

令和 2 年 5 月 27 日現在

機関番号：14501
 研究種目：基盤研究(B) (一般)
 研究期間：2017～2019
 課題番号：17H02560
 研究課題名(和文) 家族企業のエグジット戦略及び事業戦略と長期パフォーマンスの関連性に関する実証研究

 研究課題名(英文) An Empirical Study on the Relationship between Exit Strategy, Business Strategy and Long-term Performance of Family Firms

 研究代表者
 忽那 憲治 (Kutsuna, Kenji)

 神戸大学・科学技術イノベーション研究科・教授

 研究者番号：00275273
 交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 12,900,000円

研究成果の概要(和文)：全上場企業を経営者としての関わり方と株主としての関わり方の2つの視点からファミリービジネスと非ファミリービジネスに分類し、長期にわたるパネルデータを構築して研究論文の作成に取り組んだ。ファミリービジネスは長期的な視点から経営に取り組むと言われているが、その実証的な裏付けをした研究はないことから、1997年の金融危機と2008年のリーマンショックという2つの経済危機に対して、ファミリービジネスと非ファミリービジネスがヒト・モノ・カネの視点からどのような行動をとったかを実証的に考察した。

研究成果の学術的意義や社会的意義

家族企業は「長期的視点からの経営」を行っているとはしばしば言われるが、家族企業のヒト・モノ・カネに関する戦略的な行動について、その実態を実証的に明らかにした研究は世界的に見てもほとんどない。本研究ではアジア金融危機やリーマンショックなどの様々な経済的ショック(経済危機)のイベントを利用し、自然実験(Natural Experiment)方法を取り入れることで、この研究課題に取り組んだ。家族企業に対する政策的な支援のあり方を考えるうえでも多くの示唆を提供した。

研究成果の概要(英文)：We classified all listed companies into the family business and non-family business from two perspectives: one as a manager and the other as a shareholder, and constructed long-term panel data to produce a research paper. Family businesses are said to engage in management from a long-term perspective. However, there is no empirical evidence so far to support them. Therefore, we empirically examined how family business and non-family business acted from the viewpoint of people, things, and money, regarding two economic crises, the 1997 financial crisis and the 2008 Lehman shock.

研究分野：アントレプレナーシップ、アントレプレナーファイナンス、ファミリービジネス、イノベーション

キーワード：家族企業 ファミリービジネス エグジット戦略 長期パフォーマンス コーポレートガバナンス ファミリーガバナンス

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属されます。

1. 研究開始当初の背景

Anderson and Reeb (2003: *Journal of Finance*)の先駆的研究以降、世界各国を対象とした多くの先行研究は、家族企業(ファミリービジネス)が非家族企業と比較して平均的に高い業績及び株価パフォーマンスを上げていることを指摘してきた。しかし、ほとんど研究は、所有(株式の保有比率)と経営(取締役会の構成)の2つの側面から家族企業を定義し、家族企業と非家族企業のパフォーマンスを比較するか、家族企業を所有と経営の2つの基準で詳細に分類し、家族企業と非家族企業とのパフォーマンスを比較するかにとどまっている。言い換えると、家族企業と非家族企業の戦略上の違いは何か、その戦略の違いが企業の長期パフォーマンスと関連性を持っているのかという側面にまで切り込んだ研究はほとんどない。

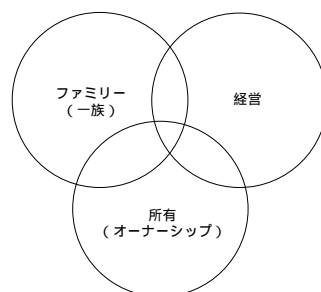
また、わが国の新規公開(IPO)企業全体から見ても家族企業はかなり高い比率を占めるが、IPOにおいてファミリー族はどのようなエグジット戦略をとっているのか(家族企業と非家族企業ではIPOの目的が異なるのか)、コーポレートガバナンス(企業統治)やファミリーガバナンス(家族統治)の仕組みとエグジット戦略にはどのような関連性があるのかなど、重要な研究課題がほとんど明らかにされていない。一方、上場企業の中には、ファミリー族が株式を買い取り、非公開化する動きが一部に見られる。こうした非公開化を実施した企業の目的や、コーポレートガバナンス及びファミリーガバナンスとの関連性、非公開化後の企業の事業戦略やパフォーマンスへの影響についてはまったく研究の対象とされていない。最後に、事業戦略に関しても、家族企業は長期的視点で経営にあたるといった指摘が神話的にされるが、実証的に家族企業の長期的経営を明らかにすることに取り組んだ研究はない。

