

G 平成 22 年度京都大学経済学部最優秀卒業論文賞受賞論文

わが国ファミリー企業のパフォーマンス
に関する実証研究

Founding-Family Ownership and Firm Performance ;
Empirical Evidence from Japanese Firms

京都大学 経済学部 経営学科

2007年入学

学生番号 0400-19-8325番

氏名 渡邊 誠士

提出年 2010年11月

目次

1. はじめに	p.1
2. ファミリー企業のパフォーマンスの理論的考察	
A エージェンシー理論	p.3
B 先行研究のサーベイ	p.3
3. サンプルとデータ	
A サンプル	p.6
B ファミリー企業の定義	p.6
C コントロール変数	p.9
D 基本統計量	p.10
4. ファミリー企業のパフォーマンス分析	
A 多変量モデル分析	p.14
B 分析結果と考察	p.14
5. 追加分析	p.16
6. 結び	p.18
注	p.20
参考文献	p.22

1. はじめに

近年、コーポレートガバナンスが重視されるなか、「ファミリー（創業者一族）」による所有・経営を選択する事例が散見される一方で、「ファミリー」の所有・経営の解消を選択するという逆の事例も少なからず観察される（「ファミリー企業」の定義については第3節B参照）¹⁾。

市場が未発達である場合や、急速な成長期には、特定の社会集団内での信頼に基づく取引を行えることや機動的な意思決定が行えるという点で、ファミリー企業は優位性を持つと考えられている。しかし、逆に言えば市場が発達し、複雑な経営判断が求められる近代資本主義社会では、経営と所有の分離が行われ、専門経営者が経営を支配することが一般的になる（茶木[2008]p.3）。チャンドラー流に言えば「経営者資本主義」の成立である。

Chandler[1977]によれば、複数単位制企業の出現前には、株式が少数の個人あるいは家族の手中に留保されて、資本家的企業が主流であった。これはその後、企業の創設者である企業家とその親しい友人たち（および家族）が、その株式の大多数を保持し続け、トップマネジメントの意思決定に強大な発言力を保有する家族企業となる。その結果、企業家資本主義あるいは家族資本主義（entrepreneurial or family capitalism）とよばれる体制が形成されるに至った。しかし、家族の支配する企業は、その規模が大きくなり、また時が経つにつれて、俸給経営者によって支配される経営者企業となった。トップ・レベルの意思決定において重要な役割を果たすのに十分な情報や時間、あるいは経験をもつことが、経営者には不可欠の条件とされたからである。すなわち、かかる企業によって支配された経済体制を、チャンドラーは経営者資本主義と呼んでいるのである（Chandler[1977]p.6-11）。

しかしながら、創業者一族による経営権の掌握や、株式の所有までも含めたファミリー企業は今日なお、上場企業に限っても多く見られ、また非上場企業に関してはかなり多くの割合を占めている²⁾。経営者資本主義の時代にあっては非効率といわれるファミリー企業が存在し、市場内で淘汰されていないのはなぜなのであろうか。本稿は、ファミリー企業の収益性に焦点をあて、ファミリー企業存在の意義を考察することを通じてこの疑問に筆者な

りの回答を与えることを目的としている。

本論文では、第2節において先行研究をサーベイし、エージェンシー理論をフレームワークとしてファミリー企業のパフォーマンスを理論的に考察する。第3節ではサンプルデータに関する説明を行うとともに、ファミリー企業と非ファミリー企業の企業特性およびパフォーマンスを平均差の検定を用いて比較する。この中で、両グループにはいくつかの企業特性の点で差があること、さらにファミリー企業は非ファミリー企業よりも収益力が大きいことを示す。第4, 5節では、企業特性をコントロールした上でファミリー企業と非ファミリー企業のパフォーマンスを比較し、なおファミリー企業の収益力には優位性があることを示す。第6節では本研究の結論を述べるとともに、今後の研究上の課題についても言及する。

2. ファミリー企業のパフォーマンスの理論考察

A エージェンシー理論

本研究において分析の理論的フレームワークとなるエージェンシー理論の含意を、本研究と関連する限りにおいて、ごく手短に要約・整理しておきたい。Jensen and Meckling[1976]は、株主(principal)と経営者(agent)の契約をエージェンシー関係(agency relationship)と定義し(Jensen and Meckling[1976]p.308)、agentがprincipalの利益をあたかも最大化するかのように見えてしまうことがエージェンシー問題(agency problem)であるとした(Jensen and Meckling[1976]p.309)。その上でいくつかの仮定³⁾のもとでは、経営者の効用を最大化する行動が企業価値を下げることになり、市場もそれを見越した企業価値評価を行うことを示した。これにより、資源を消費して経営者が契約に従って行動することを「モニタリング⁴⁾」することが必要となる。この費用が「エージェンシーコスト(agency cost)」となる(Jensen and Meckling[1976]pp.308-309)。

