

平成21年3月31日現在

研究種目：若手研究（スタートアップ）

研究期間：2007～2008

課題番号：19830093

研究課題名（和文）ファミリー企業のガバナンスが企業行動・業績に与える影響に関する
実証研究

研究課題名（英文） Empirical studies on the effects of family control on firm performance

研究代表者 齋藤 卓爾（Takuji Saito）

京都産業大学・経済学部・講師

研究者番号：60454469

研究成果の概要：本研究は日本における上場ファミリー企業の状況ならびに業績を検証した。その結果、日本の上場企業の約4割において創業者一族の経営への参加、または大規模な株式保有が見られることが明らかにした。また、創業者が経営に参加している企業の業績は非ファミリー企業よりも優れていたが、創業者の引退後、経営が子孫に世襲されなかつ一族が最大株主である企業の業績は非ファミリー企業よりも劣っていることも明らかにした。

交付額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
19年度	1,320,000	0	1,320,000
20年度	1,350,000	405,000	1,755,000
年度			
年度			
年度			
総計	2,670,000	405,000	3,075,000

研究分野：企業金融論

科研費の分科・細目：金融論

キーワード：企業統治

1. 研究開始当初の背景

これまで創業者一族が大規模に株式保有、経営への参加などを通じて大きな影響力を持っているファミリー企業は株主保護の弱いアジア諸国などの発展途上国で多く見られることが知られていた。なぜなら株主保護が弱い場合、創業者が経営をその子孫に世襲せず外部の経営者に任せ、経営に関わらない大株主となると経営者により資源を収奪される可能性があるからである。しかしながら、近年、先進国、特に株式所有の分散が進んでいると見られているアメリカにおいても上場ファミリー企業が少ないことが報告されている。日本の有名上場企業のなかにも創業者一族が経営に参加している企業があるこ

とは広く知られているが、日本の上場企業におけるファミリー企業の状況はこれまで明らかではなかった。

また一部創業者一族による経営、株式保有が企業業績などに与える影響は必ずしも明らかではなかった。この原因の一つにはファミリー企業が多様な点が上げられる。多くの研究は創業者が経営を行っている企業と経営が世襲された企業の区別、創業者一族出身者が社長などとして経営を行っているファミリー企業と経営を行わず大株主として経営を監視しているファミリー企業の区別などが行われておらず、ファミリー企業を一般的なものとして捉えていた。しかしながら、創業者と世襲により経営者となった創業者の

子孫では経営者としての能力に大きな差があると考えられる。また、創業者一族が大規模に株式を保有しながら経営も行っているケースと経営は行っていないケースでは創業者一族の役割は全く異なっていると考えられる。

加えて、日本では大規模なサンプルを用いた実証研究は全くなされておらず、ケースに基づいた研究がほとんどであった。

2. 研究の目的

本研究には二つの目的がある。一つ目はこれまで明らかにされてこなかった日本の上場企業における創業者一族の経営、株式保有を明らかにし、日本の上場ファミリー企業の状況を明らかにすることである。これまでの研究では株主保護の弱いアジア、南米など発展途上国で多くのファミリー企業が見られることが報告されてきた。しかんしながら、近年、大陸ヨーロッパ諸国、米国においても多くのファミリー企業が上場企業の中に見られることが報告されている。しかしながら、日本の上場企業における状況は明らかにされていない。

二つ目の目的は先進国においてなぜファミリー企業が存在しているのかを明らかにすることである。二つの存在理由を考えることができる。一つ目はファミリー企業には非ファミリー企業にはない長所があるからファミリー企業が存在しているというものである。創業者一族による経営には大規模な株式保有に基づく強い金銭的インセンティブ、企業の繁栄と創業家の名声の間にある強い相関に基づく非金銭的インセンティブがあると考えられる。二つ目の理由はアントレプレナーシップである。創業者一族は非効率な経営、保守的な経営など創業者一族には望ましいが外部の株主にとって望ましくない経営を行ったとしても大規模に株式を保有し企業を支配しているため経営者の地位を追われる可能性は低いと考えられるからである。

