

コーポレートガバナンスから見る ファミリービジネスとその課題

太 宰 北 斗
（名古屋商科大学）
商学部准教授



< 要 旨 >

日本をはじめ世界的にファミリービジネスは数多く観測され、経済の主要なプレイヤーとして存在している。一方、経済学などのコーポレートガバナンス研究において、ファミリービジネスに強い関心が示されるようになったのは実は2000年頃からのことである。

本稿では、近年の学術的潮流を紹介するとともに、その中で判明してきたファミリービジネスの世界的な概況を確認していく。併せて、日本の上場企業のデータを利用してファミリービジネスの業績を分析することで、その長期的な実態や近年の課題について検討した。

1957年度から2013年度の全上場企業を対象に、網羅的なデータセットからファミリービジネスの業績を分析した結果は、現在に至るまで事業収益性の面では一般的な企業と比較して好業績を示し続けた一方で、特に創業者引退後のファミリービジネスでは株式市場から割引評価される傾向が近年より強まっていることが見出された。これはファミリービジネスのガバナンス構造が外部の資本提供者からは評価されていないことを示唆するものであり、成長投資のための外部資金調達などの局面においてファミリービジネスに一定の制約が課せられていることを示唆するものである。したがって、金融機関からの借入なども含めてファミリービジネスが外部資金の活用を企図する場合、自社のコーポレートガバナンス体制を見直す必要があることが窺える。

また、外部からの資金調達などを必要としない場合であっても、創業家一族内部での対立構造が企業経営の効率性を損ないかねないことが先行研究からは指摘されている。このことから、健全な経営を長期にわたって維持していくためには、内部統制や関連当事者取引に関する情報を明らかにする体制作りのほか、経営者選出や資産相続のプロセスなどの明確化を通じて企業の透明性を高める工夫が必要ないか見直すことが肝要であると指摘できる。

1. はじめに	3. 日本のファミリービジネスとその課題
2. ファミリービジネスとコーポレートガバナンス	3.1 リサーチ・フォーカス
2.1 世界のファミリービジネスと各国比較	3.2 サンプル
2.2 コーポレートガバナンスから見るファミリービジネス	3.3 変数と分析手法
2.3 創業家一族へのガバナンス	3.4 データ
	3.5 分析
	4. 結論：非上場企業も含めたファミリービジネスへの示唆

1. はじめに

世界的にもファミリービジネスは数多く、GDPの70%から90%を担っているといわれている¹。日本においても企業の96.4%は法人税法上の同族会社に該当し、日本を代表するトヨタ自動車では創業から90年近く経った現在も世襲経営が行われるなど、ファミリービジネスはいまなお主要な企業形態の1つとして機能している²。一方、ファミリービジネスを巡っては、2011年に大王製紙で世襲経営者による約100億円の資金流用事件が起き、2015年にも大塚家具で父と娘の経営権争いが生じるなど、メディアを連日で騒がすことも珍しくない。このように実社会で関心の高いファミリービジネスであるが、経済学をはじめとするコーポレートガバナンス研究において強い関心が示されるようになったのは、実は2000年頃からのことである。

本稿では、コーポレートガバナンス研究における学術的潮流を紹介するとともに、その中で判明してきたファミリービジネスの世界的な概

況を確認していく。また、1957年度から2013年度にかけての日本の上場企業のデータを利用してファミリービジネスの業績を分析することで、その長期的な実態や近年の課題について検討した。分析の結果、ファミリービジネスが現在に至るまで事業収益性の面では一定の好業績を示し続ける一方、株式市場からの評価については割引評価を強められていることが見出された。これはファミリービジネスのガバナンス構造が外部の資本家からは評価されていないことを示唆するものであり、成長投資のための外部資金調達などの局面においてファミリービジネスに一定の制約が課せられていることを示唆するものである。このことから、ファミリービジネスが外部資金の活用を企図する場合、自社のコーポレートガバナンス体制を見直す必要があると窺える。

なお、本稿の構成は次の通りである。第2節では、世界のファミリービジネスの概況をまとめるとともに、そのガバナンス構造について先行研究の内容を紹介する。第3節では、日本の

¹ Barclays Wealth (2009, "Family Business: In Safe Hands?," Barclays Wealth Insights, No.8.

² 国税庁 (2019)「平成30年度分会社標準調査」第11表参照。

ファミリービジネスがどのような課題を持つのか実証的に検討していく。最後に、第4節では本稿の結論を記した。

2. ファミリービジネスとコーポレートガバナンス

2.1 世界のファミリービジネスと各国比較

なぜ、経済学では近年までファミリービジネスに関心を払ってこなかったのだろうか。背景には、「分散保有」「所有と支配の分離」という概念がある。これは企業が成長するにあたっては多くの株主から資金を集める必要がある結果、企業規模の増大とともに株主1人あたりの持株比率は低下することになり（＝分散保有）、個々の株主の経営に対する発言力が弱まるはずだ（＝所有と支配の分離）と考えるものである。実際、Berle and Means（1932）が概念を提唱した当時のアメリカにおいては主要企業の株主数は急増する傾向にあり、企業の近代化や大規模化にともない企業形態が一層の変化を遂げていくことが予想されていた³。

これに対してファミリービジネスは、一般に株式の集中保有や経営陣への参加を通じて創業家一族に支配されている企業のことを指す。つまり、分散保有の進んでいないファミリービジネスは潤沢な資金を集めていない中小企業であると想定され、企業数はともかく、経済的なインパクトの面からは中心的な存在ではないと考えられてきたのである。こうした想定は、有名な大規模企業よりも地場の商店街など周囲の小規模企業や非公開企業ほど創業家一族によって運営されているという実生活上の肌感覚と