B 先行研究のサーベイ

先行研究において、さまざまなファミリー企業のベネフィットとコストが挙げられている。しかしながら、1つの理論的フレームワークの中で一貫した議論がされておらず、様々なベネフィットとコストの羅列となっている。さらに、それらが「経営者による株式の所有」によるものであるか、あるいは「ファミリーによる所有と経営」によるものであるかがあいまいになっているものが多い。そこで、今回は先行研究で挙げられているファミリー企業のベネフィットとコストを整理するところから始めることにする。

まずは「経営者による株式の所有」によってもたらされる企業のベネフィットを挙げる。Demsetz and Lehn[1985]は株式の集中によりエージェンシーコストが軽減され、企業価値を最大化するインセンティブが生ずるとしている(p.1161)。また、Leland and Pyle[1977]では経営者と株主の間に情報の非対称性が存在する状

況では、経営者による大規模な株式保有は経営者が将来の企業の業績に自信を持っているシグナルであるとしている(pp.383-384)。このシグナルによってエージェンシーコストは軽減される。

逆に、「経営者による株式の所有」によってもたらされる企業のコストとして、斉藤[2008]において大規模な創業者一族による経営は必然的にリスク回避的となり、所有の分散、分散投資のメリットが減少し、過少投資となる可能性を指摘している(p.145)。また、Fama and Jensen[1983]は、創業者一族が外部の株主の利益を犠牲にして自らに有利な経営を行い、私的便益の拡大を目指す可能性があることを示している(pp.304-305)。これによりエージェンシーコストは増大することになる。ただし、これらのコストはともに創業者一族の株式所有によるものとされているが、創業者以外であっても株式の大量保有によって起こりうる問題であろうことから、「経営者による株式の所有」によってもたらされる企業のコストとして整理する。

続いて、「ファミリーによる所有と経営」によるベネフィットを挙げることにする。Anderson et al.[2003]において、一族企業では企業と一族の評判が密接に関連しているため、企業の業績を改善するインセンティブが強く働くことを示している(p.267)。これが外部の投資家に伝わっているのであれば、モニタリングのコストは小さくなり、エージェンシーコストは軽減される。

逆に「ファミリーによる所有と経営」によるコストは、斉藤[2008]が示す、ファミリー企業では多くの一族の関係者が働くため、リスク回避的になり、過少投資になってしまう可能性(p.145)がある。これに関しては、Morck et al.[2000]でファミリー企業では研究開発投資が少ないことが示されている(p.344-345)。また、斉藤[2006]では経営者を一族出身者に限ると経営者のプールが小さくなり、経営者が有能である可能性が小さくなること(p.173)も挙げられている。これらによってエージェンシーコストは増大すると考えられる。

以上のように、ファミリー企業には多くのベネフィットとコストが共存する。では実際にパフォーマンスはどうであろうか。McConnaughy et al.[1998]では1980年代の米国企業をサンプルとした、またAnderson and Reeb.[2003]においては1990年代の米国Standard & Poors 500 firmsをサンプルとした研究において、ファ

ミリー企業のパフォーマンスが非ファミリー企業の上回っていることが示されている。さらに、我が国企業をサンプルにしたものとしては斎藤[2006], 斎藤[2008]があり, 1990年代の東証, 大証, 地方市場に上場している企業をサンプルとしてファミリー企業が非ファミリー企業に比べて高いパフォーマンスであることを示している。

斎藤[2006], 斎藤[2008]は我が国が景気低迷期にあった時期の研究である。しかしながら 2000年代に入り, 景気が上向きとなった時期においても同様にパフォーマンスの優位性があるのであろうか。本研究ではすでに述べたファミリー企業のベネフィットとコストを踏まえた上で, どちらの影響が大きいのかということ, ファミリー企業と非ファミリー企業の収益性を比較することにより統計的に分析することとする。この分析によって, 「本来非効率であるといわれているファミリー企業が存在し, 市場内で淘汰されていないのはなぜなのであろうか」という本論文の主たる疑問に対し, 「ファミリー企業が収益性という点での優位性を持っているから」という1つの仮説を検証することとする