3. 研究の方法

本研究ではまず日本の上場企業における創業者一族の経営への参加状況ならびに株式保有状況を明らかにするために、1990年度末の東証一部・二部、大証一部・二部、地方市場に上場している企業 1818 社（金融業・電力・ガスの公的産業を除く）をサンプル企業とし、サンプル期間を1990年から1998年とした。ファミリー企業には上場企業の中では小規模な企業、地方でのみ上場しているものが多いので、このようなサンプルを設定することで、より正確な日本における上場ファミリー企業の状況を知ることができる。なお本サンプル企業数は欧米におけるファミリー企業の研究と比較しても大規模なサンプルで

ある。

創業者一族の所有と経営に関するデータを抽出するためにまずサンプル企業の創業者一族を特定する作業を行った。この作業は東洋経済新報社の日本会社史総覧、会社履歴総覧、日経テレコムを用いておこなった。なお複数の人間によって創業された場合は主だったものを創業者としている。次に1990年から1998年までサンプル企業の社長、会長が創業者一族出身かどうか、一族出身の場合は創業者との続柄を調べた。この作業には日経テレコムを用いた。本研究では社長と会長を経営者と考えている。社長のみとしなかった理由は創業者が社長職を早めに退き、息子に譲るが、実権は会長である創業者が握っているという企業が多く観察されるからである。

創業者一族による株式保有に関しても1990年度末の全上場企業に関して1990年から1998年まで調査した。この作業は各企業の上位20大株主から創業者一族に関する株主を抜き出して、一族出身の経営者（社長、会長）の持株比率、経営者以外の一族出身者の持株比率、一族の資産管理会社の持株比率などを調べ、それらを足しあわせて創業者一族による持株の比率を計算した。創業者一族に関連のある株主の特定は大株主総覧を用いておこなった。

次にファミリー企業の存在理由を検証するために創業者一族による経営、株式保有が企業業績に与える影響を検証した。もし非ファミリー企業にないファミリー企業特有の特色が原因であるならば、ファミリー企業は株式市場において非ファミリー企業よりも高く評価されているはずである。しかしながら、ファミリー企業の存在理由がアントレプレナーシップであるならば、株式市場における評価は非ファミリー企業よりも劣っていると考えられる。

4. 研究成果

日本の上場企業における創業者一族の経営への参加、株式保有状況は以下の様なものであった。

サンプル企業1818社のうち738社（41%）において創業者一族に関連した株主が株主上位20位以内に含まれていた。創業者一族の持株比率が5%を上回っていた企業は550社（29%）であり、20%を上回っていた企業は196社（11%）であった。欧州のファミリー企業の定義が創業者一族による株式保有比率が20%であることを考えるとこの数字は低いものであるかもしれない。しかしながら、創業者一族が最大株主である企業は461社（25%）に上った。

次に創業者一族の経営への参加状況を見ていく。社長もしくは会長が創業者または創

業者一族出身者である企業は 1818 社のうち 659 社 (36%) に上った。創業者一族による株式保有の状況と合わせて見てみると創業者一族が最大株主である企業 461 社のうち 423 社 (92%) では社長もしくは会長が創業者または創業者一族出身者であった。すなわち、全体の 23% の企業 (423 社 / 1818 社) において創業者一族が最大株主かつ社長もしくは会長を務めていることになる。また、創業者一族の持株比率が 0 から 5% の企業 188 社においても、131 社 (70%) で社長もしくは会長が創業者または創業者一族出身者であった。このように創業者一族の持株比率が高い企業ほど創業者一族が経営に関与している割合は高いが、持株比率が低い企業でも創業者一族による経営は頻繁に観察された。

以上の分布の結果より、日本のファミリー企業の状況は以下のようにまとめることができる。創業者一族が 20% 以上の株式を保有しているファミリー企業数は全体の 11% と他国と比較してかなり低くなっている。この結果は株主保護が強い国においては創業者一族が大株主であるファミリー企業は少ないという推測に合致するものである。しかしながら、ファミリー企業が最大株主である企業は全体の 25% に達し、創業者もしくは創業者一族出身者が社長または会長を務めている企業は全体の 36% にものぼった。このように日本では、圧倒的大株主として創業者一族が支配している上場企業は少ないものの、20% 以下の株式保有と経営への参加という形で、創業者一族との繋がりをもっている企業が多く見られる。また、大陸ヨーロッパなどで多く観察される、創業者一族が大株主でありながら、経営には参加しないという企業は極めて少ないことも他国と比較した際の特徴としてあげることができる。本サンプルにおいて創業者一族が最大株主であるが、社長、会長が非一族出身者によって占められている企業は 2% ほどであったが、フランス企業をサンプルとした研究は全体の 16% の企業において創業者一族が 20% 以上の株式を保有しているが、経営は非一族出身者によってなされていることを報告している。