研究代表者の忽那は、これまでアントレプレナー・ファイナンス研究の視点から、家族企業の中で大きな部分を占めるベンチャー企業及び中小・中堅企業のエグジット戦略や事業戦略の特徴、パフォーマンスについて実証研究を進め、*Journal of Finance*、*Journal of Financial Economics*、*Review of Financial Studies*などのファイナンスの世界的ジャーナルに論文を発表してきた。研究分担者の沈は、これまで家族企業研究の視点から実証研究を進め、*Journal of Financial Economics*や*Strategic Management Journal*などのファイナンスおよび経営戦略の世界的ジャーナルに論文を発表してきた。研究分担者の山本は、2016年4月以降は神戸大学の専任教員として赴任しているが、同年3月までは長年にわたってアントレプレナー・ファイナンス及び家族企業の経営の実践という視点から、企業経営者の事業承継問題を踏まえた資本戦略や事業戦略の構築にベンチャーキャピタリスト、家族企業のファイナンシャル・アドバイザーとして実務の最前線で深く関わってきた。これら3名での共同研究プロジェクトを企画するにあたって、アントレプレナー・ファイナンスの研究者、家族企業の研究者、両領域の実務経験者の3名の知見を融合することによって、極めて意味のある国際的研究を可能とするとともに、実践的・政策的視点からの示唆も提供することができる。

2. 研究の目的

家族企業のメリットとデメリットが現れる背景には、図に示すような Tagiuri and Davis (1992: *Family Business Review*)がスリー・サークル・モデル(3つの輪のモデル)として提示した家族企業独特の特徴がある。コーポレートガバナンスとファミリーガバナンスの両立がうまくいけばメリットの側面が現れ、うまくいかなければデメリットの側面が現れる。所有(株式の保有比率)と経営(取締役会の構成)の2つの側面からファミリービジネスの統治のあり方(コーポレートガバナンス)を見るだけでは不十分である。そこにファミリー族というもう1つのサークル(輪)が加わることにより、ファミリーガバナンスの有効性によって、家族企業の経営は安定的にも不安定のどちらにもなり得る可能性がある。また、家族企業の中には株式公開を目指す企業がある一方で、逆に公開企業から非公開化を目指す企業があるように、コーポレートガバナンスやファミリーガバナンスの仕組みはエグジット戦略や成長戦略にも大きな影響を与えることになる。

コーポレートガバナンスとファミリーガバナンスの両立



(出所) Tagiuri, R. and Davis, J.A. (1992), On the goals of successful family companies. *Family Business Review* 5(1): 43-62.

本研究の目的は、家族企業の戦略行動と長期パフォーマンスの関係性を明らかにすることである。近年、世界的に見ても家族企業が上場企業を代表する組織形態であること、また平均的に家族企業の業績及び株価パフォーマンスが高いことが明らかになってきているが、なぜパフォ

ーマンスが高いかは明らかにされていない部分が多い。本研究では、このような問題意識に基づき、家族企業の戦略行動と長期パフォーマンスの関連性について、エグジティブ戦略と事業戦略の両面から考察する。また、IPO を通じた株式公開と、逆にファミリー族の持分買い取りによる非公開化という両面から家族企業の戦略行動を考察することで、家族企業がとりうる戦略を多面的に考察し、その理解を深めることも目的である。

3. 研究の方法

日本の全上場企業に関するデータを沈が 1960 年代初頭から 2016 年まで拡張し、忍那が構築してきた IPO を中心としたデータベースと統合する作業を行った。企業の財務データ及び大株主データは日本政策投資銀行の企業財務データベースから構築した。各企業の役員データは、東洋経済新報社の役員データベースを元にして作成した。各企業の家族関係のデータは、発行目論見書や有価証券報告書などの様々なデータソースを活用して構築した。

これらのデータを統合した包括的なデータセットを用いて、全上場企業を経営者としての関わり方と株主としての関わり方の 2 つの視点から家族企業と非家族企業に分類し、長期にわたるパネルデータを構築して研究論文の作成に取り組んだ。家族企業は長期的な視点から経営に取り組むと言われているが、その実証的な裏付けをした研究はないことから、1997 年の金融危機と 2008 年のリーマンショックという 2 つの経済危機（外生的ショック）に対して、家族企業と非家族企業がヒト・モノ・カネに関する戦略の視点からどのような行動をとったかを実証的に考察した。

また、ヨーロッパには長期持続的な成長を遂げてきた優良家族企業が多く、独特のコーポレートガバナンスとファミリーガバナンスの仕組みを構築していると言われる。優良家族企業として様々な賞を受賞しているイギリスのペントランド社のアンディ・ルービン CEO へのインタビュー調査を実施し、超優良家族企業のコーポレートガバナンスとファミリーガバナンスのあり方について考察した。同社はロンドン証券取引所への株式公開を実施した後に、株式非公開化を実施した特徴を持つことから、株式公開や非公開化がコーポレートガバナンスとファミリーガバナンスに与える影響についても考察を行った。

日本の家族企業についても、創業から 3 代目以降にあたるアトツギ経営者の 7 社へのインタビューを実施し、コーポレートガバナンスとファミリーガバナンスの視点から、持続的成長を成し遂げるためにどのような取り組みを実施しているかを分析した。

