

大阪大学経済学

第69卷 第2号
2019年9月

OSAKA
ECONOMIC
PAPERS

大阪大学経済学会
大阪大学大学院経済学研究科
大阪府豊中市待兼山町

大阪大学経済学

(欧文誌名 Osaka Economic Papers)

本誌は大阪大学経済学会・大阪大学大学院経済学研究科の紀要として年4回、邦文ならびに欧文の論稿によって刊行される。

本誌の編集は、大阪大学経済学会によって選ばれた編集委員3名により行われる。編集委員は寄稿された研究成果を選定し、論文・覚書・資料および書評に類別して本誌を編集する。

大阪大学大学院経済学研究科に所属する研究者はその研究成果を本誌に寄稿することができる。なお、大阪大学大学院経済学研究科に所属しない研究者による研究成果も、大阪大学大学院経済学研究科における研究と密接な関係にあるものについては寄稿することができる。

なお、寄稿する際は「大阪大学経済学会」会員として、年会費¥4,000を納入する必要がある。

大阪大学経済学会会則

- 第1条 本会は大阪大学経済学会と称する。
- 第2条 本会は経済学、経営学の研究と発表を目的とする。
- 第3条 本会の事務所を大阪大学大学院経済学研究科に置く。
- 第4条 本会は下記の事業を行う。
1. 雑誌「大阪大学経済学」の発行（年4回）
 2. 研究会及び講演会の開催（随時）
 3. その他、評議員会で適当と認めた事業
- 第5条 本会は下記の会員を以て組織する。
1. 普通会員（大阪大学大学院経済学研究科の教員、大阪大学の院生・学生・卒業生及び評議員会の承認を得た者）
 2. 賛助会員（本会の事業を賛助する者）
- 第6条 会員は本会の諸事業に参加できる。
- 第7条 本会に下記の役員を置く。役員の任期は2年とする。
1. 会長（大阪大学大学院経済学研究科長を以ってこれに充てる）
 2. 評議員（大阪大学大学院経済学研究科の教授・准教授・講師を以ってこれに充てる）
 3. 雑誌編集・庶務・会計の委員若干名（評議員中より互選する）
 4. 書記若干名
- 第8条 本会の運営はすべて評議員会の決議による。
- 第9条 会長は本会を代表する。
- 第10条
1. 普通会員は会費として年額4,000円を納入するものとする。
 2. 賛助会員は会費として年額10,000円以上を納入するものとする。
- 第11条 本会則の変更は評議員会の決議による。

大阪大学経済学会評議員

会長 谷崎久志

評議員 (ABC順)

鳩澤 歩	Bénsamin Michel Claude Poignard	堂目卓生	福重元嗣
福田祐一	二神孝一	開本浩矢	廣田誠(編集)
石黒真吾	祝迫達郎	笠原晃恭	加藤隼人
勝又壮太郎(編集)	葛城政明	松村真宏	三輪一統
村宮克彦	中川功一(会計)	西原理	西村幸浩
西脇雅人	新田啓之	延岡健太郎	大西匡光(庶務)
太田亘	大竹文雄	恩地一樹	小野哲生
尾立唯生	大屋幸輔	Pierre-Yves Donzé	佐々木勝
関絵里香	椎葉淳	竹内恵行	谷崎久志
浦井憲(編集)	Wirawan Dony Dahana	Xia Chenxiao	許衛東
山田昌弘	山本千映	山本和博	安田洋祐(会計)

大阪大学経済学 第69巻 第2号

目 次

論文

利益調整行動の動学的分析：先行研究を踏まえた展望 伊 瀬 堂 人 1

韓国財閥の承継類型に関する研究 — DOOSANグループの事例分析を中心に
..... 朴 亨 珠 18

利益調整行動の動学的分析：先行研究を踏まえた展望*

伊瀬 堂 人†

要 旨

本稿は、経営者による利益調整行動および利益の質に関する動学的なモデルを Beyer et al. (2018) の枠組みに従って検討する。このモデルの特徴は主に二点ある。一点目は、経営者の利益調整行動に関する動学的な意思決定を理論的に検証していることである。利益調整行動および利益の質は会計研究において理論および実証の両側面より盛んに研究されている問題である。先行研究において示されているこれらの利益調整行動に関する理論モデルの多くは、報告に関する意思決定を静的であると仮定している。しかしながら、経営者の利益調整行動に関する意思決定は動学的な性質を有している可能性がある。そのため、動学的な性質を考慮した理論モデルを展開している。また二点目の特徴として、動学的特徴を有する経営者による利益調整行動に関して、二つの要素に区分した投資家の不確実性を考慮している点である。すなわち、企業環境により生じる不確実性、および利益調整行動に起因する投資家と経営者の間の情報の非対称性により生じる不確実性である。また本稿では、利益調整行動を分析するに当たって、投資家の持続的な不確実性を考慮する必要があるのかどうかの検証を行った。具体的には、投資家の資本に対する不確実性が存在しないという仮定のもとでの検証を行った。検証の結果、経営者の利益調整行動を投資家が正しく認識することができるという現実と乖離する可能性が高い結果を得た。

JEL Classification : M41

キーワード：利益調整行動、利益の質、投資家の不確実性、動学的分析

1 はじめに

本稿では、経営者の報告に関する動学的な意思決定モデルを分析している Beyer et al. (2018) の枠組みに従い、利益調整行動に関する理論モデルの検討を行う。また利益調整行動に加えて、利益の質に関する理論モデルについても考

察する。利益調整行動および利益の質は会計分野の理論研究および実証研究において盛んに議論されている問題である。先行研究において示されているこれらの利益調整行動に関する理論モデルの多くは、一時点の報告に関する意思決定あるいは複数時点にわたるものの一度の意思決定に基づくことを仮定している。しかしながら、Gerakos (2012) では、経営者による利益調整行動が動学的であることを実証的に示している。そのため、経営者による利益調整行動および企業による会計報告は、複数の意思決定時点において動学的に選択されている可能性がある。本稿の主たる目的は、そのような複数期間

* 本稿の作成にあたり、椎葉淳教授（大阪大学大学院経済学研究科）、村宮克彦准教授（大阪大学大学院経済学研究科）より多くの貴重なコメントをいただいた。ここに記して深く感謝申し上げたい。なお本稿における全ての誤りは筆者に帰するものである。

† 大阪大学大学院経済学研究科博士後期課程

Email: u546345f@ecs.osaka-u.ac.jp

にわたる経営者の意思決定を考慮したBeyer et al. (2018) のモデルを考察することである。

Beyer et al. (2018) のモデルは、資本および将来利益についての投資家の持続的な不確実性の要因を以下の二つの要素に区分しているという特徴がある。すなわち、企業環境により生じる不確実性、および経営者と投資家の間の情報の非対称性により生じる不確実性である。前者は、企業の利益に関する経営者の不確実性より生じるものである。後者は、経営者による利益調整行動により生じる不確実性である。

利益調整行動に関して、投資家の不確実性を考慮した先行研究はいくつか存在している。Fischer and Verrecchia (2000)やGuttman et al. (2006)では投資家の経営者に対する不確実性を考慮した分析を行っており、他の多くの研究においても投資家が経営者に対し不確実性を持っている可能性が示されている。そのため、現実により即した形で経営者による利益調整行動の分析を行うためには、不確実性を含んだ動学的モデルによって検討することは重要である。本稿ではまた、持続的な不確実性の重要性を検討するために、Beyer et al. (2018) で示されているモデルに持続的な不確実性が存在しないという仮定をおき、比較検討を行う。検討の結果、持続的な不確実性を考慮しない場合、投資家の行動が現実とは乖離する可能性を示す結果を得た。

本稿の構成は以下の通りである。まず第2節で先行研究に関する議論を行う。第3節では、モデルの詳細な設定を考察する。第4節ではモデルにおける均衡を計算し、不確実性を考察する必要性を考察する。また、利益の質の測定に関する考察も行っている。そして最後に第5節で結論を述べる。

2 先行研究

利益調整行動は理論的にも実証的にも盛んに研究がなされている会計研究において中心的な

問題の一つである。浅野・首藤(2007)に従えば利益調整は「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」とされている。また、浅野・首藤(2007)では利益調整行動を大きく次の3種類に分類している。すなわち、当期の利益を過少に報告する調整行動、両極の中間に位置する調整行動、および当期の利益を過大に報告する調整行動である。当期の利益を過少に報告する調整行動に関しては、当期において大きな減益が予測され、それが回避できない場合により大きな費用を計上し、次期以降にV字回復しているように見せかけるビックバスを目的とした調整行動である。両極の中間に位置する調整行動には、大きな増益などがあった場合、投資家および債権家に対して長期的な収益力を示すために、当期利益を標準的な利益へと下方に調整するような行動が該当する。当期の利益を過大に報告する調整行動は、これらの利益調整行動の中でも最も攻撃的であると表現され、当期の減益を軽微に見せかける目的で行われる。これらの経営者による利益調整行動を研究するにあたって、Gerakos(2012)では経営者行動の動学性を考慮する重要性が主張されている。利益調整行動が動学的特徴を有しているならば、それに伴って生じる投資家と経営者の間の情報の非対称性も持続的なものとなる可能性がある。そのため本稿ではこの動学的性質を考慮し、利益増加型の調整行動に関する分析を行っているBeyer et al. (2018) の理論モデルを検討する。

Beyer et al. (2018) では利益調整行動を動学的に分析し、利益調整行動が投資家の不確実性に与える影響を考察している。Beyer et al. (2018) と同様に利益調整行動と投資家の不確実性との関係性を考察した文献もいくつか存在する。まず、異時点間の特性を考慮しない、一時点での分析としてはFischer and Verrecchia (2000) やGuttman et al. (2006) が存在する。

Fischer and Verrecchia (2000) では、不確実性を含んだ利益調整行動の一時点モデルを導出している。具体的には、市場が経営者のインセンティブを完全に知ることができず、そのことより生じる不確実性を考慮した経営者のシグナリングモデルを展開している。Guttman et al. (2006) は、Fischer and Verrecchia (2000) と同様のシグナリングモデルを使用し、経営者による利益調整行動を分析することで、一定範囲の利益額を認識した場合に、一括均衡が生じることを示している。これらは経営者による利益調整行動の一時点での分析的研究であるが、二時点間での利益調整行動を分析している先行研究も存在する。二時点間の研究の多くでは、経営者が第一時点に利益調整行動を行い、そこで生じた恣意的な利益調整行動が後に反転するような仮定で検証を行っている。これらの研究には、Sankar and Subramanyam (2001)、Kirschenheiter and Melumad (2002)、および Ewert and Wagenhofer (2015) などが該当する。これらの研究では、経営者の報酬を外生的なものであると仮定し、財務報告が及ぼす影響を評価している。Sankar and Subramanyam (2001) のモデルでは、第一時点において企業が真の利益に加えて将来利益に対するシグナルを受け取り、報告利益を恣意的に調整し、第二時点で恣意的に調整した利益の一部が反転するという仮定をおき、分析を行っている。Kirschenheiter and Melumad (2002) では、大きな利益サプライズが生じた際に、経営者が利益平準化およびビクバスを目的に利益調整行動を行っていることを考慮したモデルを導出している。Ewert and Wagenhofer (2015) では利益の質に関する分析的研究を行っており、その中で平準化行動を行うインセンティブをもった経営者による利益調整行動の多期間モデルを導出している。しかしながらこれらの設定では第二時点には利益調整行動を行っていないことを仮定している。そのため、これらの設定では経営者による報告

の動学的な決定を完全には捉え切れていない。一方で Beyer et al. (2018) では、既存の動学的な利益調整行動の理論以上に現実に即した形で分析を行うために、多時点間での利益調整行動の動学性を検証することで、同分野に関する動学的理論を補完している。具体的には、先行研究のように外生的な利益調整行動の特定期間での反転を仮定せずに、多期間モデルを検証している。また、経営者が利益調整行動を行うコストが常に一定であるという仮定は現実性を欠いていることが予想されるため、コストが過去の利益調整行動の累積値の関数になっており、利益調整行動が継続的に行われているという仮定のもとでの分析を行っている。経営者による利益調整行動が特定期間において反転しないと仮定した場合、恣意的に調整された利益は資本内に累積していくこととなる。つまり、経営者の利益調整行動を行うコストは、資本内の調整された利益の大きさにより変化する。Barton and Simko (2002) においても、過去の利益調整行動が貸借対照表内、つまり資本内に蓄積されているということが示されている。

3 Beyer et al. (2018) のモデル

本節では、Beyer et al. (2018) に従い、モデルを設定する。経営者は以下の要素を満たす場合に利益調整行動を行う可能性がある。第一に、経営者が恣意的に報告を調整する余地が存在するということである。この仮定は利益調整行動を分析するためには必要な仮定であり、現実の会計基準においても減価償却法の変更など、経営者が裁量的に利益調整を行う余地があることが確認されているため、現実に即した仮定でもある。第二に、資本市場に対して経営者が関心を払っていることである。このとき経営者は資本市場により好ましい経営状態を有していることを示すために、利益調整を行うインセンティブが生じる。第三に、投資家と経営者の

間に情報の非対称性が存在することである。情報の非対称性が存在しない状況では、投資家は企業の情報に関する全ての情報を正しく認識することができる。そのため、経営者が利益調整行動を行ったとしても投資家はそれを正しく認識することが可能であり、経営者の利益調整行動が投資家の行動に影響を与えないこととなる。

次にこれらの要素を踏まえた理論モデルの考察を行う。そのために以下のように仮定をおく。第一の仮定は、各時点において経営者は企業の利益を私的に観察し、市場に対して財務報告を行うというものである。第二に、経営者は任期中に当該企業から退任することではなく、経営者の報酬が企業の株価により決定されると仮定する。モデルの簡便性を保つために経営者が任期中に離任することを考慮せず、当該企業に在任し続けることを仮定している。また経営者報酬が株価と連動しているため、経営者は企業の株価に関して強い関心を払っており、株価を上昇させるインセンティブを有している。第三の仮定として、経営者が報告を行う際に、真の値を報告することができる一方で、コストを支払って恣意的に調整した値を報告することもできるとする。調整を行う際に支払うコストは、一定ではなく過去の調整行動に応じて変化する。また、現時点に行った利益調整行動は将来の不特定時点において反転する。この仮定により、経営者はコストを勘案して、利益調整行動を行うかどうかを選択する。また、利益調整行動のコストが過去の利益調整行動により変化しており、過去に積極的に利益調整を行っているほど経営者はコストを負う事となる。そのため、経営者の利益調整行動に関する意思決定は過去の利益調整行動に条件付けられた動学的性質をもつ。第四に、投資家は経営者のインセンティブを完全に理解することはできず、両者間で情報の非対称性が継続的に生じるため、株価の均衡はこの非対称性に基づいたものとなる

という仮定である。先述の通り、投資家と経営者の間の情報の非対称性が存在しなければ、経営者のインセンティブを全て認識することができるため、経営者の利益調整行動が投資家の行動に影響を与えないこととなる。最後に利益は自己回帰していると仮定する。これにより、投資家が経営者の報告を確認した際に、企業の将来利益および資本に関する期待値を改訂する。この仮定を踏まえると、投資家は企業の将来利益のみならず資本に関しても不確実性を持つこととなる。つまり、経営者と投資家の間の情報の非対称性が解消されない場合、貸借対照表の情報に関しても不確実性が生じている可能性がある。これらの動学的な特性を用いて、複数時点での経営者による利益調整行動の理論モデルを導出する。

モデルのより詳細な設定は以下の通りである。まず、企業は各時点 $t \in \{1, 2, \dots, T\}$ において調整前利益 e_t （以下では経済的利益と呼称する）を獲得する。また経済的利益は次の(1)式のように一次の自己回帰（AR1）過程に従うと仮定する。

$$e_t = \rho e_{t-1} + v_t. \quad (1)$$

ここで $\rho \in [0, 1)$ は利益の持続性を表し、 $v_t \sim N(0, \sigma_v^2)$ は企業の経済活動の事前に予期できないショックを示しており、以下では経済的利益のイノベーションと呼称する。 v_i はいかなる $i \neq j$ の v_j に対しても独立であると仮定する。AR1過程を用いることで利益の持続性および平均回帰の性質を含んだモデルを導出することができる。これらの性質はGerakos and Kovrijnykh (2013)においても示されている。

