

●研究ノート

ファミリー企業の利益率に関する 実証研究

齋藤卓爾*

要約

本研究は創業者一族による株式保有、経営などが一族企業のコーポレート・ガバナンス、そしてパフォーマンスに与える影響を検証した。このために日本の上場企業をサンプルとして、創業者一族による株式保有、一族の経営への参加状況などのデータを集め、創業業者一族による所有、経営が企業の利益率に与える影響を計量的に分析した。その結果は日本の上場企業の約30%は創業者もしくは創業者の子孫によって経営、所有されており、一族企業、とくに創業者によって経営されている一族企業の利益率は非一族企業の利益率よりも高いというものであった。

1. イントロダクション

これまでのコーポレート・ガバナンスに関する研究は株式が広く、薄く分散し、株式をほとんど所有していない経営者によって経営されている、すなわち所有と経営の分離した企業において、いかにエージェンシー問題を軽減し、経営を効率化するかということを目指していた。しかし、LaPorta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (1999) が指摘するようにこの前提に当てはまる企業は多くなく、企業の所有と経営が一致している上場企業が世

界中で多数見られる。Classens, Djankov and Lang (2000), Faccio and Lang (2002) などは創業者一族によって所有され、経営されている企業が法的に所有権の弱い国々、発展途上国などを中心として多くみられることを示している。先進国、特に英米では株式の分散が進んでいると見られてきたが、Anderson and Reeb (2003) は米国のS&P 500に含まれている企業のうち約三分の一の企業において創業者一族が持ち株の保有、経営への参加などを通じて企業となんらかの関係を持っていることを示している。また、ドイツ・フランスなどの西欧においても一族企業が多く観察されることが報告されている。このように一族企業は途上国のみならず、先進国においても多く見られることが示され、一族企業のコーポレート・ガバナンス、パフォーマンスに関する研究が経済学・ファイナンスの分野でも昨今盛んになってきた。日本においても、キヤノン、武田薬品工業など創業者の子孫によって経営されている有名上場企業が多数ある。しかしながら一族企業の全般的な状況は明らかにされていない。ゆえに、本研究の目的のひとつは日本における一族企業の状況を明らかにすることにある。

一族企業の特徴である所有と経営の一致の最大の問題点はFama and Jensen (1983), Demsetz (1983), Shleifer and Vishny (1997) などが指摘する大株主による少数株主の搾取である。特に創業者一族は投資のために株式を保有しているのではなく、株式を世襲していくためこの問題が深刻である可能性は高い。

* 早稲田大学商学部，日本学術振興会
E-mail: saito-takuji@kurenai.waseda.jp

また、一族企業の最大の特徴である世襲について、Perez-Gonzalez (2004) が一族企業では経営者のプールが小さくなるため望ましくないと述べている。このようにこれまでの経済学・ファイナンスの分野では一族企業は望ましくなく、非効率であるとされてきた。しかしながら、Anderson and Reeb (2003) などは米国において一族企業のパフォーマンスは非一族企業のパフォーマンスを上回っていることを示している。では、日本における一族企業のパフォーマンスはどのようなのであろうか。また、ジェネレーション、持株比率などの一族企業の特徴はパフォーマンスに影響をあたえているのであろうか。

本研究では以上のことを検証するために1990年度の東証1・2部、大証1・2部、地方市場の全上場企業をサンプルとし、一族企業に関する詳細なデータを集め、分析を行った。結果は以下のようなものであった。日本の1990年度の上場企業1823社のうち約34%にあたる612社で創業者もしくはその子孫が経営者として企業に参加していた。また上場企業の約40%にあたる738社で創業者一族が5%以上の株式を保有していた。そして一族が5%以上の株式を保有し、創業者もしくはその子孫が経営に当たっていた企業は約26%、477社であった。このように日本においても創業者一族が大株主として経営にあたっている上場企業が多く存在していることが明らかとなった。

また、実証分析からは以下のことが明らかとなった。創業者一族によって所有され経営されている一族企業の利益率は非一族企業よりも高かった。このことは所有と経営の一致に伴うコストよりも株式保有に伴うインセンティブなどのベネフィットが上回っていることを示唆している。また、創業者とその子孫によって経営されている企業の利益率を比較すると、持株比率を考慮しても創業者によって経営されている企業の利益率が上回っていた。この結果は創業者が高い経営能力をもっ

て企業に貢献していることを示唆している。

これらの結果は以下のように解釈することが可能である。創業者によって経営されている企業の高利益率は創業者自身の能力、情熱などに負うところが大きい。しかしながら、創業者ほどの能力、情熱を持たない可能性の高い創業者の子孫に経営が受け継がれた企業では、所有と経営の一致にともなうエンブレメントの問題などが起こり一族企業の効率性をそいでいる。

本論文の構成は以下の通りである。第2章ではまず一族企業に関する先行研究をサーベイし、一族企業の欠点、利点そして特徴について述べる。第3章ではデータに関する説明を行う。第4章では日本における一族企業の状況を示す。第5章では利益率と一族企業に関する様々な指標の関係を分析する。第6章で本研究を総括し、結論を述べる。

2. 一族企業

2.1 一族企業の欠点と利点

本論文では創業者一族によって所有・経営されている企業を基本的に一族企業 (Family Firm) と考える。なぜなら、一族企業特有の様々な問題が生じるのは創業者一族によって所有され、経営されている企業においてであると考えられるからである。具体的には一族による株式保有比率が5%以上、社長もしくは会長が一族出身者である企業を一族企業と定義する。

