

平成 30 年 5 月 21 日現在

機関番号：34304

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2015～2017

課題番号：15K03563

研究課題名(和文) 家族企業の動学的発展過程：日本の長期データを用いた実証分析

研究課題名(英文) The Dynamics of Family Controlled Firms: Empirical Analysis using Long-term Japanese Data

研究代表者

沈 政郁 (SHIM, Jungwook)

京都産業大学・経済学部・准教授

研究者番号：70706499

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,400,000円

研究成果の概要(和文)： 家族持株比率(所有)に影響を与える要因は何か？家族経営(経営)に影響を与える要因は何か？家族という軸はこの2つの側面にどのような影響を与えるのか？企業の成長とともに生じる金融的制約と組織的制約はこの2つの側面にどのような影響を与えるのか？などを明らかにするために、1949年から2000年までに上場した企業を用いて1960年から2004年までの期間で分析を行った。家族資産(Family Assets)が強いほど家族持株比率が維持されることと家族企業が退出しないことが確認できた。

研究成果の概要(英文)： It is widely thought that family control loosens as firms grow larger over time. Our analysis, based on a comprehensive sample of exchange listed family firms in post-war Japan, challenges this conventional view. We document that it is common that families keep control over board and management even when their ownership stake is largely diluted. In the second, family and financial constraints jointly determine the dynamic pattern of ownership dilution and family control. The family's intangible assets such as reputation and competent family human resources correlate with family longevity.

研究分野：Family Firms, Family Business

キーワード：Family Firms Family Business Ownership Structure Board Interlocks

1. 研究開始当初の背景

ここ数年間の間に日本でも「家族企業」「家族経営」「ファミリービジネス」等の言葉がマスメディアでよく取り上げられている。2005年から家族企業の研究を始めた筆者(当時博士課程)としてはうれしさとともに、やっと日本でも関心が高まってきたかという、少し物足りなさを感じる。なぜならば、世界の有名なビジネススクールの多くでは家族企業を研究する専門研究所を作っていて、大きなエネルギーを注いでいるからである。

学術的な文献を検索できる Google Scholar で、完全一致のマッチングを使用して"family firms"と入力してどれぐらいの研究が該当するのかを探してみよう。本稿を執筆している時点での結果は約 22,300 件(英語と日本語の文献だけ)が該当する。次に 2000 年以後に絞って同じ検索をおこなってみよう。すると 20,000 件が該当。この結果から分かることは、家族企業に関する研究の多くは(20000/223000 = 約 90%)になり、2000 年以後に集中しているということがわかる。つまり、2000 年を境にして学術の世界では何かが生じたことにより、家族企業の研究に関心が高まったことが示唆される。

1999 年にファイナンスの分野のトップジャーナルである"Journal of Finance" に一本の論文が掲載された。そのタイトルは"Corporate Ownership around the World"であり、タイトルが意味するように世界中の企業の所有形態を明らかにした論文である。内容はとても単純なものだが、この論文がファイナンスの分野のトップジャーナルに掲載された理由はその結果が当時としてはとても斬新でインパクトの強いものであったからである。

この論文では世界の 27 カ国を対象にして各国で規模が大きい企業を 20 社、そして中間規模の企業 10 社を選び出し、企業を誰が所有しているのかを考察している。学術の世界での基本的な考え方は 1932 年に Berle and Means が"The separation of ownership and control" という概念を提示して以来(日本語では所有と経営の分離)、企業が大きくなるといずれは所有と経営は分離され、経営はプロの専門経営者が行うようになることを当然のように受け入れてきた。この論文はこの考え方が本当に正しいのかを実際のデータで検証しようと試みたのである。

得られた結果は米国と英国を除くと多くの国で所有と経営は分離されておらず、家族が政府が所有している企業が多いということであった。つまり、学術の世界ではアメリカを標準として考えて研究を進め、所有と経営の分離を当たり前のように受け入れてきたが、実際はアメリカの方が例外であり、世界的にみると所有と経営が分離されていない家族企業が支配的な企業形態であるということである。この論文の結果を受けて 2000