3. サンプルとデータ

A サンプル

本研究では、2008年決算期の東証1部、2部上場企業のうち、製造業をサンプルとしている。これは、製造業と非製造業においては収益構造が大きく異なり、今回の収益性の比較においては両グループを一括することは適さないと判断した⁵⁾ことによる。また、Anderson and Reeb[2003]や斎藤[2008]をはじめとする先行研究においても、同様の理由によって金融、公益企業等をサンプルから除外しており、その点からも研究目的に照らし合わせ、製造業にサンプルを限定することは妥当であると考えられる。

また、データ比較の整合性を保つため、2008年決算時において、日本会計基準を採用し、連結財務諸表を作成している企業に限定したところ、サンプル数は1056社(第1表)となり、さらにパフォーマンス比較、および多変量分析をする上で3月決算の企業に限定したところサンプル数は866社となった。これは、単年のサンプル数としては斎藤[2008]の1818社には及ばないものの、Anderson and Reeb[2003]の403社、McConnaughy et al.[1998]の109社⁶⁾、茶木[2008]の743社と比較しても十分な規模のサンプルであると思われる。

B ファミリー企業の定義

本研究における最大の目的はファミリー企業と非ファミリー企業の収益性比較である。しかし、このファミリー企業の定義を一意に定めることは難しい。例えば、チャンドラーによれば、「創業者企業」は創業者が企業を所有し経営するか、あるいは家族や友人などを専門経営者として雇い入れる。また創業者が経営をしていない場合は、経営を委任した専門経営者に対する創業者家族の実質的任免権が行使されている。「家族企業」は創業者の引退もしくは死亡後、創業者の家族が(場合によっては専門経営者と共に)所有し、経営している企業とされた(Chandler[1977]pp.6-11)。

また、倉科[2003]によれば次の3つのいずれかの条件を満たす企業をファミリー企業の定義している。

- ① 事業継承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。

しかしながら、これらの定義では「所有」あるいは「経営（トップ）」という概念としては理解できるが、明確な線引きが難しい。

これらに明確な線引きを与えたものとしては、Demsets & Lehn [1985]があり、そこでは所有を上位5位の株主に創業者一族がいると定義した。また、Anderson and Reeb [2003]では取締役会に創業者一族がいる、かつ株式を5%以上所有している企業をファミリー企業とし、ファミリー企業が非ファミリー企業よりも収益性が大きいことを実証的に示した。

我が国におけるファミリー企業研究の論文においては斎藤 [2006]によってファミリー企業を社長または会長に創業者一族がいる、かつ株式を5%以上所有していると定義された。また、斎藤 [2008]、嶋田 [2009]においては社長または会長に創業者一族がいる、かつ最大株主が創業者一族である企業をファミリー企業と定義した。

これらの先行研究より、本研究では「ファミリー企業」の定義を、

- ① 「経営」：社長、会長、代表権のある相談役に創業者一族がいる。
- ② 「所有」：創業者一族によって、最大株主グループを形成している。

の2点をともに満たす企業とした。①は日本のファミリー企業においては取締役会よりも社長（あるいは社長を退任したのちの会長）が会社の「経営」の意思決定に大きな影響を与えているという調査結果⁷⁾とも整合したものであり、②は先行研究の中でも「所有」を最も厳しく定義したものである。ただし、①のみを満たす企業を「経営限定ファミリー企業」、②のみを満たす企業を「所有限定ファミリー企業」と定義し、次節の研究で用いた。なお、財務データ、大株主の状況、役員状況はデータベースeolより取得し、創業家一族の特定⁸⁾は東洋経済新報社の日本会社史総覧、