一族企業の最大の問題点は所有と経営の一致に伴う問題が生ずる点である。Fama and Jensen (1983), Demsetz (1983) などは上場企業において所有と経営の一致が起こると、少数株主にとって好ましくない経営がなされ少数株主の搾取がおこる可能性があるとしている。Shleifer and Vishny (1997) は経営権に大きなプレミアがついているという事実は経営権を持つ株主が自らにのみ利益となるような経営を行っている事を示していると主張

している。Gomez-Mejia, Nunez-Nickel and Gutierrez (2001) は創業者一族による所有と経営の一致により経営者のエンタレジメントが起こっていることを示している。DeAngelo and DeAngelo (2000) は創業者一族によって所有され、経営されている企業では、特別配当により非一族企業よりも多くの配当が払われているために、企業のパフォーマンスが損なわれていることを実証している。

また、一族による経営には世襲という問題もある。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、有能な者が経営者になる可能性が非一族企業と比較して低くなる。その結果、非一族企業と比較して、一族企業のパフォーマンスは低くなると考えられる。Perez-Gonzalez (2004) は一族経営者の後任に一族出身者が就いた場合と非一族出身者が就いた場合の株式市場の反応を比較すると非一族出身者が後継者となった場合のほうが株式市場の反応は良く、交代後のパフォーマンスも非一族出身者が後継者となった場合の方が優れていることを示している。また、Morck, Strangeland and Yeung (2000) は創業者の子孫によって経営されている企業では研究開発費への投資が少ないことを示している。

このように多くの研究が一族企業の問題点を示しているが、一族企業の利点を示している研究もある。Demsetz and Lehn (1985) は株式が集中しているとエージェンシーコストが軽減し、企業価値を最大化するインセンティブが生ずると主張している。Jamez (1999) は、一族企業は経営を子孫に受け継いでいくので長期的な視野で効率的に投資することができることを理論的に示している。Anderson et al. (2003) は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。また、Laband and Lentz (1986), Lentz and Laband (1989),

Lentz and Laband (1990) は世襲により暗黙の人的資本の蓄積が促進されることを理論的、実証的に示している。Dunn and Holtz-Eakin (2000) は両親が自営業である自営業者の所得は両親が自営業者ではない自営業者の所得を上回っていることを示している。

では実際の一族企業のパフォーマンスはどのようなのだろうか？ Anderson and Reeb (2003) は米国企業をサンプルとした実証研究を行い、創業者一族が株式を保有している企業、一族が経営を行っている企業が高いパフォーマンスを達成していることを示している。McConnaughey, Walker, Henderson and Chandra (1998) も同様に一族企業のパフォーマンスが非一族企業よりも高いことを示している。また、Villalonga and Amit (2005) は創業者によって経営されている間は非一族企業よりも高いパフォーマンスを示すが、世襲されるとその差はなくなることを示した。これに対してBarth, Gulbrandsen, and Schone (2004) は一族企業のTFPは非一族企業と比較して低いことを示している。

このように一族企業のコーポレート・ガバナンスを中心とした問題点が指摘されてきたにも関わらず、一族企業のパフォーマンスが非一族企業よりも優れていることを実証的に示した研究も多くある。

2.2 本稿の目的

本稿ではまず、これまで不明であった日本の上場企業における一族企業の状況について詳細に明らかにする。

次に一族企業と非一族企業のパフォーマンスを比較する。もし、一族企業という形態が所有と経営の一致に伴うエンタレジメントなどの問題が発生させるのであれば、一族企業が非効率な形態であり、非一族企業よりも劣るパフォーマンスであるはずである。これに対して一族企業において、長期的視野での経営、一族と企業の評判の効果、株式保有に伴うインセンティブなどが効率的に働いているのであれば、一族企業のパフォーマンスは

非一族企業よりも優れているはずである。比較に当たっては一族の持株比率、経営陣の構成、経営者の世代などがどのような影響を持っているのかに注目した分析もあわせて行う。世襲の場合、経営者候補が少ないために能力の低い者が経営者となる可能性が高まるのであれば、創業者の子孫によって経営されている企業のパフォーマンスは劣っているはずである。これに対して、世襲により暗黙の人的資本の蓄積が促進されるのであれば、創業者の子孫によって経営されている企業のパフォーマンスは非一族企業よりも優れているはずである。以下ではこれらのことを実証的に検証していく。

3. サンプルとデータ

以上のことを検証するために本研究ではまず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1823社（金融業・電気ガスなどの公的産業を除く）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。一族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一族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一族企業の研究と比較してもかなり大規模なサンプルである。

一族企業の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年度末の全上場企業に関して1990年から1998年までの社長、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。なお、社長、会長以外の取締役に関しては名字が創業者一族と同じであった場合に創業者一族出身取締役としている。

創業者一族による持株に関しても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係のあ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。

その他の財務データは日本開発銀行の財務データを用いた。なお、すべての金額は消費者物価指数を用いて2000年3月期の貨幣価値に調整してある。その他の変数の定義はTable 3にまとめている。

