

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

大学院商学研究科

博士後期課程 会計・金融専攻

太宰 北斗

謝辞

本論文の作成にあたっては、多くの方々にご協力をいただいた。特に、三隅隆司先生、花崎正晴先生には、具体的な研究を進めるうえでテーマの選定も含め、多くのご指摘およびご助言をいただいた。さらに、論文の内容に留まらず、研究にあたって必要となる様々な基礎的な知識についても長くご教授いただいた。ここに深く感謝の意を捧げたい。

また、本論文の構成要素となっている研究について、共同で作業を進めさせていただいた齋藤卓爾先生には数多くの有意義なご指摘をいただいたほか、研究上の様々な刺激を与えていただいた。この中で、宍戸善一先生、柳川範之先生との研究プロジェクトに参加させていただいたことも、本論文を完成させるうえで大きな助力となっており、各氏にあらためて厚く御礼申し上げたい。

博士論文の審査を引き受けていただいた田中一弘先生、学会などの発表を通じてコメントをいただいた砂川伸幸先生、小幡績先生、福田充男先生、宮島英昭先生、吉野直行先生からは本論文の作成に際し有益なご指摘をいただいた。ここに記して感謝したい。

最後に、研究に専念できる環境を整えてくれている家族に、感謝を伝えたい。

2015 年 1 月

太宰 北斗

目次

はじめに.....	1
第1章 ファミリー企業とは何か.....	9
1 企業の所有構造とその影響.....	9
1.1 企業の所有構造.....	9
1.2 所有と経営の分離.....	12
1.3 所有構造と企業パフォーマンス.....	13
1.4 ファミリー企業の所有構造.....	15
1.5 ファミリー企業のパフォーマンス.....	18
1.6 ファミリー企業における諸要素.....	20
1.7 ファミリー企業研究の現在.....	21
2 本論文の分析に関する先行研究.....	22
2.1 ファミリー企業と資本構成.....	22
2.2 ファミリー企業と関連当事者取引.....	24
2.3 ファミリー企業と世襲経営.....	25
2.4 本論文の位置づけ.....	27
第2章 ファミリー企業と資本構成.....	29
1 イントロダクション.....	29
2 リサーチ・フォーカス.....	30
3 データ.....	33
3.1 サンプル.....	33
3.2 変数.....	33
3.3 基礎統計量.....	35
4 分析.....	38
4.1 ファミリー企業と負債比率.....	38
4.2 ファミリー企業と増資行動.....	42
4.3 頑健性の確認.....	48
5 結論.....	51

補足資料.....	54
第3章 ファミリー企業と関連当事者取引.....	71
1 イントロダクション.....	71
2 日本における関連当事者取引	74
3 リサーチ・フォーカス	76
4 データ.....	78
4.1 サンプル.....	78
4.2 変数.....	84
4.3 基礎統計量	86
5 分析	87
5.1 関連当事者取引の発生要因	87
5.2 関連当事者取引と配当行動	90
5.3 関連当事者取引とパフォーマンス	91
5.4 頑健性の確認.....	93
6 結論	97
補足資料.....	99
第4章 ファミリー企業と世襲：百貨店業界での実証分析.....	113
1 イントロダクション	113
2 日本における百貨店業	115
2.1 百貨店業界の歴史.....	115
2.2 伝統的な世襲制度.....	116
2.3 株式会社化後の世襲	117
3 リサーチ・フォーカス	121
4 データ	126
4.1 サンプル.....	126
4.2 変数.....	126
4.3 基礎統計量	128
5 分析	128
5.1 世襲形態とパフォーマンス	128

5.2 頑健性の確認.....	131
6 結論	134
補足資料.....	136
 本論文の結論と今後の課題.....	 139
 付録 A 日本におけるファミリー企業.....	 143
1 2001 年度以降のファミリー企業	144
2 2000 年度以前のファミリー企業	148
2.1 サンプル.....	148
2.2 1962 年度から 2000 年度までのファミリー企業.....	151
 付録 B 日本における関連当事者取引.....	 157
1 関連当事者取引の内容	157
2 関連当事者取引の規模	159
 参考文献	 169

はじめに

なぜファミリー企業は注目されているのだろうか。これまで多くのファミリー企業研究が行われてきたが、この契機の1つに La Porta et al.(1999)がある。彼らは、先進諸国の大企業が誰によって所有されているか詳しく調べた結果、多くの企業が創業者一族によって所有されていることを示した。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かもしれない。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、一定数のファミリー企業が存在するという事実は、注目に値するものであった。

Berle and Means(1932)以来の近代企業のイメージは、株式は多数の株主によって分散保有され、結果、経営に対する支配は株主の手から離れていく、というものであった。この指摘は、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株主が賄い続けるのは難しいと考えられること、また実際に、1932年当時のアメリカの大企業で分散保有が拡大する傾向にあったことから説得的なものであった。そのために、この指摘はコーポレート・ファイナンスやコーポレート・ガバナンスの研究の中でも広く一般的な事実として、長く受け入れられてきた歴史がある。La Porta et al.(1999)の指摘は、この認識に疑問を投げかけるものであった。

それ以前のコーポレート・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る傾向が強かったといえる。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を誘導するように動くために、多数の外部株主と利害が一致しないケースが見られるようになる。実際に Mitton(2002)などでは、外部株主の搾取の問題が一国の経済全体にも影響を及ぼすものとして論じられてきた。

ファミリー企業の持つ特徴は、この支配株主と外部株主の利害相反という新たな問題に

について考察するための典型的な例だといえる。また、この利害相反が経済的にも一定の規模であることは、研究が進められていくうえで十分な意義を持つものと思われる。このほかにも、長期的な視点を持った投資家の存在や、企業の政治とのコネクションなど、ファミリー企業の研究はコーポレート・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も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、従来のコーポレート・ガバナンス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、その後に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。一方で、日本のファミリー企業を対象とした研究は、コーポレート・ファイナンス分野において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。作成の詳細については第2章で述べるが、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 Saito(2008)や Mehrotra et al.(2013)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分析している。しかし、各国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ることも考えられる。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。そこで第2章ではファミリー企業が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進んで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搾取する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や個人株主との間で何かしらの金銭的取引が発生しており、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。

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、持株比率の高低に係わらなかったものの、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やデ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であ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、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 年度を対象に上場していた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はうかがえた。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ている場合に考えられる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、世襲そのものは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が示唆された。

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。

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いまだ限られている。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する。

第 1 章 ファミリー企業とは何か

1 企業の所有構造とその影響

1.1 企業の所有構造

かつて Berle and Means(1932)は、多数の株主による分散保有と、それにともなう所有と支配の分離を近代企業の所有構造の特徴として指摘した。これは、企業の所有者が経営も行い、同時に大株主でもあるようなファミリー企業像とは大きく異なっている。Berle and Means (1932)がこうした特徴を捉えた背景には、それ以前に伝統的であった企業形態がある。つまり、近代化以前には生産設備の機械化や大型店舗の新設など多額の投資を必要とすることは少なかった。しかし、近代化するにつれて設備投資などの資金需要も高まりを見せ、個人企業から株式会社へ発展する必要性がでてきた。こうした中で、企業の株主数は増加するとともに、その支配は個人の手から離れて行っていた。この指摘はコーポレート・ガバナンス研究の分野でも広く受け入れられ、後に Jensen and Meckling(1976)などにつながる、所有者と経営者の利害対立というエージェンシー問題に触れた初期の研究でもあった。

しかし、La Porta et al.(1999)が企業の所有構造をあらためて調べた結果、経済の発展とともに必ずしも分散保有や所有と経営の分離が進むわけではない、という問題提起がなされた。表 1.1 は、彼らが調べた OECD27 カ国の株式時価総額上位 20 社の所有構造を表したものである。分析の結果、20%以上の株式を保有する支配株主が存在しない、分散所有の企業は、全体の 36%にすぎなかった¹。これは、経済が十分に発展した国の有数の大企業においてさえ、Berle and Means(1932)が指摘し、その後より進んでいると想定されてきた株式の分散保有が必ずしも中心的なものではないことを示している。さらに 20%以上の株式を保有する支配株主の内訳を見ると、創業者一族が全体の 30%を占めている。一方で、政府によって支配されている企業は 18%、金融機関および一般企業が支配する企業はそれぞれ 5%に過ぎなかった。

表 1.2 は、東アジア 9 カ国を対象に、より詳細な分析をした Claessens et al.(2000)の結果である。ここからも、20%以上の株式を保有する支配株主が存在しない分散保有型の企業は、日本を除けば、少ないことが分かる。また、マレーシアやシンガポールで政府が、フィリピンで一般企業がある程度の割合を占めているものの、支配株主の多くは創業者一族によって占められていた。同様の傾向は、Faccio and Lang(2002)が調べたヨーロッパ

¹ 支配の基準を 10%で見ると、分散所有の企業の割合は日本を含めた多くの国で 50%以下であった(50%を超えるのは、イギリスの 90%、アメリカの 80%、オーストラリアの 55%である)。

表 1.1 先進諸国の企業支配構造

この表は 1995 年度時点の OECD27 カ国における株式時価総額上位 20 社を対象に、各社の支配株主について国別にその割合をまとめたものである。支配株主の分類は、20%以上の株式を保有する株主が存在しない場合を分散保有とし、そのほかは最大株主の属性に基づき行っている。

支配株主＝	分散保有	創業者一族	政府	金融機関	一般企業	その他
アイルランド	65.0%	10.0%	0.0%	0.0%	10.0%	15.0%
アメリカ	80.0%	20.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
アルゼンチン	0.0%	65.0%	15.0%	5.0%	15.0%	0.0%
イギリス	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
イスラエル	5.0%	50.0%	40.0%	0.0%	5.0%	0.0%
イタリア	20.0%	15.0%	40.0%	5.0%	10.0%	10.0%
オーストラリア	65.0%	5.0%	5.0%	0.0%	25.0%	0.0%
オーストリア	5.0%	15.0%	70.0%	0.0%	0.0%	10.0%
オランダ	30.0%	20.0%	5.0%	0.0%	10.0%	35.0%
カナダ	60.0%	25.0%	0.0%	0.0%	15.0%	0.0%
韓国	55.0%	20.0%	15.0%	0.0%	5.0%	5.0%
ギリシャ	10.0%	50.0%	30.0%	10.0%	0.0%	0.0%
シンガポール	15.0%	30.0%	45.0%	5.0%	5.0%	0.0%
スイス	60.0%	30.0%	0.0%	5.0%	0.0%	5.0%
スウェーデン	25.0%	45.0%	10.0%	15.0%	0.0%	5.0%
スペイン	35.0%	15.0%	30.0%	10.0%	10.0%	0.0%
デンマーク	40.0%	35.0%	15.0%	0.0%	0.0%	10.0%
ドイツ	50.0%	10.0%	25.0%	15.0%	0.0%	0.0%
日本	90.0%	5.0%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ニュージーランド	30.0%	25.0%	25.0%	0.0%	20.0%	0.0%
ノルウェー	25.0%	25.0%	35.0%	5.0%	0.0%	10.0%
フィンランド	35.0%	10.0%	35.0%	5.0%	5.0%	10.0%
フランス	60.0%	20.0%	15.0%	5.0%	0.0%	0.0%
ベルギー	5.0%	50.0%	5.0%	30.0%	0.0%	10.0%
ポルトガル	10.0%	45.0%	25.0%	15.0%	0.0%	5.0%
香港	10.0%	70.0%	5.0%	5.0%	0.0%	10.0%
メキシコ	0.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
全体	36.5%	30.0%	18.3%	5.0%	5.0%	5.2%

(出所) La Porta et al.(1999)より筆者作成。

13 カ国 5,232 社でも確認されており、イギリスとアイルランドを除く 11 カ国(イタリア・オーストリア・スイス・スウェーデン・スペイン・ドイツ・ノルウェー・フィンランド・フランス・ベルギー・ポルトガル)では、分散保有の企業が上場企業の半数に満たなかった。

以上の指摘のなかでは、日本のファミリー企業の割合が比較的少なくなっている²。それでもなお、Saito(2008)が 1 部 2 部上場企業を対象に分析した結果、日本の 11%の企業で、

² Prowse(1992)が日本の全上場企業を対象に上位 5 大株主の持株比率を集計した結果、日本では平均 33.1%所有されていた一方、アメリカでは平均 25.4%と、日本の方が大株主の集中度が高い傾向にあった。

表 1.2 東アジアの企業支配構造

この表は worldscope に基づき、1996 年度時点の東アジア 9 カ国の上場企業を対象に各社の支配株主について、その割合をまとめたものである。各支配株主の分類は、20%以上の株式を保有する株主が存在しない場合を分散保有とし、そのほかは最大株主の属性に基づき行っている。

支配株主＝		分散保有	創業者一族	政府	金融機関	一般企業
	(企業数)					
インドネシア	178	5.1%	71.5%	8.2%	2.0%	13.2%
韓国	345	43.2%	48.4%	1.6%	0.7%	6.1%
シンガポール	221	5.4%	55.4%	23.5%	4.1%	11.5%
タイ	167	6.6%	61.6%	8.0%	8.6%	15.3%
台湾	141	26.2%	48.2%	2.8%	5.3%	17.4%
日本	1,240	79.8%	9.7%	0.8%	6.5%	3.2%
フィリピン	120	19.2%	44.6%	2.1%	7.5%	26.7%
香港	330	7.0%	66.7%	1.4%	5.2%	19.8%
マレーシア	238	10.3%	67.2%	13.4%	2.3%	6.7%
全体	2,980	42.9%	38.3%	4.6%	5.0%	9.2%

(出所) Claessens et al.(2000)より筆者作成。

創業者一族が 20%以上の株式を保有していた³。こうしたことから、世界の上場企業の多くでもファミリー企業はより一般的な企業形態であり、日本においても一定の規模を占める存在であるとうかがえる。

加えて、Claessens et al.(2000)は、各国において大企業を所有する創業者一族の上位 15 家族が、どの程度それぞれの国の経済に影響を与えているか調査している。ファミリーが支配する企業の株式時価総額を合計し、上位 15 家族の合算値の各国 GDP に対する割合を見た結果は、インドネシア 22%、韓国 13%、シンガポール 47%、タイ 39%、台湾 17%、日本 2%、フィリピン 48%、香港 84%、マレーシア 76%であった。この点から、東アジアの多くの国で少数の創業者一族が多数の企業支配を通じ、各国の経済に一定の影響を与えていることが示唆される。こうした体制はクローニーキャピタリズム(crony capitalism: 縁故資本主義)とも呼ばれる。

La Porta et al.(1999)などの指摘以前には、分散保有や所有と経営の分離を中心とした研究が行われる傾向が相対的には強かった。しかし一方で、創業者一族が支配するファミリー企業は非上場企業も含めるとさらに広く一般的な企業形態となっている。実際に、日本全体では、97%がファミリー企業だともいわれている⁴。さらに、世界では GDP の 70% から 90%をファミリー企業が担っているともいわれている⁵。このように、ファミリー企

³ 創業者一族が 10%以上の株式を保有するケースは全体の 22%の企業で観測された。また、最大株主が創業者一族であるような企業は全体の 26%であった。一方、創業者一族による株式保有が全く見られなかった企業は 59%に留まっていた。

⁴ 後藤俊夫(2009),『三代、100 年潰れない会社のルール』,プレジデント社, 15 頁。

⁵ Barclays Wealth(2009) “Family business: In safe hands?,” *Barclays Wealth Insights* 8.

業は企業数に限らず、経済規模から見ても大きな割合を占める企業形態であることがあらためて指摘されてきた。したがって、ファミリー企業がどのような経営を行い、結果、どのようなパフォーマンスを示しているかなど、ファミリー企業が注目されるようになってきたのは自然な流れであったといえる。

さらに、ファミリー企業研究は単にその実態を理解するためだけでなく、多くの企業がなぜファミリー企業でなくなるのか、つまり、従来考察されてきた分散保有や所有と経営の分離がなぜ選択されるのかを理解するための示唆を得る一助になるとも考えられ、コーポレート・ファイナンスやコーポレート・ガバナンス研究において少なからず意義を持つものと思われる。

1.2 所有と経営の分離

では、所有構造は企業にどのような影響を与えるのだろうか。Berle and Means(1932)の指摘した所有と支配が分離した企業について考えるときに問題となるのは、資金提供者と経営者の利害が一致しない場合に、どのように利害相反を処理すればよいのか、どのようにすれば事前に相反しないようにできるのか、という点である。このエージェンシー問題については、Jensen and Meckling(1976)をはじめ、Fama and Jensen(1983a, 1983b)やDemsetz(1983)など、様々な理論的な分析がなされてきた。これらの指摘で議論されているのは、資金を提供した資本家が企業価値の最大化などを願う一方で、株式をほとんど所有しない専門的な経営者にとっては企業価値を最大化させるインセンティブは弱いということである。したがって、資本家が要求するような努力水準は選択されず、経営者は自身の利益にかなうような行動を取る可能性が出てくる。この場合、様々なコストが発生してしまうことになる⁶。こうした中で、資金を提供した資本家が経営者の行動をどのように規律づけるか、提供した資金をどのようにして自らの手元に取り戻すかということが、過去、コーポレート・ガバナンス研究の中心的な論点の1つとなっていた。

株主と経営者の間のエージェンシー問題がより深刻になるのは、企業の株式が多数の株主に分散保有されている場合である。これは、株式をあまり持たない多くの株主にとって経営者をモニタリングするためのコストと、モニタリングすることによって得られる利益とではコストの方が高くなりやすく、結果、経営者を監視するインセンティブが弱まると考えられるからである。また、少数の株式しか持たない場合、モニタリングのための十分な権限を行使することも難しいかもしれない。Shleifer and Vishny(1986)では、こうした株主が経営者をモニタリングする努力をせずに、フリーライドする可能性があるとは指摘している。そのうえで、一定の規模の大株主がいる場合、つまり株式が誰かに集中保有され

⁶ Jensen and Meckling(1976)ではエージェンシー・コストとして、外部投資家が経営者をモニタリングするコスト、経営者が外部投資家に利益を損なう行動を取らないことを理解してもらおうと費やすコスト、経営者と外部投資家の望ましい意思決定が一致しない結果に発生する外部投資家にとってのコストが指摘されている。

ている場合には、この大株主がモニタリングのコストを支払い、結果として企業価値を高めることができると理論面から分析している。

他方で、経営者が同時に大株主でもあれば、そもそも経営者と株主の間のエージェンシー問題は生じづらくなる。これは、経営者と株主の利害が一致しやすくなるためである。それにもかかわらず、企業の所有と経営が分離していくのはなぜだろうか⁷。Fama(1980)やFama and Jensen(1983b)は、人材を専門化することでより効率的な経営が行えることや株主のリスクを分散できるといったメリットの他に、分離している場合でも、エージェンシー問題を抑制するような機能が働いているからだと分析している。具体的には、経営者の労働市場や製品市場の競争、株式市場を通じたコントロール機能に経営者を規律づける可能性があるとして指摘されている⁸。

さらにBurkart et al.(1997)は株主によるモニタリングが事後的には企業価値を高めるものの、事前的には経営者の行動を制限する可能性があるとして指摘した。経営者に判断や行動を委ねることによって将来的には企業価値が高まることもあるため、このメリットのどちらを生かせるかによって、企業の所有構造が選択されると考察している。また、Demsetz(1983)でも分散保有や集中保有の双方にメリットやデメリットが存在するために、個々の企業にとって効率的な所有構造がそれぞれ選択されると指摘している。

1.3 所有構造と企業パフォーマンス

これらの所有構造は、実際に企業パフォーマンスにどのような影響を与えているのだろうか。Demsetz and Lehn(1985)ではDemsetz(1983)の考えを発展させ、大株主の株式保有集中度と企業パフォーマンスとに有意な傾向が見られないことを実証的に示した。彼らは、この結果を、所有構造が内生的に決定されるためだと解釈している。

これに対し、Morck et al.(1988b)はエントレンチメント仮説(entrenchment hypothesis)とコンバージェンス仮説(convergence-of-interests hypothesis)の2つの要因から、経営者の持株比率と企業価値に非線形の関係があることを指摘した。エントレンチメント仮説によれば、株式保有を通じてある程度の権限を持つ経営者は外部からの監視を避けやすくなるため、自身に好ましい選択を優先させて企業価値を最大化させないような行動を取れる可能性が高まる。一方、コンバージェンス仮説によれば、経営者が十分に株式を保有する場合には、自身にとっても企業価値を最大化させることで得られるリターンの割合が増え

⁷ 所有と経営が分離した企業が一定数観測されている一方で、Holderness et al.(1999)ではアメリカの上場企業の経営者持株比率を見た場合、1935年時点よりも1995年時点の方がより経営者持株比率が高くなっていると報告している。

⁸ Hart(1983)では製品市場の競争を通じて、より効率的な経営が行われることを理論的に示している。また、Manne(1965)では株価低迷を理由とした企業買収などの市場の機能を通じて、経営者が株主の利益にかなう行動を取るようになることと分析している。他方、Shleifer and Vishny(1989)では経営者特殊的投資が行われることで、経営者が外部からの規律付けを避け、より留任しやすくなる環境を作ろうとする可能性が指摘されている。

るため、エントレンチメント仮説のような傾向は薄れ、株価が向上していく可能性がある。Fortune 500 社を対象に分析した結果、単純な線形回帰分析では Demsetz and Lehn(1985) 同様に、トービンの Q に対する経営者持株比率の明確な傾向は見られなかったものの、区分線形回帰分析を行った結果、経営者持株比率が 0%から 5%の範囲ではトービンの Q との有意に正の関係が、5%から 25%の範囲では有意に負の関係が、25%超の範囲では有意に正の関係が観測された。Kole(1995)では、このエントレンチメント仮説による効果をあらためて支持する結果が示されている。また、Holderness et al.(1999)では 1935 年と 1995 年のアメリカの上場企業を対象にそれぞれ分析を行った結果、1935 年時点の方が Morck et al.(1988b)と同様の傾向が強く見られたものの、1995 年時点の上場企業を対象とした場合でも大まかには傾向が維持されていたと報告している。

しかしながら、経営者持株比率と企業パフォーマンスとの明確な傾向はその後の実証分析の中でも見られていない。McConnell and Servaes(1990)が分析を行った結果は、経営者の持株比率が 40%から 50%程度になるまではトービンの Q との有意に正の、それ以上の持株比率になると有意に負の関係にあった⁹。さらに、Morck et al.(1988b)と同様の分析を行った場合には、0%から 5%の範囲で有意に正の関係が見られたものの、5%以上の範囲では結果は様々であった。なお、彼らは外部大株主の影響についても分析している。結果は、外部大株主の存在やその持株比率とトービンの Q との間で有意ではないが正の関係が見られ、機関投資家の持株比率との間には有意に正の関係が見られた。

また、Loderer and Martin(1997)、Cho(1998)、Himmelberg et al.(1999)、Demsetz and Villalonga(2001)に共通した傾向は、企業の所有構造を外生的なものとして捉えた場合に様々な結果が得られるが、内生的なものとして捉えた場合には所有構造と企業パフォーマンスとの明確な関係は見られづらくなるというものである。

1.2 節での指摘も含め、企業の所有構造がどのように決定されるのか、あるいは企業の所有構造と企業パフォーマンスの関係について、これまで多様な分析が行われてきた。しかし、この議論にいまだ決着は見られていない。

企業の所有構造に関する理論を実証していくとき、背景として考慮しなければならない要素の 1 つにファミリー企業の存在がある。たとえば、付録 A でも後述するが、本論文で用いた対象企業中、創業者一族以外の経営者が企業の大株主でもあるケースは極めて限定的なものであった。ファミリー企業については、企業支配の構造など様々な面でその独自性が指摘されている。したがって、経営者持株の機能などについて考えるときも、ファミリー企業の影響を考慮する必要があるといえる。そのため、ファミリー企業が実際にどのような特徴を持つのか、ファミリー企業がなぜ非ファミリー企業へと移行していくのかといった研究を重ねていくことは、前述した通り、ファミリー企業という一分野に限らず、コーポレート・ファイナンス研究の発展に新たな示唆を与える可能性があると思われる。

⁹ Stulz(1988)では株式公開買付の発生確率と期待されるプレミアムの関係から、株価と経営者持株比率との間に、このような非線形の傾向があると理論的に予想している。

1.4 ファミリー企業の所有構造

先進諸国の支配株主について調べた La Porta et al.(1999)では、実際に支配株主がどのように株式を保有しているのかも調べている。その結果、支配株主の多くが図 1.1 のような“ピラミッド構造”という形で企業をコントロールしており、対象企業の 26%がピラミッド構造による支配を受けていることが分かった。また、この傾向は支配株主が創業者一族である場合により強くなっていた。La Porta et al.(1999)は、このような場合には支配株主を監視できる大株主が他に存在することが難しく、少数株主が搾取される可能性が高くなると指摘している。ピラミッド構造を利用した支配形態は前述の Claessens et al.(2000)、Faccio and Lang(2002)でも同様に確認されている。

図 1.1 は、このピラミッド構造の一例として、韓国のヒュンダイ(現代)グループの株式保有関係を表したものである¹⁰。ピラミッド構造が関心を集める理由の 1 つに、この構造のもとでは議決権(voting right)などを通じた企業の意思決定への影響力と、キャッシュフロー権(cash-flow right: 利益配分権)とに乖離が生じる点がある。このような乖離が見られる場合、最終的な支配株主が企業価値の最大化を図らない可能性が生じてくる。たとえば、図 1.2 のような状況があるとする。あるファミリーXは企業Aの株式の 50%を直接保有し、企業Aは企業Bの株式の 50%を直接保有している。この場合、ファミリーXは過半の株式を保有していることから企業Aの意思決定をコントロールすることができる。さらに、企業Aは同様に企業Bの意思決定をコントロールできるため、ファミリーXは企業Bの意思決定をコントロールすることができる。一方、ファミリーXが企業Bから得られる利益は、まず企業Aが企業Bの利益の 50%を受け取り、そのうちの 50%がファミリーXに配分されるので、25%にすぎない。そのため、ファミリーXにとっては、議決権を背景に企業Bに役員を送り込むことなどによって、25%を上回る報酬を顧問料などの形で受け取る方が好ましいことになる。加えて、企業Aが企業Cの株式を 80%保有している状況を考えてみよう。この場合、企業Bと企業Cとの間で、企業Cの利益になるような形で製品売買を割安に行うことでも、ファミリーXはキャッシュフロー権にもとづく利益を超えて、収益を得ることが可能になる。Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (2000) は、支配株主によるこうしたプロセスをトンネリング(tunneling)と呼び、実際の事例とともにこれが合法的にも行われることを紹介している。

このような状況では、エージェンシー問題は、従来のものから大きく変化する。つまり、Jensen and Meckling(1976)などでは、プリンシパルである株主が、エージェントである経営者をどのようにモニタリングし、どのようなインセンティブを設けるべきか、結果として自身の利益を損なわないように経営を規律づけることができるか、ということに焦点

¹⁰ Chang and Shin(2007)では韓国の 15 財閥を対象に、所有構造を詳細に確認している。彼らは、非上場のグループ企業の方が上場しているグループ企業よりも創業者一族によって保有される株式の比率が低かったと報告している。

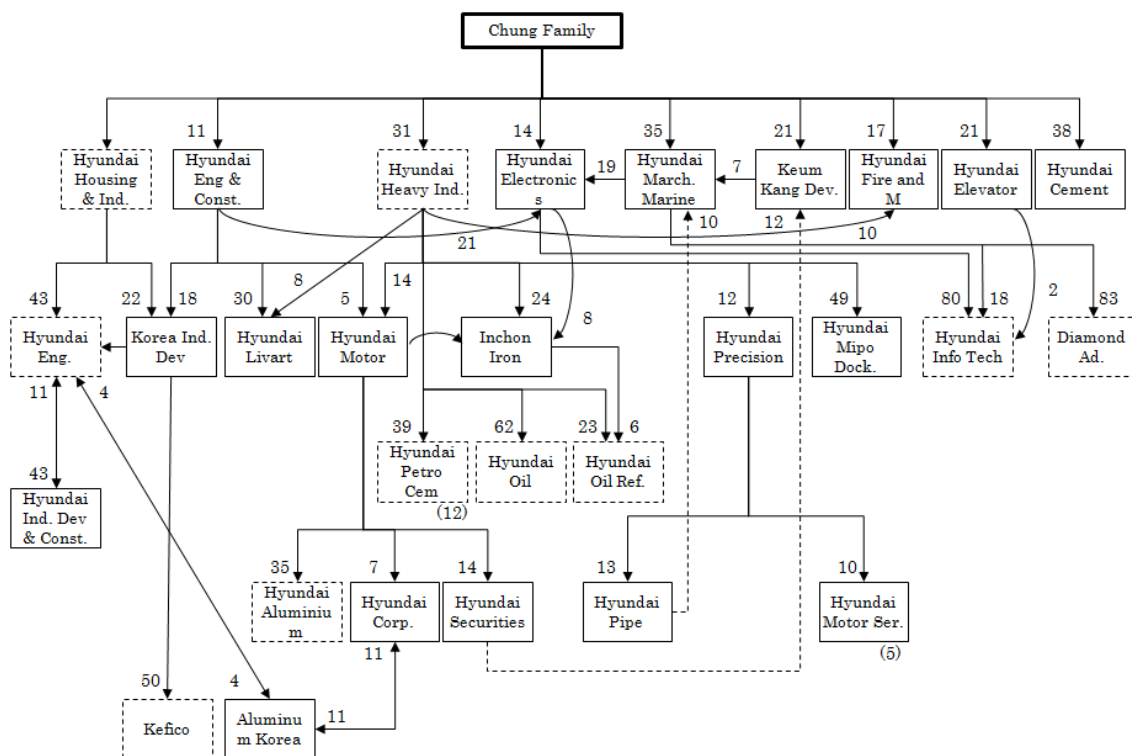


図 1.1 ヒュンダイ(現代)グループの所有構造

この図は、韓国の財閥企業であるヒュンダイ(現代)グループの株式所有構造を表している。数字と矢印は直接の持株関係とその比率を示している(単位: %)。なお、点線のボックスは非上場企業を、点線の矢印は下位レイヤー企業による間接的な株式持合関係を表している。

(出所) Obata(2003)より筆者作成。

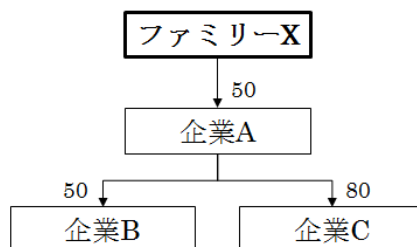


図 1.2 ファミリー企業のピラミッド構造

この図は、議決権とキャッシュフロー権の乖離が生じる例を示している。数字と矢印は直接の持株とその比率を示している(単位: %).

