

学籍番号：CD122005

ファミリー企業のガバナンス：
日本のファミリー企業についての実証分析
(要 旨)

大学院商学研究科

博士後期課程 会計・金融専攻

太宰 北斗

1. イントロダクション

なぜファミリー企業は注目されているのだろうか。中小企業を含めれば、その大半がファミリー企業であるというのは驚くべきことではない。しかしながら、経済の十分に発展した国の有数の大企業について見ても、多くのファミリー企業が存在するという事実が、現在では知られている。

従来、一般的に受け入れられてきた大企業のイメージは、株式は多数の株主によって分散保有され、経営は株主と異なる専門経営者によって行われる、というものであった。これは、企業の発展につれてより多くの資本が必要になれば単一の個人がそれを賄い続けるのは難しいと考えられること、また企業が発展してその活動が複雑になるほど専門的な能力を持った経営者を幅広く雇い入れる方が効率的な経営ができると考えられることから、説得的なものであった。実際、過去の近代化の流れの中で、多くの個人商店が株式会社へと発展してきていた。そのため、現在では、こうした傾向はより進んでいると思われていた。大企業においてもファミリー企業が多く観測されるという事実は、こうした認識に疑問を投げかけるものとなっている。

コーポレート・ガバナンス研究の焦点は、多くの場合、分散保有した多数の株主がどのように経営者を規律づけるか、自身の出資に見合うだけの利益をいかに取り戻すかという点にあった。これは、株式を保有しない専門経営者が必ずしも株主の利益を考えた行動を取るとは限らないことに起因する。つまり、これまでの研究では、企業の発展とともにもたらされる所有と経営の分離や分散保有の弊害を、どのようにすれば是正できるのかが中心的な論点とされてきたといえる。一方、ファミリー企業について考えた場合、この問題はどのように変化するだろうか。

ファミリー企業の特徴の 1 つは、創業者一族という大株主の存在である。分散保有されている場合に比べ、大株主は企業経営に対し一定の発言権を持つことになるうえ、この権限を活用するのに十分なインセンティブを持つことにもなる。さらに、ファミリー企業では株式保有と同時に経営にも創業者一族が参加することが珍しくない。したがって、ファミリー企業では、所有と経営の分離や分散保有による弊害は少なくなると考えられる。他方で、所有や経営の集中は、支配株主による外部株主の搾取という新たな問題に関係してくる。つまり、これまでの経営者と株主の間の利害対立ではなく、一部の大株主が自身に利益になるように企業の意思決定を左右するため、外部株主の利益が損なわれるようになる。ファミリー企業が数多く存在するという事実は、支配株主と外部株主との間の、この利害対立が現実には数多く発生しており、経済的にも一定の規模を持つものと思わせるものである。実際、先行研究の中には、東アジアでの例などから、外部株主の搾取の問題が一国の経済全体にも影響する可能性があるという指摘するものもある。ファミリー企業の特徴は、この問題について考察するための典型的な例だといえる。

中小企業も含めればファミリー企業が中心的な企業形態であること、ファミリー企業が

経済的にも一定の規模を持つことは、コーポレート・ガバナンス分野において、より一般的な企業を理解するためにファミリー企業について研究を進めていく必要があると示唆する。これは、ファミリー企業について研究することへの十分な意義を与えるものと思われる。

しかしながら、ファミリー企業への理解を深めていくことは、ファミリー企業以外への理解を深めることにもなるかもしれない。創業者一族の存在について触れるとき、長期的な視点を持った投資家としての側面や、政治的なコネクションを持った経営者としての側面なども指摘されることがある。こうした点でも、ファミリー企業は、コーポレート・ファイナンスに関する多様な要素を実証していくうえで興味深い対象となりえている。さらに、ファミリー企業について研究を発展させていくことは、企業がどのような過程で所有や経営を分散させていくのかを検討することにもなると思われる。つまり、それぞれの所有構造にメリットやデメリットが考えられる中で、従来の研究が主な対象としてきた所有と経営の分離や分散保有が、なぜ選択されるのかを理解するための示唆を得ることにつながるかもしれない。

このような中で、世界の各国でファミリー企業を対象として多数の研究が行われてきた。その多くはファミリー企業とパフォーマンスの関係について扱ってきたが、近年では設備投資など、より具体的な企業行動に関する研究も増えてきている。過去、パフォーマンスに焦点が当てられてきたのは、前述したような所有構造が結果としてどのような影響を及ぼしているか検討することに研究の目的があったためである。しかしながら、現実には様々な利害対立の関係はまず企業行動に影響していて、その後パフォーマンスとして影響が表れてくるものと考えられる。したがって、具体的な企業行動について分析していくことはファミリー企業に関連する理解を深めるものといえる。