4. 日本における一族企業

4.1 一族企業と非一族の比較

一族企業の定義は様々である。Table 1は1990年度の上場企業1823社における創業者一族の株式保有、経営への参加の状況を示している。1823社のうち738社（約40%）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。また、545社（約30%）においては創業者一族の持株比率が5%をこえており、194社（約11%）では持株比率が20%を上回っていた。創業者一族が最大株主の企業は455社（約25%）であった。創業者一族の経営への参加度をみてみると、1823社のうち758社（約42%）において創業者一族の出身者が取締役として在籍していた。創業者一族に関連した株主が株主上位

20位内に含まれている、もしくは創業者一族出身者が取締役を務めている企業は820社、上場企業の45%にもものぼった。1823社のうち657社（約36%）においては創業者一族出身者が経営陣（社長もしくは会長）に含まれていた。また、一族に関連した株主が上位20位以内に含まれている企業738社のうち約83%、612社では創業者一族出身者が社長もしくは会長を務めている。このように一族が株式をある程度保有している企業のほとんどでは一族による経営が行われている。以上の結果が示すように、日本の上場企業において、一族企業は非常に大きな割合を占めている。

Table 1が示すように創業者一族と企業との関係は多岐にわたるが本稿では一族による持株比率が5%以上で、なおかつ一族出身者が社長もしくは会長を務めている企業を一族企業（Family Firm）と定義する。この定義にあてはまる企業は477社（約26%）である。

Table 2は、1990年度末の全上場企業に関して産業ごとの一族企業と非一族企業の分布を示したものである。Table 2は木材、出版印刷、土木建設、小売業などで一族企業の比率が高いことを示している。これに対して鉱業、石油精製、鉄道など比較的規模が求められる産業では一族企業の比率が低くなっている。

Table 4は、1990年における一族企業と非一族企業の持株構成、財務データなどを比較したものである。なおコラム6では一族企業

と非一族企業の各変数の平均値に差はないという帰無仮説をt検定によりテストしている。コラム7では一族企業と非一族企業の各変数の中央値に差はないという帰無仮説をWilcoxon rank-sum testによりテストしている。

まず、一族企業における平均の一族持株比率（Family Ownership）は19.16%、中央値は16.19%である。一族企業のうち約90%の企業において創業者一族が最大株主となっている。創業者が社長もしくは会長に就いている企業（Family Firm Founder）は215社あった¹。11社では創業者の兄弟などの創業者と同世代の一族出身者（Family Firm 1st Generation）が²、187社では創業者の息子などの第二世代（Family Firm 2nd Generation）が、64社では創業者の孫などの第三世代（Family Firm 3rd Generation）が経営を担っていた。一族企業には平均して2.3人の創業者一族出身の取締役（Family Director）が在籍しており、最大人数は6名であった。また、取締役に占める一族出身者の割合（Family Director Ratio）は平均で19%、最大で71%であった。

一族企業と非一族企業の利益率（ROA）は平均がそれぞれ9.03%、7.83%、中央値が8.15%、7.83%であった。両者の差は平均、中央値ともに1%水準で有意であった。また、各企業のROAから各企業の属する産業の全企業のROAの中央値を引いたIndustry-adjusted ROAも平均値、中央値ともに一族

Table 1. Distribution of Family Ownership and Director in 1990

一族による株式保有	一族の企業への参加			
	取締役不在	取締役のみ	経営者	計
Family Ownership=0	1003	37	45	1085
0<Family Ownership<5	38	20	135	193
5<=Family Ownership<10	13	17	124	154
10<=Family Ownership<20	6	20	171	197
20<=Family Ownership	5	7	182	194
創業者一族が最大株主	13	24	418	455
計	1065	101	657	1823

Table 2. Number and Percent of Family and Non-family Firms by Industry

SIC Code	Industry Description	Non-family Firms	Family	Percent Family Firms in Industry
1	食料品	74	30	28.85
3	繊維品	63	9	12.50
5	木材・木製品	2	4	66.67
7	紙・パルプ	24	8	25.00
9	出版印刷	6	6	50.00
11	化学工業	131	29	18.13
13	石油精製	8	0	0.00
15	ゴム製品	13	5	27.78
17	窯業・土石製品	53	12	18.46
19	鉄鋼	47	9	16.07
21	非鉄金属	36	5	12.20
23	金属製品	41	20	32.79
25	一般機械	139	43	23.63
27	電気機械器具	127	40	23.95
29	輸送用機械器具	95	20	17.39
31	精密機械器具	25	9	26.47
91	その他製造業	37	22	37.29
105	漁業・水産養殖	2	0	0.00
201	鉱業	8	0	0.00
301	土木建築	51	38	42.70
303	浚渫	3	2	40.00
391	その他建設	44	4	8.33
401	卸売	86	59	40.69
403	小売	57	64	52.89
601	不動産業	27	5	15.63
701	鉄道	21	1	4.55
703	道路旅客運送	6	2	25.00
705	道路貨物運送	11	4	26.67
707	水運	21	2	8.70
709	航空運輸	4	0	0.00
711	倉庫	10	4	28.57
713	運輸関連	17	3	15.00
715	通信	2	0	0.00
901	ホテル・旅館	9	0	0.00
903	映画・娯楽	24	5	17.24
905	民間放送	4	0	0.00
909	業務物品賃貸	2	1	33.33
915	情報サービス	7	5	41.67
991	その他サービス	7	7	50.00
All		1346	477	26.17