も合致するだろう。

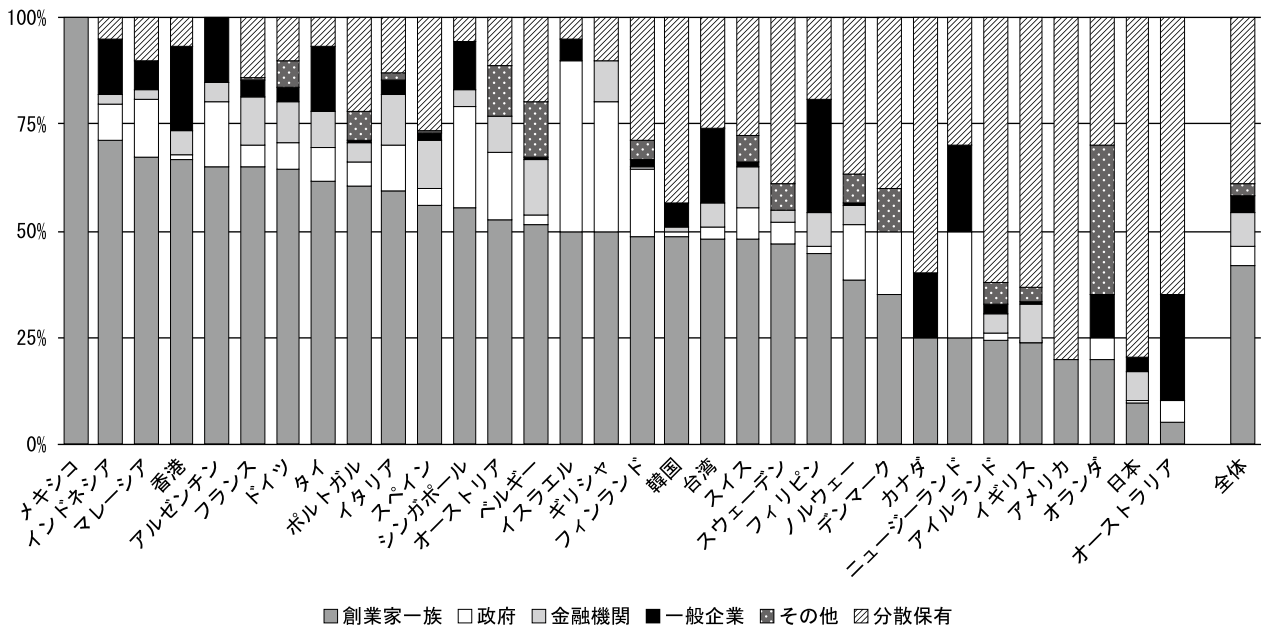
しかし、La Porta et al.（1999）があらためて調査した結果、OECD加盟の先進27カ国の株式時価総額上位の大企業群においても分散保有が進むとは限らず、残存する大株主の多くが創業家一族であることが示された。つまり、ファミリービジネスであっても企業規模を大きく発展させることは可能であり、経済が十分に発展した国の有数の大企業群においてさえファミリービジネスが主要な企業形態の1つとして存在できることが分かったのである。

図表1には、関連する先行研究のデータとともに各国の主要な上場企業におけるファミリービジネスの割合を示した。ここでは、20%以上の株式を保有する、いわゆる支配株主をその属性によって創業家一族・政府・金融機関・一般企業・その他の5つに区分し、支配株主の存在しない企業を分散保有型の企業としている。これによると創業家一族が最大の支配株主であるファミリービジネスの割合は全体の42%に上っている一方、分散保有型の企業は約39%に留まっており、先進諸国の主要な大企業群においてもファミリービジネスが最も典型的な企業形態であることが分かる。

他方、国別に見ると、ファミリービジネスの割合は異なってくる。メキシコやインドネシアを筆頭に、東南アジア諸国や中南米諸国では株式の集中保有の傾向が強く、ファミリービジネスの割合も多くなることが知られている。これに続くのがフランスやドイツなどの大陸ヨーロッパ諸国で、アメリカやイギリスなどのアングロサクソン諸国と日本は株式の分散保有が進む

³ 例えばAT&T社の株主は1901年当時およそ1万人であったが、1931年には64万人超にまで増加している。

図表1 世界の主要上場企業におけるファミリービジネスの割合



(出所) アジア諸国はClaessens et al. (2000)、ヨーロッパ諸国はFaccio and Lang (2002)、その他の諸国はLa Porta et al. (1999) より筆者作成。

傾向が強くなっている。

同じ先進国でも、大陸ヨーロッパ諸国の多くで上場企業におけるファミリービジネスの割合が50%を超えている一方、日本やアングロサクソン諸国では25%を下回るのには、どのような要因が考えられるだろうか。主たる要因としてBurkart et al. (2003) が指摘しているのが、株主や債権者に対する保護制度の強さと、それに伴う金融市場の発展度合である。

情報公開制度の充実や自己取引に対する罰則の導入によって株主や債権者の権利が守られている国ほど少数株主でも利益を確保しやすいことになる。一方で、権利が守られづらいほど支配株主の立場を維持して強く企業を監視しなければ利益を確保できない。そのため、保護制度の強い国では分散保有が進み、弱い国では分散保有が進まなくなるのである。また、権利が極端に守られない場合には、支配株主自身

が経営に参加するなどして企業を直接運営しなければ利益を確保できないことになり、創業家一族など支配株主の経営参加も促進されていく。株主保護の制度の強さは投資参加を促進する効果もあるので、保護制度が強く分散保有が進んでいる諸国ほど金融市場が発展している可能性が高く、金融市場が未発達な国ほどファミリービジネスが増加する傾向にあるといえるのである。

国家レベルで見た場合、主要な大企業にもファミリービジネスが数多く見られる背景にはどのようなメリットが考えられるのだろうか。保護制度が弱く金融市場が未発達の場合、海外投資家の参加などあらゆる側面で企業は外部資金調達に制約を課されることになり、国の経済成長が鈍化する可能性がある。ここで問題となるのは、十分な情報公開がされないなど、自身の権利が守られておらず利益が脅かされるか