また、企業は株主に配当などのいかなる支払いも行わないと仮定すると、企業の調整前資本 θ_t （以下では経済的資本と呼称する）は過去の経済的利益 e_t の累積額と一致する。つまり

t 時点の企業の経済的資本を次のように表す。

$$\theta_t = \theta_{t-1} + e_t. \quad (2)$$

各時点において、企業の経営者は私的に経済的利益を観察し、その利益に基づいて市場に対して企業の資本を報告する。経営者は報告を裁量的に調整することが可能であり、経営者が報告する資本は r_t とする（以下ではこれを報告資本と呼称する）。一方で、調整行動を行うためにはコストがかかるものであるとする。そのコストは常に一定の値をとる定数ではなく、過去の経営者の調整行動によって変化すると仮定する。経営者は外部に報告を行う前にCFOあるいは監査人等の他者によってその報告が観察される。長期間にわたる調整行動や多額の調整行動は露見する可能性が高いと考えられ、露見することを防ぐためには、経営者は大きなコストを支払う必要があると予想される。そのため、過去の調整行動および調整額の大きさによって調整コストが変化するという仮定は現実と整合性のあるものである。具体的には調整コストを、

$$\frac{c}{2}(r_t - \theta_t - \eta_t)^2,$$

と仮定する。ここで、 c は定数であり、調整コストの大きさを示すパラメータである。また、 η_t は報告ノイズを示している。 $\eta_t \sim N(0, \sigma_\eta^2)$ と仮定し、時間を通して独立しており、経営者は報告に関する意思決定を行う前に報告ノイズ η_t を私的に観察するものとする。Fischer and Verrecchia (2000) においても示されているように、投資家が経営者のインセンティブを完全に把握することができない場合、投資家は経済的利益を正しく認識することができず、経営者の報告に対する不確実性を有することとなる¹。この不確実性の発生要因を報告ノイズ η_t と呼称している。この報告ノイズは、

Dye and Sridhar (2004) で議論されているように会計規則あるいは経営者が利益調整を行うインセンティブに影響を与えるような企業固有の状況から生じるずれを反映したものであると解釈できる。

報告ノイズが存在する場合、経営者が恣意的に行う利益調整行動を投資家は正しく認識することができない。そのため、経営者は利益調整行動を通して自らに好ましい報告を行うことが予測される。すなわち、報告ノイズの存在は経営者の利益調整行動により生じる投資家と経営者の間の情報の非対称性の指標として解釈することができる。

また、報告された利益の中の報告バイアスが特定時点に反転するということを仮定していない。そのため、経営者は調整行動が露見せず、かつさらなる調整行動を行うためには過去の調整行動の大きさに依存したコストを負うことが予想される。過去の調整行動の累積値を $r_t - \theta_t$ と仮定しているため、過去により積極的な操作を行なっている経営者は、より大きな調整コストを被ることとなる。この資本に将来の期待利益は含まれていない。これは会計報告が将来発生するイベントに対する明示的な予測情報を提供していないという性質を捉えている。これらの仮定と整合的な証拠はBarton and Simko (2002) においても示されている。

また、経営者の利益調整行動を行うインセンティブは株価と強く関係していると仮定する。そのため、 t 時点の株価を p_t とした場合に、経営者が受け取る利得を株価より調整行動のコストを差し引いたものであるとする。つまり、 t 時点における経営者の利得は次のようになる。

$$p_t - \frac{c}{2}(r_t - \theta_t - \eta_t)^2.$$

経営者は各時点において自身の期待将来利得の割引現在価値合計を最大化するように行動する。つまり、次の (3) 式で示される効用関数

¹ ただし、Fischer and Verrecchia (2000) では、不確実性を経営者の株価に対する関心を表すパラメータに導入している。

を最大化するように、経営者は報告資本 r_t を選択する。

$$U_t = \mathbb{E}_t \left[\sum_{k=t}^T \delta^{k-t} \left(p_k - \frac{c}{2} (r_k - \theta_k - \eta_k)^2 \right) \right]. \quad (3)$$

ここで、 δ は経営者のディスカウント・ファクターであり、 $\delta \in [0, 1)$ とする。

経営者の効用関数を (3) 式のように定式化する主たる理由としては、経営者が自身の利得を最大化するために資本市場に強い関心を払っていることを仮定しているためである。経営者は現時点で私的に観察した経済的資本 θ_t 、経済的利益 e_t 、および報告ノイズ η_t の情報を用いて、利得を最大化するように行動することが予想される。すなわち、経営者は θ_t, e_t, η_t で条件付けられた将来の利得の割引現在価値合計を最大化するように現時点の報告を決定するため、経営者の効用関数を (3) 式で定義している。ただし、この経営者のインセンティブに関するモデルにはいくつか限界が存在する。このモデルでは、Burgstahler and Dichev (1997) および Graham et al. (2005) で示されているようなビックバスあるいは利益平準化行動などの行動を捉えきれていない。しかしながら、このモデルでは利益調整行動を引き起こす資本市場の性質を簡略的に示すことができる。加えて Beyer et al. (2018) は経営者の役割を企業の財務状況を報告することのみであると仮定している。そのため、Stein (1989) および Ewert and Wagenhofer (2005) で分析されているような実体的裁量行動は考慮していない。

t 時点の企業の株価はリスク中立的な投資家によってすべての利用可能な情報に基づき設定される。ここで、投資家が利用する情報は過去の経営者による報告 $h_t \equiv \{r_1, r_2, \dots, r_t\}$ のみであると仮定する。 t 時点の株価は経済的資本に関する投資家の期待値と将来の利益の現在価値の合計値と一致する。モデルを簡単化するために金利をゼロであると仮定する。このとき t

時点の企業の株価は、次のようになる。

$$p_t = \mathbb{E}_t \left[\tilde{\theta}_t + \sum_{k=t+1}^{\infty} \tilde{e}_k \right]. \quad (4)$$

ここで、 $\mathbb{E}_t[\cdot]$ は過去の経営者による報告 h_t に基づいた投資家の期待値である。また、将来の経済的利益が (1) 式の AR1 過程に従うことから、この式を次のように表すことができる。

$$p_t = \mathbb{E}_t \left[\tilde{\theta}_t + \frac{\rho}{1-\rho} \tilde{e}_t \right]. \quad (5)$$

(5) 式は、株価が二つの要素の合計であることを示している。第一に、経済的資本 $\tilde{\theta}_t$ であり、第二に将来利益の現在価値 $\frac{\rho}{1-\rho} \tilde{e}_t$ である。次節以降で示していくが、投資家は経営者の任期を通してこれらの要素に関する不確実性に直面している。

ここで、

$$z_t \equiv \theta_t + \frac{\rho}{1-\rho} e_t, \quad (6)$$

と定義すると、 z_t は企業価値であると解釈することができる。また、株価は次のように表すことができる。

$$p_t = \mathbb{E}_t[z_t]. \quad (7)$$

4 均衡

株価が過去の報告に関して線形であるときの均衡に着目する。具体的には、株価が以下の (8) 式であるときの均衡を考える。

$$p_t = p_0 + \sum_{j=1}^t \alpha_j^t (r_j - \mu_j). \quad (8)$$

$\{\alpha_j^t, \mu_j\}$ は均衡におけるパラメータである。ここで α_j^t は j 時点の報告に対する t 時点の株価の係数であり、 μ_j は j 時点の報告資本の期待値である。

以下では均衡を分析するにあたって、まず二

期間での均衡を考察し、その結果を T 期間に一般化する。さらに、有限期間での分析をもとに期間を無限へと拡張し、定常状態における均衡を導出する。

4.1 二期間モデル

本節では、有限期間での均衡および株価に関する考察を行うために、二期間モデルを分析する。つまり経営者は $t = 2$ 時点で当該企業を退任することを仮定する。均衡を導出するために、バックワード・インダクションを用いる。経営者の任期の最終年である $t = 2$ 時点において経営者の最適な報告資本は、次の効用最大化問題を解くことで求めることができる。

$$\max_{r_2} \mathbb{E}_2 \left[p_2 - \frac{c}{2} (r_2 - \theta_2 - \eta_2)^2 \right]. \quad (9)$$

ここで、株価 p_2 は (8) 式を用いて次のように表すことができる。

$$p_2 = p_0 + \alpha_1^2 (r_1 - \mu_1) + \alpha_2^2 (r_2 - \mu_2). \quad (10)$$

最適化の一階条件より、経営者の最適な報告資本 r_2 は、

$$r_2 = \theta_2 + \eta_2 + \frac{\alpha_2^2}{c},$$

となる。同様に、 $t = 1$ 時点での最適な報告資本を求めると、

$$r_1 = \theta_1 + \eta_1 + \frac{\alpha_1^2 + \delta \alpha_1^2}{c},$$

となる。なお、 p_1 に関しても次のように表すことができる。

$$p_1 = p_0 + \alpha_1^1 (r_1 - \mu_1). \quad (11)$$

次に株価に関する考察を行う。 $t = 2$ 時点での株価は、次のように表すことができる。

$$\begin{aligned} p_2 &= \mathbb{E}_2[\theta_2] \\ &= \mathbb{E}_2[z_2] \\ &= \mathbb{E}_1[z_2] + \frac{\text{Cov}_1(z_2, r_2)}{\text{Var}_1(r_2)} (r_2 - \mathbb{E}_1[r_2]) \\ &= p_1 + \frac{\text{Cov}_1(z_2, r_2)}{\text{Var}_1(r_2)} (r_2 - \mathbb{E}_1[r_2]). \end{aligned} \quad (12)$$

均衡では、(10) 式が (12) 式と一致するため、 $\alpha_2^2 = \frac{\text{Cov}_1(z_2, r_2)}{\text{Var}_1(r_2)}$ である。同様に $t = 1$ 時点における株価は、

$$\begin{aligned} p_1 &= \mathbb{E}_0[z_2] + \frac{\text{Cov}_0(z_2, r_1)}{\text{Var}_0(r_1)} (r_1 - \mathbb{E}_0[r_1]) \\ &= p_0 + \frac{\text{Cov}_0(z_2, r_1)}{\text{Var}_0(r_1)} (r_1 - \mathbb{E}_0[r_1]), \end{aligned} \quad (13)$$

と表すことができる。そのため、(13) 式と (11) 式を比較すると、 $\alpha_1^1 = \frac{\text{Cov}_0(z_2, r_1)}{\text{Var}_0(r_1)}$ となる。また、(13) 式を (12) 式に代入すると、

$$p_2 = p_0 + \frac{\text{Cov}_0(z_2, r_1)}{\text{Var}_0(r_1)} (r_1 - \mathbb{E}_0[r_1]) + \frac{\text{Cov}_1(z_2, r_2)}{\text{Var}_1(r_2)} (r_2 - \mathbb{E}_1[r_2]),$$

であるから、これを (10) 式と比較すると $\alpha_1^2 = \alpha_1^1 = \frac{\text{Cov}_0(z_2, r_1)}{\text{Var}_0(r_1)}$ であることもわかる。

以上の二期間モデルの考察から、一般に株価は、

$$\begin{aligned} p_t &= p_0 + \sum_j^t \alpha_j^t (r_j - \mu_j) \\ &= p_{t-1} + \frac{\text{Cov}_{t-1}(z_t, r_t)}{\text{Var}_{t-1}(r_t)} (r_t - \mathbb{E}_{t-1}[r_t]), \end{aligned}$$

となると予想できる。ここで、 $\beta_t \equiv \frac{\text{Cov}_{t-1}(z_t, r_t)}{\text{Var}_{t-1}(r_t)}$ と定義すると、株価を

$$p_t = p_{t-1} + \beta_t (r_t - \mathbb{E}_{t-1}[r_t]). \quad (14)$$

と表すことができる。 β_t は t 時点における利益反応係数であり、分散および共分散は $t - 1$ 時点における過去の報告で条件付けられている。また、均衡において $\beta_t = \alpha_t^t$ であるため²、期間が有限である場合、 β_t は時間を通して一

² α_j^t に関しては、二期間モデルから類推すると、 $\alpha_j^t = \frac{\text{Cov}_{j-1}(r_j, z_t)}{\text{Var}_{j-1}(r_j)} = \beta_j$ と表すことができる。

定の値をとるパラメータではない。

4.2 T期間モデル

本節では、4.1節の二期間モデルを T 期間モデルに拡張する。具体的には、経営者の任期が $t = T$ 時点までであることを仮定する。経営者は株価、現時点の調整コスト、および過去より累積している調整コストを考慮し、現時点の報告を行う。時間の経過につれて、企業の情報環境および経営者の任期は変化していく。そのため、経営者の報告戦略に関しても時間の経過につれて変化が生じることが予想される。

有限期間での経営者の最適化問題においては、均衡をバックワード・インダクションを用いて解く。経営者の任期の最終年である $t = T$ 時点において、経営者の最適化問題は次の (15) 式で表すことができる。

$$\max_{r_T} \mathbb{E}_T \left[p_T - \frac{c}{2} (r_T - \theta_T - \eta_T)^2 \right]. \quad (15)$$

ここで、 T 時点の株価は二期間モデルの考察から、

$$p_T = p_{T-1} + \beta_T (r_T - \mathbb{E}_{T-1}[r_T]), \quad (16)$$

である。最適化の一階条件より、最適な報告を求めると以下ようになる。

$$r_T = \theta_T + \eta_T + \frac{\beta_T}{c}.$$

このとき、経営者の $t = T$ 時点における効用は次の通りである。

$$U_T = p_{T-1} + \beta_T (r_T - \mathbb{E}_{T-1}[r_T]) - \frac{1}{2c} (\beta_T)^2.$$

次に任期の最終年の一年前である $t = T - 1$ 時点においては、経営者が行う報告は以下の効用関数を最大化することにより決定される。

$$\max_{r_{T-1}} \mathbb{E}_{T-1} \left[p_{T-1} - \frac{c}{2} (r_{T-1} - \theta_{T-1} - \eta_{T-1})^2 + \delta \mathbb{E}_T[U_T] \right].$$

これを解くと、最適な報告は次のようになる。

$$r_{T-1} = \theta_{T-1} + \eta_{T-1} + \frac{\beta_{T-1} + \delta \beta_T}{c}.$$

これらの結果から、 $t \leq T$ における経営者の報告戦略は次のようになると予想できる。

$$r_t = \theta_t + \eta_t + A_t^T. \quad (17)$$

ここで、

$$A_t^T \equiv \frac{\sum_{k=0}^{T-t} \delta^k \beta_{t+k}}{c}, \quad (18)$$

とする。

(17) 式より、報告された資本 r_t は二つの要素により経済的資本 θ_t から乖離していることが確認できる。一つ目の要素は確率的な要素である η_t であり、これは投資家が観察することができない報告ノイズを示している。この報告ノイズが存在することで投資家は経済的資本 θ_t および現時点の経済的利益 e_t を正しく認識することができない。そのため、経営者は自身の利得と連動している株価を上昇させる目的で、利益調整行動を行うインセンティブが生じる。

また、もう一つの要素が非確率的な要素 A_t^T であり、これは経営者の任期に依拠して行われる利益調整行動を示している。 t 時点においては、経営者の当該企業での在任期間は t 年であり、その経営者の残りの在任期間は $T - t$ 年となる。均衡において、投資家は経営者の在任期間を確認することで、この A_t^T を観察することができる。つまり、 A_t^T は経営者が現時点および将来の株価を上昇させることにより生じる利得と、調整を行うことにより生じるコストを考慮することで決定される経営者による利益調整行動を示している。現時点の報告資本 r_t に対して投資家の株価への感応度が高ければ、経営者が株価を上昇させるインセンティブも同様に高くなる。その結果、経営者が報告利益を調整するため、このバイアス A_t^T が増加することが予期される。

4.3 利益の質

これまでの研究において、利益の質はさまざま

まな定義がなされており、一概に定義することは難しい。利益の質の代表的な尺度としては利益の持続性、利益のベンチマーク、および会計発生高等を用いたものがある。日本における利益の質の実証研究としては、例えば大日方 (2008) があり、前年度の利益水準をベンチマークとして経営者が利益を恣意的に増減させていることを仮定し、当該調整行動の少なさが利益の質の高さであるというように、実証的に利益の質を測定している。利益の質を理論的に分析した文献としては、Ewert and Wagenhofer (2015) が挙げられる。Ewert and Wagenhofer (2015) では、二時点間で分析を行っており、経営者は第一時点で利益に関する私的情報を受け取り、利益調整行動に関する意思決定を行うと仮定している。彼らは利益の質の尺度として、次の式を提示している。

$$EQ_{EW} \equiv \mathbb{E}[\text{Var}(\tilde{x}) - \text{Var}(\tilde{x}|m_1)] \\ = \frac{(\text{Cov}(\tilde{x}, \tilde{m}_1))^2}{\text{Var}(\tilde{m}_1)}.$$