Table 3. List of Variables

変数名	定義
ROA (%)	(経常利益＋営業外費用)／総資産
Industry-adjusted ROA (%)	ROAから各産業のmedianのROAをひいた値
Family Firm (Dummy)	創業者一族の持株比率が5%以上で、社長もしくは会長が創業者もしくは創業者一族出身である
Founder Firm (Dummy)	創業者一族の持株比率が5%以上で、社長もしくは会長が創業者である
Descendant Firm (Dummy)	創業者一族の持株比率が5%以上で、社長もしくは会長が創業者の子孫である。ただし、創業者が社長もしくは会長であった場合は0をとる
Family Firm 1st Generation (Dummy)	創業者一族の持株比率が5%以上で、社長もしくは会長が創業者一族出身で、第一世代(創業者の兄弟)に属している。ただし、創業者が社長もしくは会長であった場合は0をとる
Family Firm 2nd Generation (Dummy)	創業者一族の持株比率が5%以上で、社長もしくは会長が創業者一族出身で、第二世代(創業者の子供)に属している。ただし、創業者、第一世代が同時に社長、もしくは会長であった場合は0をとる
Family Firm 3rd Generation (Dummy)	創業者一族の持株比率が5%以上で、社長もしくは会長が創業者一族出身で、第三世代(創業者の孫)以降に属している。ただし、創業者、第一世代、第二世代が同時に社長、もしくは会長であった場合は0をとる
Family Ownership (%)	創業者一族の持株比率
Family Management Ownership (%)	創業者一族出身社長、会長の持株比率
Family Director	創業者一族出身取締役の人数
Family Director Ratio (%)	全取締役に占める創業者一族出身者の比率
Largest Shareholder Ownership (%)	創業者一族を除く最大株主の持株比率
Assets (billion yen)	総資産
Sales (billion yen)	売上高
Leverage (%)	有利子負債／総資産
Firm Age From Founded (Year)	創業してからの年数
Firm Age From Establishment (Year)	会社組織を設立してからの年数
Firm Age From IPO (Year)	株式上場してからの年数
Return Volatility	60ヶ月間の月間株式収益率の標準偏差
Affiliated Firm (Dummy)	創業者一族以外の最大株主の持ち株比率が20%を越えている
Outside Director (Dummy)	兼任役員が在籍している

Table 4. Descriptive Data for Family and Non-family Firms

	Family Firms			Nonfamily Firms		Family vs Nonfamily	
	Mean	Median	Max	Mean	Median	t-test	Wilcoxon rank-sum test
Number of Firms		477		1346			
Family Ownership (%)	19.16	16.19	64.29	1.01	0.00	48.98	35.35
Family Director	2.27	2	6	0.35	0	41.48	31.35
Family Director Ratio (%)	18.60	16.67	71.43	2.42	0.00	40.50	31.98
Founder Firm	0.45	0	1	0.03	0	27.31	23.01
Family Firm 1st Generation	0.02	0	1	0.00	0	3.91	3.89
Family Firm 2nd Generation	0.39	0	1	0.07	0	18.44	16.93
Family Firm 3rd Generation	0.13	0	1	0.03	0	7.92	7.79
ROA (%)	9.03	8.15	46.43	7.83	7.29	5.22	4.71
Industry-adjusted ROA (%)	1.11	0.34	37.56	0.07	-0.26	4.68	4.17
Assets (billion yen)	10.07	4.45	264.00	22.80	5.97	3.73	4.93
Sales (billion yen)	10.01	4.64	199.00	28.40	6.05	2.86	4.59
Leverage (%)	23.18	21.37	78.80	26.56	24.93	3.70	3.69
Firm Age From Founded	63.67	57.00	529	60.33	52.00	1.64	4.50
Firm Age From Establishment	43.00	42.00	100	51.01	47.00	9.59	9.15
Firm Age From IPO	17.38	18.00	41	29.24	29.00	19.33	17.50
Ownership by Largest Shareholder (%)	7.49	5.00	54.64	20.43	12.82	16.37	20.06
Affiliated Firm	0.07	0	1	0.42	0	14.96	14.12
Outside Director	0.24	0	1	0.50	0.5	10.07	9.81

企業の方が高く、その差は1%水準で有意なものであった。企業規模に関して一族企業と非一族企業を比較すると総資産、売上高ともに非一族企業が上回っており、平均値の差、中央値の差ともに有意なものであった。有利子負債が総資産に占める比率 (Leverage) は両者とも一族企業のほうが低く、平均値、中央値ともにその差は1%水準で有意なものであった。創立からの年数 (Firm Age From Founded) は一族企業のほうが長く、一族企業と非一族企業との差は中央値に関しては有意なものであったが、平均値の差は有意なものではなかった。しかし、会社組織の設立からの年数 (Firm Age From Establishment)、株式上場からの年数 (Firm Age From IPO) からの年数は非一族企業の方が長く、その差は平均、中央値ともに有意であった。一族以外の最大株主の株式保有比率は一族企業の平均値、中央値がそれぞれ、7.49%、5%であったのに対して、非一族企業の平均値、中央値はそれぞれ20%、13%であり、両者の差は極めて大きく、平均値の差、中央値の差ともに1%水準で有意であっ

た。また、非一族企業の42%の企業には持株比率が20%以上の大株主が存在していた。

このように一族企業は日本の上場企業においても広く観察され、様々な項目において非一族企業との間に顕著な違いが見られる。また、非一族企業の多くは子会社であり、日本の上場企業においても、これまでのコーポレート・ガバナンス研究が前提としてきた株式が分散していて、社長が内部出身者という概念が当てはまらないことは明らかである。実際、最大株主の株式所有比率が10%以下で、社長が内部出身者という定義に当てはまる企業は1990年度の上場企業1823社のうち471社しかなく、一族企業の数とほぼ同じである。