年以後、世界的に家族企業の研究は花を咲かせるようになるのである。

この流れの中で、しばらく家族企業と非家族企業の業績の差異を考察する研究が続き、平均的にみると家族企業の方が業績が高いことが判明するにつれて、研究の関心は徐々になぜそのような結果になるのかを解明する方向に向かうようになった。ここでその全てを語ることはできないが、家族企業にも多様性があり、業績の差異が生まれる理由にも多様な要因が存在することが徐々に明らかにされつつあるとまとめることができる。家族企業の研究は勢いよく走りだした段階であり、さらに多くの研究の蓄積が求められると捉えることができるのである。

2. 研究の目的

研究開始当初の背景でも述べたように、Berle and Means (1932) が所有と経営の分離を論じてから、この概念は一つの事実として長い間受け入れられてきた。しかし、La Porta et al. (1999) の研究は、世界的にみると、米国と英国を除けば家族企業が支配的な企業形態であることを明らかにし、所有と経営の分離という伝統的な概念の汎用性に疑問を投げかけた。それ以後、家族企業の研究は大きな注目を集めるにいたり、経済学とファイナンスを中心に家族企業の研究がおこなわれはじめ、2010 年からは経営学の分野でも家族企業研究の裾が拡がりを見せている。日本でもやっと最近になって、家族企業を新しく考察する動きが生まれつつある。直近では、組織科学の最新号(第 48 巻 1 号)で「所有と支配論を超えて」というタイトルで特集号が組まれている。

La Porta et al. (1999) 以後、最初の関心は家族企業と非家族企業の業績の比較であった。これに関する一連の研究がなされ、得られた結果は一致していないけど、概ね家族企業の業績のほうが平均的に高いという研究の方が主流になっている。(Anderson and Reeb, 2003; Villalonga and Amit, 2006)。このトピックと関連して、筆者は日本の婿養子伝統に注目し、婿養子という社会的慣習は家族企業が陥りやすい問題である血縁主義を解決できる優れたシステムであることを、実際の日本の上場企業のデータで証明し、Journal of Financial Economics に掲載することができた(Mehrotra et al., 2013)。

業績比較とともに盛んに行われた研究は家族企業と非家族企業の企業行動の比較である。どのような戦略をとるかはその後の企業業績に大きな影響を与えるので、業績の差はどこから生まれるのかを明らかにすることは、業績の違いをもたらすメカニズムを理解するうえで欠かせない視点である。この流れから多くの研究が行われてきていて、筆者は家族企業と非家族企業の成長戦略の違い

に着目し、日本の高度成長期のデータを集め、家族企業は非家族企業に比べて外部成長（合併）を好まないことを明らかにし、*Journal of Banking & Finance* に掲載することができた (Shim and Okamuro, 2011)。

また、家族企業では事業承継が一番大事な意思決定であることに注目し、これに関する研究もいくつか行われてきた。主に、どのような要因が事業承継を促すのか？家族内事業承継と専門経営者事業承継後の業績はどのように異なるのかに関して研究が行われてきた。しかし、得られた結果は一致していなかった。結果が一致しない理由としては色々考えることができるが、研究の Framework が一番の問題と思われる。既存の研究では内生性の問題 (Endogeneity) にきちんと対応した研究は多くなく、従って得られた結果の信頼性も高くなかった。例えば、もし業績が高い時に家族内事業承継が行われ、業績が低い時に専門経営者事業承継が行われるならば、この二つを直接比較すると、家族内事業承継が専門経営者事業承継より良いという結論を導き出す可能性が生じる。このような問題を克服するために、筆者は日本の長期データを用い、Propensity score matching と Difference-in-Difference の手法を利用して、専門経営者事業承継の効果を様々な視点で考察し、*Strategic Management Journal* に掲載した (Chang and Shim, 2014)。