日経テレコムを用いて行った。

第1表: Number and Percent of Family and Nonfamily Firms

Industry Description	Total Firms	Family Firms		Ownership Only Firms		Management Only Firms	
		Firms	Percent	Firms	Percent	Firms	Percent
水産・農林業	6	3	50.0%	0	0.0%	1	16.7%
鉱業	5	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
建設業	103	13	12.6%	2	1.9%	5	4.9%
食料品	78	16	20.5%	4	5.1%	6	7.7%
繊維製品	45	6	13.3%	3	6.7%	2	4.4%
パルプ・紙	15	4	26.7%	1	6.7%	0	0.0%
化学	133	19	14.3%	5	3.8%	6	4.5%
医薬品	31	7	22.6%	0	0.0%	7	22.6%
石油・石炭製品	9	0	0.0%	1	11.1%	0	0.0%
ゴム製品	15	4	26.7%	2	13.3%	1	6.7%
ガラス・土石製品	35	3	8.6%	0	0.0%	4	11.4%
鉄鋼	41	2	4.9%	0	0.0%	0	0.0%
非鉄金属	27	4	14.8%	0	0.0%	1	3.7%
金属製品	42	11	26.2%	0	0.0%	2	4.8%
機械	141	27	19.1%	5	3.5%	13	9.2%
電気機器	167	31	18.6%	5	3.0%	13	7.8%
精密機器	30	4	13.3%	2	6.7%	0	0.0%
輸送用機器	76	11	14.5%	0	0.0%	5	6.6%
その他製品	57	16	28.1%	2	3.5%	1	1.8%
Total	1056	181	17.1%	32	3.0%	67	6.3%

第1表は全サンプル企業のうち、ファミリー企業がどの程度含まれているかを示したものである。斎藤[2008]が示したのとほぼ同様に、鉱業、石油・石炭製品ではファミリー企業の割合は小さい。この理由として斎藤[2008]ではこれらの業種では会社規模が大きいことを挙げているが、各社の設立や創業を精査していく中でこれらの業界では国策企業が目立つこともわかり、これも1つの理由として挙げられよう。また、ゴム製品、パルプ・紙、金属製品業界においてはファミリー企業が比較的多く見られる点も斎藤[2008]と同様である。

第2表: List of Variables

Variable	Definition
ROA	(経常利益+営業外費用)/総資産
Industry-adjusted ROA(%)	ROAから各業種の平均値をひいたもの
Famly Firm	創業者一族が最大株主であり, かつ社長または会長が創業者一族が出身である企業
Only Ownership Firm	創業者一族が最大株主であるが, 社長または会長は創業者一族が出身ではない企業
Only Control Firm	創業者一族が最大株主でないが, 社長または会長は創業者一族が出身である企業
Asset	総資産
Leverage	有利子負債÷総資産
R&D Ratio	研究開発費÷売上高
Outsede Directors	社外取締役がいるか否か
Firm Age	設立してからの年数
Affiliated Firm	発行株式の20%以上を掌握されているか否か
Reserve Ratio	利益剰余金÷総資産
Outside Directors Ratio	外部取締役が取締役に占める割合
Board Member	取締役会を構成する人数

C コントロール変数

本研究の目的はファミリー企業と非ファミリー企業のパフォーマンス比較であることは前節にて述べたとおりである。しかし、もう一步踏み込んだ表現をするならば、両企業グループのガバナンスの相違がパフォーマンスに表れているか否かという点を明らかにすることが目的である。この研究目的を達成するにあたり、企業特性をコントロールすることが重要である。ファミリー企業と非ファミリー企業の間企業特性の違いがある場合、パフォーマンスの違いが内部のガバナンス構造の違いからくるものであるのか、その他の特性からくるものであるのかという点を分離して検定しなければ検定力が大きく下がってしまう。そこで、企業特性を表すいくつかのコントロール変数を用いることとする。

まず、会社規模をコントロールする変数として資産合計額の自

然対数, リスクをコントロールする変数として負債比率, 成長性。成長志向をコントロールする変数としての研究開発費比率, 外部からのガバナンスを表す外部取締役ダミー, さらに企業のライフサイクルからの収益力への影響をコントロールするための企業年齢, 株式の集中によるエージェンシーコストの相違や収益構造の相違をコントロールするための関連会社ダミー, 東証分類による産業ダミーを設定した。

D 基本統計量

第3表 PanelA は各変数の記述等計量, PanelB は, ファミリー企業と非ファミリー企業の平均値・中央値に対し, 差の検定を行った結果である。

- ・平均差の検定 (Welch の t 検定)