4.2 創業者企業と創業者の子孫によって経営されている企業の比較

これまでの研究では一族企業とは創業者一族という一つの主体によって所有され、経営されている企業と考えられてきた。たしかに創業者が経営に参加している企業では株式、権力などが創業者に集中しており、この前提があてはまる。しかしながら、創業者の引退

もしくは死後、その息子などに経営が世襲された企業においては必ずしもこの前提が当てはまるとは限らない。なぜなら、創業者の保有していた株式が複数の息子などに相続され、利害をもつ一族出身者が複数となるからである。また、Perez-Gonzalez (2004) や Morck, Strangeland and Yeung (2000) は創業者とその子孫の間には経営能力に関して大きな差があると指摘している。Burkart, Panunzi and Shleifer (2003) は世襲の決定には様々な要因が関係していることを理論的に示している。このように創業者によって経営されている一族企業と創業者の子孫によって経営されている一族企業ではガバナンスなどの面で違いが生じていると考えることができる。ゆえに両者は分けて分析を行う必要があると考えられる。

Table 5は、一族企業を創業者によって経営されている企業（創業者企業）と創業者の子孫などによって経営されている企業（子孫企業）に分けて、株式保有状況、取締役の状況、業績などを示している。コラム5では創業者企業と子孫企業の各変数の平均値に差はないという帰無仮説をt検定によりテストしている。コラム6では創業者企業と子孫企業の各

変数の中央値に差はないという帰無仮説をWilcoxon rank-sum testによりテストしている。

一族の持株比率（Family Ownership）は創業者企業が平均21%，中央値が18%であるのに対して、子孫企業の一族持株比は平均17%，中央値15%と創業者企業よりも低くこの差は有意なものであった。これは相続税支払いのための物納、増資による株式の希薄化などが原因であると思われる。

なお、他のデータを比較してみると、利益率は創業者企業のほうが、子孫企業よりも有意に高かった。規模に関しては両者の間に有意な差はみられなかった。当然、企業年齢は創業者企業のほうが有意に高かった。

このように一族企業内でも創業者企業と子孫企業の間には一族による株式保有形態を中心に大きな違いがある。

5. 一族企業と利益率の分析

5.1 一族企業の非一族企業の比較分析

本章ではまず、Anderson and Reeb (2003) が米国企業をサンプルとした分析で示したように創業者一族と何らかの関係を持っている

Table 5. Descriptive Data for Founder and Descendant Firms

	Founder Firm		Descendant Firm		Founder vs Descendant	
	Mean	Median	Mean	Median	t-test	Wilcoxon rank-sum test
Number of Firms	215		262			
Family Ownership (%)	21.24	17.75	17.45	15.14	3.42	3.17
Family Director	2.26	2	2.27	2	0.14	0.04
Family Director Ratio(%)	18.47	16.67	18.75	16.67	0.28	0.59
ROA (%)	9.79	8.86	8.41	7.69	3.11	3.56
Industry-adjusted ROA (%)	1.64	0.73	0.67	0.17	2.25	2.06
Assets (billion yen)	10.09	4.59	10.05	4.13	0.14	1.34
Sales (billion yen)	10.05	4.69	9.85	4.34	0.33	0.82
Leverage (%)	21.24	19.50	24.77	23.72	2.38	2.68
Firm Age From Founded	41.79	40.00	75.54	66.00	8.47	13.58
Firm Age From Establishment	34.72	35.00	49.81	47.00	13.54	12.52
Firm Age From IPO	11.36	7.00	22.32	27.00	10.76	9.79
Ownership by Largest Shareholder (%)	7.07	4.98	7.83	5.00	1.17	2.37
Outside Director	0.23	0	0.25	0	0.61	0.61

企業がそうではない企業と比べて良好なパフォーマンスを達成しているかどうかを検証するために、創業者一族による持株、経営が企業の利益率に与える影響を調べる。分析に用いる計量モデルは以下の通りである²。

$$\text{Firm Performance} = \alpha + \beta_1 (\text{Family Firm}) + \beta_2 (\text{Control Variables}) + \beta_{1-991} (\text{Industry Dummy Variables}) + \beta_{91-98} (\text{Year Dummy Variables}) + \varepsilon$$

Firm Performance: Industry-adjusted ROA

Family Firm: Family Firm (一族持株比率5%以上かつ、社長もしくは会長が一族出身者), Family Ownership, Family Firm Founder (創業者企業), Family Firm Descendent (子孫企業) など

Control Variables: Log of Sales (規模), Log of Firm Age (企業年齢), Leverage (負債比率), Return Volatility (リスク), Affiliated Firm (子会社ダミー), Outside Director (外部取締役ダミー)

Industry Dummy Variables: 産業ごとのダミー変数

Year Dummy Variables: 1991年から1998年までの各年のダミー変数

サンプル企業は1990年度の上場企業全社であり、期間は1990年から1998年である。用いる計量手法はOLSである。なおStandard Errorは企業ごとにクラスタリングしたRobust Standard Errorである。結果はTable 6, 7に示されている。