次に創業者一族による株式保有、経営が企業業績に与える影響を計量的に分析した。本研究ではファミリー企業を以下の様に定義し分析を行った。創業者一族が最大株主である企業、もしくは創業者もしくは創業者一族出身者が社長または会長の地位にある企業をファミリー企業と定義した。しかし、創業者一族が最大株主であり、なおかつ社長または会長の地位にあるファミリー企業と、創業者一族が最大株主であるが、経営には参加していないファミリー企業、創業者一族が経営に参加しているが、最大株主ではないファミ

リー企業は区別して考える必要がある。なぜなら、各々のファミリー企業で創業者一族が果たす役割が異なると考えることができるからである。創業者一族が最大株主であり、社長もしくは会長として経営も担っているファミリー企業では創業者一族は大規模な株式を保有した経営者であると考えることができる。以後このようなファミリー企業をファミリー企業 (所有・経営) と呼ぶことにする。

これに対して、創業者一族が最大株主でありながら、社長もしくは会長には非一族の経営者が就いているファミリー企業における創業者一族の役割は主に大株主としてのモニタリングであると考えられる。先行研究が示したように、大株主によるモニタリングはフリーライダー問題などを緩和できるため有効とされており、このようなファミリー企業では株主と経営者間のエージェンシー問題が緩和され、大株主が存在せず、創業者一族とは関係のない経営者が経営を担っている企業よりも高い業績を示している可能性があると考えることができる。以後このようなファミリー企業をファミリー企業 (所有) と呼ぶことにする。このタイプの代表的な企業はブリヂストンである。ブリヂストンの創業者一族である石橋家は石橋財団と個人所有を通じてブリヂストン株の約 13% を保有し、ブリヂストンの最大株主である。しかしながら、社長は非一族出身者であり、代表権を持った取締役にも石橋家の出身者はいない。

創業者一族出身者が社長もしくは会長として経営を担いながらも、一族が最大株主ではない企業には創業者一族よりも多くの株式を保有している株主がいることになる。このような場合、一族出身の経営者が私的便益を追求し、その他の株主の利害を損ねるような経営を行うと、自らが最大株主ではないため、その他の株主に経営の交代を要求される可能性が高い。ゆえに、私的便益を追求した経営を行うことはファミリー企業 (所有・経営) の場合よりも難しいと考えられる。しかしながら、保有している株式の量が少ないため、金銭的インセンティブはファミリー企業 (所有・経営) の場合よりも弱いと考えられる。すなわち、ガバナンスの観点から見るとこのような企業は一般的な株式が広く薄く分散し、経営者が自社株をほとんど所有していない企業とほぼ同じ状況にあると考えられる。以後このようなファミリー企業をファミリー企業 (経営) と呼ぶことにする。このタイプの代表的な企業はキャノンである。キャノンの社長は創業者一族である御手洗家の出身者が努めているが、御手洗家の出身者もしくは関係企業・団体はキャノンの株主上位 20 位内に一つも見られない。

