーファミリーたる経営者との取引は、キャッシュ・フロー自体に影響を及ぼす実態的裁量行動の典型である。ファミリービジネスにおいては、株式所有がオーナー一族によるケースが多い。よって、株主利益の最大化といっても、経営者一族の利益に結びつくこととなる。したがって、オーナーファミリーたる経営者との取引は、裁量の余地が大きく、実態的利害調整行動が行われやすい。

---

<sup>470</sup> むろん、財務報告による情報は、伝達情報などよりも信頼性が高いので、内容が同じでも価格制における意味が異なることはありうる。

そのため、ファミリービジネスと経営者一族との取引を総合的にみて、収益力を把握することが必要となる。

また、税務上の課税所得の算定基礎として企業会計上の利益が用いられるという会計の利害調整機能から、ビジネスでの利益をファミリーに還元する場合、法人税や所得税等を合わせた納税負担等がより軽減されるような観点で、役員報酬等を決定しながら、その結果として当期純利益を確定させる傾向もある。

次に、新規株式公開仮説の一般論としては、新規株式公開を行う企業の経営者が、後の株価形成を意識して利益増加型の利益調整を行うとされている。すなわち、新規株式公開企業においては株価水準の維持や増加を目的として、新規株式公開企業の経営者には公開価格、公開直後の株価を高い水準に維持するべく、公開直前に利益増加型の利益調整を行うインセンティブが働く (Aharony et al,1993; Friedlan,1994; 重本、2010; Teoh et al.,1998) <sup>471</sup>。また、公開前の利益増加型利益調整の反動として、公開後に利益が低下することにより経営者の評判や名声の低下を防ぐために、公開直後にも利益増加型の利益調整を行うインセンティブも働くというものである (松本,2005) <sup>472</sup>。

個別事例研究として、サントリー・グループおよびカルビーグループ、YKKグループの利益調整行動の分析からは、次のような結果を得た。

まず、サントリー・グループは持株会社サントリーホールディングス株式会社の株主等の状況および役員構成より、創業家一族 (鳥井家・佐治家) によるファミリー企業である。またサントリー・グループは、高収益性、長寿性、事業革新、地域貢献や社会性など、いずれの要因にも当てはまる、日本を代表するファミリー企業である。

サントリー・グループがサントリーホールディングス株式会社を設立して純粋持株会社に移行したのが2009年4月、サントリー食品インターナショナル株式会社を東京証券取引所市場第一部に上場したのが2013年7月である。

新規株式公開仮説によれば、株式を上場する前の期にむけて利益増加型利益調整を行う傾向にあるとされている。分析結果より、(表5-9) が示す通り、サントリー食品インターナショナル株式会社を上場する前の期 (第4期:2012年12月期) の裁量的発生高 (残差) は過去4年の中では最小値となっている。第3期 (2011年12月期) の裁量的発生高が最大値となっていることから、その反動で減少型利益調整が行われたのではないかと推察される。

---

<sup>471</sup> Aharony, J., Lin, C.-J., and Loeb, M.P. (1993) "Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management," *Contemporary Accounting Research*, 10 (1), pp. 61-81. Friedlan, J.M. (1994) "Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings," *Contemporary Accounting Research*, 11 (1), pp. 1-31. 重本洋一 (2010) 「新規公開企業の利益調整行動と長期パフォーマンス」『広島経済大学経済研究論集』33 (1), pp. 15-43. Teoh, S.H., Welch, I., and Wong, T.J. (1998) "Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings," *The Journal of Finance*, 53 (6), pp. 1935-1974.

<sup>472</sup> 松本淳宏 (2005) 「新規公開企業の利益調整行動と利益の質」『六甲台論集 経営学編』52 (2), pp. 45-65.

したがって、サントリーホールディングスは、サントリー食品インターナショナル株式会社を上場する前の期（第4期:2012年12月期）ではなく、その前期（第3期:2011年12月期）に、利益増加型の利益調整行動を行っている。

このことから、従来の新規株式公開仮説とは異なる結果となり、ファミリービジネスの特異性の一例が明らかとなった。

この特殊性に対する考察としては、ファミリービジネスにおいては、必ずしも、上場の誘因があるとは限らず、また、いわゆる創業者利得も、後継者の代になって回収してもよく、むしろ、長期的視点に立って、単に、事業戦略上の資金調達が可能であれば足りるため、新規株式公開の直前期に、利益増加型の利益調整が行われなかったと考えられる。

このことは、PPPモデルの考え方に当てはめてみても、サントリー・グループにおいては、サントリー食品インターナショナルは、新規株式公開したもの、持株会社であるサントリーホールディングスは、非上場のままであり、サントリー食品インターナショナルの新規株式公開は、企業集団としてのサントリー・グループ全体で見れば、ここでいう「売却 (sell)」には該当せず、「回収 (harvest)」に該当する事例である。この「回収 (harvest)」は、ファミリービジネスの視点からみると、プライベート・エクイティまたは証券取引所への上場を通じて、流動性ある手元資金を確保するという目的があった。すなわち、ファミリービジネスにおいては、成長や存続のために、最重要課題は、自らが保有する資産の保全や資金ニーズとなり、ビジネスに必要な資金を調達することにある。

ビール事業のように、長期的な成功のために目先の利益には目をくれずに、利益を再投資して企業をサポートするが、一方で、成熟期を迎えた国内の飲料市場においては、投資を減少させることになるか、もしくは、ビジネスを売却するという思考が存在する。

このことから、サントリーは、海外でのM&A戦略の資金調達的手段として、サントリー食品インターナショナルを新規株式公開したのである。

なお、この考察の如何については、今後の事例の蓄積を待って、課題として残っている。

現行の会計基準は、会計手続きの選択や会計上の見積もりの決定について、経営者にある程度の裁量を認めている。そのため、経営者は、報告利益を裁量的に調整する手段を有することになる。会計手続き選択に関する研究は、いずれの会計手続きを採用すべきか、という規範的な議論も多くみられる。しかし、これは会計基準設定時には大きな力を発揮するが、その動機については明らかにすることができない。

利益調整行動を研究することによって、規範的な議論にとどまらず、より実務的な会計基準設定・および監査制度の見直しなどにおいて、社会的に重要な意義を有する<sup>473</sup>。

---

473 首藤昭信(2010)『日本企業の利益調整—理論と実証』中央経済社、p1.