2. 各章の要約

こうした一方で、日本のファミリー企業を対象とした研究は、いまだに限られている。この理由の1つには、創業者の特定や血縁関係の確認などに様々な資料を用いる必要があるため、ファミリー企業に関するデータセットの作成自体が難しいこともあると考えられる。そこで本論文では、まず、日本のファミリー企業について網羅的なデータセットを作成した。具体的には、2001年度から2010年度の、金融業および公的産業を除いた全上場企業を対象としてファミリー企業の情報を取りまとめた。このデータセットは過去に日本のファミリー企業のパフォーマンスについて分析した先行研究のものと比べ、2001年度以降の直近の状況を捉えたものとなっており、新興市場も含めたより幅広いものとなっている。

本論文では、このデータセットを中心に、ファミリー企業に関するいくつかの側面から

実証分析を行っていく。具体的な構成は次の通りである。

まず第 1 章では、ファミリー企業に関係する先行研究をまとめた。先行研究の多くは企業の所有構造について考察したもので、所有と経営の分離や分散保有による弊害、支配株主による外部株主搾取の問題などが、どのようにファミリー企業と非ファミリー企業のパフォーマンスの違いに表れているかを分析している。しかし、各国での分析結果は、必ずしも一定の傾向を示すものではない。この点からも、より詳細に企業行動などの様々な側面について実証分析を加えていくことが、ファミリー企業を理解し、コーポレート・ファイナンス研究一般につながる示唆を得ていくためにも、現状、課題の 1 つであるといえる。

第 2 章では日本のファミリー企業の資本構成について分析した。この理由は、資本構成がファイナンス分野において主要な研究領域であるにもかかわらず、日本のファミリー企業について資本構成を分析した研究は、筆者の知る限り行われていないためである。また、資本構成を分析することは、創業者一族がどのように企業支配を続けているか検討することにもなるといえる。つまり、外部資金が必要なとき、株式よりも負債による調達を活用することで、持株比率の低下を避けているかもしれない。一方で、自社株式に一族の資産の多くを集中させている点に着目すれば、倒産などによる損失を避けようと負債の利用を抑えている可能性も考えられる。第 2 章ではこれらの観点から、ファミリー企業がデフォルトリスクを避けるために負債の利用を控えているかどうか、もしくは持株比率の保持を目的に負債を積極的に利用しているかどうかなど、日本のファミリー企業の資本構成について傾向を明らかにしようと試みた。

2001 年度から 2010 年度の全上場企業を対象に分析した結果、一定の株式を保有するファミリー企業では負債比率が高い傾向にあった。また、ファミリー企業から非ファミリー企業に変化した場合に、その前後で負債比率が低下する傾向も一部には見られた。こうした結果から、ファミリー企業が持株比率を保持するために負債による資金調達を活用していることが示唆される。

しかしながら、負債比率の高さは必ずしも持株比率の低下を避けようとした結果ではないとも考えられる。これは、積極的な資金調達の中で、増資を行う以上に借入も行っていれば、持株比率の保持を目的としていなくても負債比率は高くなるからである。この点は、ファミリー企業と資本構成を扱った先行研究でも触れられていない。そこで第 2 章ではファミリー企業が実際に増資を避けているかどうかを確認した。分析の結果、一定の株式を保有するファミリー企業では、業績が悪化している時期に増資を避ける傾向にあった。これは、財務改善の必要性が高まっているような時期にも係わらず、持株比率の低下がより生じてしまう株価の低い時期での増資を避けていることを示唆し、前述の負債比率の高さが持株比率の保持を目的としたものであることを支持する結果と考えられる。また、増資手法の選択についてもあわせて確認した結果、第三者割当増資よりも公募増資を選択する傾向が一部にはうかがえ、創業者一族が支配の維持のために、外部に大株主が生まれるのを避けている可能性も示唆された。

第 2 章の分析は、こうした保持の動きが見られるようになる持株比率の水準が存在するかどうか、どのような水準を下回ると分散保有が選択されていくのか、あるいは持株比率保持の行動が結果として債権者や外部株主にどのように評価されているのか、といった点で今後のより詳細な分析が期待されるものである。一方で、負債比率に留まらず増資行動の面からも分析を行い、日本のファミリー企業における現状を明らかにした点は少なからず貢献のあるものと思われる。

続く第 3 章では、関連当事者取引に焦点を当て、日本ではじめて上場企業における関連当事者取引の実態を調べた。この関連当事者取引とは、各企業が自社の役員やその役員の所有するプライベートカンパニーなどとの間で行った取引のことを指し、どのような取引を、どの程度の金額規模で行ったのかが有価証券報告書では開示されている。たとえば、創業者一族の資金流用問題が話題となった大王製紙でも、一族への貸付金の一部が実際に開示されていた。