もしれない状況では一般の投資家や債権者は資金の融通を躊躇してしまう可能性があることである。このとき、ファミリービジネスが一定割合存在すると、親族間での日頃からの情報交換や親族のグループ企業内での資本の融通を通して金融市場の機能を代替することができ、経済発展を支えることが実証的に知られている(Kahnna and Rivkin, 2001)。実際、韓国のチェボル（財閥）やインドネシアのスハルト一族、イタリアのアニェッリ一族など、各国の高度経済成長をファミリービジネスが支えてきた事例は珍しくない。

一方で、経済成長の段階でファミリービジネスを活用することに問題が全くないわけではない。例えば、韓国のチェボルなどに代表されるように一部のファミリービジネスが国内の経済を支配したり名士一族として政治参加したりすると、国家の政策等にも影響を与えうることになり、現代では問題視する向きもある。実際、インドネシアのスハルト一族は、アジア通貨危機の際に政治的コネクションを利用して巨額な国家プロジェクトの受注をしていたり、産業政策や企業支援を一族に有利に導いたりしていたことが発覚し、クローニーキャピタリズム（縁故資本主義）として問題となった。

2.2 コーポレートガバナンスから見る

ファミリービジネス

では、ファミリービジネスであるかどうかは企業レベルではどのような影響があるのだろうか。大きな違いとなって表れるのが「エージェ

ンシー問題」である。これは、資金を託された経営者などのエージェントが、プリンシパルたる資本提供者の期待どおりに働くとは限らず、両者の間に利害相反が生じる現象を指す。このとき、株主などの資本提供者が受け取るべきであった利益は棄損されることになるため、このエージェンシー問題を解決することがコーポレートガバナンスの焦点とされるのである⁴。

プリンシパルとエージェントの典型例としては、株主と経営者の関係が該当する。分散保有が進んだ企業では株主1人あたりの発言力は弱まっており、株主自身も手元に返ってくる利益の規模が限定的であることから、積極的に経営を監督することは難しい。結果、経営者は株主の支配から離れて自分自身の利益を追求することが容易となる。この場合、経営者は最大限の努力をして事業を成功させようとするよりも、大した経営努力をせず定額の報酬を受け取るなど私的便益の確保を優先してしまう可能性が高くなるのである。

これに対してファミリービジネスは、創業家一族が株式を集中保有していたり経営者となっていたりする企業と定義できる。そのため、経営に対する株主の支配は働きやすく、株主と経営者は一族同士あるいは同一人物であることから、経営者と株主の間でのエージェンシー問題は深刻ではないと想定される。この点は、企業経営上の様々な利点をファミリービジネスにもたらすと考えられる。

例えば、内部昇進から社長となったサラリーマン経営者であれば、自分の任期中だけ問題が

4 コーポレートガバナンスとは、「資本の提供者が提供額に見合った適切な利益を自分の手元に取り戻すための仕組み作り」と学術的には定義される(Shleifer and Vishny, 1997)。

なければよいというような近視眼的経営に陥りやすいという問題がたびたび指摘される。一方、株式を集中保有する創業家一族が経営にも参加している場合、企業価値を最大化させることから金銭的リターンを獲得し続けることを期待できるため、長期的な視点から経営ができたり、企業課題に十分な経営努力を払って取り組んだりすると考えられる。また、企業の最終的な意思決定権を持つ株主との意見対立がなくなりやすいため、素早い意思決定や大胆な意思決定も可能になってくる。

一例として、サントリーホールディングスでは1963年のビール事業の参入から40年近く赤字を出し続け、累計で1,000億円を超える損失を出したといわれる⁵。しかし撤退することはず、ついには国内で第3位のシェアを持つ事業を生み出すことにつながっている。事業投資としての是非はともかく、寿不動産という創業家一族の資産管理会社がサントリーホールディングスの株式の90%近くを保有し、また長年にわたり会長職や社長職に創業家一族が就いて経営を行ってきたという点がなければ、このような判断を行うことは難しかったであろう。

ファミリービジネスが経営者と株主の間のエージェンシー問題を軽減するという点では、世代間を跨いだメリットも考えることができる。ファミリービジネスでは「スチュワードシップ(受託者責任)」と呼ばれる、企業を次世代に引き継ごうとする意識が一族に芽生えるため、新規事業の種まきなども含めて企業の持続可能性が重視されることも多い。また、次期経営者の事業承継への意識の高まりや家族間の密着的

な知識の伝達などを通じて、次期経営者の早期教育が可能にもなっている。

実際、フランスにはエノキアン協会という、創業200年以上の歴史を持つファミリービジネスが世界中から加盟している組織がある。同協会では年次的に会合が開かれ、事業承継や事業転換などの情報交換を行うことで長寿企業のノウハウを共有しようとする、一般企業には珍しい取り組みも行われている。また、世界的に有名なスイスのIMDビジネススクールではファミリービジネスの経営者や承継予定者向けの教育プログラムが開かれるなど、世界的にも事業承継にあたって経営者としての教育をあらかじめ受けようとする需要があるといえる。

こうしたメリットに対し、ファミリービジネスであることの企業レベルでの問題点はどこにあるだろうか。ここで留意しなければならないのは、支配株主とその他の外部投資家である少数株主との間でのエージェンシー問題である。つまり、ファミリービジネスにおいては支配株主と少数株主の利害が一致しているとは限らず、支配株主がその支配力を利用して、少数株主が受け取るべきであった利益を搾取する可能性が出てくるのである。

この搾取行動は「トンネリング」と呼ばれ、大王製紙における資金流用事件などがその代表的事例であるが、合法的にも行われえる。例えば、土地などの資産の売買を会社との間で自身に有利な条件で行うことも可能であるし、支配株主として縁故主義的に経営者を選択することで能力以上の報酬額を得ることなども可能である。このとき、抜き取られた資金の源泉は