本稿では、これに加えて、新規株式公開時における利益調整行動の特徴を明らかにし、これがファミリービジネスのケースにも妥当とされるかについてみた。その結果、従来の新規株式公開仮説とは異なる結果となる、ファミリービジネスの特異性の一例が明らかとなった。

このように、一般的な研究に、ファミリービジネスの視点を用いることで、新たな知見を得ることができたのである。

## 10.6. 今後の研究課題

一般的な研究に、ファミリービジネスの視点を用いることで、新たな知見を得ることができる点において、ファミリービジネス研究は、重要性は非常に大きいものである。

我が国におけるFB研究：現状	
<b>豊かな素材</b>	事業承継の工夫    ファミリーガバナンス リスクマネジメント
<b>長い前史</b>	商業倫理研究      長寿企業研究 財閥研究          中小企業研究 開発経済研究
<b>新たな出発</b>	先行研究の鋭意吸収 FB理論に基づいた研究発表
2001：F.B.N. Japan設立 2008：ファミリービジネス学会設立 2012：日本ファミリービジネスアドバイザー協会 (FBAA) 設立	

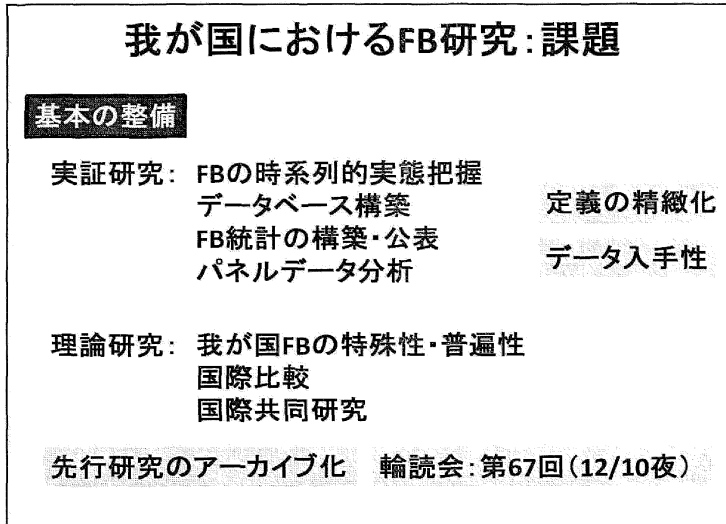
【図29 我が国におけるファミリービジネス研究の現状】

(出所) 後藤俊夫(2014)「ファミリービジネス研究の現状と課題」日本国際情報学会、2014年12月6日、日本大学大学院総合社会情報研究科、p4。

我が国におけるファミリービジネス研究においては、事業承継の工夫、ファミリーガバナンス、リスクマネジメントといった豊かな素材がある。また、商業倫理研究、長寿企業研究、財閥研究、中小企業研究、開発経済研究といった長い前史もある。さらに、先行研究の鋭意を吸収し、ファミリービジネス理論に基づいた新たな出発が求められている。

このファミリービジネスの視点に基づく今後の研究課題としては、実証研究としては、ファミリービジネスの時系列的実態把握、データベース構築、ファミリービジネス統計の構築・公表、パネルデータの分析がある。この際、定義の精緻化、データ入手の困難性を克服する必要がある。一方で、理論研究とし

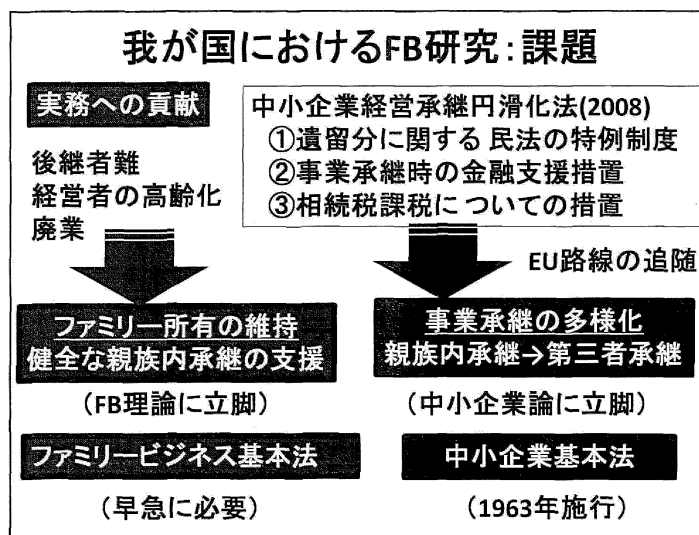
ては、我が国のファミリービジネスの特殊性・普遍性、国際比較、国際共同研究が必要である。



【図30 我が国におけるファミリービジネス研究の課題】

(出所) 後藤俊夫(2014)「ファミリービジネス研究の現状と課題」日本国際情報学会、2014年12月6日、日本大学大学院総合社会情報研究科、p7。

本研究においては、利益調整行動という会計実務への貢献が見出せた。同様に、今後のファミリービジネス研究においては、実務への貢献が必要となる。



【図31 我が国におけるファミリービジネス研究の課題】

(出所) 後藤俊夫(2014)「ファミリービジネス研究の現状と課題」日本国際情報学会、2014年12月6日、日本大学大学院総合社会情報研究科、p8。

例えば、我が国のファミリービジネスにおいては、後継者難、経営者の高齢化、それに伴う廃業の増加といった問題が生じている。先にみたように、2008年に中小企業承継円滑化法が施行され、遺留分に関する民法の特例、事業承継時の金融支援措置、相続税課税についての措置が講じられた。しかし、これらはEU路線の追随であり、親族内承継から第三者承継を容易にするものに限られ、1963年の中小企業基本法、ないし、中小企業論に立脚するものである。これらの制度は既に制度疲労を起こしつつあり、現代の我が国の問題解決の手段としては、実行性に欠けるものである。

今後は、健全な親族内承継を支援し、ファミリー所有の維持できるような、ファミリービジネス理論に立脚した、中小企業基本法を補完するようなファミリービジネスの基本法が必要になると考えられる。



【図3 1 我が国におけるファミリービジネス研究の課題】

(出所) 後藤俊夫(2014)「ファミリービジネス研究の現状と課題」日本国際情報学会、2014年12月6日、日本大学大学院総合社会情報研究科、p9。

そのためにも、単なる大企業か中小企業か、または、上場企業か非上場企業かといった形式的な分類による理論のみならず、ファミリービジネスか非ファミリービジネスかという新たな視点での研究の蓄積し、従来の理論や実務の制度を補完する必要がある。長寿企業大国として、我が国のファミリービジネスの実態および知見の報告ないし情報発信が、IFERAなどの国際交流の場において待たれているのである<sup>474</sup>。