があてられてきた。一方、ファミリー企業に代表されるように支配株主が存在する場合、経営者は支配株主の親族であったり、支配株主にコントロールされていたりするので、株主と経営者の間での利害相反は小さくなる。しかし、トンネリングが発生するような状況では、Shleifer and Vishny(1997)が指摘するように外部投資家が受け取るべき利益が搾取されていることになるので、支配株主と外部投資家との間で利害の不一致が生じることになる。

実際に、Bae et al.(2002)やBaek et al.(2006)は韓国の財閥(*chaebol*)を、Bertrand et al.(2002)はインドのビジネスグループを対象にした分析の中で、それぞれトンネリングによる利益移転が発生していることを示唆した。さらに、Johnson, Boone, Breach and Friedman(2000)や Mitton(2002)ではビジネスグループを中心とした外部株主の搾取の問題が、経済全体にも影響する可能性について分析している。

こうした問題の一因となる議決権とキャッシュフロー権の乖離は、ピラミッド型の所有構造に限らず発生しえる。Villalonga and Amit(2009)は、La Porta et al.(1999)でピラミッド構造による株式所有が相対的には少ないとされたアメリカにおいても、多議決権株式(*dual-class stock*)や議決権拘束契約(*voting agreement*)などを活用することによって、創業者一族が実質的な支配力を維持させていると示した。創業者一族が多議決権株式などによって企業を支配する傾向は DeAngelo and DeAngelo(1985)や Faccio and Lang(2002)でも確認されている。なお、Almeida and Wolfenzon (2006)は、なぜ多議決権株式などを通じた支配よりもピラミッド構造による支配が行われるのかを、投資の収益率と株主保護の強さの面から理論的に分析している。彼らは、新たな事業を行うために設立する企業の期待収益率が低い場合、すでに成功した企業を通じて間接的に新たな企業を設立する方が、直接企業を設立するよりも創業者一族にとって合理的である可能性を指摘している。また、投資家保護の弱い国では収益率の低い企業が外部から資金を調達することが難しくなるため、こうした国々ではピラミッド構造による支配が見られる傾向にあるとしている。

トンネリングの問題が指摘されているにも係わらず、なぜ創業者一族などによる企業支配は無くなっていかないのだろうか。この点について、Kahnna and Palepu(2000)ではインドを、Kahnna and Rivkin(2001)ではアルゼンチンなど14の新興国市場を対象にした分析の中で、株式市場や経営者の労働市場、法制度などが発達していない新興国や途上国において、これらのビジネスグループが内部資本市場などの代替機能を通じて一定の役割を果たしていることを指摘している。同様の指摘は Claessens et al.(2006)でも日本を含む東アジア9ヶ国を対象とした分析を通じてなされている¹¹。

¹¹ Claessens et al.(2006)ではビジネスグループに属するメリットは議決権とキャッシュフロー権に乖離が見られる場合に弱まる傾向にあった。一方で、日本ではこのエージェンシー問題による影響が他国に比べ小さいものとなっており、資金制約のある企業でビジネスグループに属するメリットがより強い傾向にあった。

1.5 ファミリー企業のパフォーマンス

ファミリー企業を中心とする、このような所有構造が実際の株式市場からどのように評価されてきたのかを分析したものとして、La Porta et al.(2002)や Claessens et al.(2002), Lemmon and Lins(2003), Villalonga and Amit(2006), Barontini and Caprio(2006)などは、議決権とキャッシュフロー権が乖離するほど企業価値が低下する傾向にあることを実証的に示した。これらの結果は、創業者一族を中心とした支配株主が私的な利益を追求するために外部株主とのエージェンシー問題が発生し、現実企業パフォーマンスに影響を与えていることを示唆している。

翻せば、このような乖離が小さい場合、支配株主であることは企業価値を最大化させるインセンティブを持つことになるとも考えられる。つまり、自社株をより多く保有している場合、自身の資産価値と自社の株価は強く関係しており、企業価値を向上させる金銭的なインセンティブを持っていると考えられる。このような場合、外部の少数株主と支配株主の間の利害相反は小さくなる。実際に、Claessens et al.(2002)や Mitton(2002)ではこの点について、支配株主のキャッシュフロー権の所有率が上昇すると企業価値も上昇する傾向にあることを示している¹²。

さらに、ファミリー企業により焦点を絞った研究として、Anderson and Reeb(2003a)がある。彼らはアメリカ企業を対象にファミリー企業と非ファミリー企業の ROA やトービンの Q を比較し、両方の指標でともにファミリー企業の方が有意に高いことを示した¹³。これに関連して、ファミリー企業のパフォーマンスについて各国で多くの研究がなされてきた。たとえば、Maury(2006)がヨーロッパ諸国 13 カ国のデータから類似した分析をした結果、ファミリー企業の方が非ファミリー企業よりもトービンの Q が高い傾向にあった。このようにファミリー企業の優位性を示す結果は、McConaughy et al.(1998)や Villalonga and Amit(2006), Saito(2008), Hansson et al.(2011)など多くの研究の中でも見られている。

しかしながら、ファミリー企業が劣っている結果もいくつかの研究で見られる。Barth et al.(2005)はノルウェーの企業を対象に分析を行い、ファミリー企業の全要素生産性が非ファミリー企業よりも低いことを示した。また、Cronqvist and Nilsson(2003)は創業者一族の持株比率が高まるほどトービンの Q が低いと報告している。この点について King and Santor(2008)は、普通株によって創業者一族が支配している企業ではトービンの Q が高く、反対に、多議決権株式を用いている場合にはトービンの Q が低い傾向にあったとしている。このことから、創業者一族による株式保有そのものが問題なのではなく、キャッシュフロー権と議決権の乖離が問題となっているといえるかもしれない。

¹² Leland and Pyle(1977)は、経営者と外部投資家の間に情報の非対称性が存在する状況において、大規模な株式保有が、経営者が将来の企業業績に自信をもっているシグナルであると解釈され、株式市場から望ましい評価を得られる可能性も指摘している。

¹³ ファミリー企業の定義は、創業者一族が 5%以上の株式を保有しているか、取締役役に就任している場合としている。

表 1.3 先行研究におけるファミリー企業の定義

この表は、主要な先行研究におけるファミリー企業の定義をまとめたものである。

著者	対象国	ファミリー企業の定義
Anderson and Reeb(2003a)	アメリカ	創業者一族が 5%以上の株式を保有するか、もしくは取締役役に就任している場合。さらに、CEO を基準に創業者型、世襲型、専門経営者型としている。
Barontini and Caprio(2006)	ヨーロッパ 11 カ国	最大株主が 10%以上の株式を保有すると同時にその一族が議決権の 51%以上を保有している場合、あるいは第 2 位の大株主の倍以上を保有している場合。
Barth et al.(2005)	ノルウェー	個人もしくは単一の家族によって 33%以上の株式が保有されている場合。
Basu et al.(2007)	日本	『企業系列総覧』(東洋経済新報社)の特色欄に同族色、一族色、一族系の記載がある場合。
Bennedsen et al.(2007)	デンマーク	前任 CEO と後任 CEO が親族関係にある場合。
Cronqvist and Nilsson(2003)	スウェーデン	創業者一族が 25%以上の株式を保有している場合。
Hansson et al.(2009)	フィンランド	CEO もしくは会長が創業者一族である場合
King and Santor(2008)	カナダ	ある一族が 20%以上の議決権を保有している場合。
Maury(2006)	西ヨーロッパ 13 カ国	10%以上の議決権を保有する最大株主が個人株主、あるいは非上場企業である場合。
McConaughy et al.(1998)	アメリカ	CEO が創業者一族である場合。
Mehrotra et al.(2013)	日本	創業者一族が上位 10 大株主であるか、会長(代表取締役)または社長に就任している場合。
Miller et al.(2007)	アメリカ	創業者一族が 5%以上の株式を保有するか、もしくは取締役役に就任している場合。さらに、創業以降に複数人が取締役役に就任しているかどうか、CEO に創業者一族が就任しているかどうかなどの基準によって分類している。
Perez-Gonzalez(2006)	アメリカ	新任 CEO が前任 CEO、創業者、大株主のいずれかと親族関係にある場合。
Saito(2008)	日本	創業者一族が最大株主であるか、会長または社長に就任している場合。
Smith and Amoako-Adu(1999)	カナダ	ある一族が議決権について最大保有者であるか、少なくとも 10%以上保有している場合。
Villalonga and Amit(2006)	アメリカ	創業者一族が 5%以上の株式を保有するか、取締役役に就任している場合。さらに、CEO を基準に創業者型、世襲型、専門経営者型としている。

(出所) Miller et al.(2007)より筆者作成。Anderson and Reeb(2003a), Basu et al.(2007), Hansson et al.(2009), Miller et al.(2007), Mehrotra et al.(2013), King and Santor(2008), Saito(2008)については筆者修正・加筆。

これまでの研究の中で、どのようにファミリー企業が定義されてきたかは Miller et al.(2007)に詳細にまとめられており、主要なものについては表 1.3 の通りまとめることができる。ここから分かる通り、研究によって様々な定義がされているが、共通して見られるのは CEO などの情報を用いた経営権の側面からの定義、持株比率の情報を用いた所有権の側面からの定義が存在している点である。こうした中で、創業者一族の世代に注目し

た分析も行われているが、分析結果などの詳細については 2.3 節で後述する¹⁴。

これまで多くの研究を通じて、ファミリー企業のパフォーマンスに関する様々な分析結果が報告されてきた。企業パフォーマンスに影響を与える要因の 1 つとして、これまで触れてきた所有構造がある。ファミリー企業では、支配株主である創業者一族が経営を同時に担うことが多い。この場合、Fama and Jensen(1983b)が指摘するように、株主がコストをかけて経営者をモニタリングする必要性は弱まり、経営者と株主の間でのエージェンシー問題は緩和される¹⁵。また、経営を直接していない場合でも十分な権限を持った株主としてエージェンシー問題を緩和させるかもしれない(Shleifer and Vishny(1986))。一方、支配株主が外部投資家の利益を搾取する可能性もあり、この場合は両者の間に新たなエージェンシー問題が発生することになる(Shleifer and Vishny(1997))。こうしたメリットやデメリットがどのように影響しているか、あるいは相殺されているかという観点から、所有構造を中心とした理論の実証として、ファミリー企業を対象にされてきた。

加えて、所有構造に直接起因しない、株主や経営者に関する多様な要素がファミリー企業では指摘されている。実証結果が必ずしも一様でないのは、このような背景があるためかもしれない。しかしながら、そのような多様なトピックを実証する場合にも、ファミリー企業が興味深い対象となりえていたともいえる。この点について、次に確認していきたい。

1.6 ファミリー企業における諸要素

ファミリー企業の利点の 1 つとして、Miller and Berton-Miller(2005)は長期的視点に基づいた行動が取れる点をあげている。James(1999)はこの要素について理論的に考察し、創業者一族内の結びつきやロイヤリティによって、企業は代々引き継がれる共有の資産とみなされるため、結果としてファミリー企業では長期的な視点に立った投資が行われると指摘した。また、Anderson and Reeb(2003a)では、代々引き継いでいくことを考えているために創業者一族が企業の存続や評判を維持するインセンティブを持っていると考えられている。これらに関連した研究に、Stein(1988, 1989)がある。たとえば Stein(1988)では、株主が経営に対する長期的な情報を持っていない場合、買収される可能性を少なくしようと経営者が長期的な利得を犠牲にしてでも近視眼的な成果を求めてしまう可能性があるという理論的に分析した。実際に、Andres(2007)や Isakov and Weisskopf(2014)では創業者一族が大株主である場合、政府や金融機関など他の大株主がいる場合よりも企業パフォーマンスが高いことを実証的に指摘しており、ファミリー企業としての利点がここに表れているのかもしれない。

¹⁴ 複数の研究で見られる共通した傾向の 1 つは、創業者による経営が行われている場合に、ファミリー企業のパフォーマンスが高く、世襲が見られる場合には低くなっているというものである。

¹⁵ Fama and Jensen(1983b)では、ファミリー企業にこうした可能性があるという指摘されている。

さらにファミリー企業に特徴的な要素として指摘されるものに、経営者人材の早期教育(帝王学)や政治的なコネクションなどがある。Lentz and Laband(1990)は、世襲経営者は若いうちから父親やその事業に接する機会が多いため、企業特殊的な能力を形成できるという帝王学を世襲のメリットの1つとしている。

また、Claessens et al.(2000)ではインドネシアのスハルト一族(Soeharto)などを例にあげ、大規模なビジネスグループを所有する一族が国家の政策そのものにも影響を与えることが指摘されている。Burkart et al.(2003)でもイタリアのアニェッリ一族(Agnelli)の政府との密接なつながりが指摘されているように、ファミリー企業ではこのコネクションを利用して国家プロジェクトのような巨額な注文を受けたり、産業政策を自身に有利に導いたりできるかもしれない。実際に、Fisman(2001)やFaccio(2006)では政治的なコネクションがある場合に企業価値が向上していることが、Faccio et al.(2006)では企業救済が行われやすいことが実証的に示されている。

このように、ファミリー企業研究には、所有構造がどのような影響を与えるかという点のほかに、長期的視点の投資家の存在や、経営者人材の早期教育など、コーポレート・ファイナンスやコーポレート・ガバナンスに係わる多様な要素について実証面からの理解を深められる可能性がある。

1.7 ファミリー企業研究の現在

このような中で、創業者一族が実際にどのような企業行動を選択しているか分析する研究が、近年盛んに行われるようになってきている。たとえば、設備投資について分析したものにHanazaki and Liu(2007)、Ellul et al.(2010)、Pindado et al.(2011)、Anderson, Duru and Reeb(2012)などがある。また、現金保有についてKuan et al.(2011)、情報開示の質についてAli et al.(2007)やAnderson et al.(2009)、Fan et al.(2012)、金融取引についてGiuli et al.(2011)やAnderson, Reeb and Zhao(2012)などの分析がある。このほか、Ben-Amar and Andre(2006)、Basu et al.(2009)、Okamuro and Shim(2011)ではM&Aについて分析している。

これまで見てきた実証研究の多くは、ファミリー企業であるかどうかや、その所有構造に関係する変数が、企業パフォーマンスにどのように影響しているかを分析するものが主であった。しかしながら、ファミリー企業が持つ所有構造などの特徴は、まず企業行動に影響を与え、その結果としてパフォーマンスに現れてくるのだとすれば、様々な面で理解を深めていくために、どのような企業行動が選択されているかを分析していくことは有益であると考えられる。今後、より多くの実証研究が重ねられていくことで、ファミリー企業がどのような行動を選択しているのか、さらには、このような要素がコーポレート・ファイナンス一般の理論の発展や実証結果の解釈の可能性を広げていくことになると思われる。

こうした中で日本のファミリー企業に関連した分析として、Saito(2008)、Basu et al.

(2007), Okamuro and Shim(2011), Mehrotra et al.(2013), Bennedsen et al.(2014)などが行われてきた¹⁶. このうち, Saito(2008), Mehrotra et al.(2013)はパフォーマンスに焦点を当てたもので, 企業行動に焦点を当てたものは, 合併行動を分析した Okamuro and Shim (2011), ファミリー企業の長期的な推移の傾向をまとめた Bennedsen et al.(2014), 役員報酬について分析した Basu et al.(2007)であり, いまだ多くの側面について課題が残されている¹⁷. そこで本論文では, 日本のファミリー企業を対象に新たな実証分析を行い, その現状を理解するとともに, ファミリー企業の新たな側面について検討していきたい.

2 本論文の分析に関する先行研究

2.1 ファミリー企業と資本構成

第2節では, 本論文の分析に関する先行研究についてまとめた. ファミリー企業をめぐる研究の1つの課題は, 様々な理解を深めるために彼らが実際にどのような行動を選択しているかを積み重ねていくことである. この点について, 本論文の第2章では, ファミリー企業とその資本構成を分析した. 資本構成はコーポレート・ファイナンスの主要な研究領域である一方, 日本のファミリー企業を対象とした研究は筆者の知る限り行われていない. 同時に, 資本構成について分析することは, ファミリー企業の支配の構造を分析するのに役立つとも考えられる. つまり, Stulz(1988)が負債を活用することで買収の脅威に対抗できるという考えを示したように, ファミリー企業も資本構成をコントロールすることによって経営権を継続させている可能性も考えられ, これは興味深い問題となりえる¹⁸.

では, 実際にはどのようなメカニズムに基づき, ファミリー企業の資本構成は選択されるのだろうか. Friend and Lang(1988)はアメリカ企業の分析を通じて, 経営者の株式保有比率が高まるほど負債比率が低下することを示した. また, Agrawal and Nagarajan (1990)は, 無借金企業を対象にした分析の中で, その所有構造を調べている. 分析の結果, 無借金企業では株主数が少なく, 経営者の株式保有比率が高い傾向にあった. この背景と

¹⁶ Okamuro and Shim(2011), Bennedsen et al.(2014)では Mehrotra et al.(2013)と同様の基準でファミリー企業を定義している.

¹⁷ Okamuro and Shim(2011)は非ファミリー企業に比べてファミリー企業が合併を行わない傾向にあること, 合併後の株価がより低くなっていることを報告している. 加えて, Basu et al.(2007)ではファミリー企業で役員報酬がより高い傾向にあったと指摘している. また, Saito(2008)のデータをもとに, 久保・齋藤(2009)では経営者持株比率と配当行動の関係について分析し, 経営者持株比率の高い企業で, より積極的な配当政策が取られていることを示している. なお, Bennedsen et al.(2014)では増資実施によって創業者一族の支配が薄れる傾向にあったと報告されている.

¹⁸ 実際に, Weston(1979)では経営者持株比率の高い企業が, Morck et al.(1988a)では創業者一族が経営する企業が, それぞれ敵対的買収のターゲットになりづらい傾向があると報告されている.

して、彼らは無借金企業の多くで創業者一族が大株主であると指摘している。さらに、Gonzalez et al.(2013)はコロンビアの企業を対象に分析した結果、創業者一族が経営参加しているファミリー企業では負債比率が低い傾向にあったと報告している。こうした傾向は、資産を自社株式に集中させている創業者一族にとっては倒産などにより被る損失が大きく、また一族の就業機会を失うことにもなるので、負債の利用を避けたためと考えられる。つまり、ファミリー企業はデフォルトリスクに回避的な行動を取る、というのが考えられる1つのメカニズムである。

一方で、Anderson and Reeb(2003b)がアメリカ企業を対象に分析した結果、ファミリー企業と非ファミリー企業との間に負債比率の有意な差は見られなかった。また、事業多角化の程度も抑えられていたことから、ファミリー企業はデフォルトリスクに回避的な行動を取ってはいないという考えを示している¹⁹。

また、Gonzalez et al.(2013)では創業者一族の持株比率が高いほど負債比率が高くなる傾向にあることも併せて示されている。これは、議決権保持というメカニズムの可能性を示唆している。つまり、創業者一族が企業を代々引き継いでいこうとすれば、Burkart et al.(2003)が指摘するように、議決権を一定程度は保持する必要があると思われる。したがって、外部資金が必要な場合には、一族の持株比率を下げてしまう株式発行よりも、負債によって調達している可能性がある。実際に、Amore et al.(2011)がイタリアのファミリー企業を対象に負債比率を分析した結果、創業者一族が経営に継続的に参加している企業では負債比率が高くなっていた。また、Bany-Arifin et al.(2010)もマレーシア企業の分析を通じて、ピラミッド構造による支配を受ける企業では負債比率が高いことを示し、理由として議決権保持の目的を指摘している。

なお、各国で分析結果が異なる理由として、Schmid(2012)は債権者のモニタリング水準が弱い場合に負債比率が上昇するという観点から実証分析を行い、これに整合的な結果を得ている。

以上のように、先行研究ではデフォルトリスク回避と議決権保持という2つの異なった観点が指摘されてきた。そこでは、主に負債比率の高低から、ファミリー企業がどのような理由で行動を選択しているのか議論されてきた。一方で、負債比率の高低は、必ずしも2つのメカニズムの結果ではないかもしれない。たとえば、急成長などを理由に積極的な

¹⁹ Anderson et al.(2003)ではファミリー企業がデフォルトリスクを避けたいとするならば、そもそも、安定した低リスクの事業に参入している可能性を指摘している。彼らの分析の結果、ファミリー企業が非ファミリー企業に比べて低い負債のエージェンシー・コストを示した。また、外部の大株主がいるか否かは結果に有意な影響を与えていなかったため、創業者一族の長期安定的な視点を理由として指摘している。反対に、Boubakri and Ghouma(2010)は Claessens et al.(2000)や Faccio and Lang(2002)のデータに基づき分析した結果、ファミリー企業では負債のエージェンシー・コストが高いことを示している。Anderson et al.(2003)でも創業者一族の持株比率が一定の水準を超えると同様の傾向が示されているため、一部の分析では両者に整合する傾向が見られているが、ファミリー企業の定義の違いなどもあり、今後のより詳細な分析が期待される。

資金調達を行っている場合、持株比率の低下を気にせず増資を行っていても、それ以上に負債から調達をしていれば負債比率は高くなるからである。この増資行動について、Cronqvist and Nilsson(2005)はファミリー企業の観点から、Brisker et al.(2014)は経営者持株の観点から増資手法やタイミングに関する分析を行ってきた。しかし、そもそもファミリー企業が増資を行うこと自体を避けているかといった点については分析されていない。そこで本論文の第2章では、日本のファミリー企業の資本構成について、負債比率および増資行動の側面からより詳細な分析を行っている。

2.2 ファミリー企業と関連当事者取引

続く第3章では、関連当事者取引について分析している。1.5節で述べたように、La Porta et al.(2002)などでは議決権とキャッシュフロー権が乖離するほど企業価値が低下する傾向にあると示されてきた。この要因として彼らは、多くの議決権を有していたり企業の経営を実質的に掌握できていたりする一方で、十分なキャッシュフロー権を持たない場合には、トンネリングを行うインセンティブが高まると考えている。つまり、自社のリソースを創業者一族に流出させる意思決定を行う方が、単に企業価値を最大化させようと効率的な経営を志すよりも、一族の利益になる状況が発生しうると考えられている。

しかし、これまでの研究では所有構造などから、ファミリー企業の平均的な傾向を分析することが多く、創業者一族との間に実際の取引行動が存在し、その結果としてファミリー企業の行動やパフォーマンスに違いが表れていたかは考慮されていない。

これに対して、政府やグループ企業間にどのような取引が実際に生じているか、その取引が企業にどのような影響をもたらすかを分析した研究に、関連当事者との取引を扱ったものがある。Kohlbeck and Mayhew(2010)はアメリカの企業を対象に分析した結果、関連当事者取引を行っている企業では株価が低下する傾向にあると示した。また、Cheung et al.(2006)や Berkman et al.(2009)、Ge et al.(2010)でも、中国において関連当事者取引を行っている企業の株価が低いと報告されている。こうした指摘は、実際に関連当事者との取引がある場合に、それがトンネリングとして機能していることを示唆している。加えて、Gordon et al.(2004)や Lo et al.(2010)はコーポレート・ガバナンスが機能している企業で、トンネリングにつながる取引が少なくなる傾向にあると報告している。

一方、Friedman et al.(2003)は支配株主が債務保証することなどによってグループ企業を救済、支援(*propping*: プロッピング)する場合があると指摘している。つまり、関連当事者取引などを通じた支配株主とのつながりには、企業やその企業の外部株主にとって好ましい側面もあるかもしれない²⁰。これは、経営者や支配株主が大量の株式を保有するこ

²⁰ 小幡(2003)は、プロッピング行動は支援された企業の外部株主にとっては利益になるものの、グループ企業間で所得移転を行う場合、資源を流出させられた企業の外部株主にとっては搾取されたことに他ならず、搾取の実行には外部投資家保護などの面で法的コストがかかるため、社会全体的には非効率であると指摘している。また、Djankov et al.(2008)は72カ国の自己取引に対する法制度を調べた結果、規制の弱い国ほど金融市場の発展が

とで、企業価値を維持あるいは向上させるインセンティブが働いているためである。Obata(2003)ではグループ企業間での取引を通じて、実際にプロップینگが可能になると示されている。また、Yeh et al.(2012)は台湾での関連当事者取引を分析し、運転資本の状況に応じて資金取引をすることでプロップینگが行われていることを示唆した。さらに、プロップینگが行われるのは、よりコーポレート・ガバナンスが機能している場合であり、この傾向は、中国を対象に分析している Cheung et al.(2009)でも確認されている。

このような中で Peng et al.(2011)は、同一企業でも経営状況に応じて関連当事者取引をトンネリングやプロップینگの機能として使い分けていることを指摘している。

以上の先行研究から、関連当事者取引には、企業パフォーマンスなどに何かしらの影響を与える可能性が示されてきた。ファミリー企業におけるトンネリングやプロップینگは必ずしも直接的な取引関係から生じていない可能性もあるものの、こうした行動の一部が関連当事者取引として表れ、創業者一族との取引関係を示唆するものとも思われる。そのため、関連当事者取引に着目したアプローチは、トンネリングなどの実態を、実際の取引情報から分析できる点で重要といえる。一方で、日本において関連当事者取引の実態を調べた研究は筆者の知る限り行われていない。また関連当事者取引を扱った先行研究の多くでは、政府との関係や取引情報の開示に関する制度導入の効果を主な焦点としていたため、企業の所有構造や創業者一族による経営の影響が必ずしも考慮されていたわけではない。

そこで本論文の第3章では、日本における創業者一族などとの関連当事者取引の現状について調べた。そのうえで、関連当事者取引が行われる要因として創業者一族の支配がどのように影響しているか、関連当事者取引が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ものであるかどうか分析していく。

2.3 ファミリー企業と世襲経営

1.5 節でまとめた通り、これまでもファミリー企業のパフォーマンスについて実証分析が行われてきた。一部の結果に違いが見られたが、多くの研究でファミリー企業が非ファミリー企業よりも高いパフォーマンスを示していた。ではこれは、どのような要素によって表れていたのだろうか。この点について、創業者一族の世代や家族構成に焦点を当て、いくつかの研究がなされてきた。これに関連して、本論文の第4章では、ファミリー企業の血縁関係や世襲経営の歴史に基づいた分析を行っている。

Miller et al.(2007)は、創業者一族の世代や株式保有の水準など多様な側面から、アメリカの上場企業を対象にファミリー企業のパフォーマンスを分析した。結果は、マイクロソフトのように、創業者が単身で経営するファミリー企業でのみ有意にトービンのQが高い傾向にあった。一方で、創業者引退後のファミリー企業などでは一定の傾向は観測されなかった。また、Adams et al.(2009)でも創業者がCEOの場合にROAやトービンのQが高いと報告されている。これに代表されるように、ファミリー企業の世代に基づいた分析に

遅れていることを示した。

共通して見られる結果の1つは、創業者によって経営されている場合に、ファミリー企業の業績が高いというものである。しかしながら、多くの分析が上場企業を対象としているため、そのような成長を一代のうちに成し遂げた創業者が高いパフォーマンスを示すのは驚くことではないかもしれない。

一方で、創業者引退後のファミリー企業の業績については否定的な評価も多い。Villalonga and Amit(2006)はアメリカ企業を対象に分析した結果、創業者の子孫によって経営されているファミリー企業では、トービンのQで非ファミリー企業よりも劣っていたと示している。また、Bloom and Reenen(2007)は生産性や収益性、株価パフォーマンスや企業の存続確率から比較した場合に、世襲が起きているファミリー企業の経営状態が悪い傾向にあったと報告している。日本においても、Saito(2008)によると、創業者が経営に参加しているファミリー企業では有意にトービンのQが高かった一方で、創業者の子孫が経営に参加しているファミリー企業では有意に低い傾向にあった。

さらに、経営者交代の前後での株価を分析した研究からも、同様の傾向が報告されている。Perez-Gonzalez(2006)はアメリカのファミリー企業の経営者交代において、創業者の子孫が引き継いだ際には、世襲が起こらなかった場合に比べてトービンのQやROAが低下することを示した。また、Bennedsen et al.(2007)はデンマークの企業において世襲が起こるとROAが下がることを示している。こうした傾向はSmith and Amoako-Adu(1999)でもカナダのファミリー企業について確認されている。

これらの結果の一因として指摘されているのは、トンネリングによる影響のほか、経営者人材の選択における縁故主義の影響である。つまり、血縁関係者の中から次期経営者を選ぶのは、親族に関係なく幅広い人材プールから選ぶ非ファミリー企業に比べ、優れた人材を選択するのに限界があるといえる。

このような中で、創業者一族による世襲が行われる背景をBurkart et al.(2003)は理論的に分析している。彼らは、事業承継の際に創業者が能力の限定された血縁関係者に世襲を行うか、株式を保有したまま能力の優れた専門経営者を雇い入れるか、株式を売却するかを選択肢を持つと仮定している。そのうえで、統治便益(amenity profit)や名声便益(reputation benefit)といった非金銭的な便益やトンネリング等による金銭的利益、保有する株式の価値といった自身の利得を最大化するように行動すると考えた。この考察から指摘されるのは、投資家保護の弱い国ほど創業者は世襲を行い、保護の程度が強まると次第に経営を手放し、さらには株式を売却するということである。これは、表1.1で見られた傾向と整合している。同様に、Bhattacharya and Ravikumar(2001)は資本市場が未発達な国ほどファミリー企業が多くなることを理論的な分析を通じて指摘した²¹。

こうした一方で、世襲経営を支持する結果も一部には見られている。Sraer and Thesmar(2007)は、フランスでは創業者の子孫が経営するファミリー企業にあっても非フ

²¹ La Porta et al.(1998)は、投資家保護の強い国ほど資本市場が発達する傾向にあると指摘している。

ファミリー企業よりもトービンの Q や ROA が高いことを示した。McConaughy et al.(1998) もアメリカの企業を対象に同様の傾向を指摘している。さらに、Mehrotra et al.(2013)は日本のファミリー企業を対象に長期のデータセットを用いた分析を行い、婿養子を迎えたファミリー企業ではトービンの Q などで、創業者によって経営されているファミリー企業と同じように高く、非ファミリー企業やその他のファミリー企業よりも優れているとしている。彼らは、この結果を、優れた人物を養子としてファミリーに迎え入れることで、縁故主義による弊害に柔軟に対応できているためだと解釈している。

また、創業者一族の家族構成などに焦点を当てた分析も一部で行われている。Hansson et al.(2011)は、フィンランドの中小企業を対象に、創業者一族の社員数が増えるほど ROI が低下することを示した。彼らは、この結果を、縁故主義の採用により、能力の劣った人材が増えたためだとしている²²。さらに、Bertrand et al.(2008)はタイの 93 ビジネスグループを対象に分析し、創業者の死後、一族内の息子の数が多いほど、 ROA が低下する傾向にあると指摘した。理由として、息子の数が多いビジネスグループほどピラミッド構造がより複雑になり議決権とキャッシュフロー権の乖離が生じていたため、いち早くトンネリングをしようとする競争が生じているのではないかとしている。このほか、縁故主義による経営者の能力低下なども可能性として触れられている。

以上のように、世襲経営についても様々な分析が行われてきた。この中で、先行研究の多くでは、縁故主義やトンネリングの議論をするとき、創業者一族を共通の目的やインセンティブを持った1つのコミュニティとして捉えられる傾向がある。ファミリー企業で世襲経営が脈々と受け継がれていることを考えれば、たしかに、このような側面も強いかもしれない。しかし現実には、セイコーグループで世襲の正当性などの理由から、本家筋の服部純市がグループトップで叔父の服部禮次郎を訴えるなどの内紛があったように、創業者一族であるがゆえに問題が発生することもある²³。この点を踏まえると、世襲経営が企業パフォーマンスにどのような影響を与えているか考える場合、その血縁関係や世襲の経緯に注目し、創業者一族内部での対立の構造を検討していくことが、必要であるかもしれない。

本論文の第4章では、この観点に基づき、日本の百貨店業界における世襲の歴史を確認するとともに、世襲の経緯によって企業パフォーマンスに与える影響がどのように異なるのか、より詳細な分析を行っていく。