ここまでが、家族企業の研究の流れと、それと関連づけての筆者の研究成果のまとめである。要約すると、筆者は日本の長期データを利用して、家族企業の研究の流れに沿っていくつかの重要なトピックスに答えを出してきたといえる。そして、ここからがいよいよ本研究の目的である。近年、世界的に注目を集めている家族企業ではあるが、研究の大半はある時期を区切って分析するのが主流であり、家族企業の上場以後を歴史的に追跡する研究はまだない。そこで、本研究では日本の長期データを利用して、家族企業のライフサイクル（動学的発展過程）を考察しようとする。問題意識としては家族企業を歴史的に考察することで、家族企業はどのように発展してゆき、どのような制約に直面し、どのようにそれを克服し（または克服することができず）、成長してゆくのか（または退出してゆくのか）を考察することである。

3. 研究の方法

アメリカでもこの類の研究ができない理由は家族企業の長期データを構築することがとても難しいからである。幸いに、筆者は博士論文を執筆する時から、日本の全上場企業に関するデータを収集し、家族企業に関する長期データを 2002 年まで構築してきた。しかし、このテーマを分析するためには 2002 年以後のデータを直近まで構築することが

とても重要である。それは、1999 年の金融ビッグバンを経て、日本企業に大きな変革が生じたからである。実際に 2000 年まで安定的だった企業環境は一変し多くの企業が倒産、合併された。従って、2000 年以後のデータをいかに直近まで構築するかがこの研究の生命線でもある。そのために、政策投資銀行の「企業財務データバンク」を購入し、企業の所有データと財務データを 2012 年まで拡張し、また東洋経済「役員データ」を購入し、経営の情報を 2012 年まで拡張しようと試みた。しかし、予算の制約で役員データの方は 2012 年まで拡張することはできなかったが、制約の中で研究を進め研究を終えることはできた。役員データの拡張の部分は次の機会に委ねるとする。

このように構築されたデータセットを用いて、家族持株比率（所有）に影響を与える要因は何か？家族経営（経営）に影響を与える要因は何か？家族という軸はこの 2 つの側面にどのような影響を与えるのか？企業の成長とともに生じる金融的制約と組織的制約はこの 2 つの側面にどのような影響を与えるのか？などを明らかにするために、1949 年から 2000 年までに上場した企業を用いて 1960 年から 2004 年までの期間を、Logit Regression, Rare Event Logit Regression, Cox Proportional Hazards Model を用いた Survival Regression で分析を行った。

4. 研究成果

この科研費で構築された長期データを用いて主に 3 つの研究成果を出すことができた。

(1) The Evolution of Ownership Structure

その一つとして、2017 年 8 月に開かれた Academy of Management の Professional Development Workshop (PDW) セッションで発表を行った。このセッションのタイトルは The Japanese System in Evolution: Industries in Transition and Emerging Creative Industries であり、組織学会が主催したものである。主催の目的は日本の企業システムがどのように発展してきたのかを多面的に考察するものであり、自分はこの科研費で構築したデータを用いて、The Evolution of Ownership Structure in Japanese Firm (1962-2012) というタイトルで発表を行った。発表の内容は日本の企業の所有構造がどのようにして発展してきたのかを歴史的に詳細に分析することで、日本の企業システムがどのような歴史的な要因によって変動してきたかを明らかにしたものである。ここでの発表をベースにして、その成果は Japanese Management in Evolution: New Directions, Breaks, and Emerging Practices という本の第 2 章として刊行された。

この第 2 章の内容を要約すると以下のようになる。まず、毎年ごとの日本の上場企業の

数の変遷を考察することで、日本では IPO Group大きく分けて2つに分けることができ、それは1949年から1960年までと (Group1 企業)、1961年から1964年まで (Group2 企業)である。この2つの Group は所有構造から利益率に至るまで多くの企業特性に違いがみられる。この発見は新しい視点であり、日本の企業システムの発展を理解するためには、今後もっと研究を要する視座だと思う。