Table 6のコラム(1)では一族企業の説明変数として一族の持株比率が5%以上かつ社長もしくは一族出身者である企業のダミー変数を用いている。結果は正に1%水準で有意であった。すなわち、一族企業の利益率は非一族企業よりも高いということである。また、併せて一族5%以上の株式を保有しているが、経営を行っていない企業(社長も会長も一族

出身者ではない)を1とするダミー変数も説明変数として用いている。結果は正に有意なものであったが、有意水準は10%で、一族によって経営されている企業よりも低い水準であった。コラム(2)では一族企業を社長、会長のどちらかを非一族出身者が占めている企業³(Family Firm with Hired Manager)と非一族出身者が社長も会長も務めていない企業⁴(Family Firm without Hired Manager)に分けて分析している。結果は両者とも1%水準で正に有意であり、係数に大きな違いはなかった。コラム(4)では一族が経営に携わっているかどうかに関係なく、一族の持株比率を説明変数としている。一族の持株比率と利益率の関係が線形でない可能性を考慮するために、一族の持株比率を2乗したものも併せて説明変数として用いた。一族持株比率の結果は正に、2乗したものは負に両者とも1%水準で有意であった。すなわち、一族の持株比率が高いほど、利益率は高いが、その伸びは持株比率が高くなるほど鈍るということである。なお、最大の一族の持株比率は64%であったので、持株が増えることによって、利益率が下がることはない。コラム(4)では一族によって経営されている企業を持株比率のレベルごとに分けて分析している。なお、ここでは持株比率が5%以下で一族によって経営されている企業も一族企業として扱っている。結果はすべて正であったが、持株比率が0から5%の一族企業の結果は有意なものではなかった。また、係数に注目すると一族の持株比率の高い一族企業の利益率ほど高いことを示唆している。

このようにTable 6の結果は創業者一族によって所有され、経営されている企業の利益率は非一族企業よりも高いことを示している。また、ある程度の株式の保有をしていない一族によって経営されている企業の利益率は株式の保有を伴った一族によって経営されている企業ほどの利益率を達成できないことも結果は示していた。このような結果は企業の所

Table 6. OLS Regressions: ROA and Family Firms

	Dependent variables: Industry-adjusted ROA (%)			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Intercept</i>	-3.132 ** (1.386)	-2.804 ** (1.355)	-3.401 ** (1.382)	-2.976 ** (1.357)
<i>Family Firm (Family Ownership >=5 with Family Manager)</i>	0.875 *** (0.171)			
<i>Family Own Firm (Family Ownership >=5 without Family manager)</i>	0.680 * (0.378)			
<i>Family Firm without Hired Manager</i>		0.828 *** (0.181)		
<i>Family Firm with Hired Manager</i>		0.720 *** (0.260)		
<i>Family Ownership</i>			0.086 *** (0.018)	
<i>Family Ownership²</i>			-0.001 *** (0.000)	
<i>Family Firm (0 <= Family Ownership < 5)</i>				0.083 (0.180)
<i>Family Firm (5 <= Family Ownership < 10)</i>				0.492 ** (0.234)
<i>Family Firm (10 <= Family Ownership < 20)</i>				0.898 *** (0.260)
<i>Family Firm (Family Ownership >= 20)</i>				1.103 *** (0.251)
<i>Log of Sales</i>	0.507 *** (0.064)	0.494 *** (0.063)	0.514 *** (0.063)	0.498 *** (0.063)
<i>Log of Firm Age</i>	-0.897 *** (0.213)	-0.896 *** (0.214)	-0.884 *** (0.215)	-0.880 *** (0.213)
<i>Leverage</i>	-0.066 *** (0.004)	-0.067 *** (0.004)	-0.066 *** (0.004)	-0.067 *** (0.004)
<i>Return Volatility</i>	-7.705 *** (2.203)	-7.869 *** (2.200)	-7.640 *** (2.204)	-7.800 *** (2.193)
<i>Affiliated Firm</i>	-0.360 ** (0.151)	-0.387 ** (0.153)	-0.322 ** (0.151)	-0.362 ** (0.156)
<i>Outside Director</i>	0.150 (0.128)	0.133 (0.129)	0.164 (0.129)	0.140 (0.129)
<i>Industry Dummy</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year Dummy</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
R^2	0.180	0.179	0.182	0.180
Sample Size	14731	14731	14722	14731

有と経営の一致は望ましくないなど一族企業は非効率であるという仮説に反する結果である。また、一族の持株比率が高い企業ほど利益率が高いという結果は持株が効率的な経営を行うインセンティブとして機能していることを示唆するものであり、Anderson and Reeb (2003) などと同様に一族企業が効率的な組織であることを示唆している。

なお、Control Variablesの結果を見てみると創業者一族による持株が利益率に正の効果を持っているのに対して、子会社ダミーは利益率に負に有意であった。また、企業規模は正に、企業の年齢は負に、銀行からの借入比率は負に、リスクは負にそれぞれ有意な効果を利益率に対して持っていた。

5.2 世代を考慮した分析

次にTable 7では一族出身経営者の世代を考慮した分析を行う。第4章で示されたように、創業者企業と子孫企業の間には一族の株式保有構造を中心に顕著な違いが見られる。また、Perez-Gonzalez (2004), Morck, Stangeland and Yeung (2001) などが主張するように創業者から経営を引き継いだ創業者の子孫は必ずしも経営者として十分な能力を持っていないため、企業の業績を下げる可能性を有する。分析に用いる計量モデルはFamily Firmを示す説明変数以外はTable 6の分析と同じである。