μ_{fam} : ファミリー企業の変数の平均値

μ_{non} : 非ファミリー企業の変数の平均値

$$H_0 : \mu_{fam} = \mu_{non}$$

$$H_1 : \mu_{fam} \neq \mu_{non}$$

- ・中央値の検定 (Mann-Whitney の U 検定)

m_{fam} : ファミリー企業の変数の中央値

m_{non} : 非ファミリー企業の変数の中央値

$$H_0 : m_{fam} = m_{non}$$

$$H_1 : m_{fam} \neq m_{non}$$

まず, コントロール変数についての考察を行う。規模に関してはファミリー企業の方が小さく, その差は 1% で有意となった。また, 企業年齢はファミリー企業が若く, その結果が 1% で有意となっていることから, ファミリー企業は比較的若く, 小さな企業であるといえる。さらに, 負債比率はファミリー企業が小さく, 1% で有意である。ファミリー企業は負債によらず自己資本によって経営を行うことを選好していることがわかる。これは利益剰余金総資産比率でもファミリー企業が大きな値となっており内部留

保を積み増していることとも整合している。研究開発費売上高比率に関しては優位な差は得られなかった。この点は、Anderson and Reeb[2003]でも同様に有意な差は得られていない。外部のコントロールを表す外部取締役ダミーはファミリー企業の方が有意に小さく、外部のコントロールを受けにくいあるいは嫌うことが推測される。また、外部取締役比率に関しても、同様にファミリー企業の方が有意に小さくなり、さらに取締役の人数についてもファミリー企業の方が有意に小さくなっている。これより、ファミリー企業では外部コントロールを排除し、さらに取締役の人数を抑えることによってファミリー出身の社長・会長のコントロールを強めているのではないかと推測される。

続いて、パフォーマンスの比較だが、ROA、および産業調整済みROAを代理変数として用いた場合、パフォーマンスはともにファミリー企業の方が非ファミリー企業よりも、平均値、中央値ともに有意に優れているということが支持された。しかしながら、このパフォーマンスの差は既に述べた規模やリスク等の企業特性の差から影響を受けたものである可能性が大きい。よって、両グループのパフォーマンスをより検定力の高い方法で検定するためにはこれらをコントロールする必要がある。

次節においてはこの点をコントロールした多変量解析を行うことにより、より緻密なパフォーマンス比較をしていくこととする。

第3表: Descriptive Data for Family and Nonfamily Firms($n=866$ firms)

Panel A: Summary Statistics for the Full Sample		Mean	Median	Standard Deviation	Max.	Min.
dummy	Family Firm	0.144	0.000	0.352	1.000	0.000
c_1	LN(total assets)	11.454	11.277	1.322	16.295	7.978
c_2	Leverage	0.165	0.146	0.139	0.663	0.000
c_3	R&D Ratio	0.025	0.015	0.031	0.307	0.000
c_4(dummy)	Outside Directors	0.421	0.000	0.494	1.000	0.000
c_5	LN(Firm Age)	4.097	4.127	0.476	4.787	1.099
c_6(dummy)	Affiliated Firm	0.258	0.000	0.438	1.000	0.000
	Reserve Ratio	0.278	0.258	0.213	0.890	-1.174
	Outside Directors Ratio	0.082	0.000	0.120	0.714	0.000
	Board Member	8.935	8.000	3.535	28.000	0.000
	ROA(%)	5.717	5.083	4.731	28.611	17.171
	Industry-adjusted ROA(%)	0.000	0.387	4.502	20.024	24.355

第3表--continued

		Panel B: Difference of Means, Median Tests					
		family firm		nonfamily firm		Welch	Mann-Whitney
		mean	median	mean	median	t-statistic	U-statistic
number of firm		741		125			
c_1	LN(total assets)	10.803	10.741	11.564	11.421	7.546***	6.226***
c_2	Levarege	0.134	0.099	0.171	0.153	2.716***	3.273***
c_3	R&D Ratio	0.025	0.014	0.024	0.015	0.234	0.406
c_4(dummy)	Outside Directors	0.272	0.000	0.447	0.000	3.976***	3.127***
c_5	LN(Firm Age)	3.902	4.043	4.130	4.159	5.119***	7.954***
c_6(dummy)	Affiliated Firm	0.128	0.000	0.279	0.000	4.421***	2.709***
	Reserve Ratio	0.393	0.394	0.259	0.243	6.496***	6.076***
	Outside Directors Ratio	0.052	0.000	0.087	0.000	3.282***	3.289***
	Board Member	8.008	7.000	9.092	8.000	3.386***	3.602***
	ROA(%)	6.379	5.834	5.606	4.922	1.803*	1.925*
	Industry-adjusted ROA(%)	0.756	0.237	-0.128	-0.515	2.252**	2.105**