次に、様々な経済 Shock が企業システムにどのような影響を及ぼしたのかを考察した。1950年代と1960年初めのころは所有構造がまだ安定していないけど、1960年代後半から1990年のバブル崩壊まで、上位10位大株主に占める銀行の持株比率は上昇し、法人企業持株比率は1973年辺りから2000年まで安定的な推移を示していることを発見した。いわゆる Main Bank system と系列 System の証拠と捉えることができる。このような伝統的な日本の企業システムはバブル崩壊をきっかけにして大きく変わるようになる。まず、バブル崩壊以後、上位10位大株主に占める銀行の持株比率は低下してゆく。さらに、2000年以後、法人企業持株比率も大きな変動を示すようになる。それと入れ替わるように1998年以後、上位10位大株主に占める外国持株比率は上昇の一途をたどるようになる。

要約すると、バブル崩壊の影響でまずは銀行サイドが影響を受けはじめ、それが顕著になるのが1997年以後に生じた幾つかの銀行の倒産であった。この影響で Main Bank system が機能しなくなり、法人企業の関係も2000年以後不安定になり、戦後の日本企業システムの特徴であった安定的所有構造は終焉を迎えることになる。この流動的な局面で攻勢をかけてきたのが外国投資家であったと捉えることができる。この流れは今後とも続くと予想されるので、この方向性で今後とも研究を続けてゆきたい。

(2) Board Interlocks of Family Firms

次に、家族企業が発展してゆく過程で他の企業との関係をどのように利用するのかを考察するために、Board Interlocks の側面から考察を行った。Board Interlocks とは複数の企業に同時に役員として在籍している人のことを指し、様々な情報の伝達や企業が持っている資源を補う役割を担っているとされているが、家族企業の観点から考察した論文はまだなかった。そこで、この研究では1997年から始まった執行役員制度を家族企業と非家族企業がどのように導入してきたのか、またこの企業の行動に Board Interlocks はどのような役割を演じたのかを考察し、家族企業の方がより積極的に Board Interlocks を活用していることを発見した。これらの発見をベースにして、Birds of a Feather Flock Together: The Impact of Board Ties with Other Family Firms on the Board Reform among Family Firms というタイトルで論文にまとめ Family

Business Review に投稿をし、審査を経て、今は再投稿を準備中である。6月中旬までには再投稿をする予定である。

この論文の主な発見をまとめると以下のようなになる。まず、家族企業と非家族企業で執行役員制度導入に違いがあるかを考察し、家族企業の方が消極的であることが示された。執行役員制度とは Board において監督の役割と執行の役割をより明確にするために導入されたものであり、基本的には Board の数が小さくなる。その理由は今まで Board の Member だった人が執行役になると監督の権限がなくなり業務の執行に専念するようになるからである。家族企業は当然 Board の中になるべく多くの家族の一員を入れようとする動機があるので、執行役員制度にはあまり踏み込まないと解釈することができる。

次に、家族企業と非家族企業が持っている Board Interlocks が執行役員制度導入にどのような影響を及ぼすのかを考察した。まず、Board Interlocks 全体の場合、銀行から来た Board Interlocks の場合、法人企業からきた Board Interlocks の場合、最後に執行役員制度を導入した法人企業からきた Board Interlocks が執行役員制度導入に影響を及ぼすのかを考察し、執行役員制度を導入した法人企業からきた Board Interlocks だけが執行役員制度導入に影響を及ぼしていることを発見した。まさにこれは Board Interlocks の情報伝達効果であり、既存研究で示されている結果と一致するものである。

次に、この分析を家族企業と非家族企業に分けて行った。得られた結果は興味深いものであり、Board Interlocks の情報伝達効果は家族企業には当てはまるけど、非家族企業にはそれが存在しないというものであった。この結果はこの分野においては初めての発見であり、大いに示唆するものがあると思う。詳しい理由はこれからの研究で明らかにしてゆく予定ではあるけど、一つ考えられる点としては、そもそも家族企業と非家族企業では企業間の人的 Network である Board Interlocks を作る動機が異なるのではないかという視点である。詳しいところは今後の研究に委ねたい。