5 『日経ビジネス』、2009年3月9日号。

少数株主が受け取るはずであった利益にほかならない。一方で、企業的意思決定に強く影響を与え資金を動かすことができるのは支配株主であるので、両者の利害相反が問題となるのである。

外部投資家がトンネリングを警戒すれば、提供額に見合った十分な利益を取り戻せないと予想することからファミリービジネスの株式価値は割引評価されることになる。また、搾取的行動の結果、企業の収益性自体が棄損される可能性も出てくる。そのため、ファミリービジネスにおいては経営の透明性を高めるなど、支配株主に対するガバナンス体制を強化しておくことが肝要だともいえる。

また、世代の差を留意した場合、創業者世代に比べて後継世代は企業の成長に主眼を置かず、事業の安定化を優先する可能性もあることなどから、成長性や収益性が鈍化する可能性が指摘されている (Morck and Yeung, 2003)。高い将来性が期待される場合は、支配株主も企業の資金を搾取せずに事業投資に活用することで、保有株式の価値を高めて利益を獲得できることからトンネリングの問題は抑制されるが、将来性が期待できない場合は搾取的行動を取るインセンティブが高まるため、後継世代のファミリービジネスでは支配株主と少数株主の間でのエージェンシー問題も深刻になるかもしれない。

2.3 創業家一族へのガバナンス

確かに様々な経営上の利点を想定できるファミリービジネスであるが、お家騒動などのスキャンダルがしばしば報道される事実を振り返れ

ば、すべてのファミリービジネスがこうした利点を享受できるわけではないといえるだろう。例えば「長者三代」といわれるように、創業家一族内で承継を継続していくと次第に企業経営に害を及ぼすという見方がある。類似のことわざは「富不过三代」(中国)、“Shirtsleeves to shirtsleeves in three generations” (アメリカ) というように日本に限らず見られ、ファミリービジネスの承継を複数世代にわたって健全に行うことが難しいという見方は世界的にも共通している。

では、どのような点に留意することが、その長寿性を担保するうえで重要なのだろうか。経営者と株主の間でのエージェンシー問題の軽減がファミリービジネスの主な利点として指摘されてきたが、事業承継が複数世代にわたっていくと創業家一族内でさえも利害対立が生じる可能性が考えられる。それは承継の都度、家族間で保有株式が引き継がれるなどして企業へ関与する一族の人数は年数を経るほど増加する傾向が生まれやすいためである。このとき、すべての親族が経営に参加して目標を共有しているわけではないかもしれないほか、株主としての発言力の差などから一部のファミリーメンバーの意見が通りやすくなるかもしれない。結果として経営者＝株主間でのエージェンシー問題の軽減効果は失われ、経営の効率性が損なわれる可能性もある。この問題への対策として、次世代以降の承継も含めて相続内容を設計しておくことや、経営に参画していない親族にも透明性を明らかにしておくという意味で企業のガバナンス体制をより充実させておくことが、トラブルを未然に防ぐために有益であることが指

摘されている（Mukherjee et al., 2019）。

また、経営に参画する親族同士での調整も必要となる。小幡・太宰（2017）では、代々、長子だけに世襲を行っていくファミリービジネスに比べ、兄弟間やその他の傍系親族間で頻繁に経営者交代をするファミリービジネスでは業績が低くなっていることが実証的に示されている。背景には、次期経営者が明確である場合に機能していた親子間での情報伝達など後継者養成上のメリットが遠戚の親族であるほど享受しづらくなるほか、より多くの親族が経営ポストに就くことを期待する結果として創業家一族間での対立を深める要因ともなり、派閥争いなどによって企業経営を非効率にしていた可能性があると考えられる。そのため、無用な争いを避けるためには、次期経営者選出のプロセスを明確にしておく必要があるのかもしれない

3. 日本のファミリービジネスとその課題

3.1 リサーチ・フォーカス

さて、様々な特徴を持つファミリービジネスであるが、日本においてはどのような実態にあるのだろうか。本節では、大株主の構造や財務情報について網羅的にデータ収集が可能な上場企業を対象に、日本のファミリービジネスについて調査・分析をしていく。

ここでは日本のファミリービジネスがどのような課題を持ちえるか検討するため、特に企業業績との関係を見ていく。ファミリービジネスであるかどうかは、前述した通り様々な点で企業行動に影響すると予想される。そのため、こ

れらの行動の結果が企業業績にどのように表れているかを分析することが、ファミリービジネスのガバナンスが十分に機能しているか検討していくうえでの証左となりえるのである。

先行研究では、各国の上場企業を対象にファミリービジネスの業績を見た場合、創業者が経営する場合は高いパフォーマンスを示すという結果が共通して示されてきた⁶。一方で、創業者引退後のファミリービジネスを巡っては必ずしも一様の傾向が示されているわけではない。以下では、日本の上場ファミリービジネスの業績がどのような傾向を見せてきたのか長期的な推移を分析することで近年の課題について検討する。

3.2 サンプル

分析では、1957年度から2013年度を対象期間とした。また、金融業および電気・ガス業を除いた全上場企業を対象企業としている。

データの作成にあたっては、対象期間中に日本政策投資銀行の企業財務データバンクに記載のある企業すべてについて、まずその創業家一族を特定した。具体的には、東洋経済新報社の『日本会社史総覧』、有価証券報告書、各社ウェブサイトを用いている。一族の血縁関係については常盤書院の『財界家系譜大観』および財界研究所の『会社役員録』、日経テレコン21より確認している⁷。次に、一族の株式保有に関する情報を収集した。ここでは、一橋大学経済研究所の大株主・役員データベースおよび企業財務データバンクより上位10大株主の

6 上場企業を対象とした先行研究における創業者による業績の押し上げ効果の一部は、一代で相当な成長を遂げた成功企業のみが分析対象になっているというサバイバシップバイアスから生じている可能性も否定できない。