2.4 本論文の位置づけ

これまで見てきたように、ファミリー企業については数多くの研究がされてきた。この

²² ただし、併せて分析されている創業者一族の取締役数の増加はパフォーマンスの低下につながっていなかった。取締役の方が一社員よりも企業的意思決定に影響を与えうる立場でとすれば、人材の能力はより重要であると思われるため、解釈については意見が分かれるかもしれない。

²³ 事件の詳細は、有森隆、『創業家物語』、講談社、2008年の192頁に詳しい。

理由は単にファミリー企業が中心的な企業形態であるというほかに、企業の所有構造に関する様々な論点を実証分析するうえで特徴的な所有構造を持っているからであった。また、長期的な視点を持った株主の影響を考える場合などにも、創業者一族が典型的な役割を果たしていると思われるケースもある。したがって、ファミリー企業について研究を積み重ねていくことは、コーポレート・ファイナンス研究で指摘されてきた多様な要素について示唆を得ることにつながるかもしれない。さらには、非ファミリー企業についての理解を深めることにつながるかもしれない。

しかしながら、日本のファミリー企業を分析したものは限られている。本論文はこの点について、資本構成、関連当事者取引、世襲構造などの詳細なデータから日本のファミリー企業の実態を調べていく。これらは、どのようにして創業者一族が企業支配を維持させているのか、その中でどのような取引行動が実際に見られるのか、所有構造に起因しない創業者一族の影響にはどのようなものがあるのか、といった点に焦点を当てた分析でもある。さらには、資本構成など、コーポレート・ファイナンスの主要な論点について創業者一族の影響があるか確認することは、ファミリー企業を対象としない研究の中でも、場合によってはその影響を考慮する必要があることを示唆するかもしれない。こうした点で、本論文は日本のファミリー企業についての理解を深めることに限らず、ファイナンス研究一般の理解を深める一助になろうとするものである。

第2章 ファミリー企業と資本構成²⁴

1 イントロダクション

ファミリー企業は先進諸国の大企業においてもよく見られ、日本においても、ファミリー企業が数多く存在することは、Saito(2008)や Mehrotra et al.(2013)によって確認されてきた。しかしながら、ファイナンス分野において日本のファミリー企業を対象とした研究は限られている。特に主要な研究領域である資本構成について、日本のファミリー企業を対象とした研究は、筆者が知る限り、行われていない。

本章では、はじめて日本のファミリー企業の資本構成について分析した。ファミリー企業においては、創業者一族が議決権を維持する目的で、資本構成をコントロールしていると考えられる。たとえば、Amore et al.(2011)では創業者一族が継続的に経営に参加している企業では負債比率が高いと指摘している。この結果は、創業者一族が経営に関与し続けるために、議決権を保持しようと資本構成をコントロールしているものと解釈できる。つまり、外部資金が必要なとき、持株比率を低下させてしまう株式発行よりも、負債による調達を好む傾向にあると考えられる。一方、Agrawal and Nagarajan(1990)が無借金企業の大株主を調べた結果、その多くは創業者一族であった。彼らは、ファミリー企業の方が自己の資産を自社株式に集中させているため、倒産などによって被る損失を避けようと負債の利用を抑えていると解釈している。本章ではこれらの指摘に関連して、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、もしくは議決権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たい。

本章の分析は2001年度から2010年度の日本の全上場企業のうち2,989社を対象に行った。具体的には、有利子負債の総資産などに対する比率について、株式保有や経営参加の側面から分類したファミリー企業の変数やその他コントロール変数を用い、各種のパネルデータ分析を行った。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うかがえ、ファミリー企業の負債比率の高さが非ファミリー企業にとっては好ましくないことが、間接的には示唆された。こうした結果から、ファミリー企業はデフォルトリスクに対して回避的な選択をしているのではなく、議決権を保持するために負債による資金調達を活用していると解釈できる。

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とはいえないかもしれない。つまり、積極的な資金調達を行うなかで、増資もするがそれ以上に

²⁴ 本章の分析結果の一部は太宰(2015)を改変したものである。

借入も行うような場合、議決権保持を目的としていなくても負債比率は高くなると考えられる。そのため本章では、ファミリー企業の負債比率の高さが議決権保持によるものであるかどうかを確認した。具体的には、増資の実施頻度や規模の側面から、ファミリー企業が増資を避けているか否かをロジットモデルなどで検証した。この点は、ファミリー企業と資本構成の関係を扱った先行研究でも触れられていない点であり、本章の貢献と思われる。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るような時期にあってもなお、より持株比率の低下が進む株価の低い時期での増資を避けていることを示唆し、あくまでも議決権保持を目的に創業者一族が資本構成をコントロールしていることを支持する結果と解釈できる。

また、議決権保持などの創業者一族の影響は増資手法にも違いをもたらしているかもしれない。たとえば Wu(2004)で触れられているように、自身で株主を選択できる第三者割当増資の方が創業者一族の経営関与を維持するためには好まれると考えられる。一方で、第三者割当増資によって外部大株主が生まれてしまう状況は創業者一族にとって必ずしも好ましくない可能性も考えられる。この点についても、本章では増資を実施した企業についてその増資手法をロジットモデルで回帰分析するなど、追加的に検証した。分析の結果、ファミリー企業が第三者割当増資を避けていることが一部では示された。このことから、創業者一族が外部に大株主が生まれるのを避けている可能性や、それによって様々な役得などを守ろうとしている可能性がうかがえる。

以上の点から分析全体を通じて、日本のファミリー企業では議決権保持が目的とされるなど、創業者一族が資本構成に一定の影響を与えていることが示唆されたと解釈できる。

本章の構成は以下の通りである。第2節では、ファミリー企業の資本構成に関する先行研究を概観するとともに分析の焦点について述べる。続けて、第3節ではデータについて説明し、第4節では分析を行う。最後に、第5節では結論を示した。

2 リサーチ・フォーカス

La Porta et al.(1999)の研究を1つの契機として、これまで多くのファミリー企業研究がなされてきた。Claessens et al.(2000)などの指摘のなかで、日本においてはファミリー企業が比較的少ないことが知られているが、それでもなお、Saito(2008)が調べた結果、創業者一族が最大株主である企業は26%にのぼった。さらに、この多くで創業者一族が経営にも参加していた²⁵。

²⁵ Saito(2008)では、創業者一族が最大株主でないにも係わらず経営権を握っている企業も一定程度観測されることを、同時に報告している。このような企業で経営権が継続される一因については、第4章で考察する。

では実際に、どのようにして創業者一族は経営に関与し続けることができているのだろうか。本章では、この点に関連して、これまで確認されてこなかった日本のファミリー企業の資本構成について、どのような選択がされているか検証する。この理由は、コーポレート・ファイナンスにおいて資本構成が中心的なトピックであるのと同時に、ファミリー企業で経営権が維持される構造を分析するのに役立つと考えられるからである。つまり、Stulz(1988)が負債を活用することで買収の脅威に対抗できるという考えを示したように、ファミリー企業も資本構成をコントロールすることによって経営権を継続させている可能性も考えられる。

ここで、ファミリー企業と負債比率の関係には、主に2つのメカニズムが考えられる。1つはデフォルトのリスクに対して回避的に行動するというもので、もう1つは持株比率の低下を避けるというものである。デフォルトリスク回避の観点について、Agrawal and Nagarajan(1990)はアメリカ企業を対象とした分析の中で、無借金企業の多くで創業者一族が大株主であると示した。また、Gonzalez et al.(2013)では創業者一族が経営参加しているファミリー企業で負債比率が低い傾向が見られた。これらは倒産などによる資産の損失や一族の就業機会の損失を避けるために、負債の利用を避けた結果と考えることができる。

また、Gonzalez et al.(2013)では創業者一族の持株比率が高いほど負債比率が高くなる傾向にあることも併せて示されている。これは、議決権保持の観点と整合的である。つまり、外部資金が必要となった場合、株式での調達自身は自身の持株比率を低下させてしまうので、負債によって調達することで持株比率の維持し、経営権の継続を図っているとも考えられる。実際に、Amore et al.(2011)は創業者一族が経営に継続的に参加している企業では、負債比率が高い傾向にあると示した。

本章では、まずこれらの観点に基づいて日本のファミリー企業でどのような傾向が見られるか、現状を明らかにしていく。

さらに、これまで先行研究では、負債比率が高い場合にファミリー企業が議決権保持を目的に資本構成を選択していると指摘されてきた。一方で、負債比率の高さは必ずしもその結果ではないかもしれない。これは、持株比率の低下を気にせず増資を行っている企業においても、それ以上に負債による資金調達を行っていれば負債比率は高くなるからである。そこで本章では、ファミリー企業が実際に増資を控えているかどうか、次に確認していく。これに関連して、Brisker et al.(2014)はアメリカの企業を分析した結果、株式保有の多い経営者が、より業績のピークで増資を行う傾向にあると指摘している。彼らはこの結果を、株価が高くなる時期に増資することで増資金額に対する発行株式数を抑え、経営者が議決権の保持を図ったものと解釈している。したがって、必ずしも全体的にはファミリー企業が増資を控える傾向は見られないかもしれない。一方、業績が悪化している時期には株価が低くなりやすく持株比率の低下が大きな問題となるので、財務改善の必要性が高まっているにも係わらず、あくまでも増資は避けられているかもしれない。そのため、

本章では企業業績との関係からも分析を加える。

また、議決権保持などの創業者一族の影響は株式発行手法の選択にも表れるかもしれない。Cronqvist and Nilsson(2005)はスウェーデンの企業を対象に分析し、ファミリー企業が既存株主への割当による増資を好む傾向にあると示した²⁶。これは持株比率の低下を避けた結果と考えられている。加えて、議決権を保持することで企業経営への関与を図るような場合には、他の株式を誰が保有するかも重要な問題となりえる。Wu(2004)は、第三者割当増資では引き受ける投資家を経営者が選択できる点で、公募増資よりも好まれる可能性があることを指摘している²⁷。一方で、不特定多数の株主に広く分散して株式を保有させられる公募増資の方が、相対的には一族の持株比率を高くでき、外部に大株主を生まないという点と併せて企業をコントロールしやすくなるとも考えられる。この場合、ファミリー企業は公募増資を好む可能性もある。そのため、本章では日本のファミリー企業でどのような増資手法が採られているかも分析していく。

分析にあたっては、ファミリー企業を3つのタイプに分けて検討する。具体的には、まず、創業者一族の持株比率が5%以上であるか、あるいは創業者一族が社長である企業をファミリー企業と定義する。これは、第1章でまとめたAnderson and Reeb(2003a)やMiller et al.(2007)などに見られた定義と同様に所有権および経営権の両面からファミリー企業の特徴を検討しようとするもので、一般的な定義の方法の1つといえる²⁸。そのうえで、持株比率が5%以上でかつ創業者一族が社長である場合をファミリー企業(M&O)、持株比率が5%以上であるが創業者一族が社長でない場合をファミリー企業(O)、持株比率が5%未満であるが創業者一族が社長である場合をファミリー企業(M)とし、株式保有や経営参加の側面から創業者一族と資本構成との関係を検証する。この理由は、デフォルトリスクに回避的な選択は株式を保有している場合に限らず経営に参加している場合にも見ら

²⁶ Cronqvist and Nilsson(2005)によれば、スウェーデン市場ではライツイシューが最も代表的な増資手段となっている。一方、東京証券取引所の公表によると、東京証券取引所において2010年に行われた増資のうち、公募増資が50件(新規公開11件を含む)、第三者割当増資が88件であり、優先株式等での増資の10件を上回って主要な増資手段となっている。そのため、本章では公募増資と第三者割当増資について、増資傾向を分析する。

²⁷ 第三者割当増資では創業者一族や一族の関連する企業を引受先とすることで、ファミリーの持株比率を上昇させられる可能性も考えられる。しかし、鈴木(2013)が2001年から2010年までに日本で行われた第三者割当増資の引受先を調べた結果、経営陣が引受先となるケースは取引先やヘッジファンドが引受先となるケースよりも限られており、少なくとも日本においては第三者割当増資も創業者一族の持株比率の低下につながっていると考えられる。

²⁸ 経営権について先行研究ではCEOを基準とした分類を行っている。これに対して本章では、社長を対象としてファミリー企業を定義した。なお、先行研究のCEOに対応する役職を社長のみとすべきか、会長も含めるべきかは議論を必要とする点である。本論文でも、第3章以降では創業者一族が会長に就任している場合もファミリー企業として分析している。しかしながら、補足資料の補表2.1から補表2.4に示す通り、本章の主要な分析については会長を含めた定義とした場合にも概ね同様の傾向が確認できている。したがって、この定義の違いによる分析結果への影響は少ないものと思われる。

れると期待できる一方で、持株比率が十分に低い場合には議決権を保持しようとするインセンティブは弱まり、負債を活用する傾向は見られなくなる可能性もあると考えられるためである。

3 データ

3.1 サンプル

分析では、2001年度から2010年度を対象期間とし、金融業・公的産業を除いた全上場企業を対象企業とした。データの作成にあたっては、東洋経済新報社の『日本会社史総覧』および有価証券報告書を用いて、まず各社の創業者とその一族を特定した²⁹。ここで、創業者が複数人に及ぶ場合には、2001年度時点で株式保有のより多かった方の一族を創業者一族として考えている。なお、政府や他社によって設立された企業、親会社から分離独立した企業については非ファミリー企業とした。次に、東洋経済新報社の『役員四季報』より対象企業の社長についての情報を収集した。さらに、日経 NEEDS より収集した各企業の上位 10 大株主から、創業者一族および一族の関連する企業の保有比率を足しあわせて創業者一族の株式保有比率とした。一族の関連する企業の特定については、大量保有報告書で創業者一族の共同保有者となっている企業の持株比率を、自社株式を除いて、一族の株式保有比率に足しあわせた。これにより、創業者一族が保持する議決権についてその大部分を把握できるようになっている。最後に、増資の履歴を東洋経済新報社の『会社四季報』より収集し、その他の財務データについては日経 NEEDS より集計を行った。なお、一連の作業を通じて創業者が不明であった企業、および役員や大株主について創業者との血縁が特定できなかった企業についてはサンプルから除いて処理をした。結果、対象企業数は直近の 2010 年度時点で 2,989 社となった。日本のファミリー企業を扱った主要な分析のうち、Saito(2008)は 1990 年から 1998 年の 1 部 2 部上場企業 1,818 社の、Mehrotra et al.(2013)は 1949 年から 1970 年に上場した企業 1,367 社の 1962 年から 2000 年のパフォーマンスを対象としたものであるのに対し、本章のデータは、新興市場も網羅的に含んだ比較的直近の状況を捉えたものとなっている³⁰。

3.2 変数

表 2.1 には、分析に用いる主要な変数をまとめた。ファミリー企業の特徴についての変数は第 2 節で述べた定義にしたがい、ファミリー企業(M&O)、ファミリー企業(O)、ファミリー企業(M)としている。また、第 1 章ですてに述べた通り、創業者が経営するファミ

²⁹ 日本会社史総覧では、1995 年時点に株式上場していた企業 3,072 社についての社史がまとめられている。

³⁰ ファミリー企業の産業別の分布などの詳細な情報については、付録 A にまとめている。

表 2.1 変数の定義

この表は第 2 章の分析に用いる主要な変数について、その定義をまとめたものである。株式時価総額については期末株価を期末発行済み株式数に掛け合わせることで算出する。

ファミリー関連の変数	定義
ファミリー企業	創業者一族が社長であるか、あるいはファミリー保有比率が5%以上である場合に1をとるダミー変数
ファミリー保有比率	創業者一族に關係する上位10大株主の持株比率の合計
ファミリー経営	創業者一族が社長である場合に1をとるダミー変数
ファミリー企業(M&O)	ファミリー保有比率が5%以上で、かつ創業者一族が社長である場合に1をとるダミー変数
ファミリー企業(O)	ファミリー保有比率が5%以上で、かつ創業者一族が社長でない場合に1をとるダミー変数
ファミリー企業(M)	ファミリー保有比率が5%未満で、かつ創業者一族が社長である場合に1をとるダミー変数
創業者経営	創業者が社長である場合に1をとるダミー変数
財務関連の変数	定義
負債比率(時価)	$(\text{社債} + \text{長期借入金} + \text{短期借入金}) / (\text{総負債} + \text{株式時価総額})$
負債比率(簿価)	$(\text{社債} + \text{長期借入金} + \text{短期借入金}) / \text{総資産}$
産業別負債比率(時価)	負債比率(時価)の産業別の中央値
産業別負債比率(簿価)	負債比率(簿価)の産業別の中央値
有形固定資産比率	有形固定資産/総資産
ROA	営業利益/総資産
総資産(LN)	総資産(の対数)
時価簿価比率	$(\text{総負債} + \text{株式時価総額}) / \text{総資産}$
期待インフレーション率	$(\text{当期の消費者物価指数} / \text{前期の消費者物価指数}) - 1$
内部留保率	$1 - (\text{1株あたり配当金} / \text{1株あたり純利益})$
売上成長率	$(\text{当期の売上高} / \text{前期の売上高}) - 1$
設立後年数(LN)	株式会社設立からの年数(の対数)
赤字経営	当期純利益が赤字となった場合に1をとるダミー変数
現金保有比率	現金および現金同等物/総資産
事業投資比率	固定資産取得による支出/固定資産
増資実施	公募増資または第三者割当増資を実施した場合に1をとるダミー変数
増資率	$(\text{増資株式数} \times \text{発行価額}) / \text{前期の総資産}$
公募増資実施	公募増資を実施した場合に1をとるダミー変数
公募増資率	$(\text{公募増資株式数} \times \text{発行価額}) / \text{前期の総資産}$
第三者割当増資実施	第三者割当増資を実施した場合に1をとるダミー変数
第三者割当増資率	$(\text{第三者割当増資株式数} \times \text{発行価額}) / \text{前期の総資産}$

リー企業であるかどうかは、企業の成長性など多様な面で違いがあることから、本章でもコントロール変数として用いた。

次に負債比率の分析では、時価ベースおよび簿価ベースでの有利子負債の比率を指標として用いた。その他の主要なコントロール変数については、様々な理論をもとに資本構成の分析に重要な変数を実証した Frank and Goyal(2009)にしたがっている。具体的に用いる変数とその理由は次の通りである。事業リスクや規制などの産業特性について産業別負債比率を、資産の担保性について有形固定資産比率を、収益性について ROA を、企業規

模について総資産を、株価状況について時価簿価比率を、節税効果など市場状況について期待インフレーション率を、それぞれ用いた。さらに、分析の対象期間を踏まえると、どの程度の利益を返済に充てられているかが資本構成に影響すると考えられるため、内部留保率を加えた。また、実質的な企業の成長度について売上成長率を、企業の成熟度や創業者一族の世代などの要因について設立後年数を加えた。なお、各数値については2010年を基準とする消費者物価指数で調整し、業種分類は証券コード協議会の設定に基づいている。

また、増資行動の分析では、増資実施についてのダミー変数および増資額の総資産に対する比率をその指標として用いた。具体的には、主な増資手段である公募増資および第三者割当増資について、その合計値とともに併せて分析を行った。コントロール変数は、Frank and Goyal(2009)やDittmar and Thakor(2007)を参考としている。具体的には、負債比率の分析の場合と同様の理由により、有形固定資産比率、ROA、総資産、時価簿価比率、期待インフレーション率を用いた。また、現状の負債の活用状況について負債比率(時価)を、経営が悪化しているかどうかについて赤字経営であったことを示すダミー変数を加えた。さらに、内部資金の状況について現金保有比率を、企業の投資需要について事業投資比率を使用した。

3.3 基礎統計量

表2.2には各変数の基礎統計量について、2010年度時点での値を、欠損値を含むサンプル企業を除いて記した³¹。負債比率(時価)、負債比率(簿価)、有形固定資産、ROA、総資産、時価簿価比率、内部留保率、売上成長率、設立後年数、現金保有比率、事業投資比率については異常値処理のため上下1%でwinsorizationを実施した。なお、増資率、公募増資率、第三者割当増資率については増資を実施した企業が限られているため、winsorizationを実施していない。また、負債比率(簿価)を見ると最小値は0となっており、サンプル企業には無借金企業451社が含まれていた。以降の主要な分析では、異常値処理をしなかった場合、無借金企業を除いて分析した場合にも、同様の傾向が示されることを確認している。

表2.3は、主要な変数の平均値を、ファミリー企業(M&O)、ファミリー企業(O)、ファミリー企業(M)、非ファミリー企業の区分に応じてまとめたものである。右側3列には、各ファミリー企業と非ファミリー企業の平均値の差の検定結果を示した。まず負債比率についての分析結果を見ると、負債比率(時価)については、ファミリー企業(M&O)およびファミリー企業(M)では21.8%と、非ファミリー企業の20.7%よりも高い。一方で、ファミリー企業(O)は19.2%と低い傾向にあった。しかし、これらは有意な差ではなかった³²。ま

³¹ 各変数の相関係数については補足資料の補表2.5に示した。

³² 無借金企業の属性別の割合は、非ファミリー企業で12.6%であるのに対し、ファミリー企業(M&O)では18.2%(t値3.767)、ファミリー企業(O)では18.9%(t値3.351)、ファミリ

表 2.2 基礎統計量(2010 年度)

この表は分析に用いる主要な変数について、2010 年度時点の基礎統計量を示している。対象企業は金融業・公的産業を除く全上場企業であり、このうち創業者一族が特定不能な企業および財務関連の変数に欠損値を含む企業についても除外した。総資産および設立後年数は対数を外した値を示している。なお、負債比率(時価)、負債比率(簿価)、有形固定資産比率、ROA、総資産、時価簿価比率、内部留保率、売上成長率、設立後年数、現金保有比率、事業投資比率については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 2.1 の通りである。

変数	サンプル 企業数	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
ファミリー企業	2,951	0.537	1.000	0.499	0.000	1.000
ファミリー保有比率	2,951	0.150	0.045	0.192	0.000	0.939
ファミリー経営	2,951	0.381	0.000	0.486	0.000	1.000
ファミリー企業(M&O)	2,951	0.333	0.000	0.472	0.000	1.000
ファミリー企業(O)	2,951	0.156	0.000	0.363	0.000	1.000
ファミリー企業(M)	2,951	0.047	0.000	0.213	0.000	1.000
創業者経営	2,951	0.152	0.000	0.360	0.000	1.000
負債比率(時価)	2,951	0.209	0.170	0.190	0.000	0.720
負債比率(簿価)	2,951	0.198	0.155	0.186	0.000	0.741
産業別負債比率(時価)	2,951	0.179	0.157	0.101	0.038	0.527
産業別負債比率(簿価)	2,951	0.163	0.137	0.093	0.034	0.479
有形固定資産比率	2,951	0.289	0.271	0.188	0.004	0.805
ROA	2,951	0.046	0.043	0.066	-0.266	0.252
総資産(単位: 10 億円)	2,951	154.710	27.830	450.629	0.843	3,326.014
時価簿価比率	2,951	0.989	0.909	0.439	0.393	3.585
期待インフレーション率	2,951	-0.005	-0.005	0.001	-0.011	-0.002
内部留保率	2,951	0.399	0.758	2.169	-17.519	2.108
売上成長率	2,951	0.052	0.026	0.198	-0.471	1.071
設立後年数(単位: 年)	2,951	49.437	52.000	24.18	4.000	111.000
赤字経営	2,951	0.155	0.000	0.362	0.000	1.000
現金保有比率	2,951	0.183	0.147	0.136	0.010	0.673
事業投資比率	2,951	0.083	0.058	0.085	0.001	0.499
増資実施	2,951	0.034	0.000	0.181	0.000	1.000
増資率	2,951	0.004	0.000	0.046	0.000	1.248
公募増資実施	2,951	0.012	0.000	0.110	0.000	1.000
公募増資率	2,951	0.001	0.000	0.008	0.000	0.289
第三者割当増資実施	2,951	0.023	0.000	0.151	0.000	1.000
第三者割当増資率	2,951	0.004	0.000	0.046	0.000	1.248

た、負債比率(簿価)については、ファミリー企業(M&O)、ファミリー企業(M)で非ファミリー企業より有意ではないが高い一方、ファミリー企業(O)では有意に低くなっていた。この点では、ファミリー企業(O)ではデフォルトリスクに回避的な行動が一部見られる。この背景として、経営参加をしていない場合には自己資産の価値の維持を優先している可能性が

一企業(M)では 9.3%(t 値 1.135)であった。したがって、企業規模等をコントロールしない場合には、ファミリー企業(M&O)およびファミリー企業(O)で 1%水準で有意に無借金企業が多い傾向にあり、この点は Agrawal and Nagarajan(1990)の指摘と整合的である。

表 2.3 主要変数の企業属性別比較(2010 年度)

この表は分析に用いる主要な変数について、2010 年度時点の平均値をファミリー企業の各企業属性別に示している。右側 3 列にはファミリー企業(M&O)、ファミリー企業(O)、ファミリー企業(M)について、それぞれ非ファミリー企業との平均値の差の検定結果を示した。対象企業は金融業・公的産業を除く全上場企業であり、このうち創業者一族が特定不能な企業および財務関連の変数に欠損値を含む企業についても除外した。総資産および設立後年数は対数を外した値を示している。なお、負債比率(時価)、負債比率(簿価)、有形固定資産比率、ROA、総資産、時価簿価比率、内部留保率、売上成長率、設立後年数、現金保有比率、事業投資比率については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 2.1 の通りである。*、**、***は、それぞれ 10%、5%、1%水準で有意なことを示している。

サンプル企業数	ファミリー企業			非ファミ リー企業	t 検定		
	(M&O)	(O)	(M)				
変数	984	461	140	1,366	平均値	t 値	t 値
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)－(4)	(2)－(4)	(3)－(4)
創業者経営	0.437	0.000	0.143	0.000	32.548***	－	15.079***
負債比率(時価)	0.218	0.192	0.218	0.207	1.343	-1.593	0.701
負債比率(簿価)	0.208	0.170	0.206	0.198	1.253	-2.959***	0.462
産業別負債比率(時価)	0.174	0.161	0.179	0.188	-3.205***	-4.860***	-0.931
産業別負債比率(簿価)	0.162	0.148	0.161	0.168	-1.683*	-4.014***	-0.905
有形固定資産比率	0.276	0.261	0.292	0.307	-3.904***	-4.661***	-0.892
ROA	0.051	0.051	0.033	0.043	2.808***	2.200**	-1.958*
総資産(単位: 10 億円)	43.196	63.305	178.924	263.404	-11.316***	-6.971***	-1.621
時価簿価比率	1.014	0.982	1.010	0.971	2.396**	0.472	1.123
内部留保率	0.333	0.343	0.516	0.452	-1.326	-0.983	0.381
売上成長率	0.051	0.043	0.055	0.055	-0.409	-1.094	0.055
設立後年数(単位: 年)	37.744	41.382	60.379	59.457	-23.328***	-14.722***	0.434
赤字経営	0.166	0.169	0.193	0.139	1.778*	1.580	1.726*
現金保有比率	0.219	0.228	0.175	0.142	14.721***	13.439***	3.357***
事業投資比率	0.095	0.080	0.074	0.076	5.330***	1.158	-0.221
増資実施	0.041	0.024	0.043	0.031	1.188	-0.835	0.722
増資率	0.003	0.006	0.014	0.004	-0.890	0.508	1.975**
公募増資実施	0.014	0.000	0.000	0.016	-0.366	-2.746***	-1.513
公募増資率	0.001	0.000	0.000	0.001	1.544	-2.411**	-1.328
第三者割当増資実施	0.026	0.024	0.043	0.019	1.201	0.636	1.863*
第三者割当増資率	0.002	0.006	0.014	0.004	-1.289	0.724	2.094**

あるかもしれない。なお、t 検定について企業属性別などに標準誤差を別途確認しても顕著な違いは見られず、標準誤差の大きさが検定結果に影響している可能性は低いと思われる。しかしながら、コントロール変数についてはファミリー企業(M&O)やファミリー企業(O)の状況は非ファミリー企業と異なっており、そのため平均値ベースでは負債比率が低く見えているとも考えられる。たとえば、各社が属する産業の傾向を示す産業別負債比率は双方とも非ファミリー企業よりも有意に低く、ファミリー企業(M&O)やファミリー企業(O)がそもそも負債を活用しない産業に属していることが指摘できる³³。さらに、有形固定

³³ 2010 年度時点でファミリー企業(M&O)の少ない産業は、鉱業(0%)、石油・石炭業(0%)、

資産比率や ROA でも有意な違いがあり、これらの要因によって非ファミリー企業よりも負債比率が低く見えやすくなっているのかもしれない。そのため、有意な違いが認められなかった負債比率(時価)も含め、より正確に負債比率の比較を行うには、これらの要因をコントロールして分析する必要がある。

次に、増資行動の変数についての結果を見ると、ファミリー企業(M&O)では増資実施の割合が 4.1%、ファミリー企業(M)では 4.3%と非ファミリー企業の 3.1%よりも高い一方で、ファミリー企業(O)では 2.4%と低い傾向にあったが、これらの差は有意なものではなかった。同様に、その他の増資行動にもファミリー企業(M&O)では有意な差は見られなかった。一方で、ファミリー企業(O)は公募増資で有意に低く、またファミリー企業(M)では、増資率や第三者割当増資に関して有意に高い傾向にある。さらに表 2.3 には記されていないが、増資率について実際に増資した企業に限って見ると、非ファミリー企業は 13.3%であったのに対し、ファミリー企業(M&O)で 6.8%(t 値-1.698)、ファミリー企業(O)で 23.1%(t 値 1.218)、ファミリー企業(M)で 32.6%(t 値 1.661)であり、ファミリー企業(M&O)では 10%水準で有意な差となっていた。しかしながら、ファミリー企業では現金保有比率が高く増資を行わなくても手元に資金があることや、ファミリー企業(M&O)とファミリー企業(O)については企業規模等にも違いがあることが、増資行動の t 検定結果にも影響していると考えられる。したがって、増資行動についても負債比率の分析同様に、これらをコントロールしたうえで分析していく必要がある。

4 分析

4.1 ファミリー企業と負債比率

本節ではファミリー企業とその資本構成について、より詳細に確認していく。表 2.4 は負債比率を被説明変数として、回帰分析した結果を示したものである。(1)から(3)は時価ベースの負債比率を、(4)から(6)は簿価ベースの負債比率を被説明変数として分析しており、また、それぞれをプールド OLS、ランダム効果、固定効果モデルで推定した。なお、それぞれの説明変数については 1 期前の値を用いた。また、プールド OLS およびランダム効果モデルでの推定では産業ダミー、年度ダミーを加え、固定効果モデルでは企業単位でのコントロールを行うため年度ダミーのみを加えた。

ここで、デフォルトリスク回避の観点に立つと、創業者一族は就業機会や自己資産の損失を避けようとするため、経営参加している場合にも株式保有している場合にもファミリ

空運業(0%)であった。一方、多い産業は、水産・農林業(60%)、小売業(56%)、サービス業(50%)であった。また、ファミリー企業(O)の少ない産業は、鉱業(0%)、空運業(0%)、陸運業(2%)、であった。一方、多い産業は、情報・通信業(23%)、その他製品(23%)、サービス業(21%)であった。

表 2.4 ファミリー企業と負債比率

この表は負債比率(時価), 負債比率(簿価)について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い, それぞれプールド OLS, ランダム効果, 固定効果(企業単位)モデルで回帰分析した結果を示している. なお, 説明変数については 1 期前の値を用いている. 対象企業は金融業・公的産業を除く全上場企業, 対象期間は 2001 年度から 2010 年度である. 負債比率(時価), 負債比率(簿価), 有形固定資産比率, ROA, 総資産(LN), 時価簿価比率, 内部留保率, 売上成長率, 設立後年数(LN)については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した. 各変数の定義は, 表 2.1 の通りである. 括弧内はクラスターとして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.