<sup>474</sup> 後藤俊夫(2014)「ファミリービジネス研究の現状と課題」日本国際情報学会、2014年12月6日、日本大学大学院総合社会情報研究科。



## 参考文献

- AAA(1951)、Committee on Concepts and Standards Under Corporate Financial Statements、*Price Level Chnges and Financial Statements*、 Supplementary Statement No.2
- Anderson、 R.C. and Reeb、 D.M. (2003) “Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500、 ” *Jurnal of Finance*、 58 (3)、 pp. 1301-1328.
- Aldrich、 H.E. and Cliff、 J.C. (2003) “The Pervasive effects of family on entrepreneurship: Toward a family embeddedness perspective、 ” *Journal of Business Venturing*、 18 (5)、 pp. 573-596.
- Aharony、 J.、 Lin、 C.-J.and Loeb、 M.P.(1993)“Initial Public Offerings、 Accounting Choices、 and Earnings Management、 ” *Contemporary Accounting Research*、 10 (1)、 pp. 61-81.
- Barle、 A. and Means、 G. (1986)、 “The Modern Corporation and Private Property、 Transaction Publishers” (北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂銀行研究社、 1958年)
- Barth、 M. E.、 Elliott、 J. A. and Finn、 M. W. (1999) 、 “Market rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings”、 *Journal of Accounting Research*、 37 (2) 、 pp. 387-413.
- Botsari、 A. and Meeks、 G. (2006) “Do Acquires Overstate Earnings Prior to a Share Bid?、 ” Working Paper 、 University of Warwick.
- Bradley、 M、 A.Desai and E. H. Kim (1988)“Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms " *Journal of Financial economics*、 vol.21、 pp. 3-40.
- Burgstahler、 D. and Dichev、 I. (1997) “Earnings management to avoid earnings decreases and losses、 ” *Journal of Accounting and Economics*、 24 (1)、 pp. 99-126.、
- Casino、 S.、 Pugliese、 A.、 Mussolino、 D. and Sansone、 C.(2010)、“The Influence of Family Ownership on the Quality of Accounting Information” *Family Business Review*、 Vol. 23 (3)、 pp. 246-265
- Carlo Salvato/Ken Moores(2010)“Research on Accounting in Family Firms : Accomplishments and Future Challenge “*Family Business Review Vol. 23 (3) Family Firm Institute*、 Jul.2010、 p193-215。
- Chandler、 A. (1977) “The invisible hand: The managerial revolution in America business、 Cambridge、 ”: Harvard University Press.
- Chandler、 A.D. (1990)、 *Scale and scope : the dynamics of industrial capitalism* 、 Belknap Press.
- Chrisman、 J. J.、 Chua、 J. H. and Sharma P. (2003) Current Trends and Future Directions in Family Business Management Studies: Toward a Theory of the Family Firm. *2003 Coleman White Paper series*

- Christopher A. Bartlett and Sumantra Ghoshal”*Transnational Management*” (1992) (根津祐良訳『MBAのグローバル経営』日本能率協会マネジメントセンター、1998年5月)
- Coase、 R.H. (1937)、“ The nature of the firms ”、 in O.E. Williamson ed. *The Nature of the Firm : Origins , Evolution、 and Development*、 Oxford University Press、 1993.
- Daily、 C.M. and Dollinger、 M.J. (1993) “Alternative Methodologies for Identifying Family - versus Nonfamily - managed Business、 ” *Journal of Small Business Management*、 31 (2)、 pp. 79-90.
- Davidsson、 P. (1991) “Continued Entrepreneurship: Ability、 Need and Opportunity As Determinants of Small Firm Growth、” *Journal of Business Venturing*、 6 (6)、 pp. 405-429.
- David J Collis and Cynthia A.Montgomery”*Corporate Strategy:A Resource-Based Approach*”(1998)(根来龍之/蛭田啓/久保亮一訳、『資源ベースの経営戦略論』東洋経済社、2004年9月)
- David S、 Landes“Dynaetyies Futunes and Misfortunes of the World’s Great Family Businesses”(2006)(中谷和男『ダイナスティ』PHP研究所、2007年7月)
- Dechow、 P.M.、 and D.J.Skinner (2000) Earnings management: Reconciling the view of accounting academics、 practitioners、 and rgulators.*Accounting Horizons* 14(2)、 pp235-250.
- DeFond、 M.L.、 and J.J.Jiambalvo (1994) Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17(1-2)、 pp145-176.
- DeGeorge、 F.、 Patel、 J.、 and Zechauer、 R. (1999) “Earnings management to exceed thresholds、 ” *Journal of Business*、 72 (1)、 pp. 1-33.
- De Visscher、 F.、 Afronoff、 C. and Ward J. *Financing Transitions:Managing Capital and Liquidity in Family Businesses* (Marietta,Ga:Business Owners Resiurces,1995).
- Dhaliwal、 D. S.、 Salamon、 G. L.、 & Smith、 E. D. (1982). “The effect of owner versus management control on the choice of accounting methods. ” *Journal of Accounting and Economics*、 4、 41-53.
- D、 Kenyon-Rouvinez、 J.L.Ward、 “*Family Business:Key Issues*”、 Palgrave Macmillan (2005)(秋葉洋子訳、富樫直記監訳『ファミリービジネス 永続の戦略』ダイヤモンド社、2007年1月)
- D.Miller、 I.L.Miller、 “*Managing For the Long Run:Lesson in Competitive Advantage from the GreatbFamily Businesses*”、 *Harvard Business School Press* (2005) (斎藤裕一訳「同族経営はなぜ強いのか？」ランダムハウス講談社、2005年7月)
- Erikson、 M. and Wang、 S. (1999) “Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers、 ” *Journal of Accounting and Economics*、 27 (2)、 pp. 149-176.
- Friedlan、 J.M. (1994) “Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings、 ” *Contemporary Accounting Research*、 11 (1)、 pp. 1-31.
- Gaver、 JJ. and K.M.Gaver. (1998) The relation between nonrecurring accounting transaction and CEO cash compensation. *The Accounting Review* 73(2)、 pp235-253.
- Giroux、 C. (2004)、 *Detecting Earnings Management*、 John Wiley & Sons、 Inc.