7 データの収集に用いたのは『財界家系譜大観』の第3版および『会社役員録』の1979年版、1982年版、1983年版である。

名簿を入手した。日本においては多くの創業家一族がプライベートカンパニーや基金を通じて株式を保有しているため、これが一族に係わるものであるかどうかは、大量保有報告書および有価証券報告書から特定している。役員情報については、大株主・役員データベースおよび東洋経済新報社の『役員四季報』より収集した。最後に、各社の財務データを企業財務データバンクから、株価データを東洋経済新報社の株価CD-ROMおよび『株価総覧』から収集した。一連の作業によって大株主や経営者の情報、財務データが得られなかった場合はサンプルより除いて処理している。結果、延べ105,376社の観測数が得られた。

3.3 変数と分析手法

図表2には、分析に用いる主要な変数とその定義をまとめている。なお、各変数は2010年を基準とする消費者物価指数で金額規模を調

整し、異常値処理のため創業家持株比率を除く変数すべてについて上下1%でwinsorizationを実施した。

本稿の分析では、まず、創業者自身が会長もしくは社長に就任している企業を創業者企業と定義する。そのうえで、創業者の親族が社長もしくは会長に就任しているか、創業家一族が最大株主である企業を同族企業として定義した。これにより、ファミリービジネスの業績を世代の違いに留意して確認することができる。創業者企業、同族企業のいずれにも該当しない企業は、非同族企業として分類した。以上の定義はSaito (2008) と同一の定義で、経営権および所有権の両面から定義する点で多くの先行研究とも共通するものである。

企業の業績指標にはROA（総資産利益率）と時価簿価比率を用いている。分析にあたっては、この2変数に対して創業者企業、同族企業の各ダミー変数がどのような関係にあるか回帰

図表2 主要変数の定義

変数	定義
同族企業関連の変数	
創業者企業	創業者が社長もしくは会長に就任している場合を1とするダミー変数
同族企業	創業者の親族が社長もしくは会長に就任しているか、もしくは創業家一族が最大株主である場合を1とするダミー変数
非同族企業	創業家一族が社長および会長に就任しておらず、最大株主でもない場合を1とするダミー変数
創業家持株比率	最大株主となっている創業家一族の株式保有比率
企業業績関連の変数	
ROA	営業利益 ÷ 総資産
時価簿価比率	(期末株価 × 発行済株式総数 + 総負債) ÷ 総資産
コントロール変数	
総資産 (の対数)	総資産 (の対数)
負債比率	(社債 + 長期借入金 + 短期借入金) ÷ 総資産
企業年齢 (の対数)	会社創業からの年数 (の対数)
子会社ダミー	創業家以外の最大株主の株式保有比率が50%以上の場合に1をとるダミー変数
関連会社ダミー	創業家以外の最大株主の株式保有比率が20%以上かつ50%未満の場合に1をとるダミー変数

分析により確認していく。この際、企業規模のほか、事業の成熟度やリスクなども企業業績に影響すると考えられるため、コントロール変数として総資産、負債比率、企業年齢、子会社ダミー、関連会社ダミーを利用した。さらに、以降の回帰分析では、証券コード協議会の業種設定に基づいた産業ダミーと年度ダミーを用いて、産業構造の違いやマクロ経済環境が企業業績に与える影響を処理していく。

3.4 データ

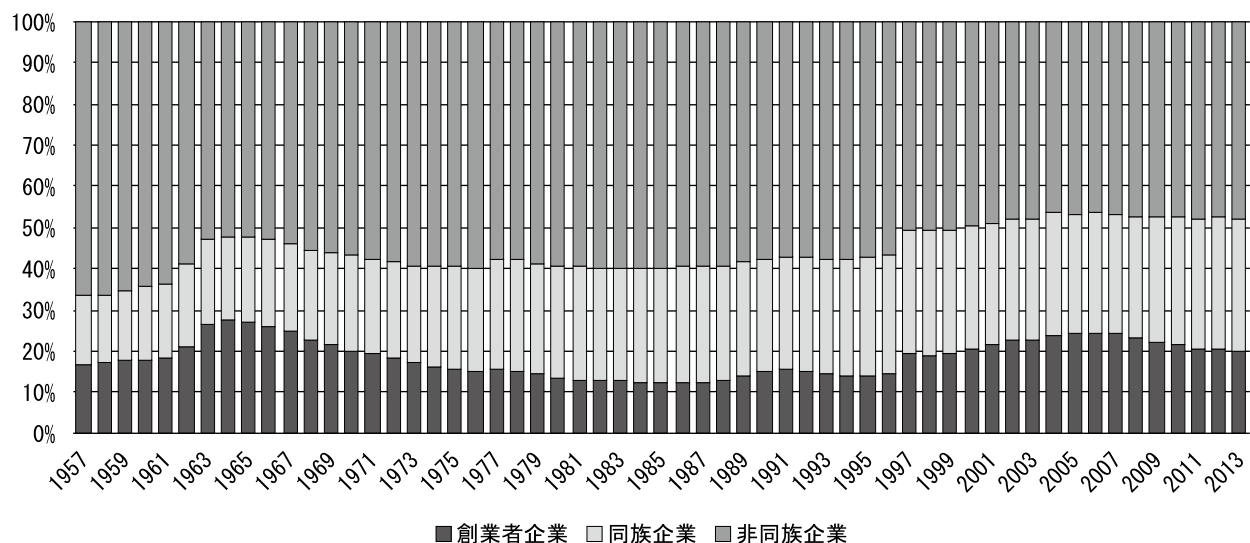
図表3は、創業者企業、同族企業、非同族企業に該当する企業の割合を年度ごとにまとめたものである。対象期間全体では、延べ105,376社のうち、19,018社（18.05%）が創業者企業であり、同族企業は29,670社（28.16%）、非同族企業は56,688社（53.80%）であった。2013年度時点で、創業者企業にはソフトバンク、同族企業にはトヨタ自動車などが該当する。