被説明変数＝	負債比率 (時価)	負債比率 (時価)	負債比率 (時価)	負債比率 (簿価)	負債比率 (簿価)	負債比率 (簿価)
モデル＝	プールド OLS	ランダム 効果	固定 効果	プールド OLS	ランダム 効果	固定 効果
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ファミリー企業(M&O)	0.015** (0.007)	0.042*** (0.006)	0.026*** (0.008)	0.000 (0.007)	0.032*** (0.007)	0.023*** (0.009)
ファミリー企業(O)	0.012 (0.008)	0.039*** (0.006)	0.025*** (0.007)	0.001 (0.008)	0.031*** (0.006)	0.022*** (0.008)
ファミリー企業(M)	0.014 (0.010)	0.008 (0.006)	0.001 (0.006)	0.009 (0.010)	0.005 (0.006)	0.001 (0.007)
創業者経営	0.044*** (0.009)	0.005 (0.006)	-0.004 (0.007)	0.062*** (0.009)	0.009 (0.006)	-0.000 (0.007)
産業別負債比率(時価)	0.292*** (0.043)	0.254*** (0.032)	0.212*** (0.031)			
産業別負債比率(簿価)				0.309*** (0.057)	0.244*** (0.044)	0.198*** (0.045)
有形固定資産比率	0.339*** (0.018)	0.192*** (0.018)	0.141*** (0.021)	0.343*** (0.018)	0.188*** (0.019)	0.144*** (0.023)
ROA	-0.689*** (0.035)	-0.344*** (0.025)	-0.337*** (0.025)	-0.768*** (0.039)	-0.387*** (0.027)	-0.373*** (0.028)
総資産(LN)	0.010*** (0.002)	0.046*** (0.003)	0.104*** (0.005)	0.012*** (0.002)	0.043*** (0.003)	0.084*** (0.005)
時価簿価比率	-0.013*** (0.003)	-0.007*** (0.002)	-0.000 (0.002)	0.017*** (0.003)	0.003 (0.002)	0.007*** (0.002)
期待インフレーション率	1.039*** (0.162)	0.675*** (0.109)	0.574*** (0.106)	0.990*** (0.160)	0.669*** (0.101)	0.593*** (0.098)
内部留保率	0.009*** (0.002)	0.001 (0.001)	0.001* (0.001)	0.010*** (0.002)	0.001** (0.001)	0.001** (0.001)
売上成長率	0.062*** (0.009)	0.014*** (0.005)	-0.006 (0.005)	0.066*** (0.009)	0.015*** (0.005)	-0.000 (0.005)
設立後年数(LN)	-0.010* (0.005)	-0.021*** (0.005)	-0.009 (0.016)	-0.013** (0.005)	-0.030*** (0.006)	-0.013 (0.017)
切片	0.141** (0.070)	-0.185*** (0.068)	-0.875*** (0.069)	0.088 (0.075)	-0.121* (0.072)	-0.668*** (0.073)
産業ダミー	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	25,859	25,859	25,859	25,859	25,859	25,859
自由度調整済決定係数	0.288	0.188	0.286	0.270	0.183	0.181

一企業は負債の活用を避けると考えられる。したがって、この効果が生じている場合には、ファミリー企業(M&O)、ファミリー企業(O)、ファミリー企業(M)のそれぞれで、負債比率は非ファミリー企業よりも低い可能性がある。一方、議決権保持の観点にたてば、これらのファミリー企業の方が負債比率が高いと考えられる³⁴。また、保有株式をすでに分散させてしまった場合、持株比率の低下を避けるために負債比率を高めるというインセンティブが弱まるとすれば、ファミリー企業(M&O)やファミリー企業(O)では負債比率が高く、ファミリー企業(M)ではそうした傾向が見られないかもしれない。

分析の結果、ファミリー企業(M&O)では(4)を除き、有意に負債比率が高い傾向にあった。また、ファミリー企業(O)では(1)と(4)を除いて負債比率が有意に高く、係数の値はファミリー企業(M&O)と近くなっている。したがって、経営参加による効果よりも株式保有による効果が主に働いていると考えられる。一方、(4)での傾向を踏まえると、ファミリー企業の株価が割安に評価されており、この点が分析結果に影響しているとも思われるかもしれない。ただし、負債比率(時価)および負債比率(簿価)のどちらについての分析でも、F検定の結果はプールド OLS よりも固定効果モデルの、Breusch-Pagan Lagrange multiplier 検定の結果はプールド OLS よりもランダム効果モデルの、Hausman 検定の結果はランダム効果よりも固定効果モデルの採択を支持しており、固定効果モデルによる結果ではファミリー企業(M&O)とファミリー企業(O)で有意に負債比率が高くなっていた。さらに、ファミリー企業(M)ではすべての分析で非ファミリー企業との有意な違いは認められず、(6)を除いて正の値となっていた。こうした結果は、一定の株式保有をとまなう場合にファミリー企業の負債比率が高いことを示しており、議決権を保持しようと資本構成をコントロールしていることが示唆される。

しかし、負債比率が十分に低い場合にはデフォルトリスクを回避する必要性は小さいかもしれない。そうであれば、デフォルトリスク回避の傾向は全体的にはあまり見られず、負債比率が高い企業に限って現れるとも考えられる。そこで表 2.4 には記載していないが、対象企業を負債比率によって 4 分位し、そのサブサンプルを用いた分析も行った³⁵。結果は、負債比率が最も高いグループでもファミリー企業(M&O)とファミリー企業(O)の負債比率がより高い傾向にあり、また、それぞれのサブサンプルでもファミリー企業で負債比率が低くなる傾向は明らかには見られなかった。したがって、デフォルトリスクを回避する傾向はここでも示されていない。

次に表 2.5 では、議決権保持の効果について時系列での変化を別途確認した。具体的にはファミリー企業の世襲の前後での負債比率の変化を分析した Amore et al.(2011)になら

³⁴ 他方で、負債比率の上昇は経営に対する銀行などの発言力を強め、創業者一族の発言力を弱めることになるかもしれない。しかし、銀行などにとって企業経営の効率性よりも倒産などの危機に晒されるかどうかの方が重要であるとすれば、危機に陥らない限り、負債を愛好するファミリー企業はむしろ都合がよく、創業者一族による経営も受け入れられるとも考えられる。

³⁵ 省略した分析結果については、補足資料の補表 2.6 に示している。

表 2.5 ファミリー企業の属性変化にともなう負債比率の傾向

この表は負債比率(時価)、負債比率(簿価)についてファミリー企業の属性変化を表す変数およびコントロール変数を用い、固定効果(企業単位)モデルで回帰分析した結果を示している。対象企業は金融業・公的産業を除く全上場企業、対象期間は2001年度から2010年度である。属性変化(M&O)はファミリー企業(M&O)が非ファミリー企業に変化した場合に、イベント年の前2年間に0を、イベント年およびその後2年間に1を取り、属性変化企業と対比する形で、5年間にわたってファミリー企業(M&O)を維持している企業についてその5年間に0を取ったものである。属性変化(O)および属性変化(M)は、ファミリー企業(O)およびファミリー企業(M)がそれぞれ非ファミリー企業に変化した場合を対象に、同様の処理をした変数である。コントロール変数は表2.4と同一であり、1期前の値を用いている。なお、負債比率(時価)、負債比率(簿価)、有形固定資産比率、ROA、総資産(LN)、時価簿価比率、内部留保率、売上成長率、設立後年数(LN)については異常値処理のため上下1%でwinsorizationを実施している。各変数の定義は、表2.1に示した通りである。なお、括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝	負債比率 (時価)	負債比率 (時価)	負債比率 (時価)	負債比率 (簿価)	負債比率 (簿価)	負債比率 (簿価)
モデル＝	固定 効果	固定 効果	固定 効果	固定 効果	固定 効果	固定 効果
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
属性変化(M&O)	-0.017 (0.019)			-0.001 (0.022)		
属性変化(O)		-0.038*** (0.012)			-0.033** (0.014)	
属性変化(M)			-0.013 (0.010)			-0.011 (0.010)
切片	-0.763*** (0.098)	-0.824*** (0.180)	-0.342 (0.610)	-0.459*** (0.095)	-0.860*** (0.197)	0.075 (0.454)
コントロール変数	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	No	No	No	No	No	No
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	7,658	2,893	1,324	7,658	2,893	1,324
自由度調整済決定係数	0.258	0.276	0.392	0.136	0.187	0.279

い、ファミリー企業の各タイプ別に属性変化を表す変数を作成することで、変化の前後での負債比率の傾向を分析した。これらの変数はそれぞれのタイプのファミリー企業が非ファミリー企業に変化した場合に、イベント年の前2年間に0を、イベント年およびその後2年間に1を取り、属性変化企業と対比する形で、5年間にわたってそれぞれの属性を維持している企業についてその5年間に0を取ったものである。そのほか、コントロール変数については表2.4と同様のものを用い、企業単位の固定効果モデルで推定した。

分析の結果は、負債比率(時価)と負債比率(簿価)のどちらについても、ファミリー企業(M&O)およびファミリー企業(M)から非ファミリー企業に変化した場合に係数は有意ではないがマイナス、ファミリー企業(O)から変化した場合には有意にマイナスの傾向を示した。ファミリー企業(M&O)で有意な違いが認められなかったのには、属性変化した企業数が18件と限られていることも影響しているかもしれないが、部分的にはこの点からも議決権

保持を目的として負債比率が選択されていると示唆される。また、非ファミリー企業に移った後に負債比率が低下している点から、表 2.4 での固定効果モデルによる分析同様に、非ファミリー企業にとってはこうしたファミリー企業の負債比率の高さが好ましくないものと映っているとも解釈できる。

なお、分析に用いた企業のそれぞれの変化の要因を確認すると、ファミリー企業(M&O)から非ファミリー企業に移った 18 件中、不祥事等によるものが 1 件、資本・業務提携によるものが 4 件、買収によるものが 1 件、業績悪化によるものが 8 件、相続・資産整理によるものが 2 件、自然変動によるものが 2 件であった³⁶。また、ファミリー企業(O)から非ファミリー企業に移った 73 件中、不祥事等によるものが 1 件、資本・業務提携によるものが 8 件、買収によるものが 4 件、業績悪化によるものが 30 件、相続・資産整理によるものが 22 件、自然変動によるものが 8 件であった。一方、ファミリー企業(M)から非ファミリー企業に移った 62 件中、不祥事等によるものが 1 件、買収によるものが 1 件、業績悪化によるものが 18 件、自然変動によるものが 40 件、体調不良等を理由としたものが 2 件であった³⁷。

4.2 ファミリー企業と増資行動

4.1 節ではファミリー企業と資本構成についてその負債比率を分析し、議決権保持の傾向が示唆された。しかし第 2 節で触れた通り、負債比率の高さは必ずしも議決権保持の結果ではないかもしれない。そこで、本章では増資行動自体を分析することで、実際に持株比率の低下を避ける傾向にあるかどうかについても確認した。この点は、ファミリー企業の資本構成を扱った先行研究でも分析されていないため、新たな示唆を得られるものと思われる。

表 2.6 では増資実施の傾向を、ロジットモデルで分析した。(1)は増資が実施されたかどうかについて、(2)は増資を実施した企業のサブサンプルを用いて、公募増資に比べて第三者割当増資が実施される傾向について分析した結果である。なお、負債比率の分析と同様に説明変数には 1 期前の値を用いた。

増資を実施するかどうかには議決権保持の動機が影響しているならば、表 2.6 の分析結果から、一定の株式保有がともなうファミリー企業(M&O)やファミリー企業(O)では、非ファミリー企業よりも増資を控える傾向にあると期待される。しかし、Brisker et al.(2014)が指摘したように企業業績に応じて持株比率の高い経営者の増資傾向が変わるのであれば、こうした傾向は必ずしも全体的には見られないかもしれない。

³⁶ 株式売却や増資による持株比率の変動のうち、特定の企業の経営参加などを目的としたものを資本・業務提携とし、このなかでも 2 期以上連続して当期純損失を計上している場合に業績悪化として分類した。また、1%未満の変動やデータ収集の影響によるものを自然変動としている。

³⁷ 社長退任と同時にその他の取締役役に就任した場合には自然変動とし、このなかでも 2 期以上連続して当期純損失を計上している場合に業績悪化として分類した。

表 2.6 ファミリー企業と増資頻度

この表は増資実施および第三者割当増資実施について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、ロジットモデルで回帰分析した結果を示している。なお、説明変数については1期前の値を用いている。対象期間は2001年度から2010年度、対象企業は(1)では金融業・公的産業を除く全上場企業、(2)では増資を実施した企業としている。ただし、(2)では公募増資、第三者割当増資の双方を同一会計年度内に行ったサンプル企業を除いた。負債比率(時価)、有形固定資産比率、ROA、総資産(LN)、時価簿価比率、売上成長率、設立後年数(LN)、現金保有比率、事業投資比率については異常値処理のため上下1%でwinsorizationを実施した。各変数の定義は表2.1の通りである。また、限界効果には平均限界効果(average marginal effect)を記載した。括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝	増資実施		第三者割当増資実施	
対象企業＝	全企業		増資実施企業	
モデル＝	ロジット		ロジット	
	(1)		(2)	
	係数	限界効果	係数	限界効果
ファミリー企業(M&O)	-0.133 (0.116)	-0.005	-0.884*** (0.299)	-0.098
ファミリー企業(O)	-0.076 (0.115)	-0.003	-0.171 (0.351)	-0.019
ファミリー企業(M)	-0.068 (0.192)	-0.003	-0.062 (0.603)	-0.007
創業者経営	0.301** (0.130)	0.011	-0.409 (0.319)	-0.045
負債比率(時価)	2.596*** (0.214)	0.097	2.968*** (0.762)	0.329
有形固定資産比率	-0.713*** (0.246)	-0.027	-1.409* (0.759)	-0.156
ROA	-3.881*** (0.561)	-0.145	-16.607*** (3.482)	-1.839
総資産(LN)	-0.079*** (0.030)	-0.003	-0.630*** (0.080)	-0.070
時価簿価比率	0.380*** (0.040)	0.014	-0.126 (0.158)	-0.014
期待インフレーション率	-16.430* (9.409)	-0.615	68.654** (28.626)	7.604
売上成長率	0.574*** (0.162)	0.021	0.055 (0.446)	0.006
設立後年数(LN)	-0.293*** (0.065)	-0.011	0.282 (0.185)	0.031
赤字経営	0.606*** (0.080)	0.023	1.111*** (0.273)	0.123
現金保有比率	-1.894*** (0.384)	-0.071	1.384 (1.347)	0.153
事業投資比率	2.151*** (0.322)	0.081	-1.025 (1.213)	-0.114
切片	-15.647*** (0.475)		-3.562* (1.946)	
産業ダミー	Yes		Yes	
年度ダミー	Yes		Yes	
サンプル企業数	25,912		1,081	
擬似決定係数	0.139		0.469	

実際に分析の結果、(1)ではファミリー企業(M&O)、ファミリー企業(O)のそれぞれで係数は負の値を示しており、議決権保持の考えと整合する符号であるものの、非ファミリー企業との違いは有意には認められなかった。また、ファミリー企業(M)でも有意ではないが、係数は負の値を示していた。こうした点については表 2.8 で、企業業績の状況を踏まえた分析を行うことにより、詳細を確認している。

次に増資手法の選択については、引き受ける投資家を経営者が選択できる点で、第三者割当増資が議決権を保持して企業経営への関与を維持したいファミリー企業に望ましいものであれば、ファミリー企業(M&O)およびファミリー企業(O)で、公募増資よりも第三者割当増資を選択する傾向が非ファミリー企業よりも強いと期待される。一方で、外部に大株主が生まれることを避け、相対的な持株比率を高く維持する方が望ましいのであれば、反対に公募増資を選択する可能性がある。さらに、特定の増資手法を選択するという傾向は、ファミリー企業(M)でも経営参加による役得を守るなどの点から、観測されるかもしれない。

分析の結果、(2)ではファミリー企業(M&O)で有意に負、ファミリー企業(O)やファミリー企業(M)で有意ではないものの負の値を示しており、符号からは公募増資が好まれている可能性があると思われる。特にファミリー企業(M&O)でのみ有意な違いが認められる点については、経営参加と株式保有の両面で企業経営に係わっている場合には様々な役得がより得られていると考えられ、外部に大株主が生まれるのを強く避けようとしたものと解釈できる。一方、公募増資を活用すると市場での株式流通量が高まるため、敵対的買収を仕掛けられるなどの可能性が生じているかもしれない。そこで 2010 年度時点で、経営陣以外に 5%以上の株式を保有する外部大株主がどのように存在しているか確認した。その結果、ファミリー企業(M&O)のうち 414 社(41.19%)、ファミリー企業(O)のうち 249 社(53.43%)、ファミリー企業(M)のうち 112 社(78.32%)、非ファミリー企業のうち 1,187 社(86.33%)で外部大株主が観測された。このことから、ファミリー企業(M&O)やファミリー企業(O)で創業者一族以外の大株主が少ない傾向にあり、相対的には持株比率を高く維持できていることが分かる。こうした背景には、日本市場で株式の大量購入による経営介入が限られていることが影響していると考えられ、ファミリー企業(M&O)で公募増資が好まれる一因とも思われる。

さらに、増資の目的も手法の選択に影響していると考えられるかもしれない。表 2.7 では各企業の増資目的と企業属性とをまとめ、増資の背景について分析した。実際には、対象期間全体で 490 件の公募増資と 838 件の第三者割当増資が行われていたが、このうち増資時の企業属性が確認できた企業の内訳を示している。また、適時開示資料が確認できず増資目的が不明であった企業も存在していた。なお、同一の会計期間中に複数回の増資を実施している場合、増資目的が複数に及ぶ場合には、主要なものについて集計した。増資手法別に傾向を見ると、公募増資では事業拡大で 325 件、資本・業務提携で 1 件、財務改善で 131 件であった。一方、第三者割当増資では事業拡大で 171 件、資本・業務提携で

表 2.7 増資の目的

この表は 2001 年度から 2010 年度にかけて全上場企業(金融業・公的産業および創業者一族が不明な企業を除く)で実施された増資の件数を、各企業属性別に増資手法(縦軸)および増資目的(横軸)からまとめたものである。なお、同一会計年度に複数回の増資を実施している場合、増資目的が複数に及ぶ場合には、資金使途の規模などから主要なものについて集計した。括弧内は財務改善を目的とした増資のうち、債務超過など経営状況の悪化を理由とした増資の件数を示している。

	増資目的				合計
	事業拡大	資本・業務提携	財務改善	不明	
公募増資(合計)	325	1	131 (2)	9	466
ファミリー企業(M&O)	178	0	80 (0)	6	264
ファミリー企業(O)	29	0	8 (0)	0	37
ファミリー企業(M)	13	0	3 (0)	0	16
非ファミリー企業	105	1	40 (2)	3	149
第三者割当増資(合計)	171	232	352 (171)	13	768
ファミリー企業(M&O)	65	106	128 (63)	3	302
ファミリー企業(O)	19	38	50 (28)	3	110
ファミリー企業(M)	11	10	14 (7)	1	36
非ファミリー企業	76	78	160 (73)	6	320

232 件、財務改善で 352 件であった。また、こうした傾向は企業属性によらず安定しており、公募増資では主に設備投資などの事業拡大が目的であるのに対し、第三者割当増資では主に借入金返済などの財務改善が目的であることが分かる。この中には経営状況の悪化を理由としたものも含まれているため、第三者割当増資ではより低い株価での発行を求められる可能性がある。そうだとすれば、第三者割当増資では持株比率の低下がより生じるかもしれない。結果、すでに述べた外部大株主を避けようとする動機づけに加え、議決権保持を図るファミリー企業にとっては増資目的も増資手段の選択に影響していた可能性がある。さらには、債務超過などに対する財務改善手法として第三者割当増資が選択される場合、増資に緊急性が求められることなどから、引き受ける株主を経営者が選択できるという利点は制限されているのかもしれない。こうした影響について本章では、結果は記載していないが、経営状況の悪化を理由とした増資を除いて表 2.6 の分析を再度行うことで確認した³⁸。しかし、この場合にも表 2.6 と同様の傾向が示されたため、一部の増資目的が分析結果に強く影響していたわけではないと考えられる。

さらに表 2.8 では、企業業績と増資実施の関係をあらためて分析した。具体的には、(1)では前年度に当期純利益が赤字であった企業に限って増資の実施頻度を、(2)では前 2 年度連続で赤字であった企業に限って増資の実施頻度を、表 2.6 同様に分析した。これはすでに述べたように、業績悪化時には持株比率の低下がより大きな問題となり、財務改善の必要性が増しているにも係わらず、議決権保持のためにファミリー企業が増資を避けると

³⁸ 省略した分析結果については補足資料の補表 2.7 に示した。

表 2.8 業績悪化時の増資頻度

この表は増資実施について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、ロジットモデルで回帰分析した結果を示している。なお、説明変数については1期前の値を用いている。対象期間は2001年度から2010年度で、対象企業は金融業・公的産業を除く全上場企業のうち、(1)では前年度に赤字であった企業、(2)では前2年度連続で赤字であった企業としている。コントロール変数は赤字経営を除き表2.6と同一のものをを用い、負債比率(時価)、有形固定資産比率、ROA、総資産(LN)、時価簿価比率、売上成長率、設立後年数(LN)、現金保有比率、事業投資比率については異常値処理のため上下1%でwinsorizationを実施した。各変数の定義は、表2.1の通りである。限界効果については平均限界効果(average marginal effect)を記載した。また、括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝	増資実施		増資実施	
対象企業＝	前期赤字企業		前2期赤字企業	
モデル＝	ロジット		ロジット	
	(1)		(2)	
	係数	限界効果	係数	限界効果
ファミリー企業(M&O)	-0.559*** (0.190)	-0.037	-0.431* (0.237)	-0.035
ファミリー企業(O)	-0.548*** (0.183)	-0.036	-0.502** (0.232)	-0.041
ファミリー企業(M)	-0.362 (0.321)	-0.024	-0.227 (0.402)	-0.018
切片	-18.320*** (0.881)		-16.135*** (1.127)	
コントロール変数	Yes		Yes	
産業ダミー	Yes		Yes	
年度ダミー	Yes		Yes	
サンプル企業数	5,532		2,536	
擬似決定係数	0.177		0.161	

考えられるためである。なお、表2.6では赤字経営であったかどうかをダミー変数で処理していたが、表2.8の分析においてはコントロール変数から除いている。まず(1)を見ると、ファミリー企業(M&O)とファミリー企業(O)は有意に負の傾向にあり、ファミリー企業(M)では有意ではないが負の傾向にあった。さらに、(2)についても同様の傾向が見られた。この結果から、ファミリー企業(M&O)やファミリー企業(O)では業績が悪化している時期に増資を好まない傾向があり、持株比率の低下がより大きく生じてしまう状況ではあくまでも増資を避けていることが示唆される。

一方、業績悪化時の増資では、そもそも増資が可能であるかどうかにも影響するかもしれない。つまり、表2.7で見たように、経営状況の悪化を理由に増資を実行するには企業救済としての側面もあり、メインバンクとの間で第三者割当増資を引き受けてもらう必要があるなどの要素も問題となる。実際に、表2.8で見た前期赤字企業では462件の増資が実施されていたが、そのうち137件は経営状況の悪化を理由としたものであった。また前2期赤字企業で見た場合には、268件の増資において86件が経営状況の悪化を理由として

いた。この点について、本章では、投資家との情報の非対称性や、企業系列に属していたかどうか、メインバンクとの関係が安定しているかどうかなどの側面から、まず表 2.3 同様に検討した。

はじめに投資家との情報の非対称性について、新興市場に上場している企業の割合を見てみると、非ファミリー企業では 16.4%が新興市場に上場していたのに対し、ファミリー企業(M&O)では 50.3%(t 値 18.878)、ファミリー企業(O)では 42.5%(t 値 11.961)、ファミリー企業(M)では 12.1%(t 値-1.308)であり、ファミリー企業(M&O)およびファミリー企業(O)で 1%水準で有意に多くなっていた³⁹。さらに系列関係について、経済調査協会の『系列の研究』1996 年版から 2000 年版にかけて 6 大系列(三井・住友・三菱・富士・第一勧銀・三和)のいずれかに属し、この間に属する系列に変化のなかった企業を系列所属企業として比較した。この結果は、非ファミリー企業で系列に属していた企業の割合は 37.5%であったのに対し、ファミリー企業(M&O)では 8.0%(t 値-17.223)、ファミリー企業(O)では 12.1%(t 値-10.456)、ファミリー企業(M)では 37.1%(t 値-0.079)で、ファミリー企業(M&O)およびファミリー企業(O)で 1%水準で有意に少ない傾向にあった。またメインバンクとの関係について、過去 5 年間に特定の金融機関が融資比率 1 位であり続けていた企業をメインバンクとの関係が安定している企業とすると、非ファミリー企業では 49.0%でメインバンク関係が安定していたのに対し、ファミリー企業(M&O)では 68.8%(t 値 9.738)、ファミリー企業(O)では 66.6%(t 値 6.605)、ファミリー企業(M)では 52.1%(t 値 0.697)で、ファミリー企業(M&O)およびファミリー企業(O)で 1%水準で有意に高くなっていた。なお、企業系列やメインバンクとの関係性について過去の資料等で確認可能な企業に限って比較した場合にも、同様の傾向が見られた⁴⁰。こうした点を踏まえると、ファミリー企業(M&O)とファミリー企業(O)では投資家との情報の非対称性が大きく、企業系列関係も乏しいため、業績悪化時に企業救済のための増資が行われにくい環境にあるかもしれない。一方で、メインバンクとの関係は安定しており、この点では反対に救済を受けやすいといえる。したがって、これらの結果は必ずしも一定の傾向を示すものではなかった。さらに、結果は記載していないが、表 2.8 の分析にこれらの変数を加えた場合にも、ファミリー企業(M&O)とファミリー企業(O)で増資を避ける傾向が示された⁴¹。そのため、メインバンクとの関係

³⁹ 投資家との情報の非対称性を示すものとして、設立後年数なども考えられるが、すでにコントロール変数として用いているものもあるため、本章では追加的に上場市場を指標とした。

⁴⁰ 系列関係について『系列の研究』1996 年版に記載のあった企業に限って比較すると、非ファミリー企業の 47.7%に対し、ファミリー企業(M&O)で 23.4%(t 値-8.026)、ファミリー企業(O)で 29.3%(t 値-4.647)、ファミリー企業(M)で 45.2%(t 値-0.500)となっていた。また、メインバンク関係について過去 5 年間いずれかの金融機関からの融資を受けていたことを確認できた企業に限って比較すると、非ファミリー企業の 72.2%に対し、ファミリー企業(M&O)で 90.6%(t 値 9.381)、ファミリー企業(O)で 89.0%(t 値 6.307)、ファミリー企業(M)で 70.3%(t 値-0.413)となっていた。

⁴¹ 省略した分析結果については補足資料の補表 2.8 に示している。

などからそもそも増資が困難となっているかどうかは、表 2.8 の分析結果に必ずしも影響してはいないと考えられ、ファミリー企業(M&O)やファミリー企業(O)が業績悪化時に持株比率の低下を避けようと増資を控えている可能性があると思われる。

最後に表 2.9 では増資行動について、増資の規模から検証した。具体的には、(1)から(3)では総資産から評価したそれぞれの増資の規模をトービットモデルで分析した。また、(4)から(6)ではそれぞれ増資を実施した企業のサブサンプルを用いて、増資の規模をプールド OLS モデルで分析している。説明変数については表 2.6 と同様のものを用いた。(1)から(3)の分析の結果、ファミリー企業(M&O)では(1)で係数が有意にマイナス、(2)では有意にプラス、(3)では有意にマイナスとなっていた。またファミリー企業(O)でも(2)で有意な違いがなかったものの、概ね同様の傾向にあった。したがって、この分析からは 5%以上の株式を保有するファミリー企業が増資を控える傾向、第三者割当増資を避ける傾向にあると思われ、背景には議決権を保持しようとする動機が働いていることが示唆される。さらに、(3)でファミリー企業(M)でも係数が有意にマイナスとなっている点からは、役得を守ろうとすることが増資行動に一定の影響を与えているといえるかもしれない。一方、(4)から(6)の結果を見ると、ファミリー企業(M&O)が(4)でのみ係数が有意にマイナスであったほかは、有意な違いが認められなかった。これには、様々な役得からファミリー企業(M&O)の議決権保持の傾向が強いと考えられる点に加え、トービットモデルが増資をするかどうかの意思決定と増資の規模をどうするかという意思決定を区別できていないことが影響しているかもしれない。つまり、2つのモデルでの分析結果の違いや表 2.8 などの結果を踏まえると、ファミリー企業では増資の実施自体は控えようとする傾向にある一方で、増資が必要となった場合には持株比率の低下に構わず、非ファミリー企業と大きくは変わらない行動を選択しているとも考えられる。また(4)から(6)で非ファミリー企業との有意な違いがあまり認められなかったのには、アテニュエーションバイアス(attenuation bias)による影響もあるかもしれない。なお、表 2.9 には記載していないが、発行株式数で増資の規模を評価し分析した場合にも同様の傾向が示された⁴²。

4.3 頑健性の確認

これまでの分析ではファミリー企業の保有比率を、5%を基準に扱ってきた。一方で、デフォルトリスク回避や議決権保持の程度は、株式の保有水準に応じて変化していくとも考えられる。そのため、この基準がこれまでの分析結果に影響していたかをまず確認していく。表 2.10 には、これまでの主要な分析について、ファミリー企業の保有比率などを説明変数として再度推定した結果を示した。パネル A は表 2.4 と同様の分析を、パネル B は表 2.6 と同様の分析を行っている。結果は、パネル A では(1)および(4)を除いて、保有比率と有意に正の関係を示している。またパネル B でも表 2.6 と同様の傾向を示しており、創業者一族が株式をより保有している状況では、負債を活用していることが示唆される。一方

⁴² 省略した分析結果については補足資料の補表 2.9 に示した。

表 2.9 ファミリー企業と増資規模

この表は増資率、公募増資率、第三者割当増資率について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、トービットおよびプールド OLS モデルで回帰分析した結果を示している。なお、説明変数については1期前の値を用いた。対象期間は2001年度から2010年度で、対象企業は(1)では金融業・公的産業を除く全上場企業とし、(2)ではこのうち各増資を実施した企業としている。コントロール変数には表 2.6 と同一のものをを用い、負債比率(時価)、有形固定資産比率、ROA、総資産(LN)、時価簿価比率、売上成長率、設立後年数(LN)、現金保有比率、事業投資比率については異常値処理のため上下1%でwinsorizationを実施した。各変数の定義は、表 2.1 の通りである。また、括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝	増資率	公募増資率	第三者割当増資率	増資率	公募増資率	第三者割当増資率
対象企業＝	全企業	全企業	全企業	増資実施企業	公募増資実施企業	第三者割当増資実施企業
モデル＝	トービット	トービット	トービット	プールド OLS	プールド OLS	プールド OLS
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ファミリー企業(M&O)	-0.024*** (0.005)	0.087*** (0.007)	-0.172*** (0.009)	-0.035*** (0.013)	-0.014 (0.025)	-0.036 (0.029)
ファミリー企業(O)	-0.012*** (0.003)	0.007 (0.005)	-0.074*** (0.007)	-0.021 (0.020)	-0.015 (0.03)	-0.006 (0.026)
ファミリー企業(M)	-0.003 (0.003)	0.003 (0.005)	-0.028*** (0.008)	0.026 (0.037)	-0.019 (0.029)	0.076 (0.062)
切片	-2.378*** (0.005)	-3.204*** (0.008)	-3.551*** (0.011)	0.376*** (0.082)	0.329** (0.139)	0.652** (0.257)
コントロール変数	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	25,912	25,912	25,912	1,106	411	719
擬似決定係数	0.192	0.199	0.222			
自由度調整済決定係数				0.341	0.503	0.106