4. 研究成果

日本の全上場企業を経営者としての関わり方と株主としての関わり方の 2 つの視点から家族企業と非家族企業に分類し、長期にわたるパネルデータを構築して研究論文の作成に取り組んだ。1997 年のアジア金融危機と 2008 年のリーマンショックという 2 つの経済危機に対して、家族企業と非家族企業がヒト・モノ・カネの視点からどのような戦略的な行動をとったかを実証的に考察した。主な分析結果は、以下の通りである。家族企業は非家族企業と比較して、外的な経済ショックに対して、物的投資は減らす一方、雇用は維持している。また、家族企業は現金保有が高い中で、長期負債は維持するが、短期負債は増やす傾向にある。しかし、家族企業をファミリー族が経営者を務める家族企業と、専門経営者が経営者を務める家族企業の 2 つのタイプに分けて分析すると、専門経営者の家族企業においてはこうした傾向は見られない。また、1997 年と 2008 年の 2 つの経済危機が家族企業の経営に与えた影響の比較では、上記の傾向が 2008 年のリーマンショックに対しては弱くなっていることも明らかになった。

イギリスのペントランド社のアンディ・ルービン CEO へのインタビュー調査を実施し、その研究成果は、忍那憲治、山本一彦、桑山斉「英国ペントランド社～超優良ファミリービジネスの企業統治と家族統治～」『ビジネスインサイト』27(2)、2019 年 7 月、pp.53-71.として発表した。ペントランド社のファミリーメンバー、コーポレートガバナンスとファミリーガバナンス、ことにファミリーガバナンスの重要性が強調されている。アンディ・ルービン氏は、ペントランド社の組織戦略、ブランド戦略、M&A 戦略、さらには次世代への経営のバトンタッチについても明らかにしている。変化し続けること、非公開の家族企業であることの重要性が述べられている。ペントランド社の歴史は 86 年であり、100 年に達していないが、ペントランド社の成長過程及び経営戦略には、家族企業が持続的に成功するための普遍的な要諦が数多く含まれている。

日本の家族企業に関する分析についても、忍那憲治『アトツギよ！ベンチャー型事業承継でカベを突き破れ！』中央経済社、2019 年 1 月としてとりまとめた。近畿経済産業局では、「関西起業家・ベンチャーエコシステム構築プロジェクト事業（通称 NEXT INNOVATION）」を推進している。忍那はそのプロジェクト・リーダーを務めているが、本プロジェクトで育成するターゲットの 1 つに設定しているのが家族企業の「ベンチャー型事業承継」である。このプロジェクトでは、ベンチャー型事業承継とは、「先代から受け継いだ有形・無形の経営資源を活用し、永続的な経営を実現するために新たな領域に果敢に挑戦し、社会に新たな価値を生み出す若手後継者」と定義している。2017 年 5 月から 7 月にかけて、創業から 3 代目以降にあたる家族企業 7 社の経営者へのインタビューを行い、家族企業のアトツギ経営者は、ベンチャー型事業承継と呼ぶにふさわしい取り組みを実践していることを、ヒト・モノ・カネに関する戦略について多様な視点から明らかにした。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計4件（うち査読付論文 0件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 0件）

1. 著者名 忽那 憲治, 山本 一彦, 桑山 斉	4. 巻 27(2)
2. 論文標題 英国ペントランド社～超優良ファミリービジネスの企業統治と家族統治～	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 ビジネスインサイト	6. 最初と最後の頁 53～71
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 忽那 憲治	4. 巻 2019年9月号
2. 論文標題 SDGs実現による地方創生～スタートアップやファミリービジネスのためのビジネスプランニング～	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 商工金融	6. 最初と最後の頁 5～20
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 忽那憲治	4. 巻 123
2. 論文標題 事業創造のビジネスプランニングに不可欠なヒト・モノ・カネの融合	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 日本政策金融公庫『調査月報』	6. 最初と最後の頁 4～15
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 忽那 憲治	4. 巻 2018年9月号
2. 論文標題 地方創生とファミリービジネスのベンチャー型事業承継	5. 発行年 2018年
3. 雑誌名 OMNI-MANAGEMENT	6. 最初と最後の頁 1～7
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

〔学会発表〕 計3件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 3件）

1. 発表者名 Jungwook Shim
2. 発表標題 Why Japan is the largest long-established company country in the world: Family firm perspective
3. 学会等名 Expert Workshop on Free and Open Indo-Pacific (国際学会)
4. 発表年 2019年

1. 発表者名 Jungwook Shim
2. 発表標題 Strategy difference between family and non-family firms: Evidence from economic shock
3. 学会等名 Global Conference on the Family Business & its Continuity (国際学会)
4. 発表年 2018年

1. 発表者名 Jungwook Shim
2. 発表標題 Why do family firms achieve superior performance?: Evidence from two economic shock
3. 学会等名 Asia Council for Small Business 2018 (国際学会)
4. 発表年 2018年

〔図書〕 計1件

1. 著者名 忽那 憲治	4. 発行年 2019年
2. 出版社 中央経済社	5. 総ページ数 200
3. 書名 アツギよ！ベンチャー型事業承継でカベを突き破れ！	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
研究 分担者	山本 一彦 (Yamamoto Kazuhiko) (00789448)	神戸大学・科学技術イノベーション研究科・教授 (14501)	
研究 分担者	沈 政郁 (Shim Jungwook) (70706499)	京都産業大学・経済学部・教授 (34304)	