1957年度時点では創業者企業が16.89%、同

族企業が16.62%、非同族企業が66.49%であるから、近年になるほど上場企業におけるファミリービジネスの割合は大きくなっていることが分かる。具体的な推移としては、1962年度の新規上場ブームなどを受けて創業者企業の割合が大きく増加している。そこから年代を経るごとに創業者企業が減少する一方、事業承継などを通して同族企業の割合が入れ替わるように増えていた。1990年代後半には新興市場の発展にともない相対的には規模の小さい上場企業が生まれやすくなったことから、創業者企業や同族企業の割合が増加している。本稿のデータセット最終年度である2013年度時点では、創業者企業が20.04%、同族企業が31.81%、非同族企業が48.15%となっている。

図表4は、分析で用いる主要な変数について、企業区分別の平均値および中央値を示すとともに、非同族企業をベンチマークとした平均値の差の検定結果を示している。創業家持株比率では、創業者企業で平均値が16.56%、同族企

図表3 日本におけるファミリービジネスの割合と年度別推移



筆者作成

図表4 企業別の基礎統計量（1957年度-2013年度）

	創業者企業		同族企業		非同族企業		t検定	
	平均値 (1)	中央値	平均値 (2)	中央値	平均値 (3)	中央値	t値 (1)-(3)	t値 (2)-(3)
サンプルサイズ=	19,018		29,670		56,688			
創業家持株比率 (%)	16.56	14.79	8.73	5.70	0	0	263.04	187.13
ROA (%)	6.51	6.25	4.82	4.35	4.79	4.43	35.93	0.82
時価簿価比率 (倍)	1.37	1.14	1.17	1.06	1.24	1.10	24.08	-16.29
総資産 (10億円)	56.80	21.30	109.00	33.5	203	46.80	-42.08	-31.46
負債比率 (%)	24.98	23.57	24.8	23.02	28.14	27.01	-19.23	-24.14
企業年齢 (年)	32.59	32	68.9	63	62.29	59	-130.00	30.79
子会社ダミー	0.01	0	0.01	0	0.14	0	-49.24	-64.85
関連会社ダミー	0.07	0	0.07	0	0.32	0	-70.13	-82.95

業で8.73%となっていた。これは図表1で見られた各国の支配株主における創業家一族の割合から比較すると低い水準にあるといえる。Saito (2008) でも、十分な株式保有を伴わないにもかかわらず創業家一族が経営に参加している割合が日本では諸外国と比較しても多いことが指摘されているが、長期的に見ても日本では経営の世襲が容認されやすい環境があると示唆する結果となっている⁸。

企業業績についてROAの平均値を確認すると、創業者企業で6.51%、同族企業で4.82%と、ともに非同族企業の平均を上回っていたが統計的な有意差は創業者企業のみ認められた。時価簿価比率については、創業者企業で平均値が1.37倍であり非同族企業の1.24倍より高く、同族企業では1.17倍と非同族企業よりも低く、それぞれの差は統計的にも有意なものであった。これらの結果は、第一に創業者が経営するファミリービジネスでは非同族企業に比べて会計上の利益性の面からも株式市場など外部投

資家からの評価の面からも優れた業績を出していることを示唆している。第二には、創業者引退後のファミリービジネスでは会計利益的には非同族企業と遜色ない業績を示す一方で、外部投資家からはトンネリング等の観点から割引評価を受けている可能性を示唆している。

しかしながら、負債比率など、企業の基本的な特徴を示すその他の変数についても多くの統計的に有意な違いが認められており、これが企業業績に影響していることも考えられるため、これらの要因についてコントロールしたうえで分析していく必要がある。

3.5 分析

そこで、図表5ではROAと時価簿価比率をそれぞれ被説明変数として、プールドOLSモデルで回帰分析した場合の主要な説明変数の係数値をまとめた。図表4で見られた通り、創業者企業が様々な要因をコントロールしたうえでも優れた会計上の利益を示し、その後の高い

⁸ Burkart et al. (2003) では創業家一族の私的便益や金銭的利益の確保の観点から、株主保護制度が弱い場合には株式を集中保有しかつ経営に参加するファミリービジネスが多く、中程度の場合には株式を保有しつつも経営から退き、強い場合には株式も売却などを通じて手放していく傾向にあることを理論モデルから示している。日本を除く多くの国では同モデルと整合的な傾向が見られている一方、株主保護制度の強い日本において株式保有をともなわない世襲経営が数多く見られる点は現在もパズルの1つといえる。

図表5 ファミリービジネスとパフォーマンス

ベンチマーク変数	比較変数	被説明変数	
		ROA	時価簿価比率
(1) 非同族企業	創業者企業	1.559*** (0.139)	0.028* (0.015)
(2) 非同族企業('57-'75)	創業者企業('57-'75)	1.333*** (0.240)	0.008 (0.015)
(3) 非同族企業('76-'94)	創業者企業('76-'94)	0.923*** (0.162)	-0.039* (0.021)
(4) 非同族企業('95-'13)	創業者企業('95-'13)	1.940*** (0.192)	0.061*** (0.021)
(5) 非同族企業	同族企業	0.392*** (0.093)	-0.033*** (0.011)
(6) 非同族企業('57-'75)	同族企業('57-'75)	0.598*** (0.206)	0.039*** (0.014)
(7) 非同族企業('76-'94)	同族企業('76-'94)	0.236* (0.121)	-0.009 (0.018)
(8) 非同族企業('95-'13)	同族企業('95-'13)	0.460*** (0.122)	-0.060*** (0.013)

(注) 括弧内はクラスターに企業を用いた頑健な標準誤差 (cluster robust standard error) を、*、**、***は、それぞれ10%、5%、1%水準で有意なことを示している。