で、ファミリー企業が経営しているかどうか、および保有比率との交差項による影響は限られており、これまでの分析同様に経営を通じたデフォルトリスクへの回避的な効果は明らかには示されていない。

次に、内生性の問題を検討したい。たとえば、表 2.3 などで見えてきたように、ファミリー企業と非ファミリー企業とでは、企業規模や企業年齢などの要素が異なっている。つまり、多くの企業はファミリー企業として発足し、発展の過程で非ファミリー企業へと移っていくものとも考えられる。そのため、ファミリー企業であるかどうかは、負債活用や増資実施の背景にも多様な違いをもたらしており、セレクション・バイアスが働いているかもしれない。そこで、こうした内生性の問題について、プロペンシティスコア・マッチングにより対処した。具体的には、ファミリー企業(M&O)、ファミリー企業(O)およびファミリー企業(M)を被説明変数とし、これらを除いてこれまでの回帰分析に用いた説明変数

表 2.10 保有比率の基準に対する頑健性の確認

この表のパネル A は負債比率について見た表 2.4 と同様の分析を、パネル B は増資行動について見た表 2.6 と同様の分析を、これまで用いたファミリー企業の変数からファミリー保有比率、ファミリー経営および両変数の交差項に変更して分析した場合の結果をそれぞれ示したものである。なお、説明変数については 1 期前の値を用いている。対象期間は 2001 年度から 2010 年度で、パネル A およびパネル B の(1)では対象企業を金融業・公的産業を除く全上場企業としている。また、パネル B の(2)では増資を実施した企業を対象としている。なお、(2)では公募増資および第三者割当増資の双方を同一会計年度内に行っていたサンプル企業を除いた。負債比率(時価)、負債比率(簿価)、有形固定資産比率、ROA、総資産(LN)、時価簿価比率、内部留保率、売上成長率、設立後年数(LN)、現金保有比率、事業投資比率については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 2.1 の通りである。限界効果については平均限界効果(average marginal effect)を記載している。括弧内はクラスターとして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。

パネル A ファミリー保有比率と有利子負債比率						
被説明変数＝	負債比率	負債比率	負債比率	負債比率	負債比率	負債比率
	(時価)	(時価)	(時価)	(簿価)	(簿価)	(簿価)
	プールド	ランダム	固定	プールド	ランダム	固定
	OLS	効果	効果	OLS	効果	効果
モデル＝	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ファミリー保有比率	0.040 (0.027)	0.123*** (0.022)	0.079** (0.031)	0.008 (0.026)	0.103*** (0.024)	0.082** (0.033)
ファミリー経営	0.009 (0.008)	0.016*** (0.005)	0.006 (0.006)	-0.001 (0.008)	0.008 (0.005)	0.002 (0.006)
ファミリー保有比率 ×ファミリー経営	-0.017 (0.033)	-0.058*** (0.020)	-0.027 (0.022)	0.010 (0.033)	-0.034* (0.020)	-0.012 (0.022)
切片	0.137** (0.070)	-0.193*** (0.066)	-0.891*** (0.070)	0.080 (0.075)	-0.137* (0.072)	-0.694*** (0.075)
コントロール変数	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	25,859	25,859	25,859	25,859	25,859	25,859
自由度調整済決定係数	0.289	0.187	0.285	0.270	0.183	0.181
パネル B ファミリー保有比率と増資行動						
被説明変数＝	増資実施		第三者割当増資実施			
	対象企業＝		増資実施企業			
	モデル＝		ロジット		ロジット	
	(1)		(2)			
	係数	限界効果	係数	限界効果		
ファミリー保有比率	-0.346 (0.422)	-0.013	-1.847* (1.116)	-0.197		
ファミリー経営	0.004 (0.128)	0.000	0.135 (0.332)	0.014		
ファミリー保有比率 ×ファミリー経営	-0.163 (0.519)	-0.006	-2.107 (1.333)	-0.225		
切片	-15.571*** (0.681)		-4.350** (1.809)			
コントロール変数	Yes		Yes			
産業ダミー	Yes		Yes			
年度ダミー	Yes		Yes			
サンプル企業数	25,912		1,081			
擬似決定係数	0.139		0.487			

でロジット推定することでプロペンシティスコアを求めた。そのうえで、推定したスコアをもとにキャリパー法(caliper matching)で1対3の復元抽出によるマッチングを行い、その平均処理効果(average treatment effect on the treated: ATT)を分析した。なお、マッチングの際のキャリパーには、Rosenbaum and Rubin(1985)に基づき、各プロペンシティスコアの標準偏差に0.25を乗じた値を用いた。このマッチングのバランス・テストの結果は、ほぼすべての変数で標準化バイアスが10%を下回っており、両群の調整ができているといえる⁴³。

表2.11は、負債比率や増資行動に対する分析の結果を示したものである。パネルAはファミリー企業(M&O)と非ファミリー企業を、パネルBはファミリー企業(O)と非ファミリー企業を、パネルCはファミリー企業(M)と非ファミリー企業を比較している。パネルAでは、負債比率のそれぞれでファミリー企業(M&O)が有意に高い傾向にあった。また、第三者割当増資の実施を避け、公募増資をより実施する傾向も確認できる。その他の変数についても、増資率、公募増資率の有意性が認められなかった点を除いて、これまでの分析と同様の傾向を示している。パネルBでも負債比率(時価)で有意に高い値が示された。増資率および第三者割当増資率に関しては表2.9で見たような有意な差が確認できなかったものの、符合自体からは負債を利用し増資を避けている傾向が見られる⁴⁴。一方で、パネルCについてはこれまでの分析と同様に、すべての変数について有意な差は示されなかった。以上の点から、デフォルトリスクを避ける目的で負債比率を低くする傾向は見られず、議決権の保持を目的に負債を活用し、増資を避けようとする傾向が日本のファミリー企業ではより強く働いていると考えられる⁴⁵。

5 結論

本章では、日本のファミリー企業の資本構成についてはじめて分析した。分析の焦点は、創業者一族が経営参加や株式保有を通じて、どのような影響を資本構成に与えているかを検証することであった。結果は、5%以上の株式保有をともなうファミリー企業では負債比率が有意に高かった。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、負債比率を低下させる傾向も見られ、ファミリー企業の負債を利用する傾向が非ファミリー

⁴³ ロジットモデルによる推定結果、バランス・テストの結果は、補足資料の補表2.10および補表2.11に示した。

⁴⁴ 太宰(2015)では1対1など異なる手法でプロペンシティスコア・マッチングを行い、ファミリー企業(M&O)の増資実施、増資率、公募増資率、ファミリー企業(O)の増資実施、増資率、第三者割当増資実施、第三者割当増資率についても差が有意であることを確認している。

⁴⁵ 本章の主要な分析についてファミリー企業を分類せずに行った場合、結果はファミリー企業(M&O)およびファミリー企業(O)による傾向を捉えたものとなっていた。なお、詳細については補足資料の補表2.12から補表2.15に示す通りである。

表 2.11 内生性に対する頑健性の確認

この表はプロペンシティスコア・マッチングにより、各タイプのファミリー企業の平均処理効果(ATT)を分析している。対象企業は金融業・公的産業を除く全上場企業、対象期間は 2001 年度から 2010 年度である。プロペンシティスコアは、ファミリー企業(M&O)、ファミリー企業(O)、ファミリー企業(M)をそれぞれ被説明変数とし、その他のコントロール変数を用いてロジット推定することで求めた。この推定したスコアをもとにキャリパー法で 1 対 3 の復元抽出によるマッチングを行っている。なお、キャリパーには各スコアの標準偏差に 0.25 を乗じた値を用いた。パネル A はファミリー企業(M&O)と非ファミリー企業を、パネル B はファミリー企業(O)と非ファミリー企業を、パネル C はファミリー企業(M)と非ファミリー企業を比較している。平均処理効果(ATT)について見た各変数は、1 期後の値を用いている。負債比率(時価)、負債比率(簿価)については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 2.1 の通りである。ロジットモデルの推計結果およびマッチングのバランス・テストの結果は、補足資料の補表 2.10、補表 2.11 に示した。また、*、**、***は、それぞれ 10%、5%、1%水準で有意なことを示している。

パネル A ファミリー企業(M&O) [処理群=ファミリー企業(M&O), 対照群=非ファミリー企業]						
	ATT	t 値	標準誤差	サンプル企業数		処理群 除外数
				合計	処理群数	
負債比率(時価)	0.020***	4.835	0.004	19,644	4,911	0
負債比率(簿価)	0.009**	2.111	0.004	19,644	4,911	0
増資実施	-0.004	-0.946	0.004	19,680	4,920	0
増資率	-0.001	-1.484	0.001	19,680	4,920	0
公募増資実施	0.007***	3.059	0.002	19,680	4,920	0
公募増資率	0.000	1.612	0.000	19,680	4,920	0
第三者割当増資実施	-0.012***	-3.770	0.003	19,680	4,920	0
第三者割当増資率	-0.002**	-2.040	0.001	19,680	4,920	0
パネル B ファミリー企業(O) [処理群=ファミリー企業(O), 対照群=非ファミリー企業]						
負債比率(時価)	0.015***	3.493	0.004	13,764	3,441	0
負債比率(簿価)	0.005	1.197	0.004	13,764	3,441	0
増資実施	-0.002	-0.489	0.005	13,812	3,453	0
増資率	-0.001	-0.419	0.001	13,812	3,453	0
公募増資実施	0.001	0.278	0.002	13,812	3,453	0
公募増資率	0.000	0.475	0.001	13,812	3,453	0
第三者割当増資実施	-0.004	-0.924	0.004	13,812	3,453	0
第三者割当増資率	-0.001	-0.379	0.004	13,812	3,453	0
パネル C ファミリー企業(M) [処理群=ファミリー企業(M), 対照群=非ファミリー企業]						
負債比率(時価)	0.009	1.495	0.006	5,024	1,256	0
負債比率(簿価)	-0.000	-0.041	0.006	5,024	1,256	0
増資実施	-0.002	-0.325	0.006	5,020	1,255	1
増資率	0.001	0.710	0.002	5,020	1,255	1
公募増資実施	0.002	0.473	0.003	5,020	1,255	1
公募増資率	0.000	0.853	0.000	5,020	1,255	1
第三者割当増資実施	-0.002	-0.388	0.005	5,020	1,255	1
第三者割当増資率	0.001	0.511	0.002	5,020	1,255	1

企業にとっては好ましくないものとなっていることが間接的に示唆された。こうした結果は、日本のファミリー企業が議決権を保持するために資本構成をコントロールしていることを示唆するものである。また増資行動についても分析した結果、業績が悪化している時期に増資を避ける傾向があるなど、実際にファミリー企業が持株比率の低下を避けていることも示唆された。加えて、増資の手段について見てみると、株式保有に加えて経営参加をしているファミリー企業などで第三者割当増資を避ける傾向にあり、株式を広く分散させることで外部に大株主ができるのを避けている可能性も示された。一方、ファミリー企業で負債の利用を避けるような傾向はあまり見られず、創業者一族が経営のポストや資産を守るためにデフォルトリスクに対して回避的な行動を取っている可能性はほとんど示されなかった。

本章では、ファミリー企業の負債比率の高さが議決権保持によるものであるかどうかを、増資行動そのものを見ることによって詳細に確認している。この点はファミリー企業と資本構成の関係を扱った先行研究でも触れられていない点であり、本章の貢献とも考えられる。

しかしながら、この議決権保持の行動が債権者や外部株主との間でのエージェンシー問題にどのようにつながっているのか、といった分析は本章では行えていない。これは本章の目的が日本のファミリー企業における資本構成の現状を確認することにあつたためである。今後は、こうした資本構成を背景に、具体的に、ファミリー企業がどのような行動を選択しているのかなどを詳細に見ていくことで、これらのエージェンシー問題について検討を行えるものとする。また、本章で用いた網羅的なデータによる分析を加えていくことで、議決権保持の行動を取る背景に閾値のようなものがあるのか、どのような場合に議決権保持の行動を止めて分散保有が選択されていくのか、といった資本構成に関するさらなる論点や、結果としてどのようにファミリー企業が非ファミリー企業に移っていくかなどの様々な点について具体的な検討を重ねていけるものと思われる。

補足資料

補表 2.1 ファミリー企業と負債比率(経営権に会長を含む)

この表は、表 2.4 同様に、負債比率(時価)および負債比率(簿価)について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、それぞれプールド OLS、ランダム効果、固定効果(企業単位)モデルで回帰分析した結果を示している。この表の分析では、ファミリー企業の定義を、創業者一族が 5%以上の株式を保有しているか、会長または社長に就任している場合と定義したうえで、ファミリー企業(M&O)、ファミリー企業(O)、ファミリー企業(M)にそれぞれ区分した。これは、会長就任をファミリー企業の定義に含めた点で、表 2.4 の分析と異なっている。対象企業は金融業・公的産業を除く全上場企業、対象期間は 2001 年度から 2010 年度である。なお、コントロール変数については表 2.4 と同様のものを用い、すべての説明変数については 1 期前の値を用いている。負債比率(時価)、負債比率(簿価)、有形固定資産比率、ROA、総資産(LN)、時価簿価比率、内部留保率、売上成長率、設立後年数(LN)については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 2.1 の通りである。括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝	負債比率 (時価)	負債比率 (時価)	負債比率 (時価)	負債比率 (簿価)	負債比率 (簿価)	負債比率 (簿価)
モデル＝	プールド OLS	ランダム 効果	固定 効果	プールド OLS	ランダム 効果	固定 効果
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ファミリー企業(M&O)	0.013* (0.007)	0.045*** (0.006)	0.030*** (0.008)	-0.001 (0.007)	0.035*** (0.007)	0.027*** (0.009)
ファミリー企業(O)	0.004 (0.009)	0.039*** (0.006)	0.027*** (0.008)	-0.007 (0.009)	0.032*** (0.007)	0.025*** (0.009)
ファミリー企業(M)	0.010 (0.009)	0.016** (0.006)	0.007 (0.008)	0.006 (0.009)	0.013* (0.007)	0.008 (0.008)
切片	0.153** (0.070)	-0.183*** (0.068)	-0.875*** (0.069)	0.105 (0.075)	-0.118 (0.073)	-0.666*** (0.073)
コントロール変数	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	25,859	25,859	25,859	25,859	25,859	25,859
自由度調整済決定係数	0.287	0.187	0.286	0.267	0.182	0.181

補表 2.2 ファミリー企業と増資頻度(経営権に会長を含む)

この表は、表 2.6 同様に、増資実施および第三者割当増資実施について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、ロジットモデルで回帰分析した結果を示している。この表の分析では、ファミリー企業の定義を、創業者一族が 5%以上の株式を保有しているか、会長または社長に就任している場合と定義したうえで、ファミリー企業(M&O)、ファミリー企業(O)、ファミリー企業(M)にそれぞれ区分した。これは、会長就任をファミリー企業の定義に含めた点で、表 2.6 の分析と異なっている。なお、コントロール変数は表 2.6 と同様のものを用い、すべての説明変数については 1 期前の値を用いている。対象期間は 2001 年度から 2010 年度で、対象企業は(1)では金融業・公的産業を除く全上場企業、(2)ではこのうち増資を実施した企業としている。ただし、(2)では公募増資および第三者割当増資の双方を同一会計年度内に行っていたサンプル企業を除いた。負債比率(時価)、有形固定資産比率、ROA、総資産(LN)、時価簿価比率、売上成長率、設立後年数(LN)、現金保有比率、事業投資比率については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 2.1 の通りである。限界効果については平均限界効果(average marginal effect)を記載した。また、括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝	増資実施		第三者割当増資実施	
対象企業＝	全企業		増資実施企業	
モデル＝	ロジット		ロジット	
	(1)		(2)	
	係数	限界効果	係数	限界効果
ファミリー企業(M&O)	-0.134 (0.116)	-0.005	-0.781*** (0.301)	-0.087
ファミリー企業(O)	0.049 (0.145)	0.002	-0.051 (0.458)	-0.006
ファミリー企業(M)	-0.053 (0.17)	-0.002	-0.101 (0.561)	-0.011
切片	-17.189*** (0.578)		-4.697** (1.936)	
コントロール変数	Yes		Yes	
産業ダミー	Yes		Yes	
年度ダミー	Yes		Yes	
サンプル企業数	25,912		1,081	
擬似決定係数	0.139		0.469	

補表 2.3 業績悪化時の増資頻度(経営権に会長を含む)

この表は、表 2.8 と同様に、増資実施について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、ロジットモデルで回帰分析した結果を示している。この表の分析では、ファミリー企業の定義を、創業者一族が 5%以上の株式を保有しているか、会長または社長に就任している場合と定義したうえで、ファミリー企業(M&O)、ファミリー企業(O)、ファミリー企業(M)にそれぞれ区分した。これは、会長就任をファミリー企業の定義に含めた点で、表 2.8 の分析と異なっている。なお、コントロール変数には表 2.8 と同様のものを用い、すべての説明変数については 1 期前の値を用いている。対象期間は 2001 年度から 2010 年度で、対象企業は金融業・公的産業を除く全上場企業のうち、(1)では前年度に赤字であった企業、(2)では前 2 年度連続で赤字であった企業としている。負債比率(時価)、有形固定資産比率、ROA、総資産(LN)、時価簿価比率、売上成長率、設立後年数(LN)、現金保有比率、事業投資比率については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 2.1 の通りである。限界効果については平均限界効果(average marginal effect)を記載した。また、括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝	増資実施		増資実施	
対象企業＝	前期赤字企業		前 2 期赤字企業	
モデル＝	ロジット		ロジット	
	(1)		(2)	
	係数	限界効果	係数	限界効果
ファミリー企業(M&O)	-0.491*** (0.185)	-0.032	-0.380 (0.234)	-0.031
ファミリー企業(O)	-0.580** (0.245)	-0.038	-0.509* (0.283)	-0.041
ファミリー企業(M)	-0.226 (0.268)	-0.015	-0.172 (0.337)	-0.014
切片	-18.255*** (0.893)		-16.008*** (1.127)	
コントロール変数	Yes		Yes	
産業ダミー	Yes		Yes	
年度ダミー	Yes		Yes	
サンプル企業数	5,532		2,536	
擬似決定係数	0.177		0.161	

補表 2.4 ファミリー企業と増資規模(経営権に会長を含む)

この表は、表 2.9 と同様に、増資率および公募増資率、第三者割当増資率について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、トービットおよびプールド OLS モデルで回帰分析した結果を示している。この表の分析では、ファミリー企業の定義を、創業者一族が 5%以上の株式を保有しているか、会長または社長に就任している場合と定義したうえで、ファミリー企業(M&O)、ファミリー企業(O)、ファミリー企業(M)にそれぞれ区分した。これは、会長就任をファミリー企業の定義に含めた点で、表 2.9 の分析と異なっている。なお、コントロール変数は表 2.9 と同様のものを用い、すべての説明変数については 1 期前の値を用いた。対象期間は 2001 年度から 2010 年度で、対象企業は(1)では金融業・公的産業を除く全上場企業とし、(2)ではこのうち各増資を実施した企業としている。負債比率(時価)、有形固定資産比率、ROA、総資産(LN)、時価簿価比率、売上成長率、設立後年数(LN)、現金保有比率、事業投資比率については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 2.1 の通りである。限界効果については平均限界効果(average marginal effect)を記載した。また、括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝	増資率	公募増資率	第三者割当 増資率	増資率	公募増資率	第三者割当 増資率
対象企業＝	全企業	全企業	全企業	増資実施 企業	公募増資 実施企業	第三者割当 増資実施企業
モデル＝	トービット	トービット	トービット	プールド OLS	プールド OLS	プールド OLS
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ファミリー企業(M&O)	-0.027*** (0.005)	0.073*** (0.007)	-0.164*** (0.009)	-0.042*** (0.013)	-0.019 (0.024)	-0.050* (0.028)
ファミリー企業(O)	0.019*** (0.003)	0.020*** (0.005)	-0.019*** (0.007)	0.018 (0.025)	-0.021 (0.036)	0.044 (0.035)
ファミリー企業(M)	-0.005 (0.003)	0.007 (0.005)	-0.020*** (0.008)	0.021 (0.032)	-0.042 (0.035)	0.057 (0.052)
切片	-2.359*** (0.005)	-3.164*** (0.008)	-3.663*** (0.011)	0.372*** (0.082)	0.349** (0.144)	0.641** (0.254)
コントロール変数	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	25,912	25,912	25,912	1,106	411	719
擬似決定係数	0.192	0.196	0.222			
自由度調整済決定係数				0.344	0.504	0.107

補表 2.5 変数間の相関係数(2010 年度)

この表では、第 2 章の分析に用いた主要な変数について、2010 年度時点の相関係数を示している。対象企業は金融業・公的産業を除く全上場企業であり、このうち創業者一族が特定不能な企業および財務関連の変数に欠損値を含む企業についても除外した。なお、負債比率(時価)、負債比率(簿価)、有形固定資産比率、ROA、総資産(LN)、時価簿価比率、内部留保率、売上成長率、設立後年数(LN)、現金保有比率、事業投資比率については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 2.1 の通りである。

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1) ファミリー企業	1.000									
(2) ファミリー保有比率	0.710	1.000								
(3) ファミリー経営	0.729	0.584	1.000							
(4) ファミリー企業(M&O)	0.657	0.672	0.901	1.000						
(5) ファミリー企業(O)	0.399	0.194	-0.337	-0.304	1.000					
(6) ファミリー企業(M)	0.207	-0.156	0.285	-0.158	-0.096	1.000				
(7) 創業者経営	0.394	0.480	0.541	0.559	-0.182	-0.006	1.000			
(8) 負債比率(時価)	0.010	0.029	0.039	0.034	-0.038	0.011	0.032	1.000		
(9) 負債比率(簿価)	-0.003	0.027	0.045	0.041	-0.063	0.010	0.080	0.949	1.000	
(10) 産業別負債比率(時価)	-0.083	-0.038	-0.030	-0.032	-0.073	0.001	-0.043	0.370	0.341	1.000
(11) 産業別負債比率(簿価)	-0.056	-0.004	-0.008	-0.007	-0.066	-0.005	-0.014	0.370	0.349	0.988
(12) 有形固定資産比率	-0.088	-0.069	-0.044	-0.047	-0.061	0.004	-0.157	0.411	0.378	0.374
(13) ROA	0.044	0.109	0.026	0.047	0.026	-0.045	0.064	-0.204	-0.197	-0.014
(14) 総資産(LN)	-0.342	-0.357	-0.253	-0.291	-0.131	0.067	-0.326	0.063	0.050	0.170
(15) 時価簿価比率	0.036	0.038	0.043	0.039	-0.007	0.010	0.208	-0.095	0.086	-0.106
(16) 期待インフレーション率	-0.174	-0.213	-0.154	-0.168	-0.034	0.021	-0.194	-0.017	-0.024	0.023
(17) 内部留保率	-0.020	-0.039	-0.012	-0.017	-0.013	0.012	-0.064	0.025	0.040	0.012
(18) 売上成長率	-0.014	-0.022	-0.002	-0.003	-0.018	0.004	0.038	-0.113	-0.102	-0.033
(19) 設立後年数(LN)	-0.309	-0.381	-0.248	-0.289	-0.093	0.076	-0.501	0.026	-0.033	0.106
(20) 赤字経営	0.042	0.028	0.029	0.021	0.016	0.023	0.051	0.141	0.160	-0.042
(21) 現金保有比率	0.279	0.283	0.179	0.190	0.144	-0.012	0.271	-0.381	-0.355	-0.293
(22) 事業投資比率	0.075	0.111	0.089	0.101	-0.015	-0.022	0.219	-0.128	-0.069	-0.101
(23) 増資実施	0.012	-0.014	0.030	0.026	-0.024	0.011	0.087	0.073	0.103	0.029
(24) 増資率	0.003	-0.027	-0.005	-0.025	0.011	0.042	0.011	-0.034	0.000	-0.049
(25) 公募増資実施	-0.033	-0.008	0.002	0.013	-0.048	-0.025	0.047	0.078	0.088	0.033
(26) 公募増資率	0.009	0.033	0.035	0.044	-0.034	-0.018	0.068	0.030	0.047	0.013
(27) 第三者割当増資実施	0.027	-0.020	0.026	0.014	0.002	0.029	0.065	0.047	0.076	0.012
(28) 第三者割当増資率	0.003	-0.033	-0.010	-0.033	0.017	0.050	-0.001	-0.040	-0.008	-0.051
	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
(11) 産業別負債比率(簿価)	1.000									
(12) 有形固定資産比率	0.378	1.000								
(13) ROA	-0.003	-0.033	1.000							
(14) 総資産(LN)	0.156	0.204	0.183	1.000						
(15) 時価簿価比率	-0.078	-0.171	0.162	-0.087	1.000					
(16) 期待インフレーション率	0.010	0.039	-0.012	0.162	-0.048	1.000				
(17) 内部留保率	0.004	0.031	-0.103	0.017	-0.044	-0.020	1.000			
(18) 売上成長率	-0.040	-0.050	0.254	0.060	0.111	0.061	-0.018	1.000		
(19) 設立後年数(LN)	0.065	0.252	-0.062	0.388	-0.320	0.169	0.107	0.007	1.000	
(20) 赤字経営	-0.038	-0.024	-0.532	-0.231	0.054	-0.033	0.155	-0.186	-0.109	1.000
(21) 現金保有比率	-0.279	-0.495	0.135	-0.391	0.199	-0.126	-0.072	0.016	-0.371	0.003
(22) 事業投資比率	-0.082	-0.132	0.142	-0.139	0.321	-0.019	-0.110	0.081	-0.296	0.004
(23) 増資実施	0.035	-0.017	-0.113	-0.053	0.146	-0.016	0.033	0.033	-0.132	0.122
(24) 増資率	-0.042	-0.070	-0.139	-0.105	0.205	-0.001	0.023	0.105	-0.127	0.102
(25) 公募増資実施	0.036	0.061	0.036	0.074	0.022	-0.007	0.006	0.002	-0.027	-0.022
(26) 公募増資率	0.017	0.021	0.038	0.013	0.060	-0.003	0.009	0.009	-0.040	-0.018
(27) 第三者割当増資実施	0.017	-0.048	-0.163	-0.101	0.159	-0.010	0.037	0.030	-0.140	0.163
(28) 第三者割当増資率	-0.044	-0.073	-0.147	-0.107	0.195	-0.000	0.022	0.105	-0.120	0.106

(補表 2.5 続き)

	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	(28)
(21) 現金保有比率	1.000							
(22) 事業投資比率	0.222	1.000						
(23) 増資実施	0.016	0.034	1.000					
(24) 増資率	0.139	0.098	0.515	1.000				
(25) 公募増資実施	-0.036	0.030	0.593	0.123	1.000			
(26) 公募増資率	0.022	0.072	0.425	0.172	0.716	1.000		
(27) 第三者割当増資実施	0.038	0.022	0.826	0.537	0.085	0.029	1.000	
(28) 第三者割当増資率	0.137	0.083	0.439	0.983	-0.003	-0.005	0.532	1.000

補表 2.6 レバレッジ水準別のファミリー企業の負債比率

この表は、負債水準別に4分位したサブサンプルを用いて、負債比率(時価)、負債比率(簿価)について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数によって、それぞれプールド OLS、ランダム効果、固定効果(企業単位)モデルで回帰分析した結果を示している。負債比率の最も高いグループからパネル A の順に、パネル B、パネル C、パネル D に各グループでの結果を示した。なお、コントロール変数には表 2.4 と同様のものを用い、すべての説明変数については1期前の値を用いている。対象企業は金融業・公的産業を除く全上場企業、対象期間は2001年度から2010年度である。負債比率(時価)、負債比率(簿価)、有形固定資産比率、ROA、総資産(LN)、時価簿価比率、内部留保率、売上成長率、設立後年数(LN)については異常値処理のため上下1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 2.1 の通りである。括弧内はクラスターとして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。

パネル A High Leverage

被説明変数＝ モデル＝	負債比率 (時価)	負債比率 (時価)	負債比率 (時価)	負債比率 (簿価)	負債比率 (簿価)	負債比率 (簿価)
	プールド OLS	ランダム 効果	固定 効果	プールド OLS	ランダム 効果	固定 効果
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ファミリー企業(M&O)	0.020*** (0.007)	0.032*** (0.006)	0.037*** (0.011)	0.006 (0.008)	0.018*** (0.007)	0.016 (0.014)
ファミリー企業(O)	0.026*** (0.008)	0.035*** (0.007)	0.034*** (0.011)	0.006 (0.008)	0.021*** (0.008)	0.017 (0.013)
ファミリー企業(M)	-0.008 (0.008)	0.002 (0.007)	-0.000 (0.009)	-0.006 (0.011)	0.000 (0.007)	-0.009 (0.010)
切片	0.548*** (0.044)	0.485*** (0.044)	-0.310*** (0.099)	0.529*** (0.050)	0.462*** (0.049)	-0.133 (0.099)
コントロール変数	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	6,556	6,556	6,556	6,419	6,419	6,419
自由度調整済決定係数	0.352	0.339	0.512	0.222	0.201	0.245

パネル B Semi-High Leverage

ファミリー企業(M&O)	-0.000 (0.002)	0.004* (0.003)	0.010 (0.008)	0.001 (0.003)	0.003 (0.003)	0.006 (0.009)
ファミリー企業(O)	-0.001 (0.003)	0.002 (0.003)	0.007 (0.007)	0.000 (0.003)	0.003 (0.003)	0.004 (0.008)
ファミリー企業(M)	0.004 (0.003)	0.002 (0.004)	0.002 (0.008)	0.005 (0.003)	-0.001 (0.003)	-0.002 (0.006)
切片	0.314*** (0.017)	0.300*** (0.018)	0.046 (0.080)	0.219*** (0.026)	0.212*** (0.032)	0.050 (0.076)
コントロール変数	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	6,547	6,547	6,547	6,548	6,548	6,548
自由度調整済決定係数	0.459	0.460	0.559	0.210	0.210	0.310

(補表 2.6 続き)