コラム(1)は一族企業を創業者によって経営されている企業 (Founder Firm) と創業者の子孫によって経営されている企業 (Descendant Firm) に分けて分析を行っている。結果は両者とも正に1%水準で有意であった。しかし、係数には大きな違いが見られ、創業者によって経営されている企業の方がより高い利益率を達成している。次にコラム(2)では子孫企業を第一世代企業 (Family Firm 1st Generation), 第二世代企業 (Family Firm 2nd Generation), 第三世代企業 (Family Firm 3rd Generation) により詳しく分けた分析を行った。結果は創業者企業、

第一世代企業が1%水準で正に有意な効果を利益率に対して持つのに対して、第三世代企業は10%水準で正な効果、第二世代企業は正ではあるが有意な効果を持たなかった。この結果はVillalonga and Amit (2005) による米国企業の分析と一致する結果である。しかしながら、第4章で示したように創業者企業と比べて子孫企業の一族持株比率は低い。ゆえに、コラム(3)では創業者企業と子孫企業を持株比率ごとに分けて分析を行った。結果は創業者が経営を担っている企業では株式の保有比率に関わらず、利益率に対して正に1%水準で有意な効果を持っていた。係数を比較すると一族の持株比率が5%から10%よりも10%から20%の方が高い値であるが、10%から20%と20%以上を比較すると係数はほぼ同じである。次に、子孫企業の結果を見ていく。一族持株比率が5%から10%の子孫企業の係数は正であったが有意ではなかった。一族持株比率が10%から20%の子孫企業の係数は正で、10%水準で有意であった。一族持株比率が20%の子孫企業の係数は正で、1%水準で有意であった。しかしながら、係数は株式所有比率が5%から10%の創業者企業よりも低い。このように創業者企業と子孫企業では一族の株式保有比率を考慮しても、創業者企業の方が子孫企業よりも高い利益率を達成していることが明らかになった。この理由は経営者としての能力の差によるものであると考えられる。しかしながら、子孫企業のパフォーマンスは非一族企業と比較して劣るものではなく、世襲によって経営者になった創業者の子孫の経営能力が劣るということを意味している訳ではない。

6. 結論

ほとんどの企業は創業者によって設立される。すなわちほとんどの企業は一族企業と呼ばれる状況を経験するのである。そして実際に世界中の多くの企業は創業者もしくはその

Table 7. OLS Regressions: ROA and Family Generation

	Dependent variables: Industry-adjusted ROA (%)		
	(1)	(2)	(3)
<i>Intercept</i>	-3.311 ** (1.382)	-3.336 ** (1.399)	-3.421 ** (1.380)
<i>Founder Firm</i>	1.538 *** (0.303)	1.548 *** (0.304)	
<i>Descendant Firm</i>	0.455 *** (0.171)		
<i>Family Firm 1st Generation</i>		2.214 *** (0.669)	
<i>Family Firm 2nd Generation</i>		0.284 (0.186)	
<i>Family Firm 3rd Generation</i>		0.595 * (0.317)	
<i>Founder Firm</i> (5<=Family Onwership<10)			1.083 *** (0.417)
<i>Founder Firm</i> (10<=Family Onwership<20)			1.755 *** (0.516)
<i>Founder Firm</i> (Family Onwership>=20)			1.661 *** (0.394)
<i>Descendant Firm</i> (5<=Family Onwership<10)			0.254 (0.266)
<i>Descendant Firm</i> (10<=Family Onwership<20)			0.435 * (0.239)
<i>Descendant Firm</i> (Family Onwership>=20)			0.487 *** (0.284)
<i>Log of Sales</i>	0.482 *** (0.062)	0.479 *** (0.062)	0.487 *** (0.063)
<i>Log of Firm Age</i>	-0.718 *** (0.229)	-0.704 *** (0.235)	-0.713 *** (0.228)
<i>Leverage</i>	-0.067 *** (0.004)	-0.067 *** (0.004)	-0.067 *** (0.004)
<i>Return Volatility</i>	-7.992 *** (2.184)	-7.894 *** (2.184)	-7.977 *** (2.177)
<i>Affiliated Firm</i>	-0.355 ** (0.153)	-0.356 ** (0.153)	-0.346 ** (0.153)
<i>Outside Director</i>	0.151 (0.128)	0.161 (0.127)	0.158 (0.128)
<i>Industry Dummy</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year Dummy</i>	Yes	Yes	Yes
R^2	0.183	0.184	0.184
Sample Size	14731	14731	14731

子孫によって所有され、経営されている。日本においても上場企業の約四分の一は創業者一族によって所有され、経営されている。しかしながら、これまでのコーポレート・ガバナンスの研究は所有が分散し、ほとんど株式を保有しない経営者によって経営されている企業を仮定してきた。ゆえに、これまでの仮定のあてはまらない一族企業の状況、利点、問題点を知ることは急務である。

本研究はこれまで明らかでなかった日本における一族企業の状況を明らかにするとともに、一族企業の様々な特徴が企業のパフォーマンスに与える影響を知るために、1990年度の上場企業をサンプルとし、一族企業に関する詳細なデータを収集、分析を行った。