最後の発見としては、家族企業の Board Interlocks をさらに、執行役員制度を導入した家族企業からの Board Interlocks と執行役員制度を導入した非家族企業からの Board Interlocks に分けてみると、Board Interlocks の情報伝達効果があるのは執行役員制度を導入した家族企業からの Board Interlocks だけという結果になった。同じ家族企業からの Board Interlocks を重視していると捉えることができる。

(3) 家族企業の動学的発展過程

最後に、家族企業がどのような要因によって退出するのかを分析した論文である。昨年までにある程度得られら結果をベースにし

て、論文の共著者が幾つかの学会や研究会で発表を行い、そこでのコメントに基づき論文の修正を行ってきた。コメントの中で大事なものとして家族企業をどのように定義するかによって、当然家族企業の退出も異なる姿を示すので、家族企業の定義を変更しても頑健な結果が得られるか確認する必要が生じた。そこで、家族所有の定義を上位 10 位大株主にいる場合、5%以上を所有している場合、10%以上を所有している場合、20%以上を所有している場合の4つのケースに分けて、それぞれの場合について全ての計算をもう一度行った。結果の数が膨大であり、今は最後の精査を行っている。最終年度の分析から得られた大事な含意点は、既存の研究では家族企業の定義をする際に所有の側面を強調するあまり、本当の実態を見落としている可能性が高いという点である。この点を強調しながら最終の原稿としてまとめている最中である。

この論文の主な発見をまとめると以下のようになる。ここでの結果は家族企業の定義として上位 10 位大株主を用いた場合を記述することにする。まず、1949 年から 2000 年までに新規上場した企業を家族企業と非家族企業に分けると、2146 社が家族企業で 1311 社が非家族企業であった。この論文では主に 2146 社の家族企業に分析の焦点を当てる。

まず、どのような要因によって家族の持株比率が下がってゆくのかを考察した。ここでの貢献としては通常の家族持株比率だけではなく、Half-life という概念を使ったことである。Half-life というのは今の時点での家族持株比率がその半分になる時点までの時間を指す概念である。この 2 つの変数に対して、影響を及ぼす変数を大きく、制御変数 (Control Variables)、家族要因変数 (Family Factor Variables) と 財務要因変数 (Finance Factor Variable) に分けて分析を行った。得られた結果は、家族要因 (Family Legacy があるほど、家族が Board に多くいるほど、Elite の家族 Member が Board に多くいるほど等) は 2 つの家族持株比率にプラスの影響を及ぼすこと、企業業績は 2 つの家族持株比率にプラスの影響を及ぼすこと (業績が良いほど家族持株比率は維持される)、企業の成長関連変数 (企業規模・企業年齢・借入金比率・新規株式発行等) は家族持株比率にマイナスの影響を及ぼすことである。概ね予測と一致する結果でありやはり家族資産 (Family Assets) が強いほど家族持株比率が維持されることが確認できた。

次に、2146 社に対するパネルデータを家族経営と家族所有を組み合わせることで 4 つのタイプに分類した。タイプ 1 は家族所有+家族経営であり、タイプ 2 は家族所有なし+家族経営であり、タイプ 3 は家族所有+専門経営者経営であり、最後のタイプ 4 は家族所有なし+専門経営者経営であり、いわば非家族企業 (家族企業の退出) である。各タイプの

構成はタイプ 1 が 62%、タイプ 2 が 6%、タイプ 3 が 18%、タイプ 4 が 14%であった。ちなみに、家族企業の定義を 20%以上を所有している場合にすると、上述の割合はタイプ 1 が 23%、タイプ 2 が 45%、タイプ 3 が 7%、タイプ 4 が 25%になる。先行研究では家族企業を定義する際に主に所有の側面から定義するケースが多く、このように定義するとタイプ 2 は家族企業とは定義されなくなる。しかし、日本においてはこの比率が 45%にもなり、まさにこの点が既存の研究では家族企業の定義をする際に所有の側面を強調するあまり、本当の実態を見落としている可能性が高いという点の論拠である。