ファミリー企業のパフォーマンスを扱った多くの先行研究では、その所有構造の特徴や、経営者が誰であるかといった情報に基づき、株価などについて分析してきた。これは、ファミリー企業に特徴的な株式の所有形態などが、外部株主からの搾取を行うインセンティブを高め、結果としてファミリー企業のパフォーマンスを低下させる可能性があると考えられるためである。しかしながら、実際にどのような行動が発生して外部株主の利益が損なわれているのか、といった点は考慮されてこなかった。

第 3 章の分析は、日本で開示されている関連当事者取引の現状を明らかにするとともに、この情報が、搾取などを実行する直接的な取引関係を示唆するものとして、ファミリー企業の行動やパフォーマンスの違いを説明できる可能性があるか確認しようとするものである。仮に、関連当事者取引によって企業行動やパフォーマンスに違いがあるとすれば、これはファミリー企業研究がいままで考慮できなかった外部株主搾取などの具体的な実態を今後分析していける可能性を示すことになる。

そこで、まず 2005 年度から 2010 年度の 1 部 2 部上場企業および地方上場企業を対象に、各社の有価証券報告書から関連当事者取引の情報について収集した。関連当事者取引の現状を見てみると、全体の 10% 程度の企業で経営者などとの間で金銭的取引を行っており、取引金額は対象期間中 700 億円から 1,200 億円程度で推移していた。

ここで、関連当事者取引には主に 2 つの見方が存在する。1 つは、これらの取引が企業競争上の理由から生じており、パフォーマンスなどに影響するものではない、という見方である。もう 1 つは、外部株主にとって利益や不利益につながるという見方である。たとえば、創業者一族の持株比率が低く、企業価値を損なうことで失われる利益よりも取引を通じて直接的に得られる利益の方が上回っていた場合、関連当事者取引は外部株主にとって不利益なものとして実際に発生するかもしれない。反対に、持株比率が十分に高ければ企業から利益を抜き取るのは、自身の資産価値を損なうことにもなるので搾取目的での取引は発生しづらいかもしれない。この場合は、むしろ自身の資産の一部を使ってでも企業価

値を維持できるように、企業の利益を押し上げようとする動機から関連当事者取引が発生するとも考えられる。

実際にどのようなファミリー企業で取引が発生しているか分析した結果、経営者や個人株主との間での関連当事者取引は、ファミリー企業においてより頻繁に見られた。また、この傾向は、持株比率が高いファミリー企業、持株比率が低いファミリー企業の双方で同様に観測された。この結果は、前述した様々な観点から解釈可能なものとなっている。

次に、関連当事者取引が創業者一族への利益誘導プロセスとして機能しているかどうかを、配当行動の面から分析した。結果、関連当事者取引を行うファミリー企業では配当が抑えられる傾向にあるとうかがえた。これは関連当事者取引によって一族が現金収入を直接的に得られているため、企業の資金を外部株主に流出させてしまう配当が抑制されたとも解釈できる。

さらに、これらの取引が実際に株主にどのように評価されているのかを、時価簿価比率を用いて分析した。この結果、関連当事者取引を行う持株比率の低いファミリー企業では時価簿価比率が非ファミリー企業よりも低い傾向にあった。一方で、持株比率の高いファミリー企業では、関連当事者取引が行われている場合の方が、時価簿価比率が改善されている可能性も見受けられたが、分析全体を通じて観測されるものではなかった。こうした傾向からは、関連当事者取引が一部では外部株主から搾取を行うものとして機能しているものと示唆される。

第 3 章の分析はいくつかの課題を残している。たとえば、外部株主の利益になるような取引が企業救済といった形で行われるとすれば、搾取に用いられる取引よりも限定的な状況で発生している可能性も考えられる。したがって、第 3 章でこれらの効果が観測できなかったのかもしれない。また、どのような状況で、どのような取引を通じて搾取が行われるかなどについて、今後のより詳細な分析が期待される。一方で、はじめて日本の関連当事者取引のデータを示した点、実際の取引情報である関連当事者取引の側面からファミリー企業の配当行動やパフォーマンスに違いが見られる可能性を示唆した点で、第 3 章の分析は新しいものとなっている。