- Graham, J. R., Harvey, C. R. and Rajgopal, S. (2005), "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting", *Journal of Accounting and Economics*, 40, pp. 3-73
- Guidry, F., A.J.Leone, and S.K.Rock. (1999)Earnings-based bonus palms and earnings management by business-unit managers. *Journal of Accounting and Economics* 26(1-3):pp113-142.
- Habbershon et al.(2003)"A Unified System Perspective of Family firm"Jurnal of Business Venturing,18(4),451-465.
- Hayward, S. (1992) Managing the family business in the UK: A Stoy Hayward survey in conjunction with the London Business School, London: Stoy Hayward.
- Healy, P.M.(1985)The information content of losses.*Journal of Accounting and economics* 20(2):pp125-153.
- Healy, P.M., and J.M.Wahlen(1999)A review of the earnings management literature and its implication for standard setting.*Axxountin Horizons* 13(4), pp365-383.
- Healy, P.M., and J.M.Wahlen (1999) A review of the earnings management literature and its implication for standard setting.*Axxountin Horizons* 13(4), pp365-383
- Holthausen, R.W., D.F.Larcker, and R.G.Soloan. (1995)Annual bonus schemes and manipulation of eranings.*Journal of Accounting and Economics* 19(1):pp.29-74. IBJD,p.300
- Jane Marceau" A FAMILY BUSINES ? The making of an international business elite"(瀬岡誠・瀬岡和子訳(2003)『ファミリービジネス? 国際的ビジネスエリートへの創出』文真堂)
- Jensen. M.C.(1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers ", *The American Economics Review*, vol.76, N02, pp. 323-329.
- Jay B Barney" *Gaining And Sustaining Competitive Advantage, Second Edition*"(2002) (岡田正大訳、『企業戦略論【競争優位の構築と持続】上 基本編、中 事業戦略編、下 全社戦略編』ダイヤモンド社、2003年12月)
- Jones, J.J. (1991) "Earnings Management During Import Relief Investigations, " *Journal of Accounting Research*, 29 (2), pp. 193-228.
- K.E.Gersick, J.A.Davis, M.M.Hampton, I.Lansberg, " *Generation to Generation:Life Cycles of the Family Business* ", *Harvard Business School Press*(1997)(犬飼みずほ訳、岡田康司監訳『オーナー経営の存続と承継』流通科学大学出版、1999年6月)
- Kenyon-Rouvinez, D. and Ward, J. (2005), *Family Business Key Issues*, Palgrave Macmillan (秋葉洋子訳『ファミリービジネス 永遠の戦略』ダイヤモンド社、2007年) .
- Klein, A. (2002) "Audit committee, board of director characteristics, and earnings management, " *Journal of Accounting and Economics*, 33 (3), pp. 375-400.
- Landes, D.S. (2006), *Dynasties: Fortune and Misfortune in the World's Great Family Businesses*, Viking (中谷和訳『ダイナスティ-企業の繁栄と存亡の命運を分けるものとは』PHP 研究所、2007年) .

- Lansberg, I. (1983) "Managing human resources in family firms: the problem of institutional overlap," *Organizational Dynamics*, 12 (1), pp. 39-46.
- Louis, H. (2004) "Earnings management and the market performance of acquiring firms" *Journal of Financial Economics*, 74 (1), pp. 121-148.
- Milgrom, P., and Roberts. (1992)*Economics Organization and Management*. Englewood Cliffs, NJ:Prentice-Hall(奥野正寛・伊藤秀史・今井晴雄・西村里・八木甫訳(1997)『組織の経済学』NTT 出版。)
- Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R.W. (1988) "Management ownership and market valuation: An empirical analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 293-315.
- Myers, J. N., Myers L. A. and Skinner, D. J. (2006), "Earnings Momentum and Earnings Management", *Working Paper*, University of Chicago.
- Newbauer, Fred and Alden G. Lank (1998) *The family Business; Its Governance for Sustainability*. Routledge, New York.
- Potziouris, P. and Sitorus, S. (2001) "The financial structure and performance of family and non-family companies revisited: Evidence from UK private economy," *Proceedings of the 13th FBN Academic Research Conference*, 2001.
- Pope, P.F., Peasnell, K.V., and Young, S. (1998) "Outside Directors, Board Effectiveness, and Earnings Management," *Working papers series*, Lancaster University.
- R.S.Cariock., J. L. Ward, (2001) *Strategic Plannings for the Family Business:Parallel Planning to Unify the Family and Business*,Palgrave.
- Randel S.Carlock and John L.Ward (2010)"When Family Business are Best(The Parallel Planning Process for Family Harmony and Business)"Palgrave Macmillan (階戸照雄訳(2015)「ファミリービジネス最良の法則」ファーストプレス)
- Ross L.Watts and Jerold L.Zimmeraman (1986) *Positive Accounting Theory*. First Edition(須田一幸訳(1991)「実証理論としての会計学」白桃書房)
- Schipper, K...A. (1989) "Commentary on earnings management". *Accounting Horizons*, 3(4), pp91-102.
- Scott, W.R. (2003) *Financial Accounting Theory*. Third ed.Toronto, Pearson- Prentice Hall.
- Scott, W.R. (2008) *Financial Accounting Theory*. 5th ed.Tronto. Pearson- Prentice Hall.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1989), " Management entrenchment— the case of manager— specific investments" , *Journal of Financial Economics*, vol.25., pp.123-139.
- S.Walton(1992)*Sam Walton:Made in America:My Story* ,Doubleday(桜井多恵子+渥美俊一監訳(2002)『私のウォルマート商法—すべて小さく考えよ』講談社)
- Teoh, S.H., Welch, I., and Wong, T.J. (1998) "Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings," *The Journal of Finance*, 53 (6), pp. 1935-1974.

- Teshima, N. and Shuto, A. (2008) “Managerial Ownership and Earnings Management: Theory and Empirical Evidence from Japan,” *Journal of International Financial Management & Accounting*, 19 (2), pp. 107-132.
- Westhead, P. and Cowling, M. (1998) “Family Firm Research: The Need for a Methodological Rethink,” *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23 (1), pp. 31-56.
- William H. Beaver. (1981), *Financial Reporting : An Accounting Revolution*, 3rd Edition(伊藤邦雄訳(2010),『財務報告革命[第3版]』白桃書房)
- William R.Scott(2006),*Financial Accounting Teory*,4th edition(太田康弘、椎葉淳、西谷順平訳 (2008)『財務会計の理論と実証』中央経済社)
- Williamson, O.E. (1985)*The Economic Institution of Capitalism*. The Free Press.
- Wortman, M. S. (1994). Theoretical foundations for family-owned business: A conceptual and research-based paradigm. *Family Business Review*, 7(1), 3-27.
- Yang, Mei-Ling (2010), “The Impact of Controlling Families and Family CEOs on Earnings Management,” *Family Business Review*, 23 (3), pp. 266-279
- Yoe, G.H.H., Tan, P.M.S., Ho, K., and Chen, S.S. (2002) “Corporate ownership structure and the informativeness of earnings,” *Journal of Business Finance and Accounting*, 29, pp. 1023-1046.