Panel C: Correlation Date								
	Family Firm	Adjusted ROA	LN(Total assets)	Levarege	R&D ratio	Outside Directors	LN(Firm Age)	Affiliated Firm
Family firm	1.000							
ROA	0.069	1.000						
LN(Assets)	-0.202	0.163	1.000					
Levarege	-0.092	-0.325	0.086	1.000				
R&D Ratio	0.008	0.052	0.141	-0.180	1.000			
Outside	-0.124	0.052	0.120	0.035	0.090	1.000		
LN(Firm Age)	-0.168	-0.088	0.023	0.079	-0.069	0.026	1.000	
Affiliated	-0.122	0.040	-0.073	-0.075	-0.057	0.043	-0.031	1.000

4. ファミリー企業のパフォーマンス分析

A 多変量分析モデル

以下のような重回帰モデルで多変量分析を行う。

$$\text{Firm Performance} = f(x, c1, c2, \dots, c6, \text{industry-dummy})$$

FirmPerformance : ROA

x : ファミリー企業ダミー

c1 : 資産の自然対数

c2 : 有利子負債比率

c3 : 研究開発費売上高比率

c4 : 外部取締役ダミー

c5 : 企業年齢の自然対数

c6 : 関連会社ダミー

Industry-dummy : 東証分類による産業ダミー変数

B 分析結果と考察

第4表の(1)が重回帰モデルの検定結果である。コントロール変数のうち、規模はROAに対して正に1%有意、有利子負債比率と企業年齢は負にそれぞれ1%、10%水準で有意な結果となっている。また、外部取締役のダミー変数は10%の有意水準にはやや満たないもののともに正の値となっている。これらはAnderson and Reeb[2003]や斉藤[2008]と整合した結果となっている。また、斉藤[2008]では負に優位な結果が得られた関連会社ダミー、Anderson and Reeb[2003]では正に有意な結果が得られた研究開発費売上高比率は共に有意な結果が得られなかった。総合すると本研究においては規模が大きく、若い企業でレバレッジを効かせた財務戦略をとっている企業が収益性の高い企業であるということが示された。

第4表: OLS Regressions ROA and Family Firms

	Dependent variables:ROA(%)	
	(1)	(2)
Intercept	1.473 (0.739)	1.359 (0.679)
Famly Firm	0.976** (2.276)	0.996** (2.296)
Only Ownership		0.647 (0.659)
Only Management		-0.043 (-0.074)
LN(Asset)	0.750*** (6.420)	0.754*** (6.440)
Leverage	-12.199*** (-11.120)	-12.148*** (-10.932)
R&D Ratio	-3.196 (-0.453)	-3.211 (-0.455)
Outside Directors	0.419 (1.413)	0.410 (1.377)
LN(Firm Age)	-0.597* (-1.930)	-0.584* (-1.884)
Affiliated Firm	0.498 (1.457)	0.500 (1.455)
Industry Dummy	yes	yes
Adjusted R ²	0.230	0.229

これらをコントロールした上で、ファミリー企業と非ファミリー企業の収益性を比較したところ、ファミリー企業の収益性の方が高いといえるという結果が有意に得られた。これによって、ファミリー企業の収益性の高さが、第2章よりも高い検定力を持って示されたといえる。

5. 追加分析

前節において、「所有」と「経営」の両方を満たすファミリー企業がその他の企業よりも高い収益性をもつことという事は示された。しかし、それが創業者一族による「所有」と「経営」の一致ゆえのものであるのか、あるいは「所有」のみを創業者一族が行っている企業（「所有限定ファミリー企業」）、または「経営」のみを創業者一族が行っている企業（「経営限定ファミリー企業」）にも見られる特徴であるのだろうか。そこで、前節の重回帰分析において、さらに創業者一族が「所有」のみを行っている企業を表すダミー変数(Only Ownership)と「経営」のみを行っている企業を表すダミー変数(Only Management)を加えた分析を行った。

以下のモデル式で分析を行う。

$$Firm\ Performance = f(x1, x2, x3, c1, c2, \dots, c6, industry - dummy)$$

FirmPerformance : ROA

x1 : ファミリー企業ダミー

x2 : 所有限定ファミリー企業ダミー

x3 : 経営限定ファミリー企業ダミー

c1 : 資産の自然対数

c2 : 有利子負債比率

c3 : 研究開発費売上高比率

c4 : 外部取締役ダミー

c5 : 企業年齢の自然対数

c6 : 関連会社ダミー

Industry - dummy : 東証分類による産業ダミー変数

結果は第4表の(2)である。コントロール変数およびファミリー企業ダミー(*x1* : Family Firm)は前節の重回帰分析と同様の結果が得られた。つまり、所有と経営を一致させている企業のパフォーマンス有意は示されている。し