将来性について投資家から評価されているのだとすれば、回帰分析の結果は創業者企業のダミー変数の係数がROA、時価簿価比率双方に対してプラスに示されると期待される。また、創業者引退後のファミリービジネスでも経営者＝株主間のエージェンシー問題を軽減することで創業者企業同様に企業経営を効率的にしているのであれば、同族企業のダミー変数はROAに対してプラスの係数を示すと予想される。一方で、トンネリングなどの支配株主＝少数株主間のエージェンシー問題が業績に影を落とすとすれば、時価簿価比率については同族企業のダミー変数はマイナスの係数を示すかもしれない。

回帰分析の結果を見ると、非同族企業をベンチマークとした場合の創業者企業の業績を推計した行(1)では、創業者企業の係数はROAで1.559、時価簿価比率で0.028と、ともにプラスで有意な係数となった。これは創業者企業であ

る場合、その他の要因がすべて同一の条件であっても非同族企業に比べてROAで1.559%、時価簿価比率で0.028倍高いことを表している。分析の結果は先行研究の実証結果や図表4の結果とも整合するもので、日本の上場企業においては創業者が経営するファミリービジネスが非同族企業よりも高い利益率を出しており、事業成長性等の理由から株価の面でも投資家から高い評価を受けていることを示唆している。

さらに、行(2)から行(4)では業績に対する影響が時代的に変化を見せるか確認した。具体的には、創業者企業、同族企業、非同族企業の各ダミー変数を1957年度から1975年度、1976年度から1994年度、1995年度から2013年度のどの期間に該当するかで追加的に区分したうえで回帰分析を行い、主要変数の結果についてまとめた。これにより、例えば行(2)では、1957年度から1975年度の非同族企業に対する

同一期間中の創業者企業の効果を確認している。同じ様に、行（3）および行（4）では1976年度から1994年度、1995年度から2013年度での両企業の比較を実施している。ここではROAで行（1）同様に一貫してプラスの係数が示された一方、時価簿価比率については創業者企業（'95-'13）でのみプラスに有意な係数を示しており、行（1）で見られた株式市場からの高い評価が、より直近の年代の企業群から生じていることが示唆される。

次に、同族企業の業績を確認していく。まず、年代別に分けずに推計を行った行（5）ではROAで0.392とプラスに有意な係数を示した一方、時価簿価比率については-0.033とマイナスに有意な係数を示した。この点は、創業者引退後のファミリービジネスが相対的には創業者同様に非同族企業よりも高い事業利益を生み出しているものの、外部投資家からは**図表4**同様に割引評価を受けていることを示唆している。したがって、十分な利益をあげられる能力があるものの、外部投資家はその利益が自身の手元に戻ってくるとは期待していないことになる。

年代別の傾向を確認した行（6）から行（8）の結果は、ROAで一貫してプラスの係数値が示されたものの、時価簿価比率では同族企業（'95-'13）では-0.060と直近の年代になるほど係数値は低下していく傾向があり、市場からの割引評価が近年増々強められていることが示唆される。

図表6では、この低下傾向の詳細を確認するため同族企業のダミー変数をさらに1年度単位で区分して時価簿価比率に対する推計を行い、得られた同族企業の係数値をグラフ化した。な

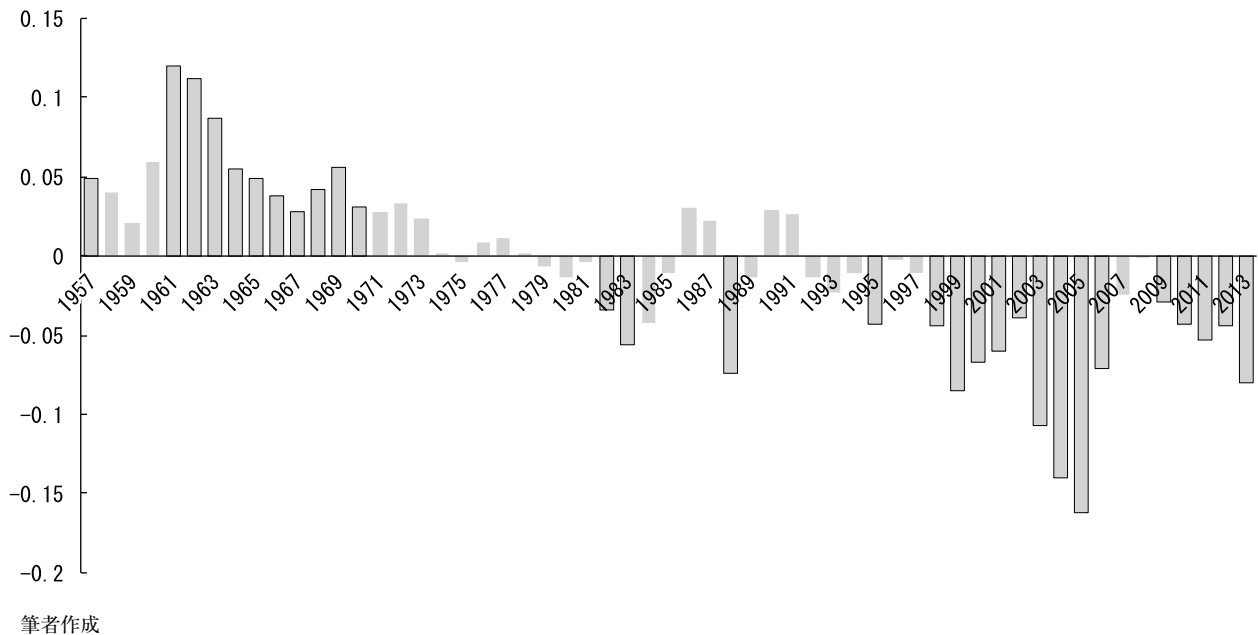
お、図中で棒グラフの外枠が記されている場合は、該当年度の同族企業の係数が10%水準で有意であったことを示している。