アメリカウォルマート・アニュアルレポート 2007 年度

[http://walmartstores.com/Files/2007\\_annualreport.pdf](http://walmartstores.com/Files/2007_annualreport.pdf)

- 青淵正幸 (2008) 「株式新規公開企業の利益調整に関する一考察」『立教ビジネスレビュー』1、 pp. 127-135.
- 浅野敬志、石井康彦、and 中山重穂 (2002) 「株式交換取引における日本企業の利益調整行動」『名城論叢』3 (3)、 pp. 55-67.
- 阿部和義(2005)「トヨタモデル」講談社現代新書
- 新井清光 (1991)「新版財務会計論第2版」中央経済社
- 新井ゆたか編 (2010)『食品企業のグローバル戦略—成長するアジアを拓く—』ぎょうせい
- 新井ゆたか編 (2012)『食品企業躍進の鍵-グローバル化への挑戦』ぎょうせい
- 飯塚徹 (2013)「上場・非上場戦略における情報開示能力と計数管理能力の養成」『企業会計 2013 Vol.65 No.2』中央経済社
- 飯野利夫(1993)「財務会計論 三訂版」同文館出版
- 飯野利夫 (1994)「会計方針選択行動論-理論と実証-」中央経済社
- 石川純治(2008)「変貌する現代会計」日本評論社
- 石田昌宏 (2008)「融資カトレーニングブック 粉飾決算の見分け方」ビジネス教育出版
- 石塚博司編(2006)「実証会計学」中央経済社
- 一ノ宮士郎(2008)「QOE【利益の質】分析」中央経済社
- 伊藤邦雄(2010)「ゼミナール現代会計入門 8版」日本経済新聞社
- 伊藤邦雄・桜井久勝編 (2013)「会計情報の有用性」『体系現代会計学第3巻』中央経済社

- 伊丹敬之・加護野忠雄(2003)『ゼミナール現代経営学入門』第3版、日本経済新聞出版社
- 伊丹敬之他(2007)『松下電器の経営改革』有斐閣
- 井上良二(1991)「株式評価損をめぐる会計問題」『企業会計 Vol.43 No.2』中央経済社、pp177-182。
- 井端和男 (2012)「最新粉飾発見法 財務分析のポイントと分析事例」税務経理教会
- 井端和男 (2012)「最近の粉飾 その実態と発見法 第4版」税務経理教会
- 岩崎拓也 (2009)「監査役会と取締役会の特徴が利益調整に与える影響」『六甲台論集 経営学編』56 (1)、 pp. 77-105.
- 大杉謙一 (2011)『トップの後継者指名 透明に』日本経済新聞社、2011年11月25日、29頁。
- 太田浩司(2007a)「利益調整研究のフレームワーク(1)」『企業会計』第59巻第1号、pp.128-129.
- 太田浩司(2007b)「利益調整研究のフレームワーク(2)」『企業会計』第59巻第2号、pp.92-93.
- おおたまさよし(2015)「名門校とは何か？人生を変える学舎の条件」朝日新聞出版
- 大津広一 (2009)「戦略思考で読み解く経営分析入門」ダイヤモンド社
- 岡部孝好(2004)「裁量的会計行動における総発生高処理アプローチ」ディスカッションペーパー、神戸大学大学院経営学研究科、pp1-39
- 岡部孝好 (1985)「会計情報システム選択論【増補】」中央経済社
- 岡部孝好 (1985)「会計報告の理論-日本の会計探究一」森山書店
- 岡部孝好(2008)「公表利益を歪める実体的裁量行動の識別と検出」『会計』
- 岡部孝好(2009)「最新会計学コア」森山書店
- 岡部孝好「実証会計額へのいざない」<http://www.obenet.jp/positivetop.htm> (2014年9月15日)
- 岡部孝好(2004)「裁量的会計行動における総発生高処理アプローチ」ディスカッションペーパー、神戸大学大学院経営学研究科、pp1-39
- 岡本康雄(1979)「日立と松下 - 日本経営の原型 (上)」中公新書
- 岡本康雄(1979)「日立と松下 - 日本経営の原型 (下)」中公新書
- 乙政正太 (2004)「利益調整メカニズムと会計情報」森山書店
- 乙政正太 (2009)「財務諸表分析」同文館出版
- 大日方隆(2007)「アドバンスト財務会計 理論と実証分析」中央経済社
- 大日方隆編著(2012)「会計基準研究の原点」中央経済社
- 大日方隆(2013)「アドバンスト財務会計 第2版」中央経済社
- 加古宜士(1994)「リース会計基準をめぐる主な論点」新井清光・加古宜士編著『リース取引会計基準詳解』中央経済社
- 加護野忠男 (2008)「学術からの発信 経営学とファミリービジネス研究」『学術の動向』13 (1)、 pp. 68-70