ここで \tilde{x} は企業が獲得するキャッシュ・フローである。また m_1 は一時点で実現する利益である。キャッシュ・フローと利益の共分散が大きいほど EQ_{EW} が上昇することから、 EQ_{EW} が大きいほど利益の質も高いと解釈されている。本稿では、Beyer et al. (2018) に従い、利益調整行動により生じる投資家の不確実性に着目して理論モデルの検証を行っている。Beyer et al. (2018) では、利益の質に関する尺度として次の定義を用いている。

$$EQ_t \equiv -\text{Var}_t(z_t). \quad (19)$$

z_t は (6) 式で示されているように企業価値を示しており、 $\text{Var}_t(z_t)$ は投資家が利用可能な情報である過去の経営者による報告 $\{r_1, r_2, \dots, r_t\}$ に条件付けられた z_t の分散である。つまり、 $\text{Var}_t(z_t)$ は経営者と投資家の間の情報の非対称性と解釈できる。そのため、情

報の非対称性が存在せず、投資家が経営者の情報を正しく認識できるならば、投資家は経済的利益と経済的資本を完全に把握することができ、 $\text{Var}_t(z_t)$ は全ての期間で 0 になる。このとき、株価は企業価値 z_t と一致することになる。

EQ_t は会計報告の情報の質を示しており、投資家が利用可能な情報により予想する企業価値に関する不確実性の尺度となっている。投資家の不確実性の多くは報告がなされる前から生じているものであることが予想される。そのため、報告を観察する前の投資家の不確実性を識別可能な場合、 EQ_t は有用な不確実性の尺度として利用することができる。ここで、定常状態を仮定すると、均衡において (19) 式を以下のように一時点前の報告で条件付けた式に整理することができる。

$$EQ_t = -\text{Var}_t(z_t) \\ = -\left[\text{Var}_{t-1}(z_t) - \frac{(\text{Cov}_{t-1}(z_t, r_t))^2}{\text{Var}_{t-1}(r_t)} \right] \\ = -[\text{Var}_{t-1}(z_t) - \beta^2 \text{Var}_{t-1}(r_t)]. \quad (20)$$

4.4 定常状態：無限期間への拡張

本節では分析期間を無限、つまり $T \rightarrow \infty$ へと拡張する。本節では定常状態に焦点を当て、経営者が十分長い期間企業に残留すると仮定する。そのため、無限期間での設定では、経営者が企業に在籍している年数および残りの任期に依拠するバイアス A_t^T が報告資本および株価の同時分布に影響を与えない。

まず、企業のファンダメンタルズである $\{\theta_t, e_t\}$ および報告ノイズ η_t によって構成される確率変数ベクトルを $\omega_t \equiv \{\theta_t, e_t, \eta_t\}$ と定義する。このベクトル ω_t は投資家の企業に対する不確実性を表す状態変数である。企業の財務報告は不確実性を緩和する働きを持っているが、財務報告に報告ノイズが存在するために投資家の不確実性が全て解消するわけではない。

投資家の企業価値に対する不確実性を示す

ω_t の分散共分散行列 $\Sigma_t(\omega_t)$ は以下の等式で示すことができる。

$$\Sigma_t(\omega_t) = \Sigma_{t-1}(\omega_t) - \frac{\text{Cov}_{t-1}(\omega_t, r_t)' \text{Cov}_{t-1}(\omega_t, r_t)}{\text{Var}_{t-1}(r_t)}. \quad (21)$$

投資家の不確実性は、時間およびモデルのパラメータである $(\sigma_v^2, \sigma_\eta^2, \rho)$ に依拠している。しかしながら、定常状態において分散および相関構造は時間を通して一定である。そのため、本稿のモデルにおいて不確実性の状態変数の分散共分散行列 $\Sigma_t(\omega_t)$ は以下の行列によって示すことが可能である。

$$\Sigma_t(\omega_t) = \begin{bmatrix} \bar{\sigma}_\theta^2 & \bar{\sigma}_{\theta e} & \bar{\sigma}_{\theta \eta} \\ \bar{\sigma}_{\theta e} & \bar{\sigma}_e^2 & \bar{\sigma}_{e \eta} \\ \bar{\sigma}_{\theta \eta} & \bar{\sigma}_{e \eta} & \sigma_\eta^2 \end{bmatrix}.$$

以下の補題では、投資家の不確実性を示すこれらの分散および共分散が時間を通して一定であるという定常の仮定に必要な条件を示す。

Beyer et al. (2018) 補題 1

企業のファンダメンタルズの分散共分散行列は以下を満たす必要がある。

$$-\bar{\sigma}_{\theta \eta} = \bar{\sigma}_\eta^2 = \bar{\sigma}_\theta^2, \quad (22)$$

$$-\bar{\sigma}_{e \eta} = \bar{\sigma}_{e \theta}. \quad (23)$$

この補題 1 は次の (24) 式, (25) 式および (26) 式を解くことで計算することができる。また、これは投資家の不確実性を表す $\Sigma_t(\omega_t)$ が σ_v^2 , ρ , および σ_η^2 に依拠していることを示している。詳細な証明については付録を参照されたい。

$$\bar{\sigma}_\theta^2 = \sigma_\theta^2 + \rho^2 \sigma_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 - \frac{(\bar{\sigma}_\theta^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \rho^2 \sigma_e^2 + \sigma_v^2)^2}{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \sigma_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 + \sigma_\eta^2}, \quad (24)$$

$$\bar{\sigma}_e^2 = \rho^2 \sigma_e^2 + \sigma_v^2 - \frac{(\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \rho^2 \sigma_e^2 + \sigma_v^2)^2}{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \sigma_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 + \sigma_\eta^2}, \quad (25)$$

$$\bar{\sigma}_{\theta e} = \rho^2 \sigma_e^2 + \rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 - \frac{(\bar{\sigma}_\theta^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \rho^2 \sigma_e^2 + \sigma_v^2)(\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \rho^2 \sigma_e^2 + \sigma_v^2)}{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \sigma_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 + \sigma_\eta^2}. \quad (26)$$

(22) 式および (23) 式は、定常状態におい

て投資家が過去の利用可能なすべての情報を利用しており、投資家は企業のファンダメンタルズおよび報告ノイズに関して同様の不確実性を持っていることを示している。この結果は直観に反しているかもしれないが、定常状態の仮定を維持するために必要なことである。もしこの条件が満たされないのであれば、次時点以降の企業のファンダメンタルズおよびノイズの分散が時間を通して変化することとなる。本稿では、ファンダメンタルズに関する投資家の不確実性は内生的に決定される一方で、報告ノイズに関する投資家の不確実性は外生的に決定され、 η_t は独立同一分布（以下では、i.i.d.と表記する）であると仮定している。この補題 1 への理解を深めるために、利益に持続性がない、つまり $\rho = 0$ の状況の例を考察する。

Beyer et al. (2018) 例 1

利益が i.i.d. で $\rho = 0$ の状態を考える。このとき、 $t - 1$ 時点の投資家の不確実性は経済的資本 θ_t , 経済的利益のイノベーション v_t , 報告ノイズ η_t に関する不確実性の合計である。つまり、以下の等式を満たす。

$$\text{Var}_{t-1}(r_t) = \bar{\sigma}_\theta^2 + \sigma_v^2 + \sigma_\eta^2.$$

そして、投資家の不確実性の状態変数 ω_t の分散 $\text{Var}_t(\omega_t)$ は $\{\bar{\sigma}_\theta^2, \bar{\sigma}_e^2, \bar{\sigma}_{\theta e}\}$ で構成されており、それぞれは以下の式ようになる。

$$\begin{aligned} \bar{\sigma}_\theta^2 &= \frac{\sqrt{\sigma_v^2(\sigma_v^2 + 4\sigma_\eta^2)} - \sigma_v^2}{2}, \\ \bar{\sigma}_e^2 &= \left(1 - \frac{\sigma_v^2}{\text{Var}_{t-1}(r_t)}\right) \sigma_v^2, \\ \bar{\sigma}_{\theta e} &= \frac{\sigma_v^2 \sigma_\eta^2}{\text{Var}_{t-1}(r_t)}. \end{aligned}$$

定常状態においては利益の質 EQ_t は単純に $-\text{Var}_t(z_t) = -\bar{\sigma}_\theta^2$ となる。この結果により、投資家の経済的資本および経済的利益に対する不確実性が利益のイノベーションの分散 σ_v^2 およ

び報告ノイズの分散 σ_η^2 により構成されていることが明示できる。

次に、より一般的に ρ が 0 ではないケースを考える。定常状態での分析により次の二つの主たる結果を導くことができる。第一に、定常状態でのバイアスを $A_\infty \equiv \lim_{t \rightarrow \infty} A_t^{t+T}$ と定義すると、 t 時点における経営者の報告は以下のように示すことができる。

$$r_t = A_\infty + \theta_t + \eta_t. \quad (27)$$

第二に、定常状態において株価関数の係数は時間と独立しているということである。それゆえ、価格の変化は報告された利益のサプライズの関数として表すことができる。

$$\Delta p_t = \beta(r_t - \mathbb{E}_{t-1}[r_t]). \quad (28)$$

ここで、 $\beta = \frac{\text{Cov}_{t-1}(z_t, r_t)}{\text{Var}_{t-1}(r_t)}$ である。今、利益の持続性 ρ が 0 でないと仮定すれば、 $\mathbb{E}_{t-1}(r_t)$ は過去の報告に依拠している。また、先行研究において、株価の動学的性質は前二時点の報告利益および株価の関数であることが示されている。 r_t を観察した際の投資家の経済的利益の期待値に関する感応度を $\gamma \equiv \frac{\text{Cov}_{t-1}(e_t, r_t)}{\text{Var}_{t-1}(r_t)}$ と定義すれば、以下の補題 2 を示すことができる。詳細な証明に関しては付録を参照されたい。

Beyer et al. (2018) 補題 2

定常状態において、株価の変化は以下の等式により示すことができる。

$$\Delta p_t = \beta(r_t - p_{t-1}) - \beta\rho(r_{t-1} - p_{t-2}) + \rho\left(1 + \gamma\frac{\rho}{1-\rho}\right)\Delta p_{t-1}. \quad (29)$$

定常状態において、株価変化は報告資本および株価に関しては二次のラグで構成されており、株価の変化に関しては一次のラグで構成されている。もし利益に持続性がなければ、第一項目である $\beta(r_t - p_{t-1})$ のみが残る。この項は、報告のサプライズに対する株価への反応を示している。他の二つの項は、利益の持続性により生じるものであると解釈することができる。

株価関数は、実証分析においてモデルのパラメータを推定するための重要な要素である。(29) 式で示されるように、定常状態を仮定した場合、株価関数が線形となる。これは実証分析において、モデルのパラメータを最小二乗法などの簡便な推定方法を用いて推定が可能であることを示している。

報告資本 r_t を観察した際に、投資家は z_t および e_t の期待値を改定することに加えて、報告ノイズ η_t についても改定を行うことが予想される。ここで報告資本に対する投資家の報告ノイズの感応度を $\kappa \equiv \frac{\text{Cov}_{t-1}(\eta_t, r_t)}{\text{Var}_{t-1}(r_t)}$ と定義する。

報告資本および株価の定常状態での分布を分析することで、感応度を示す係数 $\{\beta, \gamma, \kappa\}$ はモデルのパラメータである $\{\sigma_v, \sigma_\eta, \rho\}$ を用いて次の補題 3 のように示すことができる。

Beyer et al. (2018) 補題 3

定常状態において、感応度を示す係数 $\{\beta, \gamma, \kappa\}$ は以下の等式を満たす。

$$\beta = \frac{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2\bar{\sigma}_e^2 + 2\rho\bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 + \frac{\rho(\rho^2\bar{\sigma}_e^2 + \rho\bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2)}{1-\rho}}{\text{Var}_{t-1}(r_t)},$$

$$\gamma = \frac{\rho^2\bar{\sigma}_e^2 + \rho\bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2}{\text{Var}_{t-1}(r_t)},$$

$$\kappa = \frac{\sigma_\eta^2}{\text{Var}_{t-1}(r_t)}.$$

ここで、

$$\text{Var}_{t-1}(r_t) = \bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2\bar{\sigma}_e^2 + 2\rho\bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 + \sigma_\eta^2,$$

であり、 $\{\bar{\sigma}_\theta^2, \bar{\sigma}_e^2, \bar{\sigma}_{\theta e}\}$ は補題 1 で与えられている。

これらのパラメータは、報告 r_t に対する投資家の期待値への感応度を示している。例えば、 β は報告資本に対する株価の感応度を示すパラメータである。つまり、定常状態においては投資家の感応度が不確実性を表すパラメータ $\{\bar{\sigma}_\theta^2, \bar{\sigma}_e^2, \bar{\sigma}_{\theta e}\}$ で構成されていることがわかる。

4.5 不確実性に関する考察

本節では、Beyer et al. (2018) が仮定している不確実性に関する考察を行う。Beyer et al. (2018) の特徴は、経営者による利益調整行動が動学的性質を持ち、結果的に均衡において投資家は持続的な不確実性に直面する状況を考察している点にある。

ここで、投資家の持続的な不確実性が存在しないと仮定することで、利益調整行動の動学的分析に与える影響を考察する。つまり、投資家の資本に関する不確実性が存在せず、 $\bar{\sigma}_\theta^2 = 0$ であるとする。まず、補題1の結果を用いて、 $\bar{\sigma}_e^2$ と $\bar{\sigma}_{\theta e}$ を求める。

投資家の不確実性に関する状態変数ベクトル $\omega_t = \{\theta_t, e_t, \eta_t\}$ の分散共分散行列は、

$$\Sigma_t(\omega_t) = \begin{bmatrix} \bar{\sigma}_\theta^2 & \bar{\sigma}_{\theta e} & \bar{\sigma}_{\theta \eta} \\ \bar{\sigma}_{\theta e} & \bar{\sigma}_e^2 & \bar{\sigma}_{e \eta} \\ \bar{\sigma}_{\theta \eta} & \bar{\sigma}_{e \eta} & \bar{\sigma}_\eta^2 \end{bmatrix},$$

である。投資家の不確実性が、定常状態を仮定しているため一定である。したがって、以下の通りに求めることができる。

$$\begin{aligned} \bar{\sigma}_\theta^2 &= 0, \\ \bar{\sigma}_e^2 &= 0, \\ \bar{\sigma}_{\theta e} &= 0. \end{aligned}$$

また、定常状態での分析のため、補題1より、

$$\begin{aligned} -\bar{\sigma}_{\theta \eta} &= \bar{\sigma}_\eta^2 = \bar{\sigma}_\theta^2 = 0, \\ -\bar{\sigma}_{e \eta} &= \bar{\sigma}_{e \theta} = 0. \end{aligned}$$

である。以上から、投資家が有する企業価値に関する不確実性は、

$$\text{Var}_{t-1}(r_t) = \sigma_v^2,$$

となる。

この結果によれば、投資家は企業価値に対して経済的利益のイノベーションにより生じる不確実性のみを有していることとなる。言い換えれば、投資家の企業価値に関する不確実性は企

業環境のみに依拠しており、経営者による利益調整行動が投資家の不確実性に何の影響も与えていないことを示している。

これらの結果に加えて、補題3より投資家の感応度を示す係数 $\{\beta, \gamma, \kappa\}$ を計算すると、

$$\begin{aligned} \beta &= \frac{(\sigma_v^2)^2}{1 - \rho}, \\ \gamma &= 1, \\ \kappa &= 0, \end{aligned}$$

となる。 γ は投資家が報告資本を観察した際の経済的利益の期待値への感応度であり、 $\gamma = 1$ であるということは、報告資本を観察した際に報告利益の期待値を改定しないということを示している。また同様に、 $\kappa = 0$ ということは報告資本を観察した際に、報告ノイズの期待値を改定しないことを示している。これらの感応度に関する結果は、投資家が経済的利益および報告ノイズを正しく認識していると解釈することができる。