かし追加した所有限定ファミリー企業ダミー (Only Ownership), 経営限定ファミリー企業ダミー (Only Management) の2つの説明変数は有意な結果が得られなかったつまり、「ファミリー」⁹⁾が、「所有と経営を一致させるガバナンス」によって経営していることが優位性を生み出していると考えられる。

これについて、近年、資本、製品市場のグローバル化が進み、競争が激化する中、迅速な意思決定が求められているなか、リスクをとまなう戦略をとることが勝ち残るための必要条件となっている。こういった状況のもと、意思決定に関わる人員が多くなることによって判断の迅速性を失うという意味での組織維持コスト（広義のトランザクションコスト）が必要となってしまうという点が理由としてあげられよう。また、一般に市場はリスクを嫌うとされており、ハイリスクをとまなう戦略を取る上で株式が分散していることはその足かせにもなりかねない。ハイリスクな戦略が取りやすいこと自体がファミリー企業の有意性となっているとも考えられる。

6. 結び

以上によって「ファミリーによる所有と経営」を選択する企業の現状を明らかにし、ファミリー企業の特徴がパフォーマンスに及ぼす影響を分析するという本稿の目的はおおむね達成されたものと考えられる。

本研究によって、東証上場企業、製造業において約 17%の企業が「ファミリーによる所有と経営」を行っているという結果が得られた。また、ファミリー企業と非ファミリー企業の間には規模や資本構成、企業年齢、外部取締役の有無、関連会社であるか否かで優位な差が得られた。さらにこれら多くの企業特性の相違点をコントロールした上でも、ファミリー企業の方に収益力の優位性があるということが統計的に支持された¹⁰⁾。これは第 2 章で示したファミリー企業のベネフィットがコストを上回っていることを表している。つまり、経営者資本主義の時代にあっては非効率といわれるファミリー企業が市場で淘汰されない理由として、収益性の高さという回答を得ることができた。

しかしながら、本研究を通していくつかの問題点も出てきたことも事実である。第一に、今回は製造業に限定した研究であったが、非製造業まで広げることが必要であろう。ただし、この場合、非製造業における企業特性を表すコントロール変数を適宜加えていく必要があるであろう。

また第二に、本研究ではファミリー企業の収益性の源泉については緻密な研究が行えていない。つまり本研究で支持されたファミリー企業の収益性の高さが、第 2 章で上げたベネフィットとコストのどの要素によってもたらされたのか、あるいはまた別の要素が考えられるのかという点については言及できない。ファミリー企業が高い収益率を得る源泉が何であるかを特定するためには更なる研究が必要であろう。

例えば、世襲によって経営者のプールが小さくなり、経営者が有能である可能性が小さくなるという点は、ファミリー企業の経営者が何代目であるかを分類した上での分析が必要となる。また、日本では経営者市場がアメリカほど流動的ではないといわれている。この点からも経営者の子孫が、帝王学を学ぶことによってより優秀な経営者になるという仮説も同時に検討する必