本研究の得た結果は以下のようなものである。日本の1990年度の上場企業1823社のうち約34%にあたる612社で創業者もしくはその子孫が経営者として企業に参加していた。また上場企業の約40%にあたる738社で創業者一族が5%以上の株式を保有していた。そして一族が5%以上の株式を保有し、創業者もしくはその子孫が経営に当たっていた企業は約26%、477社であった。このように日本においても創業者一族が大株主として経営にあたっている企業が多く存在していることが明らかとなった。

また、実証分析からは以下のことが明らかとなった。創業者一族によって所有され経営されている一族企業の利益率は非一族企業よりも高かった。このことは所有と経営の一致に伴うコストよりも株式保有に伴うベネフィットが上回っていることを示唆している。また、創業者とその子孫によって経営されている企業の利益率を比較すると、持株比率を考慮しても創業者によって経営されている企業の利益率が上回っていた。この結果は創業者が高い経営能力をもって企業に貢献していることを示唆している。

これらの結果は以下のように解釈することが可能である。創業者によって経営されてい

る企業の高利益率は創業者自身の能力、情熱などに負うところが大きい。しかしながら、創業者ほどの能力、情熱を持たない可能性の高い創業者の子孫に経営が受け継がれた企業では、所有と経営の一致にとまなうエンブレメントの問題などが起こる可能性が高まり企業の効率性をそいでいる。

本研究が示すように一族企業は一様なものではない。創業者の有無、持株比率など様々な要素が存在し、企業のコーポレート・ガバナンスについてはパフォーマンスに影響を与えている。どのように世襲が起こるのか、どのような企業で世襲が起こるのかなど一族企業に関して知られていないことは多くある。また、株主保護の強弱は一族企業の形態に大きな影響を与えていると言われている。このようなことも検証するには一国における研究だけでなく、国際的な比較研究を進め、一族企業に関する理解を深めていく必要があると考えられる。

References

- Anderson, R.C., and Reeb, D.M., 2003. Founding Family Ownership and Performance. Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance* 58, 1301-1327.
- Anderson, R.C., Mansi, S.A., and Reeb, D.M., 2003. Founding Family Ownership and the Agency Costs of Debt. *Journal of Financial Economics* 68, 263-285.
- Barth, E., Gulbrandsen, T., and Schone, P., 2004. Family Ownership and Productivity: The Role of Owner-management, *Journal of Corporate Finance*, forthcoming.
- Burkart, M., Panunzi, F., and Shleifer, A., 2003. Family Firms. *Journal of Finance* 58, 2167-2202.
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L. P. H., 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, *Jour-*

- nal of Financial Economics* 58, 81-112.
- DeAngelo, H., and DeAngelo, L., 2000, Controlling Stockholders and the Disciplinary Role of Corporate Payout Policy: A Study of the Times Mirror Company, *Journal of Financial Economics* 56, 153-207.
- Demsetz, H., 1983, The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, *Journal of Law and Organization* 25, 379-390.
- Demsetz, H., and Lehn, K., 1985, The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.
- Dunn, T., and Holtz-Eakin, D., 2000, Financial Capital, Human Capital, and the Transition to Self-Employment: Evidence from Intergenerational Links, *Journal of Labor Economics* 18, 282-305.
- Faccio, M., and Lang, L. P. H., 2002, The Ultimate Ownership of Western European Corporations, *Journal of Financial Economics* 65, 365-395.
- Fama, E., and Jensen, M., 1983, Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
- Gomez-Mejia, L., Nunez-Nickel, M. and Guierrez, I., 2001, The Role of Family Ties in Agency Contracts, *Academy of Management Journal* 44, 81-95.
- James, H., 1999, Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm, *International Journal of the Economics of Business* 6, 41-56.
- Laband, D., and Lentz, B., 1986, Like Father, Like Son: Toward an Economic Theory of Occupational Following, *Southern Economic Journal* 50, 474-93.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, and Shleifer, A., 1999, Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance* 54, 471-517.
- Lentz, B., and Laband, D., 1989, Why So Many Children of Doctors Become Doctors: Nepotism vs. Human Capital Transfers, *Journal of Human Resources* 24, 396-413.
- Lentz, B., and Laband, D., 1990, Entrepreneurial Success and Occupational Inheritance among Proprietors, *Canadian Journal of Economics* 23, 563-579.
- McConnaughy, D., Walker, M., Henderson, G., and Chandra, M., 1998, Founding Family Controlled Firms: Efficiency and Value, *Review of Financial Economics* 7, 1-19.
- Morck, R., Strangeland, D., and Yeung, B., 2000, Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth, in Morck, R. eds: *Concentrated Corporate Ownership* (University of Chicago Press, Chicago).
- Perez-Gonzalez, F., 2004, Inherited Control and Firm Performance. *Working Paper*.
- Shleifer, A., and Vishny, R., 1997, A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance* 52, 737-783.
- Villalonga, B., and Raphael, A., 2005. How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?, *Journal of Financial Economics*, forthcoming.

注

- 1 本稿では社長、会長とも創業者一族出身者であった場合、上の世代の者が経営者であると考え。ゆえに、もし会長が創業者で、社長がその息子であった場合、この企業は創業者によって経営されている企業であると考え。
- 2 各変数の定義はTable 3に示されている。
- 3 一族の持株が5%以上で、会長が一族出身者で社長が非一族出身者、もしくは会長が非一族出身者で、社長が一族出身である場合に1をとるダミー変数である
- 4 一族の持株が5%以上で、会長、社長とも一族出身者である場合、会長はおらず、社長が一族出身者である場合に1をとるダミー変数である