これらの結果より、投資家の持続的な不確実性を考慮しなければ、投資家が経営者の利益調整行動に影響を受けないこととなる。一方で、 t 時点において経営者が選択する報告資本は次の効用関数を最大化することにより決定される。

$$\max_{r_t} \mathbb{E}_t \left[\sum_{k=t}^T \delta^{k-t} \left(p_k - \frac{c}{2} (r_k - \theta_k - \eta_k)^2 \right) \right].$$

経営者の効用関数は、株価より利益調整行動を行った際のコストを差し引いたものに依存している。しかしながら、投資家は経営者による利益調整行動から影響を受けることがなく、経営者がコストを支払って行う利益調整行動を正しく認識することができる。この結果は現実と乖離している可能性が高い。そのため、経営者による利益調整行動を動学的に分析する場合、投資家の不確実性を考慮することは重要であると考える。

5 結論

本稿では、Beyer et al. (2018) の枠組みに従い、利益調整行動および利益の質に関する動学的な理論モデルについて考察を行った。理論モデルの考察に当たっては、まず二期間モデルと T 期間モデルを用いた考察を行い、その後、定常状態における無限期間モデルを説明した。また、利益調整行動に関しては、投資家の不確実性をその発生要因に基づき次の二つに区分し、考察している。すなわち、企業環境により生じる不確実性および利益調整行動に起因する投資家と経営者の間の情報の非対称性により生じる不確実性である。これらの不確実性を用いて、投資家の企業価値への不確実性の構成要素である経済的資本の不確実性および経済的利益の不確実性をそれぞれ導出し、投資家の不確実性の観点から利益の質の尺度を検証した。また本稿では、Beyer et al. (2018) が仮定している投資家の持続的な不確実性が利益調整行動の分析に与える影響を検証するために、持続的な不確実性が存在しないという仮定のもとで分析を行った。検証の結果、不確実性を考慮しなければ、投資家は経済的資本、経済的利益、および報告ノイズに関する情報を正しく認識するため、経営者による利益調整行動は投資家の行動に影響を与えないということを示した。しかしながら、多くの先行研究において利益調整行動が投資家の行動に影響を与える可能性は示されており、この検証結果は現実と乖離している可能性がある。そのため、経営者による利益調整行動を分析する際には、投資家の持続的な不確実性を考慮した検証を行うべきである。

本稿で主として考察したBeyer et al. (2018) のモデルの限界は以下の通りである。第一に、利益増加型の利益調整行動のみを対象に分析を行っている点である。Burgstahler and Dichev (1997) およびGraham et al. (2005) で示されているような利益平準化行動およびビクバスを

目的とする利益減少型の調整行動は考察されていない。また第二に、経営者の利得を外生としている点である。この点に関しても、将来の研究において、モラルハザードが存在する状況下での最適な契約を考慮することによって、経営者の利得を内生化した分析を展開することにより理論研究を発展する必要がある。

付録

補題 1 の証明

状態変数 $\omega_t = \{\theta_t, e_t, \eta_t\}$ は、企業のファンダメンタルズおよび報告ノイズを示すベクトルであり、 ω_t の分散共分散行列は以下のように表すことができる。

$$\Sigma_t(\omega_t) = \begin{bmatrix} \bar{\sigma}_\theta^2 & \bar{\sigma}_{\theta e} & \bar{\sigma}_{\theta \eta} \\ \bar{\sigma}_{\theta e} & \bar{\sigma}_e^2 & \bar{\sigma}_{e \eta} \\ \bar{\sigma}_{\theta \eta} & \bar{\sigma}_{e \eta} & \bar{\sigma}_\eta^2 \end{bmatrix}.$$

本稿では、これらの分散共分散行列が時間を通して一定であるという定常の仮定をおいている。また、上記の分散共分散行列はカルマン・フィルターより以下を満たす。

$$\Sigma_t(\omega_t) = \Sigma_{t-1}(\omega_t) - \frac{\left(\text{Cov}_{t-1} \begin{pmatrix} \theta_t \\ e_t \\ \eta_t \end{pmatrix}, r_t \right)^2}{\text{Var}_{t-1}(r_t)}.$$

これを整理すると、

$$\begin{bmatrix} \bar{\sigma}_\theta^2 & \bar{\sigma}_{\theta e} & \bar{\sigma}_{\theta \eta} \\ \bar{\sigma}_{\theta e} & \bar{\sigma}_e^2 & \bar{\sigma}_{e \eta} \\ \bar{\sigma}_{\theta \eta} & \bar{\sigma}_{e \eta} & \bar{\sigma}_\eta^2 \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \text{Var}_{t-1}(\theta_t) & \text{Cov}_{t-1}(\theta_t, e_t) & \text{Cov}_{t-1}(\theta_t, \eta_t) \\ \text{Cov}_{t-1}(e_t, \theta_t) & \text{Var}_{t-1}(e_t) & \text{Cov}_{t-1}(e_t, \eta_t) \\ \text{Cov}_{t-1}(\eta_t, \theta_t) & \text{Cov}_{t-1}(\eta_t, e_t) & \text{Var}_{t-1}(\eta_t) \end{bmatrix} - \frac{\begin{bmatrix} \text{Cov}_{t-1}(r_t, \theta_t) \\ \text{Cov}_{t-1}(r_t, e_t) \\ \text{Cov}_{t-1}(r_t, \eta_t) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \text{Cov}_{t-1}(r_t, \theta_t) \\ \text{Cov}_{t-1}(r_t, e_t) \\ \text{Cov}_{t-1}(r_t, \eta_t) \end{bmatrix}'}{\text{Var}_{t-1}(r_t)}.$$

ここで、

$$\text{Var}_{t-1}(\theta_t) = \text{Var}_{t-1}(\theta_{t-1} + \rho e_{t-1} + v_t) = \bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2$$

$$\text{Var}_{t-1}(e_t) = \text{Var}_{t-1}(\rho e_{t-1} + v_t) = \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + \sigma_v^2$$

$$\text{Var}_{t-1}(\eta_t) = \text{Var}_{t-1}(\eta_{t-1}) = \sigma_\eta^2$$

である。これらより、

$$\text{Var}_{t-1}(r_t) = \text{Var}_{t-1}(\theta_{t-1} + \rho e_{t-1} + v_t + \eta_t) = \bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 + \sigma_\eta^2$$

である。また、各共分散はそれぞれ以下の通りである。

$$\text{Cov}_{t-1}(r_t, \theta_t) = \bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2,$$

$$\text{Cov}_{t-1}(r_t, e_t) = \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + \rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2,$$

$$\text{Cov}_{t-1}(r_t, \eta_t) = \sigma_\eta^2,$$

$$\text{Cov}_{t-1}(e_t, \theta_t) = \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + \rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2,$$

$$\text{Cov}_{t-1}(e_t, \eta_t) = 0.$$

以上の結果を用いて、 $\{\sigma_\eta^2, \bar{\sigma}_\theta^2, \bar{\sigma}_{\theta\eta}, \bar{\sigma}_{e\eta}, \bar{\sigma}_{\theta e}\}$ はそれぞれ以下のように計算することができる。

$$\sigma_\eta^2 = \text{Var}_{t-1}(\eta_t) - \frac{(\text{Cov}_{t-1}(r_t, \eta_t))^2}{\text{Var}_{t-1}(r_t)}$$

$$= \frac{(\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2) \sigma_\eta^2}{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_\eta^2 + \sigma_v^2},$$

$$\bar{\sigma}_\theta^2 = \text{Var}_{t-1}(\theta_t) - \frac{(\text{Cov}_{t-1}(r_t, \theta_t))^2}{\text{Var}_{t-1}(r_t)}$$

$$= \bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 - \frac{(\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2)^2}{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_\eta^2 + \sigma_v^2}$$

$$= \frac{(\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2) \sigma_\eta^2}{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_\eta^2 + \sigma_v^2},$$

$$\bar{\sigma}_{\theta\eta} = \text{Cov}_{t-1}(\theta_t, \eta_t) - \frac{\text{Cov}_{t-1}(r_t, \theta_t) \text{Cov}_{t-1}(r_t, \eta_t)}{\text{Var}_{t-1}(r_t)}$$

$$= -\frac{(\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2) \sigma_\eta^2}{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_\eta^2 + \sigma_v^2}.$$

これらより $-\bar{\sigma}_{\theta\eta} = \sigma_\eta^2 = \bar{\sigma}_\theta^2$ である。同様に、

$$\bar{\sigma}_{e\eta} = \text{Cov}_{t-1}(e_t, \eta_t) - \frac{\text{Cov}_{t-1}(r_t, e_t) \text{Cov}_{t-1}(r_t, \eta_t)}{\text{Var}_{t-1}(r_t)}$$

$$= -\frac{(\rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + \rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2) \sigma_\eta^2}{\text{Var}_{t-1}(r_t)},$$

$$\bar{\sigma}_{\theta e} = \text{Cov}_{t-1}(e_t, \theta_t) - \frac{\text{Cov}_{t-1}(r_t, \theta_t) \text{Cov}_{t-1}(r_t, e_t)}{\text{Var}_{t-1}(r_t)}$$

$$= \frac{(\rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + \rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2) \sigma_\eta^2}{\text{Var}_{t-1}(r_t)},$$

であり、 $-\bar{\sigma}_{e\eta} = \bar{\sigma}_{\theta e}$ が成り立つ。以上の結果より補題1が証明された。

補題2の証明

無限期間モデルにおける定常状態では、株価は以下のように示すことができる。

$$\begin{aligned} p_t &= p_{t-1} + \beta(r_t - \mathbb{E}_{t-1}[r_t]) \\ &= p_{t-1} + \beta(r_t - \mathbb{E}_{t-1}[\theta_t + \eta_t]) \\ &= p_{t-1} + \beta(r_t - \mathbb{E}_{t-1}[\theta_{t-1} + e_t]) \\ &= p_{t-1} + \beta(r_t - \mathbb{E}_{t-1}[\theta_{t-1} + \rho e_{t-1} + v_t]) \\ &= p_{t-1} + \beta(r_t - \mathbb{E}_{t-1}[\theta_{t-1} + \rho e_{t-1}]) \\ &= p_{t-1} + \beta \left(r_t - \mathbb{E}_{t-1} \left[z_{t-1} - \frac{\rho}{1-\rho} e_{t-1} + \rho e_{t-1} \right] \right) \\ &= p_{t-1} + \beta \left(r_t - p_{t-1} - \mathbb{E}_{t-1} \left[\rho e_{t-1} - \frac{\rho}{1-\rho} e_{t-1} \right] \right) \\ &= p_{t-1} + \beta \left(r_t - p_{t-1} + \mathbb{E}_{t-1} \left[\frac{\rho^2}{1-\rho} e_{t-1} \right] \right) \\ &= p_{t-1} + \beta \left(r_t - p_{t-1} + \frac{\rho^2}{1-\rho} \hat{e}_{t-1} \right). \end{aligned}$$

ここで、 $\hat{e}_{t-1} = \mathbb{E}_{t-1}[e_{t-1}]$ である。 \hat{e}_{t-1} は次のように求めることができる。

$$\begin{aligned} \hat{e}_{t-1} &= \mathbb{E}_{t-2}[e_{t-1}] + \gamma(r_{t-1} - \mathbb{E}_{t-2}[r_{t-1}]) \\ &= \rho \hat{e}_{t-2} + \gamma(r_{t-1} - \mathbb{E}_{t-2}[\theta_{t-1} + \eta_{t-1}]) \\ &= \rho \hat{e}_{t-2} + \gamma(r_{t-1} - \mathbb{E}_{t-2}[\theta_{t-2} + \rho e_{t-2}]) \\ &= \rho \hat{e}_{t-2} + \gamma \left(r_{t-1} - p_{t-2} - \mathbb{E}_{t-2} \left[\rho e_{t-2} - \frac{\rho}{1-\rho} e_{t-2} \right] \right) \\ &= \rho \hat{e}_{t-2} + \gamma \left(r_{t-1} - p_{t-2} + \frac{\rho^2}{1-\rho} \hat{e}_{t-2} \right) \\ &= \gamma(r_{t-1} - p_{t-2}) + \rho \left(1 + \gamma \frac{\rho}{1-\rho} \right) \hat{e}_{t-2}. \end{aligned}$$

$\hat{e}_{t-1} = \mathbb{E}_{t-1}[e_{t-1}]$ を p_t に代入することで以下の等式を導出する。

$$\begin{aligned} p_t &= p_{t-1} + \beta \left(r_t - p_{t-1} + \frac{\rho^2}{1-\rho} \left[\gamma(r_{t-1} - p_{t-2}) + \rho \left(1 + \gamma \frac{\rho}{1-\rho} \right) \hat{e}_{t-2} \right] \right) \\ &= p_{t-1} + \beta(r_t - p_{t-1} + \frac{\rho^2}{1-\rho} [\gamma(r_{t-1} - p_{t-2}) + (\rho + \gamma \frac{\rho^2}{1-\rho}) \gamma(r_{t-2} - p_{t-3}) \\ &\quad + \rho \left(1 + \gamma \frac{\rho}{1-\rho} \right) \hat{e}_{t-3}])). \end{aligned}$$

同様に展開すると、次式が得られる。

$$p_t = p_{t-1} + \beta(r_t - p_{t-1}) + \frac{\beta\gamma\rho^2}{1-\rho} \sum_{k=1}^{\infty} \left(\rho + \gamma \frac{\rho^2}{1-\rho} \right)^{k-1} (r_{t-k} - p_{t-k-1}).$$

さらにこれを一期間ずらすと、

$$p_{t-1} = p_{t-2} + \beta(r_{t-1} - p_{t-2}) + \frac{\beta\gamma\rho^2}{1-\rho} \sum_{k=1}^{\infty} \left(\rho + \gamma \frac{\rho^2}{1-\rho} \right)^{k-1} (r_{t-k-1} - p_{t-k-2}),$$

と求めることができる。これを整理し、以下を導出する。

$$\frac{\beta\gamma\rho^2}{1-\rho} \sum_{k=1}^{\infty} \left(\rho + \gamma \frac{\rho^2}{1-\rho} \right)^{k-1} (r_{t-k-1} - p_{t-k-2}) = p_{t-1} - p_{t-2} - \beta(r_{t-1} - p_{t-2}).$$

ここで、

$$\begin{aligned} \frac{\beta\gamma\rho^2}{1-\rho} \sum_{k=1}^{\infty} \left(\rho + \gamma \frac{\rho^2}{1-\rho} \right)^{k-1} (r_{t-k} - p_{t-k-1}) &= \frac{\beta\gamma\rho^2}{1-\rho} \left(\sum_{k=1}^{\infty} \left(\rho + \gamma \frac{\rho^2}{1-\rho} \right)^k (r_{t-k-1} - p_{t-k-2}) \right. \\ &\quad \left. + (r_{t-1} - p_{t-2}) \right), \end{aligned}$$

である。したがって、次の等式が成り立つ。

$$\begin{aligned} \frac{\beta\gamma\rho^2}{1-\rho} \sum_{k=1}^{\infty} \left(\rho + \gamma \frac{\rho^2}{1-\rho} \right)^{k-1} (r_{t-k} - p_{t-k-1}) &= \left(\rho + \gamma \frac{\rho^2}{1-\rho} \right) (p_{t-1} - p_{t-2} - \beta(r_{t-1} - p_{t-2})) \\ &\quad + \frac{\beta\gamma\rho^2}{1-\rho} (r_{t-1} - p_{t-2}). \end{aligned}$$

これを代入することで、

$$p_t = p_{t-1} + \beta(r_t - p_{t-1}) + \left(\rho + \gamma \frac{\rho^2}{1-\rho} \right) (p_{t-1} - p_{t-2}) - \beta\beta(r_{t-1} - p_{t-2}),$$

と導出することができる。これを整理と、

$$\Delta p_t = \beta(r_t - p_{t-1}) - \beta\beta(r_{t-1} - p_{t-2}) + \left(\rho + \gamma \frac{\rho^2}{1-\rho} \right) \Delta p_{t-1},$$

となり、補題2が示された。

補題3の証明

いま、投資家の感応度の係数をそれぞれ

$$\beta \equiv \frac{\text{Cov}_{t-1}(z_t, r_t)}{\text{Var}_{t-1}(r_t)}, \quad \gamma \equiv \frac{\text{Cov}_{t-1}(e_t, r_t)}{\text{Var}_{t-1}(r_t)}, \quad \text{および}$$

$$\kappa \equiv \frac{\text{Cov}_{t-1}(\eta_t, r_t)}{\text{Var}_{t-1}(r_t)} \quad \text{と定義している。そのため、}$$