分析の結果、同族企業の係数は対象期間全体で見ればマイナスに示されることが多く、この点は**図表5**の結果と整合している。また、1975年度にマイナスの係数が観測されるまで同族企業の係数は一貫してプラスを、逆に1992年度以降は一貫してマイナスの値を示した。これは直近の対象年度ほど同族企業の時価簿価比率が低下する傾向にあることを如実に示している。

こうした落ち込みは、どのような原因から説明できるだろうか。1つには、支配株主＝少数株主間のエージェンシー問題が深刻化したことが考えられる。将来の成長性が期待できる場合はわざわざトンネリングを行うインセンティブが弱いため経済成長期には目立った問題とはならないが、経済成長の鈍化した現代ではすべての企業の成長を期待することは難しいため、投資家の多くが搾取的行動への警戒を強めた可能性がある。また、こうした投資家の反応に対してファミリービジネスのガバナンス体制が十分に改善されていなければ、割引評価はさらに強まることになる。実際、上場企業についていえば、取締役会における社外取締役比率は非同族企業で2013年度時点の平均値が11.29%であるのに対し、同族企業では6.91%と外部からの監督を受け入れる姿勢などには大きな開きがある。

下落要因のもう1つには、外部投資家の構造変化による影響も指摘できる。日本の株式市場の長期的な傾向として海外の投資家からの投資

図表6 同族企業のパフォーマンスの推移



金額が増加していることが一般に知られている。本稿の対象企業中の外国法人等による株式保有比率の株式時価総額による加重平均値は、1957年度の2.98%から2013年度には30.18%に上っていた。Giannetti and Simonov (2006) では、国外の投資家がガバナンスの脆弱な企業への投資を避けていることが報告されており、同族企業がガバナンス上の問題を抱えているのだとすれば、時価簿価比率に対する効果も彼らの市場参入率が増加するほど下落したと考えられ、同時にガバナンス体制の強化を求める市場の声も高まっているものと考えられる。

4. 結論：非上場企業も含めたファミリービジネスへの示唆

本稿では、コーポレートガバナンス研究において2000年以降に関心を集めてきたファミリービジネスについて、その学術的潮流をまとめるとともに、世界での概況などについて紹介した。また、日本のファミリービジネスの実態

やその課題を検討するため、1957年度から2013年度の上場企業の財務データを用いた定量的分析を行った。

分析の結果、日本のファミリービジネスが長きにわたって安定的に高い事業利益率を示してきた一方で、創業者の引退後のファミリービジネスでは特に直近の年代になるほど株式価値が割引評価されていることが示された。一連の結果は、近年、高まりを見せているコーポレートガバナンス体制の強化を求める声に対して、ファミリービジネスが十分な対応を取れていないことを示唆するものでもあった。

では、本稿で分析対象となっていない非上場のファミリービジネスにはどのような示唆をもたらすのだろうか。第一に、先行研究に見られた通り、親族内であってもエージェンシー問題が生じる可能性がある点からは、小規模企業においてもガバナンス強化が必要な場合があることを指摘できる。派閥争いなども含め親族間での対立構造は企業経営の効率性を損ないかね

ないため、内部統制や関連当事者取引に関する情報を明らかにする体制作りのほか、経営者選出のプロセスなどの明確化などを通じて企業の透明性を高めることが必要となるかもしれない。

第二に、ガバナンス体制が脆弱な場合、株式市場からの評価に限らず、金融機関からの借入の際の資金調達コストも割高となる可能性がある。これは外部投資家の資金が正当に使用されないかもしれないという問題同様、貸出資金についても正当に使用されない可能性を危惧す

る金融機関がそのリスクの分だけ利子等の条件を調整することになるからである。また、情報が不透明な企業に対しては倒産リスクを避けるために、債権者が企業の成長に必要な投資案に批判的になる可能性もある。そのため、外部資金調達による事業成長などを期す場合、非上場のファミリービジネスであっても経営の透明性について見直す必要があることを示唆している。

【参考文献】

- Berle, A. and G. Means (1932) "Modern corporation and private property," New York: Macmillan.
- Burkart, M., F. Panunzi and A. Shleifer (2003) "Family firms," *Journal of Finance*, Vol.58 No.5, pp.2167-2202.
- Claessens, S., S. Djankov and L. P. H. Lang (2000) "The separation of ownership and control in east Asian corporations," *Journal of Financial Economics*, Vol.58, pp.81-112.
- Faccio, M. and L. Lang (2002) "The ultimate ownership of western european corporations," *Journal of Financial Economics*, Vol.65 No.3, pp.365-395.
- Giannetti, M. and A. Simonov (2006) "Which investors fear expropriation? Evidence from investors' portfolio choices," *Journal of Finance*, Vol.61 No.3, pp.1507-1547.
- Khanna, T. and J. W. Rivkin (2001) "Estimating the performance effects of business groups in emerging markets," *Strategic Management Journal*, Vol.22 No.1, pp.45-74.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1999) "Corporate ownership around the world," *Journal of Finance* Vol.54 No.2, pp.471-517.
- Morck, R. and B. Yeung (2003) "Agency problems in large family business groups," *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol.27 No.4, pp.367-382.
- Mukherjee, T., V. Swami and W. Wang (2019) "Governance structure and performance of private family firms," *Journal of Economics and Finance*, Vol.43, pp.713-734.
- Saito, T. (2008) "Family firms and firm performance: Evidence from Japan," *Journal of Japanese and International Economics*, Vol.22 No.4, pp.620-646.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1997) "A survey of corporate governance," *Journal of Finance*, Vol.52 No.2, pp.737-783.
- 小幡績・太宰北斗 (2017) 「ファミリー企業と世襲：百貨店業界での実証分析」『一橋商学論叢』 Vol.12 No.2, 26-45頁.