要がある。

以上の諸点が今後の研究の課題として残されていることを指摘し，本研究の結びとしたい。

注

- 1) 「ファミリー」選択の事例として 2009 年 6 月トヨタ自動車は豊田章男氏が代表取締役社長に就任した事例が挙げられる。また、「ファミリー」からの脱却の例としては 2007 年 1 月、不二家の創業家出身の藤井林太郎社長が、前年に行われた不祥事の責任をとる形で辞任し、経営権が創業者の手から離れた。事例が挙げられる。
- 2) みずほ総研の調査によると、みずほ総研会員企業のうち、従業員 30 人超、帝国データバンクの評点が 50 点以上など一定条件を満たす非上場企業を対象として 2007 年 10 月にアンケートを行った。その中で、創業怪我代表権を持ち、議決権の 50% 超を保有する企業が 55.7% にのぼり、さらに創業家が代表権を持つと言う条件に限れば 70% を超えることが報告されている（野田 [2009], p.55)。また、税法上の同族企業はわが国の法人企業のうち 95% を占めるといわれている（倉科 [2003], p.15)。
- 3) 税金がゼロであることや信用取引ができないこと、外部株主には議決権が無いことなど 8 つの Permanent assumptions と 4 つの Temporary assumption が設定されている (Jensen and Meckling, 1976, p.314) が、これらの条件は緩めることができると思われる。
- 4) この場合のモニタリングとは外部株主が経営者が契約を守るために資源を消費する純粋な意味でのモニタリングと、経営者が契約を遵守していることを、資源を消費して証明するボンディングの両方を含んでいる。
- 5) 実際、東証 1 部 2 部上場の建設業と小売業をサンプルとして本研究と同様の分析を行ったところ、安定した結果が得られなかった。
- 6) McConnaughy et al. [1998] は 1 社のファミリー企業に対して特性が同じであるコントロール企業を対応させる方法を取っているため、他の研究に比べサンプル数が少なくなっている。
- 7) 2) と同じみずほ総研のアンケート調査により、オーナー企業意思決定を行う合議帯の運営実態についての調査がある。それによれば、定期的に合議は開かず、経営者の意思決定が多いという企業が 14.9%、合議では経営者が議論を引っ張った上で意思決定を行う企業が 19.5%、合議では議論を重視するが最後は経営者が意思決定を行う企業が 53.2% となっており、議論を重

視方向性が見えるまで意思決定しないという企業は 11.4%にすぎない（野田 [2009], p.61）。

- 8) 創業者が複数いる場合には日本会社史総覧に記載されている主だった創業者数名を創業者とした。
- 9) 最大株主の株式所有割合をコントロール変数に加えた回帰を行ったが、株式所有割合は有意な結果が得られなかった。よって、ファミリーが最大株主であることもパフォーマンスの優位性に重要な要素であると考えた。
- 10) 株式の 5%所有を「所有」の定義とした場合も、多少説明力が落ちるものの全体の結果としては同様の結果を得た。

参考文献

- Chandler,A,D., *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Harvard University Press, 1977, 鳥羽欽一郎,小林袈裟治訳,『経営者の時代-アメリカ産業における近代企業の成立』, 東洋経済新報社, 1979年。
- Anderson,R,C., and D.M.Reeb, “Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500,” *The Journal of Finance*, Vol.58, 2003, pp.1301-1327.
- Anderson,R,C., S.A.Mnsi., and D.M.Reeb, “Founding-Family Ownership and the Agency Costs of Debt,” *The Journal of Financial Economics*, Vol.68, 2003, pp.263-285.
- Demsetz,H., and K.Lehn, “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences,” *Journal of Political Economy*, Vol.93, 1985, pp.1155-1177.
- Fama,E., and M.Jensen., “Separation of Ownership and Control,” *Journal of Law and Economics*, Vol.26, 1983, pp.301-325.
- Jensen,M.C., and W.H.Meckling, “Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, Vol.3, October 1976, pp.305-360.
- Leland,H., and D.Pyle , “Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation,” *The Journal of Finance*, Vol.32, 1977, pp.371-387.
- McConnaughy,D., M.Walker, G.Henderson, and M.Chandra, “Founding Family Controlled Firms: Efficiency and Value,” *Review of Financial Economics*, Vol.7, 1998, pp.1-19.
- Morck,R., D.Strangeland, and B.Yeung, “Inherited Wealth, Corporate Control, and Economics Growth,” in R,K ,Morck, ed. *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press, 2000, pp.319-371.
- Saito.T., “Family Firms and Performance: Evidence from Japan,” *WIAS Discussion Paper*, No.2007-005, 2007.
- 青木昌彦,『比較制度分析に向けて』, NTT 出版, 2001年, 第11章。
- 倉科敏材,『ファミリー企業の経営学』, 東洋経済新報社, 2003年。
- 斉藤卓爾,「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『知的財産法制研究Ⅱ』, 2006年, 171-185ページ。
- 斉藤卓爾,「日本のファミリー企業」, 宮島英昭編,『企業統治のフロンティア』, 日本評論社, 2008年, 142-164ページ。
- 嶋田美奈,「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』, Vol.68,

2009年，15-27 ページ。

茶木正安，「わが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
の実証研究」，日本経営品質学会誌オンライン，Vol.3 No.1，2008年，2-16 ページ。

野田彰彦，「オーナー企業の継続的発展の鍵を握る要素は何か～みずほ総研アンケート調
査を利用した実証研究～」，『みずほ総研論集』，2009年1号，2009年，49-84 ページ。