まず β を計算すると、

$$\begin{aligned} \beta &= \frac{\text{Cov}_{t-1}(z_t, r_t)}{\text{Var}_{t-1}(r_t)} \\ &= \frac{\text{Cov}_{t-1}(\theta_t + \frac{\rho}{1-\rho} e_t, r_t)}{\text{Var}_{t-1}(r_t)} \\ &= \frac{\text{Cov}_{t-1}(\theta_t + \frac{\rho}{1-\rho} e_t, \theta_t + \eta_t)}{\text{Var}_{t-1}(r_t)} \\ &= \frac{\text{Cov}_{t-1}(\theta_{t-1} + \rho e_{t-1} + v_t + \frac{\rho}{1-\rho}(\rho e_{t-1} + v_t), \theta_{t-1} + \rho e_{t-1} + v_t + \eta_t)}{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 + \sigma_\eta^2} \\ &= \frac{\text{Cov}_{t-1}(\theta_{t-1} + \rho e_{t-1} + v_t + \frac{\rho}{1-\rho}(\rho e_{t-1} + v_t), \theta_{t-1} + \rho e_{t-1} + v_t)}{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 + \sigma_\eta^2} \\ &= \frac{\text{Cov}_{t-1}(\theta_{t-1} + \rho e_{t-1} + v_t \frac{1}{1-\rho} + \frac{\rho}{1-\rho} e_{t-1}, \theta_{t-1} + \rho e_{t-1} + v_t)}{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 + \sigma_\eta^2} \\ &= \frac{\text{Cov}_{t-1}(\theta_{t-1} + \rho e_{t-1} + \frac{\rho}{1-\rho} e_{t-1}, \theta_{t-1} + \rho e_{t-1}) + \frac{\sigma_v^2}{1-\rho}}{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 + \sigma_\eta^2} \\ &= \frac{\text{Cov}_{t-1}(\theta_{t-1} + \frac{\rho}{1-\rho} e_{t-1}, \theta_{t-1} + \rho e_{t-1}) + \frac{\sigma_v^2}{1-\rho}}{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 + \sigma_\eta^2} \\ &= \frac{\bar{\sigma}_\theta^2 + \frac{2\rho-\rho^2}{1-\rho} \bar{\sigma}_{\theta e} + \frac{\rho}{1-\rho} \bar{\sigma}_e^2 + \frac{\sigma_v^2}{1-\rho}}{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 + \sigma_\eta^2} \\ &= \frac{(\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 + \frac{\rho(\rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2)}{1-\rho})}{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 + \sigma_\eta^2}, \end{aligned}$$

となる。同様に γ に関しても同様に導出すると、

$$\begin{aligned} \gamma &= \frac{\text{Cov}_{t-1}(e_t, r_t)}{\text{Var}_{t-1}(r_t)} \\ &= \frac{\text{Cov}_{t-1}(e_t, r_t)}{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 + \sigma_\eta^2} \\ &= \frac{\text{Cov}_{t-1}(\rho e_{t-1} + v_t, \theta_{t-1} + \rho e_{t-1} + v_t + \eta)}{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 + \sigma_\eta^2} \\ &= \frac{\text{Cov}_{t-1}(\rho e_{t-1}, \theta_{t-1} + \rho e_{t-1}) + \sigma_v^2}{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 + \sigma_\eta^2} \\ &= \frac{\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + \sigma_v^2}{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 + \sigma_\eta^2}, \end{aligned}$$

と表すことができる。最後に、 κ に関しても、

$$\begin{aligned} \kappa &= \frac{\text{Cov}_{t-1}(\eta_t, r_t)}{\text{Var}_{t-1}(r_t)} \\ &= \frac{\text{Cov}_{t-1}(\eta_t, r_t)}{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 + \sigma_\eta^2} \\ &= \frac{\text{Cov}_{t-1}(\eta_t, \theta_{t-1} + e_t + \eta_t)}{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 + \sigma_\eta^2} \\ &= \frac{\sigma_\eta^2}{\bar{\sigma}_\theta^2 + \rho^2 \bar{\sigma}_e^2 + 2\rho \bar{\sigma}_{\theta e} + \sigma_v^2 + \sigma_\eta^2}, \end{aligned}$$

と導出できる。以上から補題3が示された。

参考文献

Barton, J. and P. Simko (2002) “The Balance Sheet as an Earnings Management Constraint,” *The Accounting Review*, Vol. 77, pp. 1-27.

Beyer, A., I. Guttman, and I. Marinovic (2018) “Earnings Management and Earnings Quality: Theory and Evidence,” *The Accounting Review*, (forthcoming).

Burgstahler, D. and I. Dichev (1997) “Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, No. 1, pp. 99-126.

Dye, R. and S. Sridhar (2004) “Reliability-Relevance Trade-Offs and the Efficiency of Aggregation,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 42, No. 1, pp. 51-88.

Ewert, R. and A. Wagenhofer (2005) “Economic Effects of Tightening Accounting Standards to Restrict Earnings Management,” *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 4, pp. 1101-1124.

Ewert, R. and A. Wagenhofer (2015) “Economic Relations Among Earnings Quality Measures,” *ABACUS*, Vol. 51, No. 3, pp. 311-355.

Fischer, E. and R. Verrecchia (2000) “Reporting Bias,” *The Accounting Review*, Vol. 75, No. 2, pp. 229-245.

Gerakos, J. (2012) “Discussion of Detecting Earnings Management: A New Approach,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 50, No. 2, pp. 335-347.

Gerakos, J. and A. Kovrijnykh (2013) “Performance Shocks and Misreporting,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 56, No. 1, pp. 57-72.

Graham, R., C. Harvey, and S. Rajgopal (2005) “The Economic Implications of Corporate Financial Reporting,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 40, No. 1, pp. 3-73.

Guttman, I., O. Kadan, and E. Kandel (2006) “A Rational Expectations Theory of Kinks in Financial Reporting,” *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 4, pp. 811-848.

Kirschenheiter, M. and N. Melumad (2002) “Can “Big Bath” and Earnings Smoothing CoExist as Equilibrium Financial Reporting Strategies?” *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 3, pp. 761-796.

Sankar, R. and K. Subramanyam (2001) “Reporting Discretion and Private Information Communication through Earnings,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 39, No. 2, pp. 365-386.

Stein, C. (1989) “Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior,” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 104, No. 4, pp. 655-669.

浅野信博・首藤昭信 (2007) 「会計操作の検出方法」, 須田一幸・山本達司・乙政正太編著『会計操作－その実態と識別法、株価への影響－』, ダイヤモンド社, 第4章.

大日方隆 (2008) 「損益計算区分表示の意義」, 須田一幸編著, 『会計制度の設計』, 白桃書房, 第9章.

The Dynamic Model of Earnings Management : Outlook Based on Prior Research

Takato Ise

Abstract

This study investigates the dynamic model of earnings management and earnings quality, based on the model of Beyer et al. (2018). The features of this model are as follows. First, the model has the dynamic nature of decision making followed by the manager with regard to earnings management. Earnings management and earnings quality are key topics in both empirical and theoretical accounting-based research. A majority of previous research on earnings management assumes that the manager's decisions are static. However, it is plausible that the manager's decisions have dynamic characteristics. The second aspect of this model is to partition the source of investors' uncertainty into two portions; one is the fundamental economic uncertainty and the other is information asymmetry between the manager and the investors. Finally, the study analyzes whether the investors' persistent uncertainty are important when it comes to evaluating earnings management. Consequently, the case of no persistent uncertainty is investigated to show that the model is inadequate to explain the importance of reality.

JEL Classification: M41

Keywords: earnings management, earnings quality, investors' uncertainty, dynamic analysis

韓国財閥の承継類型に関する研究

— DOOSANグループの事例分析を中心に

朴 亨 珠[†]

要 約

財閥の中心には、持分を所有し経営にも参加する総帥とその一族が存在する。財閥の所有構造は、総帥一家を中心に構成されていて、総帥一家のために変化していくといっても過言ではない。そして、その特徴が克明に表れるのは承継の際である。本稿では、承継が家族経営に及ぼす影響に注目し、承継を分類することを試みる。承継の過程とその結果は、グループごとに、そして同じグループの中でも時期及び置かれた状況により異なる。その点が、財閥の承継に対する理解を深めるにおいて難点である。それで、本稿では承継をその主体と対象に区分して各々の主な問題を明らかにし、承継の特性を説明する。そして、グループ分離の有無と一族内の葛藤の有無という2つの軸を用いて承継を分類するモデルを提示する。ケース分析では、承継分類モデルに基づいて韓国の主要財閥の承継の全体像を把握した後、分類モデルの中の1つの類型である「血統・維持型」の「DOOSANグループ」の詳細な内容を確認する。

JEL Classification : L22, M10, N00

キーワード：韓国型経営，韓国財閥，支配，承継，ファミリービジネス

1. はじめに

韓国の公正取引委員会は、過度な経済力集中現象を防止し、企業集団の経営透明性を高める目的で総資産基準 10 兆ウォン以上の企業集団を相互出資制限対象企業集団として指定し、特別に管理している。この大規模の企業集団は、総帥の有無で区別することができるが、総帥がいる企業集団は総帥及び一族に経営と所有が集中されているいわゆる財閥を意味し、総帥がいない企業集団には民営化された公企業、外資系などが含まれる。世界的に知られているサムスン電子やヒュンダイ自動車などは、この総帥が

いる企業集団に属する代表的な例である。2018年度の資料によると、相互出資制限対象企業集団の 32 グループの内 26 グループが総帥のいる企業集団である。企業集団の中で財閥が占めている割合は実に大きいという事実から、韓国の経済に及ぼす影響力の大きさも推察できる。それ故に、韓国社会と経済、そして韓国企業の経営を説明するには、財閥グループは欠かせない存在である。

所有と経営が一致する家族経営の場合、外部の投資家、持分無き役員と区別される持分を所有し、経営にも参加する総帥とその一族が存在する。財閥の所有構造は、総帥一家を中心に構成されていて、総帥一家のために変化していくといっても過言ではない。そして、その特徴が

[†] 大阪大学大学院経済学研究科博士後期課程

克明に表れるのは承継の際である。本稿では家族経営に承継が及ぼす影響に注目し、承継を分類することを試みる。承継を分類する作業は容易ではない。絶対的な基準があるわけでもなく、グループごとに、そして同じグループ内でも世代別に異なる場合が多い。しかし、いくつかの重要な特性を軸にして承継を分析することで各々の類型の特徴が浮き彫りになり、承継そのものに対する理解を深めることが可能だと思われる。

本研究では、まず財閥を中心とした韓国経営とファミリービジネス分野に関する先行研究渉猟を通じて、研究の位置づけ及び目的を明確にした後、韓国財閥における承継の意味を考察する。そして、グループ分離の有無と一族内の葛藤の有無という2つの軸を用いて承継を分類するモデルを提示する。事例研究では、それに基づいて韓国の主要財閥の現状を説明する。そして、分類モデルの中の1つの類型である「血統・維持型」の「DOOSANグループ」の承継に関する詳細な内容を確認した後に分析を行う。

2. 先行研究

2.1. 韓国の財閥に関連した研究

社会的・文化的背景及び社会の基本構造に注目し、韓国型経営を説明しようとする研究は多数ある(服部, 1988; 安倍, 2011; 韓, 1988; Fukuyama, 1995; イム, 2017)。その代表的研究として服部(1988)は、韓国社会における家(チップ)の論理と、伝統的な相続方法である長男優待不均等分割相続を説明した後、現代の企業経営も伝統的な価値意識から強く影響を受けており、その意味で韓国経営を理解するには家族分析が重要だと述べている。そして、規模を維持することが経済的・経営的に見て合理的であるにもかかわらず、家族の財産は承継の際に企業やグループが家族構造に沿って分割さ

れ、サブグループ化されることが稀ではない、と論じている。また、家族の構成員が経営に参加している現状では、家族の紛争は経営に極めて悪い影響を及ぼすと指摘している。

安倍(2011)は、ファミリービジネスの組織とその資源配分を考える上で「家族の論理」に十分留意する必要がある、創業者家族の経営参加の程度によって、グループ組織とその資源配分が影響されることを明らかにした。また、Fukuyama(1995)は、韓国の文化的な背景や社会資本としての信頼に注目し、企業の規模との関係を説明した。低信頼社会という社会的な背景にも拘わらず、韓国の財閥が大規模に成長した要因として政府の産業政策の役割を強調した。しかし、韓国の財閥は分割相続されることが多いため、グループ全体の規模を長期にわたって維持することが難しいと指摘した。

イム(2017)は、Mark Roeの企業支配構造の決定モデルを援用し、韓国の支配構造を分析した。韓国の社会・文化的背景として儒教的文化と韓国特有の国家観を取り上げ、それを基に儒教民主主義(Confucian Democracy)が発達し、「家族モデル」という韓国型企業支配構造が形成されたと語った。その具体的な内容として、最高経営者の人材プールは家族内に限定されており、社会からの評価が最高経営者を牽制する装置として働いていると説明した。また、家族内で経営権を確保するためには、持分が重要であると強調した。

2.2. ファミリービジネスの承継に関する研究

「ファミリー」「ビジネス」「オーナーシップ」の3つのサブシステムからなるスリーサークルモデルは、ファミリービジネスの特定時点の特徴を表す。その反面、時間の経過に伴う変化に注目し、スリーサークルモデルに時間軸を追加したのが3次元発展モデル(The Three-Dimensional Developmental Model)である。実際に家族経営が直面するジレンマは、時間の経

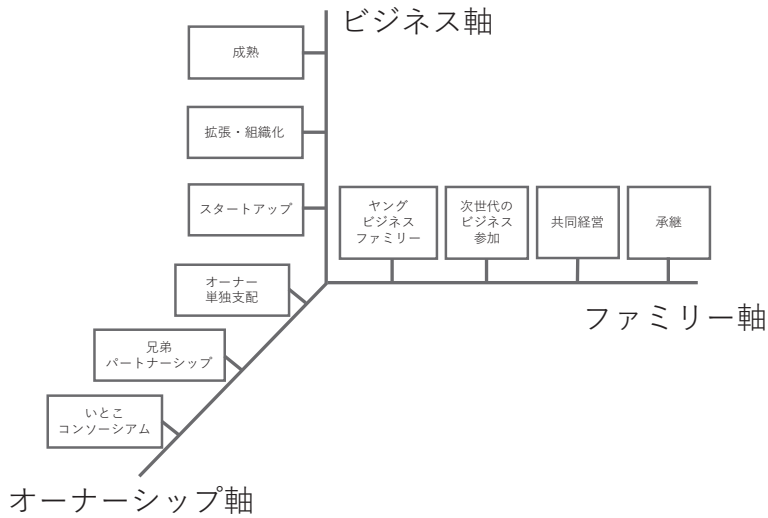


図1 3次元発展モデル
 [出所] Gersick et al. (1997), p.17

過によるものが多いため、発展モデルは、家族経営の実態を理解するためには効果的なものである。時間の経過と共に、ビジネス、ファミリー、オーナーシップの発展段階は変わる。そして、各々の軸の発展過程は、独立しているが、相互作用することもある。

オーナーシップの軸は、企業により最初の段階が異なると思われるが、支配力が分散されることでオーナー単独支配から兄弟パートナーシップへ、後にはいとこコンソーシアムまで移動する。

ことが可能である。これは、承継を経て各段階の支配力が、いかに変化するかを表している。どの段階でも3つの方向に移動することが可能である。承継後にも同じ段階に留まるのは「リサイクル」、より多い人に所有が分散されることは「複雑化」、分散された所有が以前より少ない人に集中することは「回帰」と区分する。図2を見ると、矢印の①, ②, ③は「リサイクル」を, ④, ⑤, ⑥は「複雑化」, ⑦, ⑧, ⑨は「回帰」を表している。3つの段階がそれぞれ3つの方向に移動することが可能なので、合わせて9つのタイプ(移動方向)になる(Gersick et al., 1997)。これは、承継の多様な在り方を支配力の分散の程度で説明するに有効なモデルである。