次に業績を比較した。本研究では企業業績として、株式市場の評価を反映したトービンのqと企業の利益率を示すROAを用いた。ファミリー企業と非ファミリー企業を比較するとトービンのqの平均がそれぞれ1.51と1.41、ROAの平均は7.64と6.43であり、両指標ともファミリー企業の方が高く、この差は統計的にも有意なものであった。次に、各ファミリー企業の業績を見ていくとファミリー企業（所有と経営）の業績がトービンのq、ROAともにもっとも高くなっている。以上のt検定の結果はファミリー企業の業績が非ファミリー企業を上回ることを示しているが、規模、負債比率などその他の変数もファミリー企業と非ファミリー企業では有意に異なっていた。この結果はファミリー企業の業績が上回っていたのはその他の変数の違いが原因である可能性もあることを示唆している。また、これまでの分析ではファミリー企業の経営者の世代が考慮されていなかった。しかしながら、先行研究の結果が示すようにファミリー企業の分析をする際には創業者とその子孫など創業者一族の世代を区別する必要がある。そこで、回帰分析を行うことによってこのような要因をコントロールし、日本の上場企業において創業者一族が企業業績にどのような影響を与えているのかを見極めた。分析結果は他国における先行研究の結果と同様、創業者により経営されている企業の業績は非ファミリー企業と比べて有意に高いものであった。これに対して創業者の子孫によって経営されているファミリー企業の利益率は非ファミリー企業との間に有意な差は見られなかったものの、トービンのqに対する子孫企業（所有・経営）の効果は有意にネガティブであった。すなわち、投資家は創業者の引退後、創業者一族が最大株主であり、社長・会長の職が創業者の子孫に世襲された企業は現在の利益率が悪くなくとも、将来的に私的便益を追求した経営がなされ、株主としての利益が損なわれる可能性があると考えているのである。対称的に子孫企業（経営）のトービンのqに対する効果が非有意であったことは創業者一族以上の大株主がいる場合はその株主によるモニタリングがなされるため私的便益を追求した経営がなされないことを意味していると考えられる。

以上の結果をまとめると以下ようになる。日本の上場企業の約35%の企業において社長もしくは会長は創業者もしくは創業者一族出身者であり、25%の企業の最大株主は創業者一族であった。また、創業者一族が最大株主であり、創業者もしくは創業者の子孫が経営を行っている企業は23%に及んだ。このように本研究は日本においても多くの所有と経営の分離の不完全なファミリー企業

が存在していることが明らかにした。また、ファミリー企業では経営権の世襲も多く見られた。創業者一族によって経営されている企業のうち、創業者によって経営されている企業は39%に過ぎず、残りの61%はその子孫によって経営が行われていた。

ファミリー企業の業績を非ファミリー企業と比較すると、創業者が経営を行っている企業は高い業績を達成しているが、経営者の引退後、創業者一族が最大株主であり、経営権が創業者の子孫に世襲された企業の株価は非ファミリー企業よりも割引かれていることを本研究は示した。この結果は、創業者一族が最大株主であり、経営も担っている企業では創業者一族の私的便益を経営がなされるおそれがあると外部の株主が見ているからであると考えられる。

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）

〔雑誌論文〕（計 4 件）

①久保克行、齋藤卓爾、「配当政策と経営者持株：エントレンチメントの観点から」、*経済研究*、第60巻第1号、47-59頁、2009年、査読有り

②Takuji Saito、“Family Firms and Firm Performance: Evidence from Japan”、*Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 22 (4)、pp. 620-646、2008年、査読有り

③Katsuyuki Kubo and Takuji Saito、“The Relationship Between Financial Incentives for Company Presidents and Firm Performance in Japan”、*Japanese Economic Review*, vol. 59 (4)、pp. 401-418、2008年、査読有り

④Takuji Saito and Hiroyuki Odagiri、“Intra-Board Heterogeneity and the Role of Bank-Dispatched Directors in Japanese Firms: An Empirical Study”、*Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 16 (5)、pp. 572-590、2008年、査読有り

〔学会発表〕（計 1 件）

①齋藤卓爾、“The Effect of Mergers on Employment and Wages: Evidence from Japan”、日本経済学会春季大会、東北大学、2008年6月

〔図書〕（計 3 件）

①齋藤卓爾、「日本のファミリー企業」宮島英昭編 早稲田大学21世紀COE叢書 企業社

会の変容と法創造 第8巻 『企業統治分析のフロンティア』、日本評論社、2008年、142-164頁.

②久保克行、齋藤卓爾、「日本の経営者は株価を最大化するインセンティブを持っているのか」、宮島英昭編 早稲田大学 21世紀 COE 叢書 企業社会の変容と法創造 第8巻 『企業統治分析のフロンティア』、日本評論社、2008年、44-60頁.

③久保克行、齋藤卓爾、「従業員の処遇は悪化するのか：M&A と雇用調整」、宮島英昭編 RIETI 政策シリーズ『日本の M&A』，東洋経済新報社、2007年、175-196頁

6. 研究組織

(1) 研究代表者

齋藤 卓爾 (SAITO TAKUJI)

京都産業大学・経済学部・講師

研究者番号：60454469

(2) 研究分担者

(3) 連携研究者