パネル C Semi-Low Leverage						
被説明変数 = モデル =	負債比率 (時価)	負債比率 (時価)	負債比率 (時価)	負債比率 (簿価)	負債比率 (簿価)	負債比率 (簿価)
	プールド OLS	ランダム 効果	固定 効果	プールド OLS	ランダム 効果	固定 効果
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ファミリー企業(M&O)	-0.001 (0.002)	0.000 (0.002)	-0.001 (0.006)	-0.003 (0.002)	0.000 (0.002)	0.006 (0.005)
ファミリー企業(O)	-0.006*** (0.002)	-0.002 (0.003)	-0.001 (0.005)	-0.005** (0.003)	-0.000 (0.002)	0.006 (0.005)
ファミリー企業(M)	-0.002 (0.004)	0.001 (0.004)	0.006 (0.006)	0.004 (0.004)	0.008** (0.004)	0.015*** (0.005)
切片	0.139*** (0.018)	0.117*** (0.021)	0.015 (0.056)	0.139*** (0.019)	0.123*** (0.021)	0.156** (0.069)
コントロール変数	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	6,504	6,504	6,504	6,572	6,572	6,572
自由度調整済決定係数	0.275	0.271	0.377	0.138	0.138	0.219
パネル D Low Leverage						
ファミリー企業(M&O)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.002)	-0.001 (0.001)	-0.000 (0.001)	0.000 (0.002)
ファミリー企業(O)	0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	-0.000 (0.001)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)
ファミリー企業(M)	0.002* (0.001)	0.002** (0.001)	0.002* (0.001)	0.003** (0.001)	0.002* (0.001)	0.001 (0.001)
切片	0.007 (0.005)	0.000 (0.006)	-0.035*** (0.010)	0.008 (0.005)	0.000 (0.006)	-0.034*** (0.011)
コントロール変数	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	6,252	6,252	6,252	6,320	6,320	6,320
自由度調整済決定係数	0.153	0.146	0.140	0.135	0.133	0.127

補表 2.7 ファミリー企業と増資頻度(経営状況の悪化による増資を除く)

この表は、増資実施および第三者割当増資実施について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、ロジットモデルで回帰分析した結果を示している。なお、コントロール変数には表 2.6 と同様のものを用い、すべての説明変数については 1 期前の値を用いている。対象期間は 2001 年度から 2010 年度で、対象企業は(1)では金融業・公的産業を除く全上場企業、(2)ではこのうち増資を実施した企業とした。ただし、(2)で公募増資および第三者割当増資の双方を同一会計年度内に行っていたサンプル企業を除いたほか、(1)および(2)ともに債務超過など経営状況の悪化を理由に増資した企業も除いている。負債比率(時価)、有形固定資産比率、ROA、総資産(LN)、時価簿価比率、売上成長率、設立後年数(LN)、現金保有比率、事業投資比率については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 2.1 の通りである。また、限界効果については平均限界効果(average marginal effect)を記載した。括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝	増資実施		第三者割当増資実施	
対象企業＝	全企業		増資実施企業	
モデル＝	ロジット		ロジット	
	(1)		(2)	
	係数	限界効果	係数	限界効果
ファミリー企業(M&O)	-0.023 (0.122)	-0.001	-0.788** (0.308)	-0.098
ファミリー企業(O)	-0.039 (0.125)	-0.001	-0.206 (0.363)	-0.026
ファミリー企業(M)	-0.003 (0.203)	-0.000	-0.018 (0.611)	-0.002
切片	-16.921 (873.413)		-5.038*** (1.839)	
コントロール変数	Yes		Yes	
産業ダミー	Yes		Yes	
年度ダミー	Yes		Yes	
サンプル企業数	25,747		917	
擬似決定係数	0.114		0.432	

補表 2.8 業績悪化時の増資頻度(新興市場・企業系列・メインバンクダミー含む)

この表は増資実施について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、ロジットモデルで回帰分析した結果を示している。対象期間は2001年度から2010年度で、対象企業は金融業・公的産業を除く全上場企業のうち、(1)では前年度に赤字であった企業、(2)では前2年度連続で赤字であった企業とした。新興市場ダミーは新興市場に上場している企業について1を取るダミー変数、企業系列ダミーは1996年版から2000年版の『系列の研究』(経済調査協会)にかけて属する6大系列に変化のなかった企業を1とするダミー変数、メインバンクダミーは過去5年間に融資比率1位の金融機関に変化のなかった企業を1とするダミー変数である。その他のコントロール変数は表2.8と同一のものをを用い、また1期前の値を用いている。負債比率(時価)、有形固定資産比率、ROA、総資産(LN)、時価簿価比率、売上成長率、設立後年数(LN)、現金保有比率、事業投資比率については異常値処理のため上下1%でwinsorizationを実施した。各変数の定義は、表2.1の通りである。限界効果については平均限界効果(average marginal effect)を記載した。また、括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝	増資実施		増資実施	
対象企業＝	前期赤字企業		前2期赤字企業	
モデル＝	ロジット		ロジット	
	(1)		(2)	
	係数	限界効果	係数	限界効果
ファミリー企業(M&O)	-0.544*** (0.191)	-0.036	-0.414* (0.239)	-0.034
ファミリー企業(O)	-0.528*** (0.185)	-0.035	-0.467** (0.233)	-0.038
ファミリー企業(M)	-0.352 (0.321)	-0.023	-0.214 (0.403)	-0.017
新興市場ダミー	0.099 (0.149)	0.007	0.326* (0.197)	0.026
企業系列ダミー	0.056 (0.153)	0.004	0.221 (0.195)	0.018
メインバンクダミー	-0.129 (0.127)	-0.008	-0.180 (0.166)	-0.015
切片	-17.670*** (0.887)		-16.647*** (1.214)	
コントロール変数	Yes		Yes	
産業ダミー	Yes		Yes	
年度ダミー	Yes		Yes	
サンプル企業数	5,532		2,536	
擬似決定係数	0.178		0.164	

補表 2.9 発行株式数で評価したファミリー企業の増資規模

この表は、表 2.9 同様に、増資率、公募増資率、第三者割当増資率について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、トービットおよびプールド OLS モデルで回帰分析した結果を示している。この表の分析では、増資率を増資株式数/前期発行済み株式数、公募増資率を公募増資株式数/前期発行済み株式数、第三者割当増資率を第三者割当増資株式数/前期発行済み株式数として、それぞれ定義している。これは、増資金額ではなく増資株式数で規模を評価している点で、表 2.9 の分析と異なっている。対象期間は 2001 年度から 2010 年度で、対象企業は(1)では金融業・公的産業を除く全上場企業とし、(2)ではこのうち各増資を実施した企業とした。なお、コントロール変数には表 2.9 と同一のものをを用い、すべての説明変数は 1 期前の値を用いた。負債比率(時価)、有形固定資産比率、ROA、総資産(LN)、時価簿価比率、売上成長率、設立後年数(LN)、現金保有比率、事業投資比率については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施している。また、各変数の定義は表 2.1 の通りである。限界効果については平均限界効果(average marginal effect)を記載した。括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝	増資率	公募増資率	第三者割当 増資率	増資率	公募増資率	第三者割当 増資率
対象企業＝	全企業	全企業	全企業	増資実施 企業	公募増資 実施企業	第三者割当 増資実施企業
モデル＝	トービット	トービット	トービット	プールド OLS	プールド OLS	プールド OLS
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ファミリー企業(M&O)	-0.098*** (0.020)	0.364*** (0.037)	-0.983*** (0.083)	-0.090 (0.069)	0.110 (0.150)	0.062 (0.131)
ファミリー企業(O)	-0.038*** (0.014)	-0.017 (0.026)	-0.361*** (0.046)	0.001 (0.107)	0.212 (0.154)	0.279 (0.230)
ファミリー企業(M)	-0.053*** (0.013)	-0.008 (0.023)	-0.210*** (0.049)	-0.022 (0.084)	0.286 (0.249)	0.072 (0.173)
切片	-9.352*** (0.022)	-15.334** (0.041)	-24.460** (0.088)	0.324 (0.474)	-0.430 (1.459)	0.620 (0.576)
コントロール変数	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	25,912	25,912	25,912	1,106	411	719
擬似決定係数	0.119	0.133	0.139			
自由度調整済決定係数				0.030	0.066	-0.028

補表 2.10 プロペンシティスコアの推計

この表はファミリー企業(M&O)およびファミリー企業(O), ファミリー企業(M)について負債比率や増資行動に関する分析で用いたコントロール変数によって、ロジットモデルで回帰分析した結果を示している。表 2.11 では、この推計結果をもとにプロペンシティスコアを算出した。対象期間は 2001 年度から 2010 年度で、対象企業は金融業・公的産業を除く全上場企業のうち、(1)から(3)ではファミリー企業(M&O)と非ファミリー企業、(4)から(6)ではファミリー企業(O)と非ファミリー企業、(7)から(9)ではファミリー企業(M)と非ファミリー企業とした。また、用いる説明変数はプロペンシティスコア・マッチングで比較する指標に応じている。括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝ 対象企業＝ 対象指標＝	ファミリー企業(M&O)			ファミリー企業(O)			ファミリー企業(M)		
	ファミリー企業(M&O)			ファミリー企業(O)			ファミリー企業(M)		
	＋非ファミリー企業			＋非ファミリー企業			＋非ファミリー企業		
	負債比率 (時価)	負債比率 (簿価)	増資行動	負債比率 (時価)	負債比率 (簿価)	増資行動	負債比率 (時価)	負債比率 (簿価)	増資行動
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
創業者経営	omitted	omitted	omitted	omitted	omitted	omitted	omitted	omitted	omitted
産業別負債比率(時価)	0.396 (0.691)			1.468** (0.724)			0.676 (0.946)		
産業別負債比率(簿価)		0.733 (0.901)			2.219** (0.974)			-0.539 (1.262)	
負債比率(時価)			0.773** (0.305)			1.062*** (0.318)			0.711 (0.539)
有形固定資産比率	1.254*** (0.316)	1.255*** (0.316)	1.966*** (0.361)	0.274 (0.321)	0.276 (0.321)	0.978*** (0.351)	-0.481 (0.619)	-0.478 (0.619)	-0.060 (0.722)
ROA	6.176*** (0.788)	6.178*** (0.787)	5.974*** (0.893)	3.709*** (0.661)	3.705*** (0.661)	3.920*** (0.779)	-1.678 (1.098)	-1.715 (1.093)	-1.876 (1.197)
総資産(LN)	-0.449*** (0.037)	-0.449*** (0.037)	-0.394*** (0.037)	-0.413*** (0.038)	-0.413*** (0.038)	-0.349*** (0.038)	-0.005 (0.047)	-0.005 (0.047)	0.027 (0.048)
時価簿価比率	-1.012*** (0.161)	-1.013*** (0.161)	-1.032*** (0.162)	-0.347*** (0.080)	-0.348*** (0.080)	-0.391*** (0.082)	0.150 (0.167)	0.149 (0.167)	0.069 (0.175)
期待インフレーション率	-7.037** (2.897)	-6.962** (2.900)	-7.122** (2.992)	-6.553** (3.315)	-6.302* (3.308)	-7.170** (3.541)	-2.801 (6.826)	-2.784 (6.827)	-5.411 (6.778)
内部留保率	0.003 (0.023)	0.003 (0.023)		-0.010 (0.021)	-0.010 (0.021)		-0.074** (0.031)	-0.075** (0.031)	
売上成長率	0.071 (0.056)	0.076 (0.057)	0.093* (0.056)	0.052 (0.067)	0.067 (0.068)	0.091 (0.068)	0.056 (0.100)	0.052 (0.100)	0.085 (0.097)
設立後年数(LN)	-0.216** (0.091)	-0.216** (0.091)	-0.173* (0.093)	-0.547*** (0.082)	-0.547*** (0.082)	-0.495*** (0.083)	0.798*** (0.211)	0.796*** (0.211)	0.836*** (0.213)
赤字経営			-0.033 (0.068)			0.061 (0.077)			-0.094 (0.104)
現金保有比率			3.969*** (0.528)			4.131*** (0.468)			3.212*** (0.799)
事業投資比率			-1.040** (0.508)			-1.514*** (0.493)			-0.731 (0.925)
切片	4.972*** (0.825)	4.823*** (0.879)	3.559*** (0.772)	4.520*** (0.993)	4.166*** (1.043)	3.339*** (0.925)	-19.634*** (1.381)	-19.099*** (1.352)	-20.495*** (0.937)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	19,399	19,399	19,404	17,950	17,950	17,956	15,245	15,245	15,250
擬似決定係数	0.159	0.159	0.175	0.146	0.146	0.171	0.061	0.061	0.069

補表 2.11 プロペンシティスコア・マッチングのバランス・テスト

この表は、表 2.11 で行ったプロペンシティスコア・マッチングについて、そのバランス・テストの結果を示したものである。パネル A には負債比率(時価)についての分析で用いたコントロール変数の結果を、パネル B には負債比率(簿価)についての分析で用いたコントロール変数の結果を、パネル C には増資行動についての分析で用いたコントロール変数の結果をまとめた。それぞれ各タイプのファミリー企業を処理群とし、非ファミリー企業を対照群として、マッチング後の各変数の平均値と標準化バイアスを記している。有形固定資産比率、ROA、総資産(LN)、時価簿価比率、内部留保率、売上成長率、設立後年数(LN)、現金保有比率、事業投資比率については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施している。また、各変数の定義は表 2.1 の通りである。

パネル A 負債比率(時価)に対するテスト									
プロペンシティスコア＝	ファミリー企業(M&O)			ファミリー企業(O)			ファミリー企業(M)		
	平均値			平均値			平均値		
	処理群	対照群	標準化	処理群	対照群	標準化	処理群	対照群	標準化
	(1)	(2)	バイアス	(3)	(4)	バイアス	(5)	(6)	バイアス
創業者経営	0.000	0.000	-	0.000	0.000	-	0.000	0.000	-
産業別負債比率(時価)	0.189	0.188	1.0%	0.166	0.165	2.0%	0.194	0.195	-1.7%
有形固定資産比率	0.325	0.321	2.1%	0.267	0.267	0.1%	0.311	0.313	-1.2%
ROA	0.044	0.045	-1.8%	0.049	0.047	2.7%	0.038	0.038	-0.8%
総資産(LN)	10.156	10.102	3.9%	10.017	10.010	0.5%	11.174	11.186	-0.8%
時価簿価比率	0.981	1.012	-6.0%	1.158	1.163	-0.8%	1.100	1.081	3.6%
期待インフレーション率	-0.002	-0.002	-1.3%	-0.002	-0.001	-2.9%	-0.002	-0.002	0.0%
内部留保率	0.661	0.662	-0.1%	0.674	0.666	1.0%	0.628	0.655	-3.3%
売上成長率	-0.095	-0.085	-2.6%	-0.065	-0.059	-1.6%	-0.105	-0.105	0.1%
設立後年数(LN)	3.804	3.792	2.4%	3.572	3.561	1.9%	4.117	4.125	-1.6%
パネル B 負債比率(簿価)に対するテスト									
創業者経営	0.000	0.000	-	0.000	0.000	-	0.000	0.000	-
産業別負債比率(簿価)	0.185	0.184	0.8%	0.167	0.164	3.6%	0.189	0.192	-3.5%
有形固定資産比率	0.325	0.319	3.4%	0.267	0.268	-0.5%	0.311	0.315	-2.5%
ROA	0.044	0.046	-4.2%	0.049	0.048	1.6%	0.038	0.038	0.2%
総資産(LN)	10.156	10.104	3.8%	10.017	10.011	0.4%	11.174	11.174	0.0%
時価簿価比率	0.981	1.012	-5.9%	1.158	1.166	-1.2%	1.100	1.075	4.6%
期待インフレーション率	-0.002	-0.002	-0.9%	-0.002	-0.002	-1.6%	-0.002	-0.002	-3.2%
内部留保率	0.661	0.682	-2.8%	0.674	0.679	-0.7%	0.628	0.652	-3.0%
売上成長率	-0.095	-0.093	-0.5%	-0.065	-0.065	0.0%	-0.105	-0.099	-1.7%
設立後年数(LN)	3.804	3.785	3.7%	3.572	3.560	2.1%	4.117	4.121	-0.7%
パネル C 増資行動に対するテスト									
創業者経営	0.000	0.000	-	0.000	0.000	-	0.000	0.000	-
負債比率(時価)	0.219	0.209	5.9%	0.189	0.189	0.1%	0.225	0.229	-2.1%
有形固定資産比率	0.325	0.314	6.3%	0.267	0.269	-1.3%	0.311	0.312	-0.3%
ROA	0.044	0.047	-4.4%	0.049	0.049	0.5%	0.038	0.036	3.1%
総資産(LN)	10.155	10.091	4.6%	10.013	9.968	3.0%	11.172	11.166	0.4%
時価簿価比率	0.981	1.013	-6.2%	1.158	1.166	-1.2%	1.099	1.086	2.5%
期待インフレーション率	-0.002	-0.002	1.2%	-0.002	-0.002	1.0%	-0.002	-0.002	-2.9%
売上成長率	-0.094	-0.093	-0.3%	-0.065	-0.065	0.2%	-0.105	-0.097	-2.3%
設立後年数(LN)	3.804	3.783	4.2%	3.571	3.563	1.5%	4.117	4.127	-2.1%
赤字経営	0.200	0.202	-0.5%	0.233	0.239	-1.5%	0.217	0.215	0.5%
現金保有比率	0.151	0.162	-11.7%	0.197	0.192	4.6%	0.130	0.128	1.8%
事業投資比率	0.077	0.079	-3.5%	0.089	0.089	-0.5%	0.079	0.079	0.2%

補表 2.12 ファミリー企業と負債比率(ファミリー企業全体の傾向)

この表は、表 2.4 同様に、負債比率(時価)および負債比率(簿価)についてファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、それぞれプールド OLS、ランダム効果、固定効果(企業単位)モデルで回帰分析した結果を示している。対象企業は金融業・公的産業を除く全上場企業、対象期間は 2001 年度から 2010 年度である。なお、コントロール変数については表 2.4 と同様のものを用い、すべての説明変数については 1 期前の値を用いている。負債比率(時価)、負債比率(簿価)、有形固定資産比率、ROA、総資産(LN)、時価簿価比率、内部留保率、売上成長率、設立後年数(LN)については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 2.1 の通りである。括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝	負債比率 (時価)	負債比率 (時価)	負債比率 (時価)	負債比率 (簿価)	負債比率 (簿価)	負債比率 (簿価)
モデル＝	プールド OLS	ランダム 効果	固定 効果	プールド OLS	ランダム 効果	固定 効果
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ファミリー企業	0.014** (0.006)	0.030*** (0.004)	0.015*** (0.005)	0.002 (0.006)	0.023*** (0.005)	0.014** (0.006)
切片	0.140** (0.070)	-0.166* (0.066)	-0.867*** (0.069)	0.084 (0.075)	-0.106 (0.072)	-0.661*** (0.073)
コントロール変数	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	Yes	Yes	No	Yes	Yes	No
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	25,859	25,859	25,859	25,859	25,859	25,859
自由度調整済決定係数	0.288	0.188	0.285	0.270	0.184	0.180

補表 2.13 ファミリー企業と増資頻度(ファミリー企業全体の傾向)

この表は、表 2.6 同様に、増資実施および第三者割当増資実施についてファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、ロジットモデルで回帰分析した結果を示している。なお、コントロール変数は表 2.6 と同様のものを用い、すべての説明変数については 1 期前の値を用いている。対象期間は 2001 年度から 2010 年度で、対象企業は(1)では金融業・公的産業を除く全上場企業、(2)ではこのうち増資を実施した企業としている。ただし、(2)では公募増資および第三者割当増資の双方を同一会計年度内に行っていたサンプル企業を除いた。負債比率(時価)、有形固定資産比率、ROA、総資産(LN)、時価簿価比率、売上成長率、設立後年数(LN)、現金保有比率、事業投資比率については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 2.1 の通りである。限界効果については平均限界効果(average marginal effect)を記載した。また、括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝	増資実施		第三者割当増資実施	
対象企業＝	全企業		増資実施企業	
モデル＝	ロジット		ロジット	
	(1)		(2)	
	係数	限界効果	係数	限界効果
ファミリー企業	-0.102 (0.091)	-0.004	-0.535** (0.251)	-0.060
切片	-15.651*** (0.624)		8.563** (1.444)	
コントロール変数	Yes		Yes	
産業ダミー	Yes		Yes	
年度ダミー	Yes		Yes	
サンプル企業数	25,912		1,081	
擬似決定係数	0.139		0.464	

補表 2.14 業績悪化時の増資頻度(ファミリー企業全体の傾向)

この表は、表 2.8 と同様に、増資実施について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、ロジットモデルで回帰分析した結果を示している。なお、コントロール変数には表 2.8 と同様のものを用い、すべての説明変数については 1 期前の値を用いている。対象期間は 2001 年度から 2010 年度で、対象企業は金融業・公的産業を除く全上場企業のうち、(1)では前年度に赤字であった企業、(2)では前 2 年度連続で赤字であった企業としている。負債比率(時価)、有形固定資産比率、ROA、総資産(LN)、時価簿価比率、売上成長率、設立後年数(LN)、現金保有比率、事業投資比率については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 2.1 の通りである。限界効果については平均限界効果(average marginal effect)を記載した。また、括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝	増資実施		増資実施	
対象企業＝	前期赤字企業		前 2 期赤字企業	
モデル＝	ロジット		ロジット	
	(1)		(2)	
	係数	限界効果	係数	限界効果
ファミリー企業	-0.530*** (0.144)	-0.035	-0.441** (0.185)	-0.036
切片	-18.355*** (0.864)		-16.194*** (1.113)	
コントロール変数	Yes		Yes	
産業ダミー	Yes		Yes	
年度ダミー	Yes		Yes	
サンプル企業数	5,532		2,536	
擬似決定係数	0.177		0.161	

補表 2.15 ファミリー企業と増資規模(ファミリー企業全体の傾向)

この表は、表 2.9 と同様に、増資率および公募増資率、第三者割当増資率について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、トービットおよびプールド OLS モデルで回帰分析した結果を示している。なお、コントロール変数は表 2.9 と同様のものを用い、すべての説明変数については 1 期前の値を用いた。対象期間は 2001 年度から 2010 年度で、対象企業は(1)では金融業・公的産業を除く全上場企業とし、(2)ではこのうち各増資を実施した企業としている。負債比率(時価)、有形固定資産比率、ROA、総資産(LN)、時価簿価比率、売上成長率、設立後年数(LN)、現金保有比率、事業投資比率については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 2.1 の通りである。また、括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝	増資率	公募増資率	第三者割当 増資率	増資率	公募増資率	第三者割当 増資率
対象企業＝	全企業	全企業	全企業	増資実施 企業	公募増資 実施企業	第三者割当 増資実施企業
モデル＝	トービット	トービット	トービット	プールド OLS	プールド OLS	プールド OLS
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ファミリー企業	-0.016*** (0.005)	0.048*** (0.007)	-0.110*** (0.009)	-0.021 (0.014)	-0.015 (0.022)	-0.006 (0.021)
切片	-2.382*** (0.005)	-3.194*** (0.008)	-3.692*** (0.011)	0.369*** (0.082)	0.330** (0.139)	0.638** (0.252)
コントロール変数	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	25,912	25,912	25,912	1,106	411	719
擬似決定係数	0.192	0.197	0.220			
自由度調整済決定係数				0.341	0.506	0.107

第3章 ファミリー企業と関連当事者取引⁴⁶

1 イントロダクション

大王製紙は16日、創業家出身の井川意高(もとか)代表取締役会長(47)が同日付で引責辞任したと発表した。グループ会社から総額約84億円を個人的に借り入れ、コーポレートガバナンス(企業統治)上の問題があったという。

(2011年9月16日 日本経済新聞 電子版)

大王製紙におけるこの資金流用事件は、その額の大きさも含め、創業者一族による企業支配の問題として関心を集めた。ここで注目されるのは、この問題に係わる取引の一部が有価証券報告書にも記載され、一般に確認できるものであった点である。実際に2011年3月期の大王製紙の有価証券報告書を見ると、大王製紙の連結子会社が23.5億円の資金貸付を行っていたことが記載されている。

経営者や経営者が所有する会社、あるいは個人株主との間で行われた関連当事者取引の例は大王製紙に限らない。たとえば、カルチュア・コンビニエンス・クラブでは2006年3月期決算において創業者から子会社株式を約158億円で買い取ったことが記載されている。また、山崎製パンでも創業家の飯島家が株式の大半を保有する飯島興産から、原材料を購入したり不動産を賃借したりしていることが毎年のように記載されており、2010年12月決算ではその金額は約45億円にのぼっている。

このような取引の情報は、どの程度が開示されているのだろうか。日本において、この関連当事者取引の網羅的な実態はいまだ把握されていない。また、これらの取引はどのように生じ、企業行動や企業パフォーマンスにどのような影響を与えているのだろうか。ここには大きく2つの見方が存在する。1つの見方は、Gordon et al.(2004)が指摘するように、単に企業競争上の必要性から生じているだけだというものである。この場合、関連当事者取引が行われているかどうかは、企業パフォーマンスの違いには表れてこないと考えられる。実際に、先進諸国で関連当事者についてどのような法規制がされているか調べたDjankov et al.(2008)では取引自体を完全に禁止するような制度を持つ国はないことが指摘されており、また、情報開示が義務付けられている中でも取引が行われている点からも、関連当事者取引が単に通常の企業経営から生じているという観点は支持されるかもしれない。

⁴⁶ 本章の内容は、第22回日本ファイナンス学会で発表した「ファミリー企業と関連当事者取引」(共著: 齋藤卓爾(慶應義塾大学))の分析結果を一部改変したものである。

もう 1 つの見方は、Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer(2000)や Friedman et al.(2003)が指摘するような、トンネリングやプロッピングと呼ばれる観点である。第 1 章ですでに述べた通り、ファミリー企業を典型として支配株主と少数株主の利害相反に焦点を当てた研究は、Claessens et al.(2002)などをはじめとして、これまでも数多くなされてきた。問題となるのは、創業者一族が多くのグループ会社を実質的に支配することで、個人的な取引を行えるという点である。つまり、グループ企業意思決定の多くを創業者一族が担っている場合、個人的な取引で生じうる様々なコストについても、外部株主がその一部を負担させられてしまうということである。一方で、創業者一族が経営悪化による企業価値の低下や就業機会の損失などを避けようとする場合には、自己の資産やグループ会社を利用して企業を救済、支援することも考えられる。この場合、少なくとも救済を受けた企業の外部株主にとっては利得が生じることになる。関連当事者取引がこれらの機能の一部を担っているとすると、企業パフォーマンスにも違いが表れるようになると考えられる。

こうしたトンネリングやプロッピングが行われる背景には、議決権などを通じて企業の意思決定をどれだけ左右できるかと、キャッシュフロー権をどのように保持しているかがポイントとなっている。たとえば、ある創業者一族が企業の意思決定を左右することができ一方、キャッシュフロー権をあまり持たずに企業からの利益配分を十分に得られないような場合、この創業者一族は企業業績を向上させるよりも自身に有利となる取引を企業との間で直接行うことによって利益を得ようと、トンネリングを行う可能性が高いと考えられる⁴⁷。他方で、十分にキャッシュフロー権も持っているような場合、企業の投資活動によって更なるリターンを創業者一族が期待できたり、倒産などによって大きく損失が出るのを防ぐ必要ができたりするため、創業者一族は自身の資産を企業に流入させることによって企業業績を向上させようと、プロッピングを行う場合があると考えられる。

ファミリー企業に関するこれまでの先行研究の多くは、こうした支配構造の特徴から企業パフォーマンスを分析するに留まっており、大王製紙の事件で取り沙汰されたような直接的な取引内容などを考慮している研究はほとんど見られない。そこで本章は、この点について日本ではじめて関連当事者取引に関する網羅的なデータを収集し、実際にどのような取引が生じているのか確認した。そのうえで、これらの情報が先行研究が扱ってきたファミリー企業の行動やパフォーマンスの違いを説明する 1 つの指標となりえるかどうか検討している。

⁴⁷ 議決権とキャッシュフロー権の乖離が大きくなるケースは、創業者一族がピラミッド構造などで複数企業を支配している場合によく見られる。また、創業者一族がピラミッド構造によって企業をコントロールする例は日本では少ないかもしれない。しかし、Saito (2008)では、株式をあまり持たないにもかかわらず創業者一族が経営権を握っているケースが多いことや、一族のプライベートカンパニーを通じて株式保有をしているケースが多いことが指摘されている。そのため、企業の意思決定を左右できる一方で、キャッシュフロー権をあまり持たないケースは日本でも一定程度存在するものと考えられる。

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2,006社を対象に、関連当事者取引の現状を調べた結果、全体の10%程度の企業で経営者などとの間で個人的な取引が行われていることが分かった。また取引の規模について見ると、対象期間を通じて700億円から1,200億円で推移していた。

本章では、関連当事者取引が行われているかどうかについて、持株比率の水準から分類したファミリー企業の変数やその他のコントロール変数を用いてロジットモデルによる分析をまず行っている。分析の結果、ファミリー企業において、より頻繁に取引が行われていることが示された。また、この傾向は創業者一族の持株比率が低い場合だけでなく、トンネリングを行うインセンティブが弱くなる持株比率の高い場合にも観測された。この点は、前述した様々な要因から関連当事者取引が用いられているものと解釈できる。

そこで次に、この関連当事者取引が企業行動にどのような影響を与えうるか、配当額との関係を分析した。これは取引を通じて私的に現金収入を得られる場合、外部株主に資金を流出させてしまう配当によって現金収入を得ようとするインセンティブが抑えられるためである。配当額の純資産に対する比率について、関連当事者取引を行っている否かでファミリー企業を分類した変数などを用いてトービットモデルによる分析を行った結果、関連当事者取引を行うファミリー企業で配当が抑えられる傾向が見られた。この点からは、関連当事者取引を通じて創業者一族が現金収入を得ている可能性が示唆される。

最後に、これらの取引行動が、実際の企業パフォーマンスにどのような影響を与えているかを確認した。具体的には、ファミリー企業のパフォーマンス研究で幅広く用いられる時価簿価比率について、各種のパネルデータ分析を行っている。この結果、持株比率の低いファミリー企業で関連当事者取引が行われている場合に、時価簿価比率がより低い傾向にあることがうかがえた。したがって、この点では関連当事者取引が一部ではトンネリングとして機能していることが示唆される。一方、企業パフォーマンスについてプロッピングが行われていると示唆する傾向も一部には見られたものの、分析全体を通じて安定的には観測されなかった。

本章の分析は、分析手法や結果の解釈について、いくつかの課題を残している。しかしながら、はじめて日本の関連当事者取引のデータを示した点で、新しいものといえる。また、関連当事者取引情報の側面からファミリー企業の行動やパフォーマンスをあらためて分析した。そのうえで、関連当事者取引が配当行動や企業パフォーマンスの違いを説明する1つの指標になりえると示唆した点は、関連当事者取引のより詳細なデータを用いた新たな分析が行える可能性を示しており、少なからず貢献があるものと思われる。

本章の構成は次の通りである。まず第2節では関連当事者取引について日本での制度をまとめ、第3節ではファミリー企業と関連当事者取引について先行研究を概観するとともに、分析の焦点について述べる。次に、第4節でデータの詳細、第5節では分析の内容について述べる。最後に、第6節では本章の結論を示した。

2 日本における関連当事者取引

2011 年 3 月期の大王製紙の有価証券報告書を見ると、23.5 億円の貸付の他、井川家が所有するエリエール商工など 11 社との間で、原材料仕入を中心として合計 28 件、総額で 140 億円ほどの取引が同時に生じていたことが分かる。