- 加護野忠雄・吉村典久編(2012)『1からの経営学(第2版)』碩学舎、pp.247-267
- 方芳(2011)「コーポレート・ガバナンスと利益調整：委員会設置会社制度の有効性」『年報経営分析研究』27、pp. 51-60.
- 片野一郎(1977)「貨幣価値変動会計第3版」同文館
- 勝間和代(2007)「決算書の暗号を解けーダメ株を見破る投資のルール」ランダムハウス講談社
- 門脇徹雄(2011)「事例検証上場ベンチャー企業の粉飾・不正ファイナンス」中央経済社
- 亀井克之(2011)「リスクマネジメントの基礎理論と事例」関西大学出版部
- カルビー株式会社有価証券報告書第62期(自平成22年4月1日至平成23年3月31日)
- カルビー株式会社有価証券報告書第63期(自平成23年4月1日至平成24年3月31日)
- カルビー株式会社有価証券報告書第64期(自平成24年4月1日至平成25年3月31日)
- 菊池浩之(2010)「日本の15大同族会社」平凡社
- 北島啓嗣(2010)「産業材企業の地域貢献：YKKのブランディングをケースとして」『日本経営倫理学会誌』17、pp. 275-285.
- 北野利信(1977)『経営学説入門』有斐閣新書
- 木村行雄(2003)「所有者企業のコーポレート・ガバナンス：日本の同族企業を中心として」『慶應商学論集』16(1)、pp. 15-40
- 倉科敏材(2003)「ファミリー企業の経営学」東洋経済新報社
- 倉科敏材(2008)「オーナー企業の経営学 - 進化するファミリービジネス」中央経済社
- 倉科敏材(2010)「オーナー企業経営の特質」甲南大学経営学会編『経営学の伝統と革新』千倉書房
- 経済界「フェイス 松本晃(カルビー会長兼CEO)」『経済界』46(15)、(2011年8月2日号)、pp. 16-19.
- 経済界「レポート&インタビュー 悲願の株式上場を果たしたスナック菓子王国カルビーの次の一手」『経済界』46(7)、(2011年4月5日号)、pp. 52-53.
- 小玉武(2012)『佐治敬三ー夢、膨らませてやってみなはれ』ミネルヴァ書房、2012年9月
- 後藤俊夫(2004)「ファミリー企業における長寿性」『関西国際大学地域研究所叢書』1、pp. 91-114
- 後藤俊夫(2005)「ファミリービジネスの現状と課題：研究序説」『静岡産業大学国際情報学部研究紀要』7、pp. 205-339
- 後藤俊夫(2006)「ファミリー企業におけるCEOの承継：東アジアの知見」『関西国際大学地域研究所叢書』3、pp. 57-75.後藤俊夫(2009)『三代、100年潰れない会社のルール』プレジデント社
- 後藤俊夫(2009)「三代、100年潰れない会社のルール」プレジデント社

- 後藤俊夫編著 (2012)「ファミリービジネス知られざる実力と可能性ー」白桃書房
- 後藤俊夫(2014)「ファミリービジネス研究の現状と課題」日本国際情報学会、2014年12月6日、日本大学大学院総合社会情報研究科
- 後藤俊夫(2015)「ファミリービジネス白書」同友館
- 寿不動産株式会社有価証券報告書第57期(自平成24年1月1日至平成24年12月31日)
- 小林秀行(1991)「要説財務会計論」中央経済社
- 小林秀行(2001)「要説財務会計論第2版」中央経済社
- 財界「カルビー会長兼CEO 松本晃 日本の技術で世界に 会社経営は人がすべて。国内食品市場が飽和の中で、営業利益率10%を目指していく」『財界』59(8)、(2011年4月5日号)、pp. 68-71.
- 斎藤静樹(1985)「企業会計 利益測定と開示」中央経済社
- 斎藤静樹(1992)「会計基準の基礎概念」中央経済社
- 斎藤静樹(1993)「財務会計 財務諸表分析の基礎」有斐閣
- 斎藤静樹(2010)「会計基準の研究 増補版」中央経済社
- 斎藤静樹(2014)「企業会計入門」有斐閣
- 齋藤卓爾 (2006)「ファミリー企業の利益率に関する実証研究」『企業と法創造』3(1)、pp. 171-185
- 齋藤達弘 (2008)「ファミリー企業であり続けるために」『大阪大学経済学』57(4)、pp. 5-21
- 酒井光雄編 (2013)『成功事例に学ぶマーケティング戦略の教科書』きんか出版
- 佐久間義浩 (2008)「財務報告に係る内部統制の検証ー委員会設置会社と監査役会設置会社における裁量的会計発生高の比較をつうじて」『産業経理』68(2)、pp. 96-106.
- 桜井久勝(1991)「会計利益情報の有用性」千倉書房
- 桜井久勝(2010)「財務諸表分析」中央経済社
- 桜井久勝(2011)「財務会計講義第12版」中央経済社
- 佐藤絃光ほか会計情報研究会(1979)「会計情報と株式市場-決算内容の情報効果をめぐって」『企業会計』第30巻第10号
- 佐藤正明(2005)「ザ・ハウス・オブ・トヨタ」文芸春秋
- 佐藤義信(1998)「トヨタグループの戦略と実証分析」白桃書房
- サントリー食品インターナショナル株式会社 四半期報告書 第5期第2四半期(自平成25年4月1日至平成25年6月30日)。
- サントリー食品インターナショナル株式会社 平成25年12月期 第2四半期決算短信[日本基準](連結)。
- サントリー食品インターナショナル株式会社 2013年度(H25年)第2四半期決算補足説明資料。
- サントリー食品インターナショナル株式会社 2013年度 第2四半期 決算概要サントリーホールディングス株式会社有価証券報告書 第1期(自平成21年2月16日至平成21年12月31日)。



- サントリーホールディングス株式会社有価証券報告書 第2期（自平成22年1月1日 至平成22年12月31日）。
- サントリーホールディングス株式会社有価証券報告書 第3期（自平成23年1月1日 至平成23年12月31日）。
- サントリーホールディングス株式会社有価証券報告書 第4期（自平成24年1月1日 至平成24年12月31日）。
- サントリーホールディングス株式会社平成21年12月期 決算概況（連結）。
- サントリーホールディングス株式会社2010年12月期 決算概況（連結）。
- サントリーホールディングス株式会社2011年12月期 決算概況（連結）。
- サントリーホールディングス株式会社2012年12月期 決算概況（連結）。
- 嶋田美奈（2009）「資源ベース論によるファミリー企業分析の課題」『商学研究科紀要』68、 pp. 15-27
- 嶋田美奈（2009）「経営者の交代と戦略バイアス：ファミリー企業の優位性から」『商学研究科紀要』69、 pp. 11-22
- 重本洋一(2008)「買収防衛策(ポイズン・ピル)導入の株主価値に対する影響—2007年日本のケース—」『広島経済大学経済研究論集第31(3)』
- 重本洋一（2010）「新規公開企業の利益調整行動と長期パフォーマンス」『広島経済大学経済研究論集』33（1）、 pp. 15-43.
- 重本洋一（2011a）「企業再編における対価の支払い手段と経営者の利益調整行動」『広島経済大学経済研究論集』34（3）、 pp. 93-110.
- 重本洋一（2011b）「IPO企業における利益調整と経営者の株式保有」『広島経済大学経済研究論集』33（4）、 pp. 43-53.
- 重本洋一（2012）「企業再編における経営者の利益調整行動と短期株価リターンとの関係」『広島経済大学経済研究論集』34（4）、 pp. 75-97.
- 重本洋一(2013)「経営者の会計操作の動機と株式市場の反応」日本評論社
- 階戸照雄（2008）「欧米のオーナー経営の特異性」倉科敏材編著『オーナー企業の経営』中央経済社
- 階戸照雄（2014）「ファミリービジネスのガバナンスに関わる研究—パラレル・プランニング理論を中心として—」日本大学、<http://hdl.handle.net/11263/260>（2014年7月14日）
- 清松敏雄（2011）「利益調整行動の研究に向けて：新規株式公開企業を中心に」『立教DBAジャーナル』1、 pp. 27-35.
- 清松敏雄（2012）「新規株式公開企業の利益調整行動と調整前利益」『年報経営分析研究』28、 pp. 13-20.
- 下谷政弘(1998)『松下グループの歴史と構造』有斐閣
- 首藤昭信（2000）「日本企業の利益調整行動」『産業経理』60（1）、 pp. 128-139.
- 首藤昭信（2010）『日本企業の利益調整—理論と実証』中央経済社.
- 首藤昭信（2014）「非上場企業の利益調整に関する実証研究」『科学研究費助成報告書』国立情報学研究所、  
<https://kaken.nii.ac.jp/d/p/22730354/2012/3/ja.ja.html>（2015年4月11日）
- 就職活動研究会（2014）「サントリーHDの会社研究」協同出版