最後に、家族企業の退出 (Type 1 から Type 4 になる、Type 2 から Type 4 になる、Type 3 から Type 4 になる) に影響を及ぼす要因を分析した。家族持株比率の分析と同じく変数を大きく、制御変数 (Control Variables)、家族要因変数 (Family Factor Variables) と 財務要因変数 (Finance Factor Variable) に分けて分析を行った。分析手法としては、Logit Regression、Rare Event Logit Regression、Cox Proportional Hazards Model を用いた Survival Regression を行った。得られた結果は基本的に分析手法において違いはなかった。得られた結果は、家族要因 (家族の持株比率が高いほど、Family Legacy があるほど、家族が Board に多くいるほど、Elite の家族 Member が Board に多くいるほど等) は家族企業の退出にマイナスの影響を及ぼすこと、企業業績は家族企業の退出にマイナスの影響を及ぼすこと (業績が悪いほど家族企業は存続が難しくなる)、企業の成長関連変数 (企業規模・借入金比率) は家族企業の退出にプラスの影響を及ぼすことである。概ね予測と一致する結果でありやはり家族資産 (Family Assets) が強いほど家族企業は退出しないことが確認できた。

以上の結果をうまくまとめて Top Journal に掲載できるように準備してゆきたい。

[主な参考文献]

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., 1999. Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance* 54, 471-518.
- Berle, A., Means, G., 1932. *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York, New York.
- Anderson, R.C., Reeb, D.M., 2003. Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, *Journal of Finance* 58, 1301-1328.
- Villalonga, B., Amit, R., 2006. How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics* 80, 385-417.

Mehrotra, V., Morck, R., Shim, J.W., Wiwattanakantang Y., 2013. Adoptive Expectations: Rising Sons in Japanese Family Firms, *Journal of Financial Economics* 108 (3), 840-854.

Shim, J.W., Okamuro, H., 2011. Does Ownership Matter in Mergers? A Comparative Study of the Causes and Consequences of Mergers by Family and Non-family firms, *Journal of Banking & Finance* 35, 193-203.

Chang S.J., Shim, J.W., 2015. When Does Transitioning from Family to Professional Management Improve Firm Performance? , *Strategic Management Journal* 36 (9), 1297-1316.

5. 主な発表論文等

(研究代表者, 研究分担者及び連携研究者には下線)

[学会発表] (計 2 件)

Jungwook Shim

Academy of Management (AOM) (2017 年)

The Evolution of Ownership Structure in Japanese Firm (1962-2012)

Jungwook Shim

企業家研究フォーラム (2017 年)

Do Family Firms Learn more from other Family Firms than from Non-Family Firms? Adoption of the Board Reform

[図書] (計 1 件)

Jungwook Shim and Toru Yoshikawa, Tsutomu Nakano (編集)

Japanese Management in Evolution: New Directions, Breaks, and Emerging Practices

Chapter 2: The Evolution of Ownership Structure in Japanese Firm (1962-2012) (PP. 38 - 63)

Routledge (2017 年)

6. 研究組織

(1) 研究代表者

沈 政郁 (SHIM, Jungwook)

京都産業大学・経済学部・准教授

研究者番号 : 70706499

(2) 研究協力者

YOSHIKAWA, Toru

Singapore Management University

Lee Kong Chian School of Business • Professor

BENNEDSEN, Morten

University of Copenhagen

Copenhagen Business School • Professor

INSEAD

Economics and Political Science • Professor

MEHROTRA, Vikas

University of Alberta

Alberta School of Business • Professor

WIWATTANAKANTANG, Yupana

National University of Singapore

Business School • Associate Professor