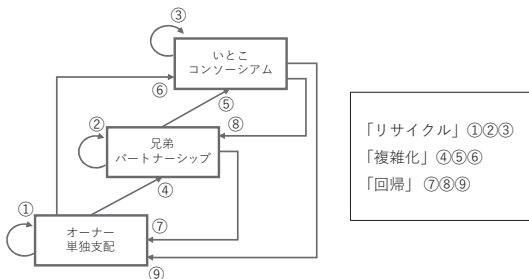


図2 承継の9つのタイプ
 [出所] Gersick et al. (1997), p.203

承継の際のオーナーシップの変化パターンは、3つの移動方向、9つのタイプで区分する

以上の韓国経営に関する先行研究では、韓国特有の社会・文化的背景の中で、企業を支配する家族の存在によりグループ分離が行われるという内容が多く含まれていた。そして、ファミリービジネスの先行研究では、家族経営の承継における支配力のダイナミズムを理解することができた。先行研究を踏まえてみると、承継の主体と対象を区分してその特性を見ることは重

要であると思われる。ここで、承継の主体は総帥一族を指し、承継の対象はグループを意味する。また、支配力は承継の主体と対象の関係を説明する。本稿では承継を家族の問題（主体）とグループの問題（対象）に分けて、各々の問題を究明し、それに伴う支配力の変化も説明することで、韓国の財閥及び承継が持っている特性を明らかにすることを試みる。

3. 承継

ケース分析に入る前に本研究を貫くいくつかの重要概念について説明し、その内容をより明確にする必要がある。ここでは、総帥と支配力、そして承継について説明をした後、承継の分類モデルを提示する。

3.1. 総帥

総帥という用語は、公式的な名称ではないものの、グループを率いる最高経営者、すなわち実質的にグループを支配している者（グループ会長）の意味として通用している。公式的には、グループの所有構造が持株会社制度になっている場合は持株会社の会長か理事会の議長として、循環出資方式の場合は事業上最も重要な系列会社の会長として務めることが多い。韓国の公正取引委員会は、財閥の同一人（総帥）を中心とする一族による無分別な経済力集中現象を抑止するため、持分や役割などを総合的に考慮し影響力が最も強い人物を同一人として指定している。これが、グループを事実上支配する総帥と近い概念である。

3.2. 支配力

財閥の総帥一族が所有している持分と経営への参加は、グループに対する支配力の根拠でありながら証拠でもある。本稿では承継を支配力の維持として見なす。その意味で、承継の分類というのは一族の支配力を維持する方法を区分

することでもある。グループごとに一族の数や支配力の分散の程度は異なるため、承継の有様は様々である。所有と経営が総帥一人に集中している場合もあれば、総帥だけでなく一族内で広く分散されている場合もあるからである。そのため、承継は、総帥一人の入れ替えよりは、総帥をはじめとする一族の支配力の中心軸の移動として捉える必要がある。

3.3. 承継の特性

3.3.1. 承継の定義

承継の辞書的な意味は、「前の代からものを受け継ぐ」ことである。すなわち、前の代の権力や地位などを次の代に引き渡すことである。企業経営の観点からすると、グループの最高経営者である総帥の交替を意味する。企業の最高意思決定者の交替というのは、新しい経営体制の構築と企業の方向性や戦略の変化を伴うため、企業の最も重要な出来事の一つである。また、所有と経営が分離されている企業に比べて、所有と経営が一致している韓国の財閥の場合、経営だけでなく所有の側面からも承継を見る必要がある。

3.3.2. 方向性

承継の際、誰が次の総帥になるのかは最も基本的で重要な問題である。これを支配力の移動方向として説明すると、親世代から次の世代に世代が変わる世代間承継は支配力の垂直移動として、そして、兄弟間に総帥の座を交替する世代内承継は支配力の水平移動として区分して表現できる。承継と言えば、一般的に世代間の世代交代、すなわち支配力の垂直移動をイメージしがちである。そして、韓国の文化からすると長男を重視する長子優待不均等分割相続が伝統的な相続方法として言われてきたが、実際の財閥を承継のを見ると、そうではないケースも少なくない。1990年の民法の相続関連規定が男女間、兄弟間の差がない均等相続に改正されたこ

とから窺えるように、韓国社会は変化しているため、長男のみが引き受けるのが正しいという認識は薄まれた。すなわち、承継の有様は様々になる可能性がより高くなっていると言える。その代わりに、以前より兄弟の数が減るなど家族構成員数が減少したことは、承継の問題をより簡単に済ませるように影響すると思われる。このように社会・文化的な背景やその変化は承継に大きな影響を与える要因である。

世代内承継は、いわゆる「兄弟経営」を行うことである。その当時の家族状況にもよるが、家族構成員の合意の下で総帥がグループ全体を率いる役割を、総帥自身の子女ではなく兄弟に引き渡すことである。兄弟が多い場合は、兄弟たちが順番に担うこともあり得る。これは、一般的に、承継の前から兄弟の間で所有と経営が分散している場合に行われる可能性が高い。そして、支配力がより広く分散されている場合は、「いとこ経営」も有りうることである。

3.3.3. 家族内の問題

承継をめぐる問題は、一族内の問題とグループの問題に区分することができる。承継に関する特別な家族内の決まりが存在するのか、一族の構成員の合意を得たうえで家族構成員同士の葛藤無しに承継過程が終わるのか、承継後にも家族内の問題無しに次の総帥の新体制へ順調に移るのかなどの、一族内の問題は常に潜在する。現総帥が決定した方法か、それとも一族内で合意した方法に従って順調に承継が進められる場合もあれば、そうではない場合もある。外からみると総帥一族は、同質的な一つの集まりに見えるものの、その中身は複雑で葛藤を抱えている場合が往々にある。家族内紛争が起こることも少なくない。

3.3.4. グループの問題

グループ内の問題は、承継の際に惹起されるグループに対する影響としての承継前後のグ

ループ分離の有無である。所有と経営が総帥一人に集中している場合は、一つのグループとして維持される。しかし、他の一族の構成員に支配力が分散している時は、承継を切っ掛けにグループ分離が行われる可能性が高い。グループ分離の問題は支配力が分散している段階で既に内在していると言える。特に所有が分散している場合はその可能性が高くなる。そして、上記の家族内の規則や合意、そして家族内の紛争などにも大きく影響される。グループ内の重要事業分野の数や系列会社の数、そして新旧の総帥の兄弟数なども重要な影響変数になる。グループ分離が行われる前からも、系列会社間の持分関係が維持されている状態で独自に経営している事例も少なくない。各々のグループと総帥一族が置かれている状況によりグループ分離の方法は異なる。

3.4. 承継分類モデル

承継に関連する問題を調べることで、承継を説明するに有効な特性を引き出すことができた。ここでは、それに踏まえて家族内問題とグループの問題の2つの重要な特性を軸とした承継分類モデルを提示し、各々の承継の類型を分析する。図3は承継分類モデルである。本稿で提示する承継の類型は、1. 血統・維持型承継、2. 血統・分離型承継、3. 対立・分離型承継、4. 対立・維持型承継の4つである。

区分		一族内の葛藤	
		無し	有り
グループの分離	無し	1. 血統・維持	4. 対立・維持
	有り	2. 血統・分離	3. 対立・分離

図3 承継分類モデル

まず、両軸を見ると、横軸は一族の問題の有無を「血統」と「対立」で分けた。そして縦軸のグループの問題としてのグループ分離の有無は「維持」と「分離」で表現した。血統という用語は、血の繋がりを意味し、伝統とは区別される特徴を持つ。伝統とは、基本的には家族経営を維持していく中で、一族内の特定のルールか合意を、一貫性を保ちながら守ることである。韓国の財閥の場合は、先代の総帥の決定により、その都度に次回の総帥が決められることが多い。代々を経て保全されてきた伝統ということがあるよりは、その当時の状況に合わせて行動をすることが多くある。血の繋がりを基に、ある程度の多様性が存在することが、血統という用語を用いる理由である。

また、対立というのは血統により維持された関係に何らかの異常が生じたことを意味する。承継の前後の状況に不満を持つ一族の誰かが同意を得ずにグループを分離することを図るなど、同じグループを維持しがたい問題が発生することである。いわゆる家族内紛争のことを指す。

各々の類型について説明すると、一番目の「血統・維持型」は、前代の総帥の意志や家族の合意に従い、グループが維持されることである。次の「血統・分離型」は、一族が保っていく価値観や一族内の合意及び規則など秩序がある状態でグループを分離することである。3番目は、「対立・分離型」である。一族内に問題が発生することが前の2つと違う点である。グループ分離が葛藤の結果として行われることも、葛藤の原因になることも可能性としては開かれている。ここで重要なのは、対立と分離の2つの因果関係よりは承継により促された対立と分離という特性である。

最後は「対立・維持型」である。これは上記の3つの類型とは性格を異にする。対立が持続したまま、一つのグループがずっと維持していくというのは存在しがたいことである。一時的

にはグループが維持されても、時間の経過とともにグループ分離を迎えるようになるか、対立していた一族の構成員が持分を処分してグループを去ることで問題は解決されるため、この類型は過渡期的性格を持つ時期だと言える。上記の3つの類型は承継の結果であるとしたら、この類型は承継の過程である。究極的にはこの時期を通過し、血統・維持型か対立・分離型のほうに着く。一つの承継の類型として適用することは難しい限界点があるにも関わらず、承継を理解するには重要だと思われる。

3.5. 承継と支配力との関係

承継と支配力との関係を確認することは、承継を理解する上で重要なことである。基本的に支配力は可変的なものである。時間の経過とともに、総帥の直系親族を中心に持分が分散し、経営参加が増加することにより支配力は徐々に分散していく。承継は支配力に急激な変化を促す大きな出来事である。グループ分離と支配との関係性についてみると、承継類型2と3のように分離が行われる承継は、グループ規模が縮小するため、支配力は総帥をはじめとする少数の一族構成員に集中する。その反面、類型1のようにグループが維持される場合は、グループ分離による支配力の変化はない。同じ承継の類型の中でも支配力の多寡の差は大きい。特に血統・維持型の中には、総帥やその直系家族に支配力が集中しているグループもあり、総帥の兄弟や従兄弟まで広く分散しているグループもある。グループの規模に比べて支配力を持っている家族の数が多い時や支配力が広く分散している時は、グループを分離することが容易ではないため、グループが維持される可能性は高い。そして、総帥の支配力が他の一族より遥かに強い場合も、互いに対立する余地がない。経営には参加していても、グループを分離させるほどの所有基盤がないため、葛藤の火種が表面化されないからである。

4. ケース分析

4.1. ケースの概要

先行研究のレビューを通して本研究の必要性や方向性、そして関連分野との関係性などを確認した後、それに基づき承継の分類モデルを提示した。本章では、まず韓国の主要財閥の承継を分析することを試みる。その後、承継の類型の内、「血統・維持型」の代表的な例としてDOOSANグループのケースを取り上げ、詳細な内容を確認し、総帥一族によるグループへの支配力とその分散の程度やその変化を調べることで、その承継の特徴を明らかにする。ケース分析の際に用いるデータは、主に有価証券報告書、韓国の公正取引法（独占禁止及び公正取引に関する法律）に沿って財閥側が定期的に開示する企業集団の現況資料、DOOSANの企業ホームページ、新聞記事、そして先行の事例研究などの資料から入手した。

4.2. 主要財閥の承継

前述したように公正取引委員会の資料によると、2018年基準の韓国の大企業集団の数は32グループで、総帥一族により支配される財閥はその内26グループである。ここではそれをベースに主要財閥の承継を分析する。26のグループには、元グループから分離されたサブグループが多く含まれている。元グループの

承継がサブグループにも反映されるとデータが重複するため、サブグループには元グループの承継を含まないように調整した。しかし、HYUNDAIと韓国投資金融のように元グループの本体に当たるグループが26のグループに含まれていない場合、データ抜けになる。それを防止するため、26グループのデータの他にHYUNDAIと韓国投資金融の元グループの承継を追加した。表1は、承継を経験したグループとその承継回数を整理したものである。19グループの35の承継が盛り込まれている。

承継の特性の中で、特に承継の主体に主眼を置いて整理した表である。すなわち、次の総帥が誰になるのかを表している。最も多いことは、グループを維持したまま総帥の座を長男に引き渡すことであった。しかし、ここで注意を払わなければならないのは、現時点でグループが維持された状態が今後も持続されるとは断言できないことである。後にグループが分離される可能性があることは否定できない。

その次に多いのは、グループを長男に引き渡しグループが分離されることと総帥の座を水平的に移動させながらグループを維持することである。水平的な移動は、世代が変わることではなく、同世代の兄弟か従兄弟に引き渡すことである。LSは従兄弟に、SK、DOOSAN、KUMHO ASIANAは兄弟に渡した。

垂直移動の場合、長男に対する承継が最も多

表1 主要財閥の承継分類①

2019年3月31日

No.	方向	新総帥の区分	分離有無	割合	回数	グループ
1	垂直	長男	維持	46%	16	SAMSUNG②, SK②, DOOSAN①②⑦, DAELIM①②, HYUNDAI百貨店, KUMHO ASIANA①, HYOSUNG②, OCI①②, KCC, KYOBO生命保険, KOLON②, YOUNGPOONG①
2	垂直	長男	分離	20%	7	LG①②, HANWHA, HANJIN, 韓国投資金融(DONGWON), HYOSUNG①, KOLON①
3	垂直	その他	維持	6%	2	ロッテ, YOUNGPOONG②
4	垂直	その他	分離	6%	2	SAMSUNG①, HYUNDAI
5	水平	その他	維持	20%	7	SK①, LS, DOOSAN③④⑤⑥, KUMHO ASIANA②
6	水平	その他	分離	3%	1	KUMHO ASIANA③
合計				100%	35	19グループ

表 2 主要財閥の承継分類②

2019年3月31日

承継類型	グループ
1. 血統・維持	SAMSUNG②, SK①②, DOOSAN①②③④⑤⑥⑦, DAELIM①②, HYUNDAI百貨店, KUMHO ASIANA①, HYOSUNG②, OCI①②, KCC, KYOBO生命保険, KOLON②, YOUNGPOONG①②, LS, KUMHO ASIANA②
2. 血統・分離	LG①②, HANJIN, 韓国投資金融(DONGWON), HYOSUNG①, KOLON①
3. 対立・分離	SAMSUNG①, HYUNDAI, KUMHO ASIANA③, HANWHA
4. 対立・維持	ロッテ

く66%で、長男以外の人には12%に過ぎず、その差が大きく着く。それに比べて水平移動する場合は23%で、同世代間の引き渡しが長男以外の垂直移動より多いことが確認できた。そして、グループ分離の有無を見ると、グループが維持されるのが約7割になることが確認できたが、これは他のグループに比べてDOOSANグループの承継回数が多いことが、その割合の増加に作用したことを勘案しなければならない。

表2は、既に提示した承継類型に従い、グループの承継を分類した表である。血統・維持型の承継が最も多いことが分かる。しかし、この分類は可変的であることに注意しなければならない。時間の経過と共に、血統・維持型から血統・分離型へ、場合によっては対立・分離型へ移動する可能性も否定できないからである。また、同じ血統・維持型の中でも、所有と経営に参加する一族の範囲や所有持分の多寡や経営における役割により支配力の差は大きいことも注目すべきところである。そして、ロッテグループは、最近生じた一族内の問題がまだ解決されていないが、グループの形態を維持しているため、現時点としては過渡期的性格を帯びる対立・維持型に該当する。そのため、現在の問題の解決如何により、血統・維持型か対立・分離型へ移動することが予想される。

後に本稿で分析するDOOSANグループの場合、7回の承継全てが、血統・維持型でること

が特徴的である。

4.3. DOOSANグループのケース

DOOSANグループのケースの構成は、まずはグループの概要と沿革を通じてグループの過去と現在について確認する。そして、主に規模や事業内容などの現時点の基本的な情報と、事業内容の変化を中心とした歴史的な変遷過程をみる。その後、グループの所有構造を見ることで、グループを支配している総帥一族とグループ内主要系列会社との所有関係を明確にする。また総帥一族の所有と経営参加、今までの承継内容を調べた後、その内容に基づき、承継を分析する。

4.3.1. DOOSANグループの概要

DOOSANグループの現在の総帥は、世代区分からすると4世代になる。欧米や日本に比べて長い歴史を持っているとは言えないものの、DOOSANグループは韓国の中では最も長い歴史を持っている財閥グループである。そのため、総帥一族による支配やその維持、そして韓国財閥や韓国経営を理解するにあたって示唆に富む研究対象だと思われる。特にグループ分離が行われず、一つのグループをずっと維持してきたことは、承継を分析する際の一つの類型である血統・維持型を代表する例に相応しいと判断されるところである。