- 新日本監査法人(2010)「業界別会計シリーズ 食品製造業」第一法規
- 末廣昭 (2006)「ファミリービジネス論後発工業化の担い手」名古屋大学出版会
- 末政芳信 (2008)「トヨタの連結財務諸表の読み方」清文社
- スザンヌ・バーガー(2006)『グローバル企業の成功戦略』草思社
- 杉本久英(1986)『美酒一代』新潮文庫
- 鈴木敏文・林昇一監修、中央大学総合政策研究科経営グループ編 (2006)『経営革新 vol.2』中央大学出版部
- 須田一幸・首藤昭信(2001)「経営者の利益予測と裁量的会計行動」『産業経理』61(2)、pp.46-56
- 須田一幸・山本達司・乙政正太(2007)「会計操作-その実態と識別法、株価への影響」中央経済社
- 須田一幸(2000)「財務会計の機能」白桃社
- 税理士法人プライスウォーターハウス(2013)「完全ガイド事業承継・相続対策の法律と税務」税務研究会
- 曾根秀一 (2012)「経営学の広がり (Part1) ファミリービジネスのマネジメント」加護野忠雄・吉村典久編『1からの経営学 (第2版)』碩学舎、pp.247-267
- 高橋邦丸 (2008)「買収対価の支払手段と利益調整」『管理会計学』16 (2)、 pp. 53-68.
- 瀧田輝己(1995)「財務諸表論[総論]」千倉書房
- 瀧田輝己(1996)「財務諸表論[各論]」千倉書房
- 武井一喜 (2010)「同族経営はなぜ3代でつぶれるのか？」クロスメディア・パブリッシング
- 武田隆二 (2008)「最新財務諸表論第11版」中央経済社
- 辰巳忠次 (2013)『いまさら人に聞けない「同族会社の自社株対策」実務 Q&A【改訂版】』セルバ出版
- 建宮努・階戸照雄・藤井保紀(2010)「図と例題でわかる 上級英文会計 第2版」中央経済社
- ダン・ハーマン/井上達雄/ウィントン・トーマス (2009)「会計制度の実証的検証」中央経済社
- 茶木正安 (2008)「我国ファミリー企業のパフォーマンスについて 収益性と市場価値についての実証分析:収益性と市場価値についての実証分析」『日本経営品質学会誌 オンライン』3 (1)、 pp. 2-16.
- W・チャン・キム/レネ・モボルニュ(2005)『ブルー・オーシャン戦略』株式会社ランダムハウス講談社
- チャンドラ・カノディア著・佐藤絃光監訳 (2011)「会計ディスクロージャーと企業行動」中央経済社
- 帝国データバンク (2009)「100年続く企業の条件」朝日新聞出版
- 手嶋宣之 (2004)「経営者のオーナーシップとコーポレート・ガバナンス」白桃社
- 都井清史 (2011)「コツさえわかればすぐ使える粉飾決算の見分け方第3版」きんざい

- 東洋経済新報社(2015a)「会社四季報未上場会社版 2016 年上期版」東洋経済新報社
- 東洋経済新報社 (2015b) 「会社四季報業界地図 2016 年版」東洋経済新報社
- 徳賀芳弘・大日方隆編(2013)「財務会計研究の回顧と展望」中央経済社富岡伸一『サントリーの海外事業展開の歴史と現状（酒類・食品・外食）－やってみなはれ精神とお客様原理主義に基づいて－』サントリービジネスエキスパート株式会社、第 190 回公開講座
- 富岡伸一『第 190 回公開講座サントリーの海外事業展開の歴史と現状（酒類・食品・外食）－やってみなはれ精神とお客様原理主義に基づいて－』サントリービジネスエキスパート株式会社、  
[http://www.kansai-u.ac.jp/Keiseiken/books/.../seminar10\\_k190.pdf](http://www.kansai-u.ac.jp/Keiseiken/books/.../seminar10_k190.pdf) (2013 年 11 月 16 日)
- 豊田喜一郎(2014)「豊田喜一郎 トヨタ自動車工業社長：自動車の製作はほぼ成功 今後は材質の研究が決め手に」『週刊ダイヤモンド 102(1)』ダイヤモンド社
- P. F. ドラッカー(2001)『マネジメントエッセンシャル版 基本と原則』ダイヤモンド社
- 永井隆 (2014)『サントリー対麒麟』日本経済新聞社
- 中川敬一郎 (1969)「第二次世界大戦前の日本における産業構造と企業者活動」『三井文庫論叢』第 3 号
- 中島真澄(2011)「利益の質とコーポレート・ガバナンス-理論と実証 -」白桃書房
- 中田重光(1991)『サントリーの「ワイン」にビジネス』ダイヤモンド社
- 名取雅彦(2010)「サントーグループにおける食品事業の海外展開－加速化するグローバル化への対応」
- 西川盛朗 (2012)「長く繁栄する同族会社の条件」日本経営合理化協会出版局
- 西内啓 (2014)「統計学が最強の学問である[実践編]」ダイヤモンド社
- 日仏経営シンポジウム成果刊行委員会 (1999)「日仏企業の経営と社会風土」文眞堂
- 「日本経済新聞」2013 年 7 月 3 日  
[http://www.nikkei.com/markets/features/09.aspx?g=DGXNASGD03005\\_03072013\\_MM0000](http://www.nikkei.com/markets/features/09.aspx?g=DGXNASGD03005_03072013_MM0000) (2014 年 12 月 17 日)
- 日本経済新聞社 (2015)「日経業界地図 2016 年版」日本経済新聞社
- 日本貿易振興会 JETORO(1986)「フランスにおけるベンチャー・キャピタルとベンチャー・ビジネス」日本貿易振興会
- 日経ビジネス「黒部発、世界シェア 45% YKK 知られざる『善の経営』」『日経ビジネス』1374、(2007 年 1 月 15 日号)、 pp. 26-31.
- 日経ビジネス「"やりすぎ"カルビーの変身--ペプシコの軒借りて世界へ」『日経ビジネス』1551、(2010 年 7 月 26 日号)、 pp. 42-51.
- 沼上幹 (2013)「戦略分析ケースブック」東洋経済新報社
- 沼上幹 (2013)「戦略分析ケースブック 2」東洋経済新報社