最後に、第 4 章では創業者一族の血縁関係に焦点を当てた分析を行っている。ファミリー企業では、しばしば一族間の内紛が取り沙汰されることがある。こうした事実は、創業者一族の中にも資産や地位を争って対立関係が発生しうることを示唆する。しかしながら、ファミリー企業に関する先行研究のほとんどでは、創業者一族があくまでも 1 つの共通した目的やインセンティブを持ったコミュニティとして捉えられる傾向が強かった。たとえばファミリー企業のメリットについて考えるとき、企業が一族代々の共有資産と見なされるから近視眼的な成果への執着を抑制できるといった指摘や、世襲経営者は若いうちから様々な教育を受けられるといった指摘がなされる。

このような創業者一族に対する捉え方の問題は、数多くの分析がなされる中で、必ずしも分析結果が一致していないことの一因であるかもしれない。では、どのような場合に一

族への利益誘導などのデメリットが強く働き、どのような場合に長期的視点からの経営や帝王学といったメリットが働きえるのだろうか。あるいは、これらの要素が相殺されることで企業パフォーマンスにどのような影響があるのだろうか。第4章はこの点について、日本のファミリー企業の中でも有数の歴史を持つ百貨店業界を対象に、創業者一族の歴史も踏まえることで、一族の対立がどのように生じてきたのか、それが企業経営にどのような影響を与えてきたのか分析した。

創業以来の歴史を調べてみると、多くのファミリー企業では長子相続を基本として代々経営を引き継いできたことが分かる。しかし、株式会社化以降は長子に限らず多くの親族が取締役として経営に参加するようになっていた。また、長子に限らず、傍系親族との間で交互に社長を選出するなど世襲形態にも変化が見られるようになり、松坂屋や高島屋などでは、傍系親族間での対立が雑誌記事などで騒がれる事態に至っていた。

さらに、1956年度から2010年度を対象に、上場百貨店全社の財務データから企業パフォーマンスを分析した結果、傍系親族から経営を引き継いだようなファミリー企業ではROAやPBRが非ファミリー企業よりも低い傾向にあると一部でうかがえた。この結果は、より遠戚の親族との間で世襲することによって、一族が1つのコミュニティとして機能しづらくなり、そのメリットが打ち消されるような場合に、企業パフォーマンスにマイナスの影響があることを示唆している。一方で、親子間で世襲をしたようなファミリー企業ではこうした傾向は見られず、世襲そのものが必ずしも企業パフォーマンスを低下させていない可能性も示唆された。

第4章の分析では第3章までの分析と異なり、サンプル企業数などの点で制約のあるデータセットを用いている。そのため、時代背景を考慮したサブサンプルでの分析など詳細な検討が難しい側面もある。この点は、本論文の付録で示すデータセットなどを拡充させていくことによって解決すべき課題となっている。しかしながら、一族内部の関係性によっては対立する可能性があることを示した点、どのようなファミリー企業でパフォーマンスが低い可能性があるのか示唆した点は、第4章の分析の貢献とも思われる。

3. 本論文の貢献と今後の課題

本論文は、日本のファミリー企業について網羅的なデータを作成し、その実態をいくつかの側面から把握するよう試みたものである。第1章で触れられる通り、ファミリー企業については世界でも様々な研究が行われてきた。現状、課題の1つとなっているのは、ファミリー企業が具体的にどのような企業行動を取っているのか、それが結果として企業パフォーマンスにどのように影響しているのか、実証分析を重ねていくことであるといえる。一方で、日本のファミリー企業を分析したファイナンス分野での研究はごく限られたものとなっていた。そこで第2章では、創業者一族が企業支配を継続させている背景の1つと

して資本構成が機能しているか分析した。第3章では、このような中で創業者一族との間にどのような取引行動が生じているかを関連当事者取引の観点から分析した。最後に第4章では、創業者一族の内面に焦点を当てることで、これまで触れられてきたファミリー企業のメリットやデメリットがどのように機能しうるのか分析した。

一連の分析によって、日本のファミリー企業について様々な現状が明らかにできたほか、これまで先行研究では触れられてこなかった論点にも光を当てることとなった。これは本論文の新しい点といえる。また、ファイナンス分野の主要な論点である資本構成などについてファミリー企業の影響が示唆されたことは、ファミリー企業を対象としない研究の中でも、場合によってはこれらの影響を考慮する必要があるといえるかもしれない。この点は、コーポレート・ファイナンス一般の理解を深めることにもつながりえると思われる。さらに、持株比率保持の行動や世襲経営の変遷についてより詳細な分析を進めていくことは、なぜ所有と経営の分離や分散保有が選択されるのか、という非ファミリー企業に対する将来的な理解を深めることにもなりえる。

本論文の分析は、これまで触れてきた通り様々な課題を残すもので、必ずしも十分な分析や解釈ができていない点もある。しかしながら、本論文で収集した多くのデータをもとに分析を発展させていくことで、これら残された課題についても今後十分な検討を加えていけるものと期待される。