研究対象である DOOSAN の表記は、漢字では「斗山」、韓国語の発音では「トゥサン」になるが、本稿での表記は英文の DOOSAN を使うことにする。DOOSAN グループの規模の現状を見ると、2017 年度基準で総資産は約 25 兆ウォン、売上高は約 17 兆 6 千億ウォン、グループ内系列会社数は 26 社、その内 6 社が株式を公開している。2018 年 5 月基準で韓国の公正取引委員会で定める総帥がいる企業集団中では、総資産基準で 10 位に位置している。上場企業 6 社の時価総額は、2019 年 2 月 22 日基準で約 7 兆 8 千億ウォンである。

4.3.2. 事業内容と主要系列会社

現時点の DOOSAN グループの主な事業分野は、他の韓国の財閥グループのように多岐にわたっている。DOOSAN グループのホームページには、事業内容をインフラサポート事業 (Infrastructure Support Business : ISB) と コンシューマー・サービス事業 (Consumer Service Business : CSB) の 2 つに大別して掲載している。ISB にはプラント、建設、建設機械、産業用装備などが含まれていて、CSB には電子素材、医薬品や機能性化粧品用のバイオ素材、流通、レジャー、金融、広告、雑誌出版、VC、IT システム、IT インフラなどが含まれている。現時点の DOOSAN グループの中核事業は ISB で、グループの総売上高の 80 % 以上をこの分野が占めている。

4.3.3. 歴史・沿革

ここでは、DOOSAN グループの沿革を事業内容の変化を中心に確認する。DOOSAN グループの始まりは、1896 年創業者本人の名前を付けた呉服屋であるパク・スンジック商店を開業したことである。その後、貿易、化粧品を製造・販売するなど事業内容を拡大し、1925 年に株式会社として会社形態を変更した。第 2 次世界大戦などの厳しい外部環境の影響で、一

時的に経営が悪化し、大きな危機に陥ったものの 1946 年パク・スンジック商会の歴史を継ぐ DOOSAN (斗山) 商会を設立し運輸業を始めることで事業の拡大を図った。

1950 年代から 40 年間以上、DOOSAN グループの柱になったのは酒類製造・販売事業であった。日本の麒麟麦酒が 1933 年朝鮮昭和麒麟麦酒株式会社を設立した際、パク・スンジックが朝鮮側の株主として関係を持ったことをきっかけに、戦後日本が撤収して残された会社の管理経営者として本格的に経営に携わるようになった。社名を東洋ビールに変更し、後に英文社名の Oriental Brewery Company の略語である OB 麦酒というブランドで事業を展開した。この時期から DOOSAN の中核事業は酒類製品となり、60 年代からそれと関連する部分を次々事業化した。コーラなどの飲料事業 (ハンヤン食品、1966 年)、ガラスやアルミニウムのビール容器製造 (DOOSAN 製缶)、工場建設のため始めた建設事業 (ドンサン土建、1960 年)、工場の製造機械 (ユンハン工業社、1967 年)、酒類製品の原料調達 (東洋農産、1975 年) など関連事業の多角化を行った。70 年代後半からはワインやウィスキーを生産、販売するなど商品をより増やした。その一方で、通信社 (合同通信会社、1960 年買収)、広告 (オリコム、1979 年設立)、レジャー産業 (1987 年) にも進出するなど非関連多角化も進めた。80 年代から 90 年代半ばまでは内需市場向けの食品やファッション事業の消費財事業にも力を入れた。

90 年代中盤からは、事業変革を通じた新しいグループ作りに入った。1995 年からは、負債依存が高い経営体質を一変するため、グループ構造改革を始めた。1997 年には飲料事業を売却するなど、事業再編を始め 1998 年にはグループの中核事業である OB 麦酒の持分の 50 % を、ベルギーの INTERBREW 社へ売却し、その後 2001 年には 45 % を、そして 2006 年には持分の全量を売却することで、40 年間

主力であった酒類市場から離れることになった。1997年韓国の通貨危機が発生する前から構造改革を始めたDOOSANグループは、事業変革を続け内外の危機を乗り越えた。グループの中核事業を整理する一方、2000年に入ってから新しい事業を次々買収することで、グループ事業の中心軸を完全に移動させた。2001年には、主に発電所や海水淡水化プラント事業を行う韓国重工業（DOOSAN重工業）を買収し、2003年には高麗産業開発を買収し、既存の建設会社と合併することで建設事業を強化させた（DOOSAN建設）。2005年にはDAEWOO総合機械（DOOSANインフラコア）、2007年にはBOBCATを買収し建設機械事業をより増やした。この過程を経て、DOOSANグループは、消費財中心の企業から重工業中心の新しいグループづくりを成功させ現在に至っている。

4.3.4. 所有構造

図4は、2018年9月30日時点のDOOSANグループの主要系列会社間の所有構造を表しているものである。所有構造は、基本的には持株会社制度を取っている。過去、持株会社制度を法律で禁じていた時、韓国の財閥グループは、数十社に上るグループ内系列会社間の循環出資

方式で、総帥一族による支配力を維持しながらグループを成長させた。しかし、1999年解禁されて以来、多くの財閥グループが持株会社方式に所有構造を転換している。DOOSANグループの場合も2009年、株式会社DOOSANが事業持株会社になったものの、2015年からは、法律的な基準（子会社の株価の合計額が持株会社の総資産の50%以上）が満たせず、法律的には持株会社として認められていない。しかし、形式上の構造は持株会社制度だと言える。

韓国財閥の総資産基準上位10グループの系列会社数の平均63.6社であり、上位20グループに範囲を広げても平均49社であるものの、DOOSANグループの系列会社数は2018年基準26社で、規模が大きい他の財閥に比べて、系列会社数が少ないほうである。規模と所有構造上の特性により、DOOSANグループの所有構造は比較的単純な構造になっていることが分かる。

図4の具体的な所有構造の内容を見ると、総帥一族が事業持株会社である株式会社DOOSANの持分を45.06%所有していて、株式会社DOOSANの所有分の自己株式22.22%を合わせると67.28%になることが確認できる。それにグループに関係する非営利財閥の

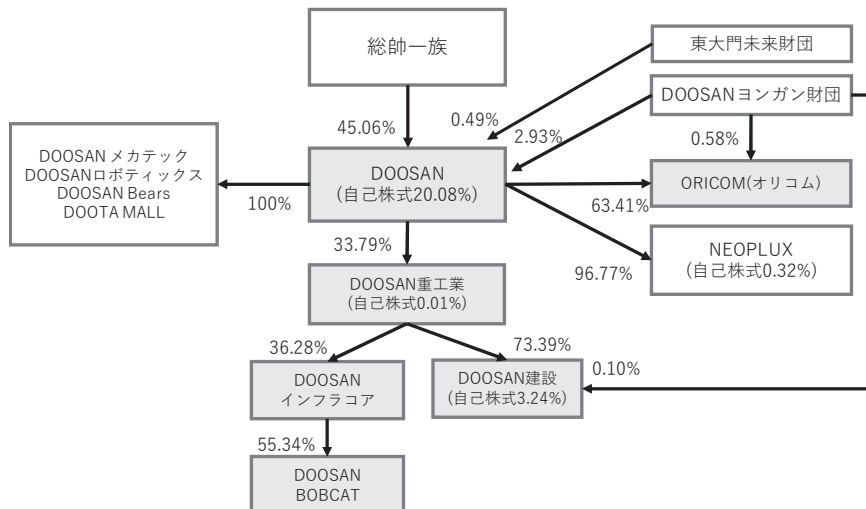


図4 DOOSANグループの所有構造

持分まで合算すると70%に達するため、持株会社である株式会社DOOSANに対して総帥一族は確固たる支配力を有していると言えるだろう。株式会社DOOSANは複数の系列会社を完全所有していて、オリコムなどの広告会社やベンチャーキャピタルであるNEOPLUXの持分も過半数以上持っている。DOOSANグループの柱になるインフラ事業の中核会社であるDOOSAN重工業は、インフラ事業の中間持株会社の役割をしている。DOOSANインフラコアの持分を36.28%、DOOSAN建設の持分は75.5%を持っている。そして、DOOSANインフラコアは、DOOSAN BOBCATの持分を過半数以上持っている。

4.3.5. 持株会社への変化とその過程

2006年の持株会社制度への所有構造の変化内容を調べて見る。当時の状況は後述する「兄弟の乱」が発生した直後であった。財閥の家族経営の弊害が社会的な問題となり、既存の家族経営を制度的に補完する支配構造の改革の必要性が台頭した。2006年1月に、3年後に持株会社制度への移行を含んだ支配構造改善改革案を公表した。その他には、グループ会長制度の廃止、系列会社別の責任経営体制の確立、株式会社DOOSANの一族の縁故がない外国人CEOの任命、少額株主の権利を保護及び強化するための書面投票制の導入、透明な経営のためコンプライアンス制度の導入、社外取締役で構成された内部取引委員会、社外取締役候補委員会、社外取締役候補、推薦諮問団を設置することを公表した。そして、監査委員会を活性化するための会計基準及び内部取引に関する原則の再整備などの改革案も盛り込まれていた。法律基準(持株会社の負債比率100%以下、持株率50%以上)を満たすために、事業譲渡、分割、新会社の設立、合併などを複数回重ねて、2009年1月に持株会社制度になった。結果的に、一族がグループ経営に再登場することで、本来の

改革案どおりにはならなかったが、所有構造は変化し新しい制度が導入されるなど、既存の家族経営を補完する公式的な制度を導入するようになったと言える。

4.3.6. 総帥一族の所有

上記の所有構造から総帥一族が持株会社の持分の45.06%を所有することでグループを支配していることを確認した。ここでは、それを基に個人別、世代別、直系家族別の持分の詳細な内容を調べてみる。属性別の持分を見て、現時点の支配力が一族の中で具体的にどこに集中しているかを確認する。

既に述べたようにDOOSANグループは、グループ分離が行われず、一つのグループを維持してきた。そして所有と経営、両方に係わっている家族構成員の数が多い。すなわち、支配力が分散している。持分は3世代から5世代まで広く分散しているが、主に3世代と4世代に集中している。5世代13人の持分は0.47%で支配と承継を説明するに、現在として有意義な水準ではない。

グループを支配するためには、持株会社である株式会社DOOSANの持分を確保することが不可欠な条件であるため、一族の所有持分はそこに集中している。その他にも、一族はDOOSAN建設、DOOSAN重工業、DOOSANインフラコアなどのグループの主要事業会社の持分も所有している。詳細な内容をみると、DOOSAN建設に対する27人の持分合計は1.82%、重工業は15人で0.1%以下、そしてDOOSANインフラコアは6人で0.1%以下である。いずれも支配力に影響を与えるような水準ではない。そのため、以下では5世代の持分と事業会社の持分の内容は省き、3世代と4世代の持株会社に対する所有のみを分析する。

表3は、株式会社DOOSANの一族を中心とした持株構成を表している。まず、現在の総帥である4世代のパク・ジョンウォン氏の持分

表3 株式会社 DOOSAN の株主構成

				2018年6月30
区分	父	本人	氏名	持分率(%)
3世代	2世代 長男	長男	パク・ヒョンゴン	1.51
	2世代 長男	3男	パク・ヨンソン	3.31
	2世代 長男	4男	パク・ヨンヒョン	3.26
	2世代 長男	5男	パク・ヨンマン	4.04
3世代の小計				12.12
4世代	3世代 長男	長男	パク・ジョンウォン	6.96
	3世代 長男	次男	パク・ジウォン	4.64
	3世代 長男	長女	パク・ヘウォン	2.32
	3世代 3男	長男	パク・ジンウォン	3.96
	3世代 3男	次男	パク・ソクウォン	3.24
	3世代 4男	長男	パク・テウォン	2.93
	3世代 4男	次男	パク・ヨンウォン	2.16
	3世代 4男	3男	パク・インウォン	2.16
	3世代 5男	長男	パク・ソウォン	2.13
3世代 5男	次男	パク・ジェウォン	1.76	
4世代の小計				32.26
5世代の小計(13人)				0.47
3世代~5世代の合計				44.85
その他の一族の小計				0.21
一族の合計				45.06
非営利法人	DOOSANヨンガン財団			2.93
	東大門未来財団			0.49
自己株式				22.22
小計				70.71
その他				29.29
合計				100

表4 直系家族別持分

		2018年6月30
区分		持分(%)
3世代長男の直系家族の小計		15.43
3世代3男の直系家族の小計		10.51
3世代4男の直系家族の小計		10.51
3世代5男の直系家族の合計		8.14
合計		44.59

が6.96%で最も高いことが目立つ。その次は、総帥の兄弟であるパク・ジウォン氏が4.64%を持っていて、3番目は直前の総帥であった3世代の5男のパク・ヨンマン氏が4.04%を所有している。それ以外の3世代の兄弟もまだ持分を持っているが、その中で長男の持分が最も低いことが確認できる。それは現総帥を含めた二人の息子に持分を贈与した結果だとと思われる。世代別にみると3世代4人の小計は

12.12%、4世代10人の小計は32.26%で、3世代から4世代へ所有の承継が進んでいることが確認できる。

表4は、3世代の直系家族別の持分を整理したものである。長男の直系家族持分は15.43%で最も高く、3男と4男の持分は同じく10.51%で、5男の直系家族持分の合計は最も低い8.14%である。相続後、持分に大きな変動がないことを前提にして、この数値を説明すると、少なくとも今までのDOOSANグループの相続方法は、均等分割相続ではなく長男優待不均等分割相続の方法で行われてきたと推定される。所有の分散の程度を見ると、現総帥一人及びその直系家族の持分が最も多いことは事実であるものの、圧倒的な支配力を発揮するよう、集中されているわけではない。

4.3.7. 一族の経営

表5は、総帥一族の経営参加の内容を表している。3世代の中では一人、4世代の中では10人が経営に携わっている。3世代の中で現在唯一に経営に参加しているパク・ヨンマン氏は、前任の総帥である。2013年から大韓商工会議所の会長を務めていて、社内の経営活動の以外に外部活動にも力を入れている。現在の総帥は4世代のパク・ジョンウォン氏で、2012年5月に株式会社DOOSANの会長に就任してからグループを率いている。父は3世代の長男で、4世代として初めて総帥になった。一族の経営参加は事業持株会社である株式会社DOOSAN、重工業、インフラコア、BOBCAT、ORICOM、メカテック、の6社に集中している。ORICOMの副会長であるパク・ヘウォン氏を除いた他の一族は複数の系列会社で働いたケースが多い。例えば、現総帥であるパク・ジョンウォン氏は、DOOSAN産業、東洋ビール、株式会社DOOSAN、DOOSAN建設で勤務し、その弟のパク・ジウォン氏も、東洋ビール、DOOSAN商社、株式会社DOOSAN、DOOSAN重工業で勤務した経験がある。また、11人のうち5人は複数のグループ内系列会社で兼任している。DOOSANグループ場合は、所有だけでなく経

営の面から見ても一族の関与度が高いことが確認できる。

4.3.8. 承継

表6は、最高経営者であるグループ会長の変化を中心に承継を整理したものである。グループ会長は、実質的な支配者を意味するわけではない。それ故に会長の交替が本稿でいう承継を意味するわけではない。しかし、DOOSANグループの場合はグループ会長の座は空席になった時期があり、専門経営者とその座を占めていた時期もある。そのため、会長の交替はDOOSANグループの承継を理解するためには重要である。

創業者のパク・スンジック氏はDOOSANグループの土台を築き上げた人物である。自ら富を蓄積し、次の世代が事業をより成長させる基盤を固めた張本人である。当時朝鮮側を代表する起業家になり、長年グループの中核事業であったビール事業を始める契機を作ったことも創業者の時期であった。創業者の長男であるパク・トゥビョン氏は、ビール事業を中心に企業を成長させ、関連・非関連を問わず事業の多角化を通して、飛躍的な成長を成し遂げた。事実的な現代的意味の企業を作り上げた