- 野間幹晴(2004)「アクルーアルズによる利益調整—ベンチマーク達成の観点から」『企業会計』56(4)、 pp. 529-535.
- 野村進(2006)『千年、働いてきました —老舗企業大国ニッポン—』角川書店
- 野村正樹(1996)『黄昏の王国—サントリーの栄光と焦燥』ダイヤモンド社
- 橋本浩介(2000)「株主代表訴訟」拓殖大学大学院商学研究科
- 橋本浩介(2013)「IFRSの影響とファミリービジネスの会計-ファミリービジネスの視点からの一考察」日本大学大学院総合社会情報研究科
- 橋本浩介(2014a)「利益調整行動のサーベイ」『日本大学大学院総合社会情報研究科紀要第15号(2)』日本大学大学院総合社会情報研究科、pp.95-106.
- 橋本浩介(2014b)「サントリーのファミリービジネス性についての一考察」『日本国際情報学会誌第11巻1号』日本国際情報学会、pp.20-31.
- 橋本浩介(2015a)「税法上の同族会社とファミリービジネス-税制改正におけるファミリービジネスの視点の導入の重要性に関する一考察-」『日本大学大学院総合社会情報研究科紀要第15号(3)』日本大学大学院総合社会情報研究科、pp.235-246.
- 橋本浩介(2015b)「新規株式公開における利益調整行動-ファミリービジネスの事例研究-」『産業経済研究第15号』日本産業経済学会、pp.54-64.
- 橋本浩介(2015c)「サントリーによるオレンジーナ買収」『日仏経営学会誌第32号』日仏経営学会、pp.31-46.
- ビジネスリサーチ・ジャパン(2015)「図解業界地図2016年版」プレジデント社
- 藤野裕(2009)「裁量的会計発生高推定モデルの現状と新たな問題点-モデルが仮定する条件の現実妥当性について-」『立教経済学研究』62(3)、pp.95-112
- 一橋大学イノベーション研究センター(2015)「ファミリービジネス その強さとリスク」『一橋ビジネスレビュー2015年AUT.63巻2号』東洋経済新報社
- ベルナルド・コラス著・藤田晶子訳(2007)「世界の会計学者 17人の学説入門」中央経済社
- 星野妙子編(2004)「ファミリービジネスの経営と革新」アジア経済研究所
- 牧口晴一(2014)「第五訂版 図解&イラスト 中小企業の事業承継」清文社
- 松村勝弘編著(2003)「エクセルでわかる企業分析・決算書」東京書籍
- 松村勝弘編著(2009)「財務諸表分析入門 Excelでわかる企業力」東京書籍
- 松本淳宏(2005)「新規公開企業の利益調整行動と利益の質」『六甲台論集 経営学編』52(2)、 pp. 45-65.
- みずほ総合研究所(2008)「オーナー企業の継続的發展に向けて」『みずほリサーチ May2008』 pp.7-9
- 宮宇地俊岳(2012)「M&Aの理論と実証-先行研究の理論と実証」『追手門経営論集 vol.17、No.2』 pp.65-134
- 望月実/花房幸範(2009)『決算書分析術』阪急コミュニケーションズ
- 森田哲彌(1979)「価格変動会計論」国元書房
- 矢澤憲一(2004)「コーポレート・ガバナンスと裁量的会計発生高：取締役会の構造と中心として」『一橋論叢』131(5)、 pp. 509-527.

- 矢部謙介（2011）「M&Aにおける企業の利益調整行動に関する考察」『NUCB journal of economics and information science』55（2）、pp. 239-249.
- 矢部謙介・小河光生（2015）「成功しているファミリービジネスは何をどう変えているのか？」同文館
- 山口瞳（2003）「やってみなはれみてくんなはれ」新潮文庫
- 山口揚平（2008）「デューデリジェンスのプロが教える企業分析力養成講座」日本実業出版
- 山柘忠恕・鳶村剛雄(1977)「体系財務会計論基準編改訂版」税務経理協会
- 山柘忠恕・鳶村剛雄(1992)「体系財務会計論理論編四訂版」税務経理協会
- 山本達司（2004）「倒産企業の会計操作(4)会計操作と資金調達との関係」『會計』166(1)、pp.112-126.
- ヨアキム・シュワス著・長谷川博和他訳(2015)「ファミリービジネス 賢明なる成長への条件」中央経済社
- 吉原英樹(1986)『戦略的企業革新』東洋経済
- 吉原英樹(1992)『日本企業の国際経営』同文館
- 吉原英樹(2011)『国際経営 第3版』有斐閣
- 横澤利昌（2000）「老舗企業の研究」生産性出版社
- 横澤利昌（2012）「老舗企業の研究改訂新版」生産性出版社
- 吉村典久（2007）『日本の企業統治—神話と実態』NTT出版
- 吉村典久（2012）『会社を支配するのは誰か—日本の企業統治』講談社
- YKK 株式会社有価証券報告書第 74 期（自 平成 20 年 4 月 1 日 至平成 21 年 2 月 31 日）
- YKK 株式会社有価証券報告書第 75 期（自 平成 21 年 4 月 1 日 至平成 22 年 3 月 31 日）
- YKK 株式会社有価証券報告書第 76 期（自 平成 22 年 4 月 1 日 至平成 23 年 3 月 31 日）
- YKK 株式会社有価証券報告書第 77 期（自 平成 23 年 4 月 1 日 至平成 24 年 3 月 31 日）
- YKK 株式会社有価証券報告書第 78 期（自 平成 24 年 4 月 1 日 至平成 25 年 3 月 31 日）
- 若杉明（1989）「M&Aの財務・会計戦略」ビジネス教育出版社
- 若杉明（1995）「企業会計の論理 [改訂・増補版]」国元書房
- 若林公美（2009）「包括利益の実証研究」中央経済社