日本ではこの関連当事者との取引情報の開示義務が、「関連当事者の開示に関する会計基準」によって会計上の規定として整備されている。ここで関連当事者とは、財務諸表作成会社に対して一定の支配力を有している当事者、および財務諸表作成会社が一定の影響力を有している当事者のことを指すとされている。具体的には、親会社、子会社、財務諸表作成会社と同一の親会社をもつ会社、財務諸表作成会社が他の会社の関連会社である場合における当該他の会社(その他の関係会社)ならびにその親会社および子会社、関連会社および当該関連会社の子会社、財務諸表作成会社の主要株主およびその近親者、財務諸表作成会社の役員およびその近親者、親会社の役員およびその近親者、重要な子会社の役員およびその近親者、これら個人の関連当事者が議決権の過半数を所有している会社およびその子会社、従業員のための企業年金である⁴⁸。なお、子会社などの会社が他の会社の意思決定機関を支配している場合には、その会社も子会社として含まれる。加えて、役員には役員に準ずる者として相談役や顧問など実質的に影響を及ぼすと認められる者が、またその役員が代表を務める会社が含まれている。

図 3.1 では、会計基準により開示が求められている、これらの関連当事者の範囲を個人か法人かどうかで分類し、また法人であった場合には、財務諸表作成会社を支配しているか、もしくは支配されているかの基準によって、親会社グループ、兄弟会社グループ、関連会社グループとしてまとめた。

この関連当事者と財務諸表作成会社および連結子会社との間で開示が必要とされる取引は、損益計算書に属する科目の場合、売上高、売上原価および販管費、営業外収益、営業外費用それぞれの 10%を超えるもの、貸借対照表に属する科目の場合、総資産の 1%を超えるものとされている。また、特別利益や特別損失に該当する取引、個人グループとの取引については 1,000 万円を超えるものを開示する必要がある。なお、無償取引や低廉な価格での取引の場合は実際の取引金額ではなく第三者取引を仮定した場合の金額で重要性を判断するほか、形式的・名目的に第三者を経由した取引でも実質上の相手先が関連当事者であることが明確な場合には当該取引も開示対象とされる。一方、配当の受取りや公募増資などその性質から見て取引条件が一般の取引と同様であることが明確な取引や、連結財務諸表作成にあたって相殺消去した取引、役員に対する報酬の支払は開示対象取引には含まれない。なお、本来業務とは異なる役務に対する報酬や相談役など役員に準じる者への

⁴⁸ 重要な子会社の役員は、会社グループの事業運営に強い影響力を持つ者が子会社の役員となっているかどうかで判定される。

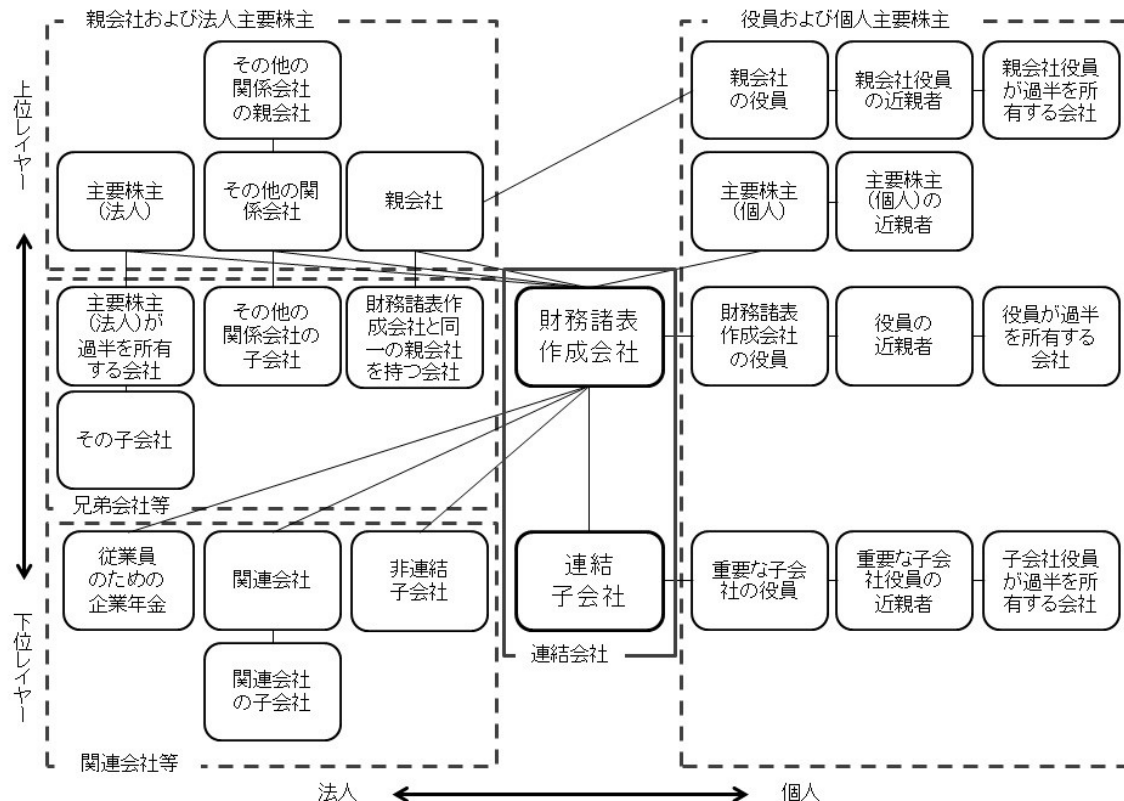


図 3.1 関連当事者取引の開示範囲

この図は「関連当事者の開示に関する会計基準」によって開示が求められている関連当事者について表したものである。これらの関連当事者のうち、個人に該当するもの（プライベートカンパニーを含む）を右側に、法人に該当するものを左側にまとめた。さらに、法人に該当する場合には、財務諸表作成会社を支配しているか、支配されているかの基準によって、親会社グループ、兄弟会社グループ、関連会社グループとして分類している。各グループについては、点線のボックスで括った。なお、連結子会社については連結財務諸表にまとめられるため、取引情報の開示が求められる関連当事者には該当しない。また、子会社などの会社が他の会社の意思決定機関を支配している場合には、その会社も子会社として含まれる。そのほか、近親者は2親等以内の親族を指し、重要な子会社の役員については企業グループの事業運営に強い影響力を持つ者が子会社の役員となっているかどうかで判定される。

報酬、ストック・オプションの行使額などについては開示対象取引とされている⁴⁹。

⁴⁹ 2009年3月末までの決算については、証券取引法上の規則に基づき関連当事者取引情報が開示されており、会計基準による規定は2009年3月末以降の決算について適用されている。これによる主な変更点としては、(1)関連当事者の範囲が拡大(親会社の役員・重要な子会社の役員・従業員のための企業年金)されたほか、(2)連結子会社と関連当事者の取引が開示対象に含まれた点、(3)取引条件が一般的なものであったかどうかについて証明資料が必要とされる点、(4)貸倒引当懸念債権などに係る情報として貸倒引当金繰入額などが開示対象となった点、(5)一部の取引についての開示基準が緩められた点(法人関連取引の特別損益項目および役員・個人主要株主との取引について100万円から1,000万円に緩和)、(6)関連当事者の存在に関する開示が追加された点などがある。ただし、本章の分析は1億円以上の取引を対象として行っており、また関連当事者の範囲についても制度変更

3 リサーチ・フォーカス

では実際に、関連当事者取引はどの程度の件数が発生し、どの程度の金額規模になっているのだろうか。また、どのような種類の取引が行われているのだろうか。日本では、関連当事者取引情報が網羅的に開示されてきたにも係わらず、このような実態を調べた研究は、筆者の知る限り行われていない。そこで、まず、本章では関連当事者取引の情報を収集し、その実態をまとめる。そのうえで本章では、開示される関連当事者取引の内容が、本論文の対象とするファミリー企業の行動やパフォーマンスの違いを説明しうるかどうか、その可能性について検討していきたい。

関連当事者取引についての先行研究を見ると、Cheung et al.(2006)、Berkman et al.(2009)、Ge et al.(2010)、Kohlbeck and Mayhew(2010)などで関連当事者取引を行っている企業の株価が低いことが報告されている。加えて、Gordon et al.(2004)や Lo et al.(2010)はガバナンスが機能している企業で、関連当事者取引が少なくなる傾向にあると報告している。こうした指摘は、実際に関連当事者との取引がある場合に、それがトンネリングとして機能していることを示唆する。

しかしながら、対象国の違いなどもあり結果は必ずしも一貫したものとはなっていない。たとえば、Cheung et al.(2009)や Yeh et al.(2012)ではガバナンスがより機能している場合に、運転資本の状況に応じて取引が生じており、結果、プロッピングとしての効果が働いていることを示唆している。また、Peng et al.(2011)は同一企業でも経営状況に応じて関連当事者取引をトンネリングやプロッピングの機能として使い分けていることを指摘している。

これらの分析では、政府との関係や制度導入の効果が主な焦点とされていたため、本論文が対象とする、創業者一族などによる企業支配の影響が必ずしも考慮されているわけではない。一方で、ファミリー企業を対象とした研究では、実際にどのような取引行動が存在して、パフォーマンスに違いがあったのかについては考慮されてこなかった。

ファミリー企業とパフォーマンスについて分析した研究のトレンドの1つは、実際の取引関係ではなく、所有構造の特徴に着目している。第1章で述べた通り、創業者一族が株式を一定量保有し、同時に経営を行うようなファミリー企業の場合、Shleifer and Vishny (1997)が指摘するように、支配株主と外部投資家間の利益相反が問題となる。つまり、企業の意思決定を左右できるのは創業者一族であるのに対し、企業が支払うコストの一部は外部投資家も負担することとなるため、一族には企業活動を通じて自身の利益になるような取引を行うインセンティブが生まれる。

前の影響を受けないよう限定した分析を行っているため、制度変更による影響は少ないといえる。

La Porta et al.(2002), Claessens et al.(2002), Lemmon and Lins(2003), Barontini and Caprio(2006)などでは、意思決定を左右できる指標としての議決権と、実際のコスト負担割合を示したキャッシュフロー権の値が乖離するほどトンネリングを行うインセンティブが高まると考え、実際に乖離の程度が大きくなるほど企業価値が低下する傾向にあることを示した。

一方、Friedman et al.(2003)は支配株主が資金の貸借関係などを通じてグループ企業をプロppingする可能性を指摘しており、トンネリングとは異なる考えを示してきた。また、Claessens et al.(2002)などではキャッシュフロー権の所有割合が高まるほど企業価値も向上する傾向にあるとも指摘されてきた。これは、経営者や支配株主が大量の株式を保有することが企業価値を向上させようとする行動につながるためである。

これらの分析をはじめとして、ファミリー企業とパフォーマンスについては多くの研究がなされてきたものの、そのほとんどは株式保有や経営参加などの特徴からのみ議論してきた。これに対して、関連当事者取引に着目したアプローチは、トンネリングやプロppingの実態をより直接的に分析できる可能性がある点で、ファミリー企業の実態をよりよく理解するためにも重要と考えられる⁵⁰。

しかしながら関連当事者取引は、必ずしも前述したような機能を果たすものではないかもしれない。この点について Gordon et al.(2004)では、関連当事者取引が単に企業競争上で必要な取引であり、効率的な行動の結果である可能性について指摘している。実際に、開示義務がある中で取引が行われているのは、外部株主にとって必ずしも不利益なものとなっていないためかもしれない。

そこで本章では、まず日本における関連当事者取引の実情について確認する。そのうえで、関連当事者取引の情報が企業行動や企業パフォーマンスの一部を説明しえるものであるかどうかを、ファミリー企業の観点から検討していく⁵¹。具体的には、まず、開示されている関連当事者取引の情報をまとめるとともに、どのような企業で関連当事者取引が生じているのか分析する。次に関連当事者取引が、創業者一族が現金収入を得るようなプロセスとして機能しているのかどうかを配当行動の観点から分析する。久保・齋藤(2009)では、持株比率の高い経営者が報酬を得る手段として配当を利用していることを指摘されている。仮に関連当事者取引がトンネリングとして機能しているのであれば、取引を行って

⁵⁰ 議決権とキャッシュフロー権の乖離に着目した研究で、実際の取引行動が焦点とされてこなかったのには、実際の取引情報が入手困難であるほか、トンネリングやプロppingといった行動が必ずしも明示的な取引関係の中でなされずとは限らないと考えられることが一因であるかもしれない。しかしながら、関連当事者取引情報には少なからず実際の取引行動の一部が表れるとも考えられ、本章の分析はこの効果が捉えられるものであるか確認しようとするものである。

⁵¹ 図3.1に見られる通り、関連当事者の範囲は、系列企業、グループ企業などを含めた広範なものである。したがって、関連当事者取引全体では、様々な要因から取引が発生しているといえる。そこで本章では、本論文全体を通じて対象としている創業者一族の影響に関連して、その内容を検討していくこととした。

いる創業者一族にとっては外部株主にも現金が流出してしまう配当はより抑制されることが考えられる。他方で、トンネリング行動に対する外部株主からの批判を抑えようとすれば、配当を増やす形でも、関連当事者取引の影響は見られるかもしれない⁵²。さらに、関連当事者取引が結果として株主にどのように評価されているのかを先行研究同様に、株価の観点から分析していく。

以降の分析では、ファミリー企業を、創業者一族の持株比率が 5%以上であるか、あるいは創業者一族が会長もしくは社長である企業と定義した⁵³。この定義は、経営ポストを掌握することや一定量の株式保有を通じて、企業的意思決定に創業者一族が影響を与えられるかどうかの 1 つの基準といえる⁵⁴。

さらに本章では、先行研究で触れられてきたトンネリングやプロッピングの側面からも分析を加えるため、ファミリー企業のうち、より持株比率の高いグループをファミリー企業(H)とし、持株比率の低いグループをファミリー企業(L)とする。たとえば、創業者一族が社長として企業を経営する一方で持株比率が限られているような企業はファミリー企業(L)となり、この場合、創業者一族は企業価値を棄損させてでも関連当事者取引を通じて利益誘導を行うインセンティブが生まれるため、ファミリー企業(L)で関連当事者取引を行うような企業では、トンネリングの効果が観測される可能性がある。一方、ファミリー企業(H)では企業との取引を通じて利益を得るよりも企業価値を向上させる方が利得の増えるケースも多くなると思われ、プロッピングの効果が観測されると期待できる。なお、このグループ分けに用いる持株比率については、ファミリー企業の中での中央値を基準とする。この基準の影響については、あらためて確認する。

4 データ

4.1 サンプル

分析では、2005 年度から 2010 年度を対象期間とし、金融業・公的産業を除いた東証・大証・名証の 1 部 2 部上場企業および地方上場企業を対象企業とする。

データの作成にあたっては、最初に、各社の毎年の有価証券報告書より関連当事者取引について、その取引相手および金額などの取引内容に係る情報を収集した。ファミリー企

⁵² この点は、外部株主が一方的に搾取されるだけであるなら、そもそもそのような企業になぜ投資したのか、という疑問が生まれることから 1 つの可能性として考えられる。

⁵³ 第 2 章の分析においては、経営権の定義が社長のみとなっていた。この点で議論が必要であるのはすでに述べた通りであるが、本章では第 2 章の定義と異なり、より広い定義を用いている。

⁵⁴ 持株比率の 5%という水準は、株式の大量保有の報告義務が 5%保有を基準に生じるように、経営に影響を与えられる保有水準と一般に考えられており、この基準は日本に限らず、欧米でも広く用いられている。

業に関するデータについては第2章で収集したものを用いた⁵⁵。また、その他の財務データについては日経 NEEDS より集計を行っている。なお、一連の作業を通じて、米国会計基準の適用などによって関連当事者取引の開示情報が極めて限定的である企業や、創業者が不明な場合などファミリー企業の特定が困難な企業については、サンプルから除いて処理をした。結果、対象企業数は直近の2010年度時点では2,006社で、全体では12,549社となった⁵⁶。

また収集した関連当事者取引のデータのうち、本章では図3.1の個人グループの中から「財務諸表作成会社の役員」「役員の近親者」「役員が過半を所有する会社」のうちで会長もしくは社長に係わるもの、および「主要株主(個人)」「主要株主(個人)の近親者」のみを用いて分析を進めていく。これは本章の焦点が創業者一族など企業的意思決定に影響を与えられる関連当事者との個人的な取引にあるためで、親会社などとの取引には企業系列などによる影響も大きいと考えられ、本章の分析においてノイズとなりえるからである。さらに、各個人が他の企業の代表者として第三者のために行った取引についても、本章での分析の焦点とは異なるため除いている⁵⁷。

図3.2では対象期間中の関連当事者取引の合計金額の推移をまとめた。具体的には、創業者一族が保有する不動産の購入や自社備品の売却などに係わるものを資産売買、資金の貸借に係わるものを資金貸借、相談役報酬や寄付金の支払いに係わるものを報酬授受、原材料仕入れや製品の販売に係わるものを営業取引とし、バーの左側にそれぞれの取引金額を集計している。また、これらの取引がファミリー企業で行われたものかどうかをバーの右側に区分した。ここで、資産譲渡などの取引で開示内容が譲渡資産額および譲渡利益額など複数にわたり、取引内容や規模に重複が見られるような取引については、譲渡資産額など、そのうちの主たるもののみを集計している。また、債務保証をしている金額や販売代金の回収委託金額など、実際に金銭の取引が生じていないものについても除いて処理をした。これは、企業が銀行から借り入れている債務に対する保証では、単に手続き上で必要とされるものもある点、またその借入金額が表示される点で、実際に金銭を取引している場合と比べて開示内容の性質が異なり、分析を進めるうえでノイズとなりえると考えられるからである。

図3.2を見ると、全体では700億円から1,200億円程度の取引がファミリー企業を中心に行われており、創業者一族が自社から受け取る金額として関連当事者取引が一定規模のものであることが分かる⁵⁸。また、2008年度の前線で減少傾向にあることがうかがえる。

⁵⁵ 創業者が複数人に及ぶ場合には、本章では2005年度時点で株式保有のより多かった方の一族が創業者一族としている。

⁵⁶ このうち2009年3月末決算に先立って「関連当事者の開示に関する会計基準」を早期適用していたのは33件であった。

⁵⁷ 本章の分析で除いた関連当事者取引の情報については、付録Bにまとめている。

⁵⁸ 取引の性質など様々な違いがあるものの、たとえば各社の配当支払額に上位10大株主中の創業者一族の持株比率を掛けて一族への現金支払いの規模を推測すると、対象期間中

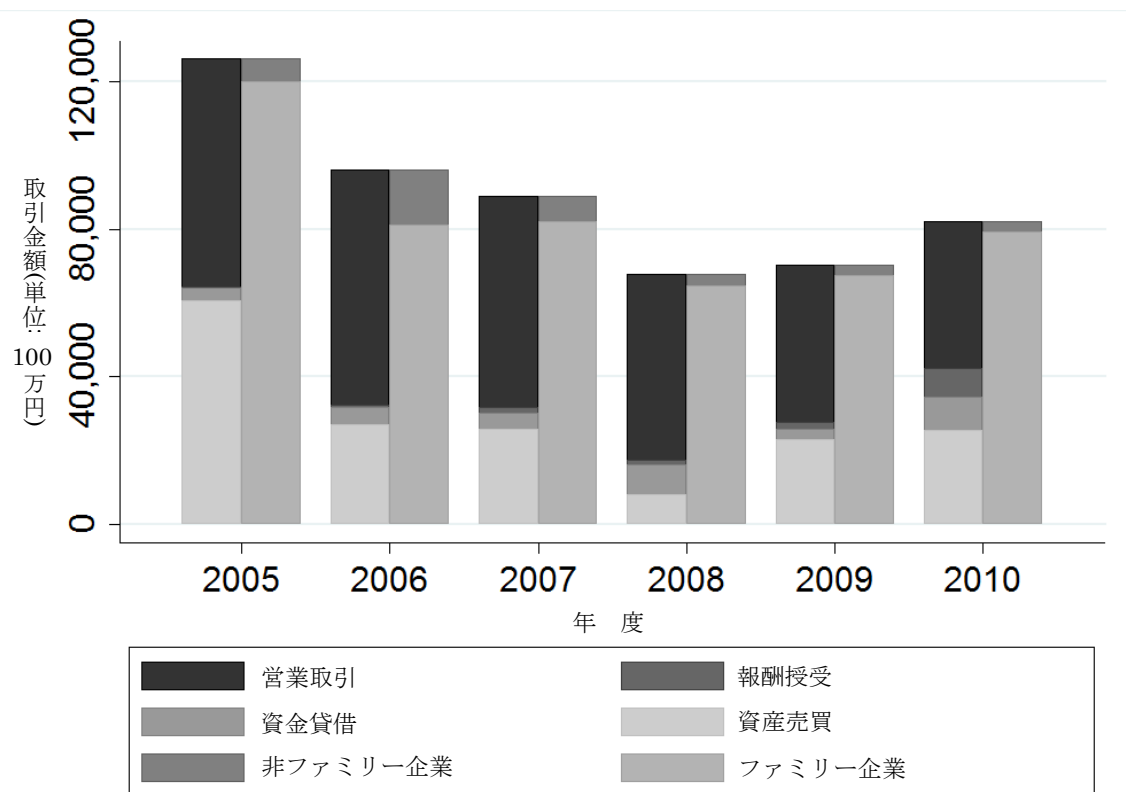


図 3.2 関連当事者取引の取引金額推移

この図は、2005 年度から 2010 年度にかけて 1 部 2 部上場企業(地方上場企業を含む)で行われた関連当事者取引のうち、会長および社長、個人株主に関係する取引について合計金額の推移をまとめたものである。なお、金融業・公的産業および創業者一族が不明である企業、米国会計基準適用会社については除いて処理をしている。不動産の購入などに係わるものを資産売買、資金の貸付などに係わるものを資金貸借、寄付金の支払いなどに係わるものを報酬授受、原材料の仕入れや製品の販売に係わるものを営業取引として、左側のバーにそれぞれの合計金額を示した。右側のバーには、ファミリー企業で行われた取引、非ファミリー企業で行われた取引についてそれぞれの合計金額を示している。

この点はリーマン・ショックによる影響であるかもしれない。一方で、2008 年度には相対的には資金貸借取引が増加しているなど、関連当事者からの資金提供などが生じていた可能性がうかがえる。

さらに表 3.1 には、対象期間中で直近の 2010 年度時点でどのような関連当事者取引が行われていたかを、取引内容別および取引相手別にその件数をまとめた。また、ファミリー企業で行われたものであるかどうかでパネルを分けている。全対象企業を対象としたパネル A を見ると全体では 370 件の取引が発生していた一方、354 件はパネル B のファミリー企業において行われたものであり、経営者や大株主との個人的な取引関係のほとんど

では 900 億円から 1,150 億円程度で推移している。

表 3.1 関連当事者取引の取引内容と取引対象(2010 年度)

この表は 2010 年度時点に 1 部 2 部上場企業(地方上場企業を含む)で行われた関連当事者取引のうち会長および社長、個人株主に関係する取引について、縦軸に取引内容を、横軸に取引相手を取り、その発生件数を表している。なお、金融業・公的産業および創業者一族が不明である企業、米国会計基準適用会社については除いて処理をしている。パネル A には対象企業全体での傾向を、パネル B にはファミリー企業での傾向を、パネル C には非ファミリー企業での傾向を、それぞれまとめた。取引内容については、不動産の購入などに係わるものを資産売買、資金の貸付などに係わるものを資金貸借、寄付金の支払いなどに係わるものを報酬授受、原材料の仕入れや製品の販売に係わるものを営業取引としている。また、取引相手について、会長・社長およびその近親者が過半を所有する会社については個人会社とし、会長・社長と親族関係にない個人主要株主や個人株主が過半を所有する会社については個人株主としている。

パネル A 全対象企業					
	会長・社長	近親者	個人会社	個人株主	合計
資産売買	9	8	17	3	37
資金貸借	5	0	4	1	10
報酬授受	10	13	2	2	27
営業取引	22	20	246	8	296
合計	46	41	269	14	370
パネル B ファミリー企業					
資産売買	9	8	16	3	36
資金貸借	5	0	4	1	10
報酬授受	6	13	2	2	23
営業取引	17	20	240	8	285
合計	37	41	262	14	354
パネル C 非ファミリー企業					
資産売買	0	0	1	0	1
資金貸借	0	0	0	0	0
報酬授受	4	0	0	0	4
営業取引	5	0	6	0	11
合計	9	0	7	0	16

はファミリー企業で発生していることがうかがえる。また、取引相手や取引内容の詳細を見ると、経営者やその近親者が所有する個人会社との営業取引が最も多い傾向にある一方で、10%程度は資産の個人的な売買となっている⁵⁹。

表 3.2 では、これらの取引を実施した企業に限って、その取引件数や取引規模の分布を確認している。表 3.1 での総取引件数が 370 件であった一方、実際に取引をした企業は対象企業 2,006 社中 189 社であり、平均では 2 件程度の取引が行われていた。また、取引を実施した企業での最大件数は 14 件であり、一部の企業でより頻繁に個人的な関連当事者取引が行われていることがうかがえる。こうした傾向は金額で見た場合にも同様であり、最も取引金額が大きいものでは約 135 億円の取引が、経営者等の関係者と個人的に行われ

⁵⁹ 定常的に行われる営業取引に比べ、資産の売買は一時的な取引と考えられる。その都度条件が設定できる方がトンネリングやプロッピングを時勢にあわせて行いやすいなどの点から、こうした取引の種類別に、関連当事者取引としての性質は異なってくるかもしれない。

表 3.2 関連当事者取引と規模(2010 年度)

この表は 2010 年度時点の 1 部 2 部上場企業(地方上場企業を含む)のうち、会長および社長、個人株主に関係する関連当事者取引を行った企業について、各取引項目別に、取引件数、取引金額、総資産に対する取引金額規模の分布を示したものである。なお、金融業・公的産業および創業者一族が不明である企業、米国会計基準適用会社については除いて処理をしている。取引内容については、不動産の購入などに係わるものを資産売買、資金の貸付などに係わるものを資金貸借、寄付金の支払いなどに係わるものを報酬授受、原材料の仕入れや製品の販売に係わるものを営業取引としている。

	サンプル			パーセンタイル						
	企業数	平均値	標準偏差	最小値	10th	25th	50th	75th	90th	最大値
取引件数										
合計	189	1.968	1.774	1	1	1	1	2	4	14
資産売買	30	1.300	0.535	1	1	1	1	2	2	3
資金貸借	9	1.111	0.333	1	1	1	1	1	2	2
報酬授受	24	1.125	0.338	1	1	1	1	1	2	2
営業取引	149	1.987	1.751	1	1	1	1	2	4	14
取引金額(単位:100 万円)										
合計	189	435	1,454	0	11	20	61	245	570	13,478
資産売買	30	848	1,950	9	18	40	213	476	2,271	7,956
資金貸借	9	1,021	2,004	12	12	100	100	400	6,100	6,100
報酬授受	24	317	1,030	6	11	14	24	76	480	5,000
営業取引	149	268	914	0	7	16	48	187	473	8,542
取引金額/総資産(単位: %)										
合計	188	0.884	4.070	0.000	0.015	0.039	0.111	0.511	1.435	53.105
資産売買	30	1.062	1.793	0.024	0.039	0.069	0.178	1.331	3.147	8.334
資金貸借	9	6.906	17.371	0.061	0.061	0.267	0.760	1.523	53.079	53.079
報酬授受	24	0.308	1.037	0.017	0.017	0.025	0.047	0.082	0.167	5.064
営業取引	148	0.437	1.170	0.000	0.008	0.031	0.096	0.370	1.021	11.021

ていた。一方で、取引の多くは数千万円程度の比較的規模の小さな取引も多いことも分かる⁶⁰。

また、これらの表には記載していないが、対象期間全体では 12,549 社中 1,576 社で 3,531 件の取引が発生しており、うち 3,320 件はファミリー企業で行われていた。

表 3.3 のパネル A には、取引金額の上位 10 社について、創業家の持株比率などの情報をその取引金額などとともにまとめた。会長および社長については、創業者一族である場合に太字表記とし、創業者である場合には斜体表示としている。これを見ると、関連当事者取引を大規模に行う企業のほとんどで創業家持株比率が 5%を超え、経営にも参加するファミリー企業であることが分かる⁶¹。上位 10 社であっても、表 3.2 で示された通り、その取引金額には大きな差があることが分かる。最も金額の大きかったセイコーホールディ

⁶⁰ 表 3.2 で 1,000 万円を下回る取引が記載されているのは、無償取引や、短期的な条件変更による取引なども開示されていることによる。

⁶¹ ファミリー企業と定義されていない東海染工でも、1951 年に八代芳明の義兄の八代健三郎が社長に就任しており、2010 年度時点でも八代家が 9.31%の株式を保有している。

表 3.3 関連当事者取引金額上位 10 社の詳細

この表は 1 部 2 部上場企業(地方上場企業を含む)のうち、関連当事者取引の取引金額が大きい上位 10 社を対象に、その取引内容などについてまとめたものである。なお、金融業・公的産業および創業者一族が不明である企業、米国会計基準適用会社については除いて処理をしている。パネル A には、2010 年度時点の取引金額上位 10 社について、創業家の持株比率、会長および社長就任者、2010 年度の取引金額および総資産に対する金額規模、2005 年度から 2010 年度にかけての取引金額合計を示した。会長名、社長名の太字表記は創業者一族出身であること、斜体表記は創業者であることを表している。パネル B には、この上位 10 社で行われた関連当事者取引について、取引金額から見た主要な取引相手および取引内容をまとめている。パネル C には、2005 年度から 2009 年度にかけて、各年度の取引金額上位 10 社を示した。

パネル A 2010 年度の関連当事者取引金額上位 10 社の取引金額							
証券 コード	企業名	創業家 持株比率 (%)	会長名	社長名	2010 年度 取引金額 (100 万円)	対象期間 取引金額 (100 万円)	2010 年度 取引規模 (%)
8050	セイコーホールディングス	35.34		服部真二	13,478	13,478	3.366
8194	ライフコーポレーション	20.14	清水信次	岩崎高治	8,542	48,057	5.180
9449	GMO インターネット	46.79	熊谷正寿	熊谷正寿	7,956	24,691	4.809
3880	大王製紙	18.30		井川意高	5,233	22,618	0.778
2212	山崎製パン	6.85		飯島延浩	4,493	31,792	0.704
2670	エービーシー・マート	68.38		野口実	4,350	9,934	3.916
6731	ピクセラ	37.97		藤岡浩	2,001	2,356	53.105
8217	オークワ	24.85	大桑埴嗣	福西拓也	1,990	4,958	1.435
3577	東海染工	0.00		八代芳明	1,695	13,101	11.021
9962	ミスミグループ本社	6.15	三枝匡	高家正行	1,219	1,219	1.133
パネル B 2010 年度の関連当事者取引金額上位 10 社の取引内容							
証券 コード	企業名	主要取引相手		主要取引内容			
8050	セイコーホールディングス	社長(創業家)所有会社		資金借入，不動産売却			
8194	ライフコーポレーション	会長(創業家)所有会社		商品仕入			
9449	GMO インターネット	社長(創業家)		子会社株式取得			
3880	大王製紙	社長(創業家)所有会社		原材料購入			
2212	山崎製パン	社長(創業家)所有会社		原材料購入			
2670	エービーシー・マート	個人主要株主(創業家)所有会社		不動産売却，賃借			
6731	ピクセラ	社長(創業家)所有会社		資金借入			
8217	オークワ	会長(創業家)の近親者所有会社		商品仕入			
3577	東海染工	社長(非創業家)所有会社		商品仕入			
9962	ミスミグループ本社	会長(非創業家)		ストック・オプション行使			
パネル C 各年度別の関連当事者取引金額上位 10 社							
順位	2009 年度	2008 年度	2007 年度	2006 年度	2005 年度		
1	ライフコーポレーション	ライフコーポレーション	GMO インターネット	ライフコーポレーション	カルチュア・コンビニエンス・クラブ		
2	テンポホールディングス	タイヨー	タイヨー	タイヨー	カメイ		
3	大王製紙	山崎製パン	ライフコーポレーション	山崎製パン	ライフコーポレーション		
4	さいか屋	大王製紙	山崎製パン	大正製薬	オービック		
5	山崎製パン	三城ホールディングス	大王製紙	ゴールドクレスト	タイヨー		
6	ラウンドワン	ケイヒン	平和堂	イエローハット	山崎製パン		
7	オークワ	アトリウム	SMC	エービーシー・マート	ゴールドクレスト		
8	東海染工	テイクアンド・ギヴ・ニーズ	東海染工	東理ホールディングス	テーブルマーク		
9	ケイヒン	ドン・キホーテ	東理ホールディングス	東海染工	東海染工		
10	栄光	東海染工	ケイヒン	大王製紙	ユニ・チャーム		