表5 総帥一族の役割

2018年9月30				
世代区分	直系家族区分	氏名	役職	役員区分
3世代	3世代5男、本人	パク・ヨンマン	株式会社DOOSAN 会長	執行役員
			DOOSANインフラコア 会長	取締役
4世代	3世代長男、長男	パク・ジョンウォン	株式会社DOOSAN 取締役会長	取締役
			DOOSAN建設 会長	執行役員
	3世代長男、次男	パク・ジウォン	株式会社DOOSAN 副会長	執行役員
			DOOSAN重工業 取締役社長	取締役
	3世代長男、長女	パク・ヘウォン	ORICOM 副会長	執行役員
	3世代3男、長男	パク・ジンソン	DOOSANメカテック 副会長	情報無し(非上場)
	3世代3男、次男	パク・ソクウォン	株式会社DOOSAN	執行役員
	3世代4男、長男	パク・テウォン	DOOSAN建設 副会長	執行役員
	3世代4男、次男	パク・ヒョンウォン	DOOSAN BOBCAT KOREA, SINGAPORE, CHINA 取締役社長	取締役
	3世代4男、3男	パク・インウォン	DOOSAN重工業 副社長	執行役員
3世代5男、長男	パク・ソウォン	株式会社DOOSAN 専務	執行役員	
		ORICOM 副社長CCO	執行役員	
3世代5男、次男	パク・ジェウォン	DOOSANインフラコア 常務	執行役員	

表6 DOOSANグループの会長

世代区分	総帥	区分	氏名	在任期間(グループ会長)
1世代	初代	創業者	パク・スンジック	1896~1945
2世代	2代	創業者の長男	パク・トゥビョン	1945~1973
		空席		1973~1977
		専門経営者	ジョン・スチャン	1977~1981
3世代	3代	2代総帥の長男	パク・ヨンゴン	1981~1991
		専門経営者	ジョン・スチャン	1991~1993
3世代	3代	2代総帥の長男	パク・ヨンゴン	1993~1996
3世代	4代	2代総帥の次男	パク・ヨンオ	1996~2005
3世代	5代	2代総帥の3男	パク・ヨンソン	2005.8~2005.11
		空席		2005.11~2009.3
3世代	6代	2代総帥の4男	パク・ヨンヒョン	2009.3~2012.3
3世代	7代	2代総帥の5男	パク・ヨンマン	2012~2016.3
4世代	8代	4代総帥の長男	パク・ジョンウォン	2016.3~

ことがこの時期である。その次は、1969年から中核事業であるOBビールの社長に就任したジョン・スチャン氏である。彼は、1973年パク・トゥビョン氏が他界する前までは、専門経営者としてOBビールを率いたが、1973年以降は実質的かつ公式的にグループを経営することになる。1977年にはOBビールの会長に就任し、1981年まではグループのトップ経営者としてグループを安定的に成長させた。韓国では専門経営者として初めて、グループ会長を務めた人だと言われている。しかし、グループのトップ経営者として勤めて、グループを率いたことには間違いのないものの、所有と経営に基づいた支配とは言えない。所有と経営が一致する財閥が当然である韓国の状況からすると、一族がグループ会長の座を占めなくてもグループに対する支配力は依然として強いため、所有基盤がない専門経営者は、その役割は重要であるには違いないものの、グループ全体を支配しているとは言い難いことが事実である。その次の総帥は、長男であるパク・ヨンゴン氏である。1981年から1996年まで総帥として役割を果たしたが、1991年の化学物質の漏れ出し問題で会長の座から降ろし、2年間はグループ会長の座を離れていた。その間は、前任の専門経営者のジョン・スチャン氏が再びグループを率いた。1993年復帰したパク・ヨンゴン氏は1996

年12月に再び辞任し、総帥の座を弟の3世代次男のパク・ヨンオ氏に引き渡した。この時期からいわゆる兄弟経営が始まる。パク・ヨンオ氏は、2005年まで約10年間DOOSANグループを率いた。その間、韓国の通貨危機という外部の脅威を乗り越え、事業変革に成功した。そして、2005年7月に3男のパク・ヨンソン氏が会長に就任したが、前任総帥の次男と他の兄弟間の意見差により家族内紛争が生じた。これが社会的な問題に広がり、わずか4カ月で辞任するようになった。その後、約4年間は一族の構成員はグループ内の系列会社の経営は続けたものの、グループのトップ経営者の座を空席にし、グループ経営には関与していなかった。

2009年、4男がグループ会長に就任し、一族はグループ経営へ復帰した。それで、一族のグループ経営への空白を埋めるようになり、兄弟経営は改めて続くようになった。3年後、5男のパク・ヨンマン氏がグループ会長に就任し安定的にグループ会長の役割を果たした。それから4年後の2016年には3世代長男の長男であるパク・ジョンウォン氏が新しい会長に就任することで、4世代が初めてグループ経営の全面に立つようになった。

4.3.9. 兄弟の乱

上記したように2005年3世代次男から3男

への承継の際、いわゆる「兄弟の乱」が発生した。前任の次男パク・ヨンオ氏は、承継についての決定が、自分の意志と関係なく他の兄弟間で定められたと反発した。後任の3男と5男をはじめとする一族の横領などの不法行為を検察側に告発し、支配の正当性を崩そうとした。他の一族は、これの反撃として次男の任期中に行われた粉飾決算を告発した。この問題で、関連した一族構成員は検察の調査を受けるなど法的責任を問われるようになったが、結局は全員執行猶予で終わった。結果的に次男のパク・ヨンオ氏とその直系家族はグループや一族から退出されるようになった。そして、この事件は社会的な問題になり、新しい総帥の3男のパク・ヨンソン氏は辞任し、5男のパク・ヨンマン氏も副会長から辞任した。しかし、一族はグループ内の系列会社の経営は続けて行った。全ての役職から辞任した3男のパク・ヨンソン氏は2007年DOOSAN重工業に復帰した。2009年3月、外科医出身の4男のパク・ヨンヒョン氏はグループ会長に就任することで、一族はグループの経営に復帰した。次男のパク・ヨンオ氏とその直系家族は、2006年DOOSANの持分を売却し、2008年に730億ウォンをかけて中堅建設会社を買収した。しかし、1年後に会社が経営危機に陥った中、パク・ヨンオ氏は自ら命を絶った。そして、会社は倒産危機が続く中、その直系家族もその一年後経営権を失うようになった。

4.3.10. その以外的一族

現在、グループの系列会社の持分を所有しながら経営に参加している3世代から5世代までの一族構成員の他、前にはグループに係わっていたが、現在の時点ではグループの経営と所有に関係しない一族の構成員も存在する。2世代の中では、2代目の総帥であるパク・トゥビョン氏の弟のパク・ウビョン氏やその息子はかつてDOOSANグループの系列会社の経営に参加

していた。その経営と支配が現在まで続かない理由は、現在の支配力は、グループ中興の祖である2世代の長男のパク・トゥビョン氏の直系家族に集中しているからだと思われる。そして、3世代の中では、上記の3世代次男とその直系家族の他、早い段階にグループを離れ新しい事業を始めた3世代の6男のパク・ヨンウク氏がいる。

4.3.11. 承継分析

ここでは、今までのDOOSANグループの詳細な内容を基に承継を分析する。表7は、DOOSANグループの承継を整理したことである。DOOSANグループの承継を見ると、①1世代の創業者から2世代の長男へ、②2世代の長男から3世代の長男へ、③3世代の長男から3世代の次男へ、④3世代の次男から3世代の3男へ、⑤3世代の3男から3世代の4男へ、⑥3世代の4男から3世代5男へ、⑦3世代5男から4世代の3世代長男の長男へと、全7回の承継が行われた。承継の方向を見ると、垂直移動が3回、水平移動が4回あった。水平への承継が多く行われたことは、一族の所有と経営で確認したように、支配力が広く分散していることがその要因として思われる。

そして、先行研究で検討した9つの承継タイプで支配力分散の程度を説明すると、創業者から2世代の長男への承継①は、オーナー単独支配からオーナー単独支配への承継であるため支配力は分散されない「リサイクル」承継に該当する。承継②は、2世代長男から3世代長男へ承継されるため、「リサイクル」承継に見えるものの、所有と経営が新しい総帥の兄弟に分散されたためオーナーシップの段階が「兄弟パートナーシップ」へ移動する「複雑化」承継になる。承継③から⑥までは「兄弟パートナーシップ」での「リサイクル」承継が振り替えられる。そして、承継⑦は、4世代の新しい総帥を迎えることで、「兄弟パートナーシップ」から

表7 DOOSANグループの承継分析

承継区分	方向	オーナーシップ	承継のタイプ	総帥	世代区分	父区分	氏名
創業者	—	オーナー 単独支配	—	初代	1世代	創業者本人	パク・スンジック
承継①	垂直	オーナー 単独支配	リサイクル	2代	2世代	創業者の長男	パク・トゥビョン
承継②	垂直	兄弟 パートナーシップ	複雑化	3代	3世代	2代総帥の長男	パク・ヨンゴン
承継③	水平	兄弟 パートナーシップ	リサイクル	4代	3世代	2代総帥の次男	パク・ヨンオ
承継④	水平	兄弟 パートナーシップ	リサイクル	5代	3世代	2代総帥の3男	パク・ヨンソン
承継⑤	水平	兄弟 パートナーシップ	リサイクル	6代	3世代	2代総帥の4男	パク・ヨンヒョン
承継⑥	水平	兄弟 パートナーシップ	リサイクル	7代	3世代	2代総帥の5男	パク・ヨンマン
承継⑦	垂直	いとこ コンソーシアム	複雑化	8代	4世代	4代総帥の長男	パク・ジョンウオン

「いとこコンソーシアム」へ「複雑化」承継が行われたと言える。

DOOSANグループの承継を分類モデルに適用してみると図8のようになる。家族内の合意によりグループが維持されてきたことから承継①から⑦まで、「血統・維持型」の承継に該当する。しかし、承継⑤の際、家族内紛争が発生し一時的に「対立・維持型」の承継になったものの(⑤'), 紛争が解決されることで「血統・維持型」の承継に終わったことが確認できた。

5. 結論

一族内に承継に関する明確な規則が存在し、それに従い承継が行われると、承継はより簡単に説明できると思われる。しかし、家族内の承継に関する規則が有無形の伝統や家訓として存在していても、それを対外的に公表し、それに従い承継を行う韓国の財閥はないと言っても過言ではない。各々の財閥の承継は、当時の家族構成、グループの構造、そしてグループに対する支配力など、様々な要因に影響される。そして、承継の過程とその結果は、グループごとに、そして同じグループの中でも時期及び置かれた状況により異なる。その点が、財閥の承継に対する理解を深めるにおいて難点である。それで、本稿では承継の主体と対象の特性を区分して、承継を分類することにした。グループ分離の有無と一族内の葛藤の有無を軸にした韓国の承継の分類モデルを提示した。それを用いて主要財閥の承継を分類し、韓国財閥の承継に関する全体像を把握することができた。そして、DOOSANグループのケースでは、グループの変遷過程から承継の過程を説明した上、その結

区分		一族内の葛藤	
		無し	有り
グループの分離	無し	1. 血統・維持 DOOSANグループ ①②③④⑤⑥⑦ ← ⑤'	4. 対立・維持
	有り	2. 血統・分離	3. 対立・分離

図8 DOOSANグループの承継分析

果として一族の支配力の基盤となる所有と経営を確認し、承継の意味を考察した。

しかし、このモデルは、いくつかの限界点を抱えている。グループ分離の有無とは違って、一族内の葛藤の有無の問題はマスコミを通じて公式化されない限り、外部から見極めることは難しい点である。また、承継を区別し難い中間的な時期や状況があることも否定できない。そして、承継の特性間の相互関係も今後明らかにしなければならない部分である。

このような限界にも拘わらず、分類モデルを用いた分析で承継の本質に近づくことが可能になったと思われる。本研究を通じて提示された新たな研究課題を今後の研究に反映していくことが、韓国財閥、ひいては韓国経営の根底にある行動原理を理解することにつながることを期待する。

参考文献

- Fukuyama, Francis (1995), Trust: the social virtues and the creation of prosperity, Free Press (加藤寛訳 (1996), 『信無くば立たず』三笠書房)
- Gersick, K.E., Davis, J.A., Hampton, M. M., and Lansberg, I. (1997), Generation to generation: Life cycles of the family business, Harvard Business Press.
- Kenyon-Rouvinez, D. and Ward, J. L. (2005), Family business, Palgrave. (秋葉洋子訳 『ファミリービジネス永続の戦略』ダイヤモンド社, 2007年)
- Weber, M., Henderson, A. M. and Parsons, T. (1964), The Theory of Social and Economic Organization. Translated by AM Henderson and Talcott Parsons. Edited with an introduction by Talcott Parsons. New York; Collier-Macmillan: London.
- 安倍誠 (2011) 『韓国財閥の成長と変容』岩波書店。
- 加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久 (2010) 『コーポレート・ガバナンスの経営学』有斐閣。
- 服部民夫 (1988) 『韓国の経営発展』文真堂。
- 韓義泳 (1988) 『韓国企業経営の実態』東洋経済新報社。
- ファミリービジネス白書企画編集委員会編 (2016) 『ファミリービジネス白書 2015年版』同友館。
- DOOSAN グループのホームページ <http://www.doosan.com/kr/> (2019年1月5日～3月5日にアクセス)。
- NAVER ニュースライブラリ <https://news.library.naver.com> (2019年1月5日～2019年5月1日アクセス)。
- 公正取引委員会企業集団ポータル <http://groupopni.ftc.go.kr> (2019年1月5日アクセス)。
- オム・クァンヨン (2019) 『生き残った100年企業, DOOSANの物語』ブックオーシャン。
- キム・ドンウン (2013) 『韓国財閥と持株会社体制: CJとDOOSAN』イダムブックス。
- シン・ヒョンハン, 柳町功, クァク・ジュヨン (2017) 「DOOSAN 120年—適応と変身の歴史」『経営史学』第32巻第2号, 97-122頁。

A typology for the succession of chaebol in Korea - A case study of Doosan group

Hyungjoo Park

Abstract

A major challenge facing the family business is succession. But it is complicated to figure out what it is because each business group has heterogeneous characteristics in various situations and times. The study is focusing on the problem that occurs after or before the succession and tries to find out what problems exist in business groups and family by separating subject and object of succession. This study will suggest a typology model of succession which is divided into two-axis and consist of four typologies are (1) lineage / maintenance, (2) lineage/separation, (3) conflict/separation, (4) conflict/maintenance. In the part of a case study, The model analyzes to major large family business groups of Korea, and to Doosan group which is representing one of the succession typology 「lineage / maintenance」.

JEL Classification: L22, M10, N00

Keywords: Korea Business Administration, Korean Chaebol, Governance, Succession, Family Business

Editorial Policy

The Osaka Daigaku Keizaigaku (English title, Osaka Economic Papers) is published quarterly by the Economic Society of Osaka University and the Graduate School of Economics, Osaka University. The articles may be either in Japanese or in Western languages.

The Journal shall be under the editorial direction of an editorial board of three persons chosen from members of the Graduate School of Economics of Osaka University. The editorial board shall select papers for publication from submissions and classify them into the following categories : articles, notes, data, and book reviews.

Researchers who belong to the Graduate School of Economics of Osaka University may submit their studies for publication to this journal. Those who do not belong to the Graduate School may also publish their papers in this journal, if their contribution is closely related to research being undertaken in the Graduate School of Economics of Osaka University.

In the case of contributed manuscripts, the author should be a member of the Economic Society of Osaka University, who has paid the yearly membership fee of 4,000 yen.

大阪大学経済学 第69巻 第2号 (通巻223号)
令和元年9月発行

編集兼発行人 〒560-0043 豊中市待兼山町1番7号
印刷所 〒920-0855 金沢市武蔵町7番10号
発行所 〒560-0043 豊中市待兼山町1番7号

谷崎久志
能登印刷株式会社
大阪大学経済学会・大阪大学大学院経済学研究科
tel 06-6850-5200 fax 06-6850-5209
振替 00940-2-19842

OSAKA ECONOMIC PAPERS

Vol. 69

No. 2

September 2019

Articles

- The Dynamic Model of Earnings Management : Outlook Based on Prior Research
..... Takato Ise 1
- A typology for the succession of chaebol in Korea - A case study of Doosan group
..... Hyungjoo Park 18

THE ECONOMIC SOCIETY OF OSAKA UNIVERSITY
GRADUATE SCHOOL OF ECONOMICS, OSAKA UNIVERSITY
TOYONAKA, OSAKA, JAPAN