ングスでは約 135 億円である一方、10 位のミスミグループ本社では 12 億円程度となっていた。また、上位 10 社の対象期間全体での取引金額を見ると、8 社で 2010 年度の取引金額より大きくなっており、取引が単年度に留まらず、定常的に行われていることがうかがえる。さらに、取引金額が総資産に対してどの程度の規模となっているかを見ると、ピクセラなどを除けば、多くても総資産の数パーセント程度に留まっていた。パネル B には上位 10 社の取引のうち、主要な取引の内容をまとめた。ここからは、取引金額の大きい企業の多くで、経営者や個人株主が所有する会社を中心に原材料購入などの定常的な取引が発生していることが分かる。また、セイコーホールディングスなど定常的な取引以外の理由で金額が大きくなるのは、不動産や株式などの資産売買に係わるものであった。最後にパネル C では対象期間中に取引金額の上位 10 社にどのような変化があったかを確認している。これを見ると、ライフコーポレーション、大王製紙、山崎製パンなどでは対象期間を通じて上位に名を連ねており、この点からも定常的に大きな金額の取引が続けられていることがうかがえる。

4.2 変数

これらの関連当事者取引は、実際に企業行動や企業パフォーマンスの一部を説明しうるものであるだろうか。以降の分析では、この点について、どのような要因で取引が行われているのか、あるいは取引の有無などによってファミリー企業間でのパフォーマンスや配当行動に違いが見られるかどうか分析することで、関連当事者取引の機能を検討していく。

分析に用いる変数とその定義は表 3.4 にまとめた通りである。ここで、ファミリー企業については第 3 節で述べた定義にしたがっている。なお、ファミリー企業(H)およびファミリー企業(L)の区分は対象期間全体でのファミリー企業の持株比率の中央値(16.9%)を基準に行っている。併せて、ファミリー企業のパフォーマンスを扱った先行研究でも触れられてきた創業者による効果を調整するため、創業者経営の変数を用いる。

また、関連当事者取引関連の変数については、取引による基本的な効果を確認するため、関連当事者取引(Related Party Transactions: RPT)を行っているかどうかのダミー変数を、総額で 1 億円以上の取引であることを基準に設けた。これは表 3.2 で見た通り、関連当事者取引のいくらかは極めて小さな金額での取引となっており、必ずしもこうした取引を行っていることがコーポレート・ガバナンス上の特徴としてパフォーマンスなどに影響しておらず、金額の小さな取引が分析においてノイズとなりえると考えられるためである。

分析ではまず、この関連当事者取引がどのようなファミリー企業で生じているかをファミリー企業関連の変数を用いて確認した。この際、コントロール変数には企業規模や成熟度など基本的な特徴をコントロールするために総資産、負債比率(簿価)、設立後年数を用いた。また、企業の収益性について ROA を、企業のリスクについてベータを用いた。子会社や関連会社では、経営者や個人株主との間で取引をするかどうかについて親会社の意思が反映されると考えられるため、それぞれに該当するかどうかのダミー変数を、さらに

表 3.4 変数の定義

この表は第3章の分析に用いる主要な変数について、その定義をまとめたものである。株式時価総額については期末株価を期末発行済み株式数に掛け合わせることで算出する。

ファミリー関連の変数	定義
ファミリー持株比率	上位10大株主中で創業者一族に関連する持株比率の合計
ファミリー企業	創業者一族が会長または社長であるか、あるいは株式の保有比率が5%以上である場合に1をとるダミー変数
ファミリー企業(H)	ファミリー持株比率が、ファミリー企業の内の中央値以上である場合に1をとるダミー変数
ファミリー企業(L)	ファミリー持株比率が、ファミリー企業の内の中央値未満である場合に1をとるダミー変数
創業者経営	創業者が会長または社長である場合に1をとるダミー変数
RPT関連の変数	
RPT	総額で1億円以上の関連当事者取引を行っている場合に1をとるダミー変数
nonRPT	総額で1億円以上の関連当事者取引を行っていない場合に1をとるダミー変数
財務関連の変数	定義
配当倍率	配当総額/純資産
時価簿価比率	(総負債+株式時価総額)/総資産
総資産(LN)	総資産(の対数)
負債比率(簿価)	(社債+長期借入金+短期借入金)/総資産
ROA	営業利益/総資産
設立後年数(LN)	株式会社設立からの年数(の対数)
ベータ	過去60ヶ月の月次株価リターンをTOPIXの月次リターンからマーケット・モデルで推計
ROAの標準偏差	過去5年間のROAの標準偏差
子会社	創業者一族を除く他企業の株式保有比率が50%以上の場合に1をとるダミー変数
関係会社 1	創業者一族を除く他企業の株式保有比率が33.3%以上で50%未満の場合に1をとるダミー変数
関係会社 2	創業者一族を除く他企業の株式保有比率が15%以上で33.3%未満の場合に1をとるダミー変数

加えている。

次に、配当行動の分析では配当倍率をその指標とした。これについて、関連当事者取引を行っているかどうかで区分したファミリー企業の変数などを説明変数とすることで、取引の有無による傾向の違いを確認した。コントロール変数の選択には、経営者持株比率と配当政策について分析した久保・齋藤(2009)を参考としている。具体的には、要因分析と同様の理由により、総資産、負債比率(簿価)、設立後年数、子会社および関係会社のダミー変数を用いた。また収益性や配当余力について ROA および ROA の標準偏差を、株価状況について時価簿価比率を用いている。

最後に、株価についての分析では時価簿価比率を指標として用いた。これは、関連当事者取引が株主からどのように評価されているか確認するためであり、ファミリー企業のパフォーマンスを扱った先行研究でも最も幅広く用いられる指標であるためである。分析で

は、これについて配当行動の分析同様に、関連当事者取引による傾向の違いを確認していく。その他のコントロール変数には、日本のファミリー企業のトービンの Q について実証した Saito(2008)と同様のものを用い、総資産、負債比率(簿価)、設立後年数、ベータ、子会社および関係会社ダミーとしている⁶²。

なお、各数値については 2010 年を基準とする消費者物価指数で調整し、以降の回帰分析では、年度ダミーおよび産業ダミーも併せて用いている⁶³。

4.3 基礎統計量

表 3.5 には、これらのうち主要な変数について、対象期間直近の 2010 年度時点の基礎統計量を、欠損値を持つサンプル企業を除いてまとめた⁶⁴。配当倍率、時価簿価比率、総資産、負債比率(簿価)、ROA、設立後年数、ベータについては異常値処理のため上下 1% で winsorization を実施した。なお、以降の主要な分析では異常値処理をしなかった場合にも同様の傾向が示されることを確認している。本章の定義におけるファミリー企業は全体の 45.2%で、総額 1 億円以上の関連当事者取引を経営者や大株主個人と行っている企業は 3.9%であった。

さらに、表 3.6 では主要変数について各企業属性別にどのような違いがあるかを平均値の差から確認している。パネル A では 1 億円を超える関連当事者取引が見られた企業かどうかで比較した。これを見ると、関連当事者取引の多くがファミリー企業で発生していることがうかがえ、その差もファミリー企業(L)を除いて有意なものであった。これは、同じファミリー企業であっても、株式保有を通じた意思決定能力が大きく、外部に大株主が少なくなるような企業で関連当事者取引が発生しやすいことを示唆している。実際に子会社や関係会社かどうかを見たダミー変数の傾向を見ると、こうした企業の方が、関連当事者取引が少ない傾向にあるとうかがえる。また、配当倍率については取引を行っている企業の方が低くなっていたものの、有意な違いは認められなかった、反対に、時価簿価比率では取引を行っている企業の方が有意に高くなっていた。しかしながら、その他の負債比率や設立後年数など、企業の基本的な特徴にも差が見られることから、これらの違いをコントロールすることにより、詳細な傾向について確認していきたい。また、パネル B ではファミリー企業と非ファミリー企業、およびファミリー企業(H)とファミリー企業(L)の間でどのような違いがあるかを確認した。関連当事者取引について見るとファミリー企業の 8.3%

⁶² 本章では、取引発生 of 要因分析において、関連当事者取引のダミー変数を被説明変数としている。一方で、パフォーマンスなどの分析においては、これに関連する変数を説明変数として用いている。分析の詳細は第 5 節でそれぞれ後述するが、こうした点は同時性の問題につながるものであるかもしれない。本章では分析手法を変更することで推計上のいくつかの問題に対処しているものの、この点に関する詳細な検討は、本章の分析の課題の 1 つであるといえる。

⁶³ 業種分類は証券コード協議会の設定に基づいている。

⁶⁴ 変数間の相関係数については、補足資料の補表 3.1 に示した。

表 3.5 基礎統計量(2010 年度)

この表は分析に用いる主要な変数について、2010 年度時点の基礎統計量を示している。対象企業は金融業・公的産業を除く 1 部 2 部上場企業(地方上場企業を含む)であり、このうち創業者一族が特定不能な企業、米国会計基準適用会社および財務関連の変数に欠損値を含む企業についても除外した。総資産および設立後年数は対数を外した値を示している。なお、配当倍率、時価簿価比率、総資産、負債比率(簿価)、ROA、設立後年数、ベータ、ROA の標準偏差については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 3.4 の通りである。

変数	サンプル					
	企業数	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
ファミリー持株比率	1,915	0.096	0.000	0.153	0.000	0.919
ファミリー企業	1,915	0.452	0.000	0.498	0.000	1.000
ファミリー企業(H)	1,915	0.234	0.000	0.424	0.000	1.000
ファミリー企業(L)	1,915	0.217	0.000	0.412	0.000	1.000
創業者経営	1,915	0.118	0.000	0.323	0.000	1.000
RPT	1,915	0.039	0.000	0.194	0.000	1.000
配当倍率	1,915	0.012	0.009	0.010	0.000	0.055
時価簿価比率	1,915	0.956	0.904	0.358	0.393	3.585
総資産(単位: 10 億円)	1,915	184.677	49.669	403.676	0.847	2,445.652
負債比率(簿価)	1,915	0.189	0.154	0.170	0.000	0.741
ROA	1,915	0.058	0.051	0.047	-0.248	0.254
設立後年数(単位: 年)	1,915	58.231	61.000	21.611	6.000	111.000
ベータ	1,915	0.863	0.809	0.475	0.000	2.281
ROA の標準偏差	1,915	0.028	0.021	0.024	0.003	0.141
子会社	1,915	0.084	0.000	0.277	0.000	1.000
関係会社 1	1,915	0.065	0.000	0.247	0.000	1.000
関係会社 2	1,915	0.141	0.000	0.348	0.000	1.000

で経営者などとの間で 1 億円を超える取引が発生している一方、非ファミリー企業では 0.3%に過ぎず、件数で見ても 3 件と最も少なくなっていた。

5 分析

5.1 関連当事者取引の発生要因

分析ではまず関連当事者取引の発生要因について検討していく。表 3.7 は関連当事者取引がどのような要因で行われているかについて、ロジットモデルで分析した結果である。

(1)を見るとファミリー企業の係数は有意に正の値をとっており、ファミリー企業では非ファミリー企業よりも経営者との間で関連当事者が行われる傾向を示した。これはこれまで見てきた表 3.1 などと同様の傾向であり、ファミリー企業が関連当事者取引をより積極的に行っていることを示唆する。また(2)および(3)では持株比率の水準について考慮した分析結果を示している。トンネリングの観点からは、創業者一族の持株比率が高いときほど企業パフォーマンスの棄損は自身にとっても損失となるため、経営権を握っているが持株比

表 3.6 主要変数の企業属性別比較(2010 年度)

この表は主要な変数について、2010 年度時点の平均値を各企業属性別に示している。対象企業は金融業・公的産業を除く 1 部 2 部上場企業(地方上場企業を含む)であり、創業者一族が特定不能な企業、米国会計基準適用会社および財務関連の変数に欠損値を含む企業についても除外した。総資産、設立後年数は対数を外した値を示している。パネル A には RPT, nonRPT 別に平均値をまとめ、右側には t 検定の結果を示した。またパネル B には、ファミリー企業、ファミリー企業(H)、ファミリー企業(L)、非ファミリー企業別に平均値をまとめ、右側 2 列にはファミリー企業と非ファミリー企業、ファミリー企業(H)とファミリー企業(L)の平均値の t 検定結果をそれぞれ示した。配当倍率、時価簿価比率、総資産、負債比率(簿価)、ROA、設立後年数、ベータ、ROA の標準偏差については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 3.4 の通りである。*, **, ***は、それぞれ 10%, 5%, 1%水準で有意なことを示している。

を示している。

パネル A 関連当事者取引区分による変数の比較			
サンプル企業数	RPT	nonRPT	t 検定
	75	1,840	
変数	平均値 (1)	平均値 (2)	t 値 (1)－(2)
ファミリー持株比率	0.268	0.089	10.238***
ファミリー企業	0.960	0.431	9.217***
ファミリー企業(H)	0.720	0.215	10.402***
ファミリー企業(L)	0.240	0.216	0.488
創業者経営	0.453	0.104	9.387***
配当倍率	0.112	0.117	-0.432
時価簿価比率	1.031	0.953	1.868*
総資産(単位: 10 億円)	195.623	184.231	0.240
負債比率(簿価)	0.227	0.187	1.988**
ROA	0.072	0.057	2.658***
設立後年数(単位: 年)	43.200	58.843	-6.205***
ベータ	0.844	0.863	-0.347
ROA の標準偏差	0.031	0.028	1.074
子会社	0.000	0.087	-2.671***
関係会社 1	0.013	0.067	-1.859*
関係会社 2	0.040	0.145	-2.567**

パネル B ファミリー企業区分による変数の比較						
サンプル企業数	ファミリー企業		非ファミリー企業	t 検定		
	(H)	(L)		t 値 (3)－(6)	t 値 (4)－(5)	
865	449	416	1,050			
変数	平均値 (3)	平均値 (4)	平均値 (5)	平均値 (6)	t 値 (3)－(6)	t 値 (4)－(5)
ファミリー持株比率	0.209	0.338	0.070	0.002	40.089***	39.356***
創業者経営	0.261	0.401	0.111	0.000	19.261***	10.276***
RPT	0.083	0.120	0.043	0.003	9.217***	4.132***
配当倍率	0.013	0.014	0.012	0.011	4.959***	3.401***
時価簿価比率	0.954	0.962	0.945	0.957	-0.204	0.659
総資産(単位: 10 億円)	97,429	66,809	130,478	256,553	-8.753***	-4.075***
負債比率(簿価)	0.177	0.173	0.181	0.199	-2.891***	-0.668
ROA	0.062	0.070	0.054	0.054	3.846***	4.333***
設立後年数(単位: 年)	50.343	42.523	58.784	64.729	-15.361***	-13.703***
ベータ	0.770	0.714	0.830	0.939	-7.874***	-3.855***
ROA の標準偏差	0.028	0.029	0.028	0.027	1.028	0.350
子会社	0.015	0.004	0.026	0.140	-10.089***	-2.664***
関係会社 1	0.014	0.009	0.019	0.108	-8.412***	-1.297
関係会社 2	0.079	0.056	0.103	0.192	-7.212***	-2.611***

表 3.7 関連当事者取引の発生要因

この表は RPT について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、ロジットモデルで回帰分析した結果を示している。対象企業は金融業・公的産業を除く 1 部 2 部上場企業(地方上場企業を含む)、対象期間は 2005 年度から 2010 年度である。総資産(LN)、負債比率(簿価)、ROA、設立後年数(LN)、ベータについては異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 3.4 の通りである。限界効果については平均限界効果(average marginal effect)を記載している。また、括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝ モデル＝	RPT					
	ロジット					
	(1)		(2)		(3)	
	係数	限界効果	係数	限界効果	係数	限界効果
ファミリー企業	2.722*** (0.373)	0.105				
ファミリー持株比率			9.822*** (1.817)	0.380		
ファミリー持株比率 ×ファミリー持株比率			-11.515** (3.303)	-0.446		
ファミリー企業(H)					3.148*** (0.403)	0.120
ファミリー企業(L)					2.560*** (0.386)	0.098
創業者経営	0.717*** (0.227)	0.028	0.646*** (0.249)	0.025	0.608*** (0.232)	0.023
総資産(LN)	0.313*** (0.074)	0.012	0.298*** (0.071)	0.012	0.346*** (0.075)	0.013
負債比率(簿価)	1.031** (0.511)	0.040	1.060** (0.527)	0.041	1.046** (0.510)	0.040
ROA	-1.745** (0.840)	-0.067	-1.778* (1.026)	-0.069	-1.957** (0.852)	-0.075
設立後年数(LN)	-0.009 (0.226)	-0.000	0.073 (0.214)	0.003	0.087 (0.235)	0.003
ベータ	-0.058 (0.177)	-0.002	-0.047 (0.182)	-0.002	0.018 (0.178)	0.001
子会社	-0.838 (0.531)	-0.032	-1.512*** (0.530)	-0.059	-0.664 (0.549)	-0.025
関係会社1	-2.188** (1.030)	-0.084	-2.857*** (1.014)	-0.111	-2.122** (1.035)	-0.081
関係会社2	-0.172 (0.310)	-0.007	-0.284 (0.311)	-0.011	-0.059 (0.307)	-0.002
切片	-9.070*** (1.534)		-8.471*** (1.502)		-10.032** (1.566)	
産業ダミー	Yes		Yes		Yes	
年度ダミー	Yes		Yes		Yes	
サンプル企業数	11,572		11,572		11,572	
疑似決定係数	0.205		0.173		0.211	

率があまりないといった場合に取引が生じやすいといえる。一方、プロッピングの観点からは、持株比率が高いときほど企業パフォーマンスの向上させるインセンティブが働くため、関連当事者取引をより行うと考えられる。(2)ではファミリー持株比率の係数がプラスに有意、その二乗値がマイナスに有意となっており、持株比率が高まると取引が行われ、一定以上の持株比率になると少しずつこの確率が減少する傾向が示されている。しかしながら、この減少は持株比率が 85%を超えるような高水準で生じることになっているため、実質的には持株比率が高まるほど取引が発生しやすくなるが、徐々に確率の上昇幅が緩やかになっていることを示していることになる。さらに、(3)ではファミリー企業(H)およびファミリー企業(L)の両方で正に有意な傾向を示していた。したがって、表 3.7 の分析結果からは、関連当事者取引がファミリー企業でより多くの取引が発生していることが示唆された一方、トンネリングやプロッピングとしてのみ用いられているわけではないことがうかがえ、関連当事者取引がどのような機能を持ちえているか、あるいは Gordon et al.(2004)で指摘されるように企業の一般的な行動の 1 つに過ぎないものであるかは、配当行動やパフォーマンスを見ることで検討していく必要があると考えられる。

5.2 関連当事者取引と配当行動

次に、関連当事者取引が企業行動をどのように説明できる可能性があるかについて、配当行動の側面から分析した。もし関連当事者取引がトンネリングの手段として利用されているとするならば、取引を行っているファミリー企業は、取引を行っていないファミリー企業よりも配当倍率が低い可能性がある。これは、久保・齋藤(2009)が指摘するように創業者一族が現金収入を得る手段として配当が使われている場合、資金の一部はその他の株主にも流出することになるが、関連当事者取引を通じて受け取れば、全てを自身が受け取ることが出来るからである。また、外部株主からの批判を避けるために配当倍率自体は増加する可能性もあるかもしれない。一方で、関連当事者取引が Gordon et al.(2004)が検討したように、単に企業競争上の要因から生じている場合、取引が行われているかどうかは、配当行動の違いに表れてこないと考えられる。

表 3.8 はファミリー企業における関連当事者取引と配当倍率の関係をトービットモデルで分析した結果を示している。まず配当倍率とファミリー企業の関係を見た(1)では、ファミリー企業の係数には有意性が認められなかったものの、創業者経営の係数はプラスに有意なものとなっていた。これは久保・齋藤(2009)と少なからず整合する結果といえる。(2)はファミリー企業を、関連当事者取引を行っているかどうかで区分して、傾向を確認している。ここでは、RPT が 1 を取るファミリー企業をファミリー企業(RPT)とし、1 を取らない場合をファミリー企業(nonRPT)とした。結果は、関連当事者取引を行っているファミリー企業で、非ファミリー企業よりも有意に配当を抑制する傾向にあることが示された。さらに(3)や(4)では、持株比率の高低を見たファミリー企業(H)およびファミリー企業(L)を、(2)同様に関連当事者取引を行っているかどうかで、ファミリー企業(H&RPT)、ファ

ミリー企業(H&nonRPT), ファミリー企業(L&RPT), ファミリー企業(L&nonRPT)として区分した。この結果を見ると、ファミリー企業(H&RPT)およびファミリー企業(L&RPT)で係数はマイナスに有意であり、取引がある場合に配当が抑制される傾向にあった。一方、取引を行っていない場合には非ファミリー企業との有意な違いは認められなかった。また(4)では、非ファミリー企業で関連当事者取引が行われた場合の傾向も併せて確認している。ここでは取引がある場合に有意な違いは見られなかったものの、係数はマイナスとなっていた⁶⁵。

ファミリー企業(H&RPT)でも有意にマイナスとなっている点は、必ずしもトンネリングの考えと整合するものではないが、これらの分析結果は、関連当事者取引が現金収入を得る手段として機能している可能性を示唆するものであるかもしれない⁶⁶。

5.3 関連当事者取引とパフォーマンス

続いて、関連当事者取引の情報が企業パフォーマンスの違いに表れてくるかどうか、関連当事者取引が実際に株主にとってどのように評価されているかを、表 3.9 では確認している。ここでも、関連当事者取引がトンネリングやプロッピングなどの役割を果たしていないのであれば、取引が行われているかどうかによって、時価簿価比率に違いは見られないといえる。一方で、パフォーマンスに影響している場合、トンネリングによる企業価値棄損の効果は、持株比率の低いファミリー企業で関連当事者取引がある場合に見られ、持株比率の高いファミリー企業では反対にプロッピングによる企業価値向上の効果が観測される可能性があると予測される。

表 3.9 では時価簿価比率をパフォーマンスの指標としてプールド OLS モデルで分析した結果を示した。まずファミリー企業による効果を確認した(1)では、ファミリー企業の係数が有意に負の値を取っており、また創業者経営については有意ではないものの正の値を取っている。こうした点は、ファミリー企業とパフォーマンスを扱った過去の先行研究と、大まかには同様の結果であった。一方、関連当事者取引を行っているファミリー企業の効

⁶⁵ サンプル企業中、ファミリー企業(H)の 313 社が関連当事者取引を行っており、ファミリー企業(L)では 167 社、非ファミリー企業では 34 社が関連当事者取引を行っていた。

⁶⁶ 配当行動の詳細な傾向として、補足資料の補表 3.2 では配当を実施したかどうかのダミー変数についてロジットモデルで分析した結果を、補表 3.3 では配当を実施した企業を対象に配当倍率についてプールド OLS モデルで分析した結果をそれぞれ記載している。分析の結果、関連当事者取引を行っているかどうかに係わらず、補表 3.2 ではファミリー企業で増資がより実施される傾向が、補表 3.3 ではファミリー企業が増資の規模をより抑えている傾向が示された。また補表 3.2 の(4)および補表 3.3 の(4)においてファミリー企業(H&RPT)とファミリー企業(H&nonRPT), ファミリー企業(L&RPT)とファミリー企業(L&nonRPT)の係数をそれぞれ F 検定した結果、補表 3.2 の(4)では有意な違いが認められなかった一方、補表 3.3 の(4)では関連当事者取引を行っている場合に係数が 5%水準で有意に小さくなっていた。これらの結果からは、関連当事者取引が増資を実施するかどうかについては大きな影響を与えていないものの、表 3.8 同様に、増資の規模を抑制する傾向にあることが示唆される。

表 3.8 関連当事者取引とファミリー企業の配当行動

この表は配当倍率について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、トービットモデルで回帰分析した結果を示している。対象企業は金融業・公的産業を除く 1 部 2 部上場企業(地方上場企業を含む)、対象期間は 2005 年度から 2010 年度である。この表の分析では、ファミリー企業について、RPT が 1 を取る場合をファミリー企業(RPT)、nonRPT が 1 を取る場合をファミリー企業(nonRPT)としてファミリー企業を区分した変数を設けている。また、ファミリー企業(H)およびファミリー企業(L)についても RPT が 1 を取るかどうかで、それぞれファミリー企業(H&RPT)、ファミリー企業(H&nonRPT)、ファミリー企業(L&RPT)、ファミリー企業(L&nonRPT)に区分している。(4)では非ファミリー企業のうち、RPT が 1 を取るものを非ファミリー企業(RPT)とした。配当倍率、総資産(LN)、負債比率(簿価)、ROA、時価簿価比率、設立後年数(LN)、ROA の標準偏差については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。なお、各変数の定義は、表 3.4 の通りである。括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝ モデル＝	配当倍率			
	トービット			
	(1)	(2)	(3)	(4)
ファミリー企業	0.000 (0.000)			
ファミリー企業(RPT)		-0.002*** (0.001)		
ファミリー企業(nonRPT)		0.000 (0.000)		
ファミリー企業(H&RPT)			-0.002** (0.001)	-0.002** (0.001)
ファミリー企業(H&nonRPT)			0.000 (0.001)	0.000 (0.001)
ファミリー企業(L&RPT)			-0.002** (0.001)	-0.002** (0.001)
ファミリー企業(L&nonRPT)			0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
非ファミリー企業(RPT)				-0.003 (0.003)
創業者経営	0.001** (0.001)	0.001** (0.001)	0.001** (0.001)	0.001** (0.001)
総資産(LN)	-0.000* (0.000)	-0.000* (0.000)	-0.000* (0.000)	-0.000* (0.000)
負債比率(簿価)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
ROA	0.106*** (0.004)	0.106*** (0.004)	0.106*** (0.004)	0.106*** (0.004)
時価簿価比率	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)	0.002*** (0.000)
設立後年数(LN)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
ROA の標準偏差	-0.024** (0.011)	-0.024** (0.011)	-0.024** (0.011)	-0.023** (0.011)
子会社	-0.001* (0.001)	-0.001* (0.001)	-0.001* (0.001)	-0.001* (0.001)
関係会社 1	-0.002*** (0.001)	-0.002*** (0.001)	-0.002*** (0.001)	-0.002*** (0.001)

(表 3.8 続き)

被説明変数＝ モデル＝	配当倍率			
	トービット			
	(1)	(2)	(3)	(4)
関係会社 2	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)
切片	0.022*** (0.006)	0.021*** (0.006)	0.021*** (0.006)	0.021*** (0.006)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	11,572	11,572	11,572	11,572
疑似決定係数	-0.083	-0.083	-0.083	-0.084

果を確認した(2)を見ると、取引を行っているファミリー企業では係数がマイナスとなっているが有意なものではなかった。さらに、関連当事者取引を行っていないファミリー企業で係数がマイナスに有意なものとなっており、この点は関連当事者取引が企業パフォーマンスに影響していないことを示すのかもしれない。しかしながら、Peng et al.(2011)が指摘するように、関連当事者取引がトンネリングにもプロッピングにも使われているとすれば両者の効果が相殺している可能性も考えられ、持株比率の高低から詳細に分析する必要があるといえる。そこで(3)および(4)では、配当行動の分析と同様、持株比率の水準を考慮して分析した。結果、ファミリー企業(L&RPT)では関連当事者取引によるマイナスの効果が生じていることがうかがえる。この点では、トンネリングとして関連当事者取引が行われている可能性が示唆される。他方で、ファミリー企業(H&RPT)では有意ではないものの係数はマイナスの値となっていた。ファミリー企業(H&nonRPT)が有意にマイナスの係数を示していること、係数の値自体もより大きくなっていることを踏まえると、この点は関連当事者取引がプロッピングとしても機能しているといえるのかもしれない⁶⁷。

5.4 頑健性の確認

表 3.10 では、表 3.9 の分析結果について推計手法や持株比率の水準を変更することで、

⁶⁷ 補足資料の補表 3.4 および補表 3.5 では、関連当事者取引が企業パフォーマンスに与える影響について、それぞれ ROA, ROE(当期純利益/純資産)を被説明変数とした場合の傾向をまとめている。分析の結果、補表 3.4 の ROA に対してはファミリー企業(H&RPT)で有意にマイナス、補表 3.5 の ROE に対してはファミリー企業(L&RPT)で有意にマイナスの係数となっていた。したがって、この点からは持株比率の水準に係わらず関連当事者取引が企業パフォーマンスを低下させていることが示唆される。一方で、関連当事者取引の内容によっては営業利益に反映されないものもあるため、ROA での結果は一部の取引の影響だけを捉えたものである可能性も考えられる。なお、これらの推計が同時性の問題に関連しえる点はすでに述べた通りである。また、表 3.7 および表 3.8 で用いるコントロール変数からパフォーマンスに係わるものを除き表 3.9 と同様の変数で分析した結果は、補表 3.6 および補表 3.7 に示す通り、主要な傾向に違いは見られなかった。

表 3.10 推計手法およびファミリー企業の定義に対する頑健性の確認

この表は、表 3.9 と同様に、時価簿価比率について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、プールド OLS、ランダム効果、固定効果(企業単位)モデルで回帰分析した結果を示している。対象企業は金融業・公的産業を除く 1 部 2 部上場企業(地方上場企業を含む)、対象期間は 2005 年度から 2010 年度である。この表の分析では、ファミリー企業(H)およびファミリー企業(L)について、RPT が 1 を取るかどうかで、それぞれファミリー企業(H&RPT)、ファミリー企業(H&nonRPT)、ファミリー企業(L&RPT)、ファミリー企業(L&nonRPT)に区分している。非ファミリー企業についても、RPT が 1 を取るものを非ファミリー企業(RPT)とした。(1)および(2)は表 3.9 の(4)と同様の分析を、ランダム効果および固定効果(企業単位)モデルで推計した結果を示している。(3)から(4)は、ファミリー企業(H)およびファミリー企業(L)の区分の基準を中央値から 67%tile 値とした場合の傾向を、それぞれプールド OLS、ランダム効果、固定効果(企業単位)モデルで推計した結果を示している。なお、コントロール変数は表 3.9 と同一のものをを用い、時価簿価比率、総資産(LN)、負債比率(簿価)、設立後年数(LN)、ベータについては異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 3.4 の通りである。括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝ モデル＝ ファミリー企業区分＝	時価簿価比率				
	ランダム 効果	固定 効果	プールド OLS	ランダム 効果	固定 効果
	中央値基準	中央値基準	67%tile 基準	67%tile 基準	67%tile 基準
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
ファミリー企業(H&RPT)	-0.115*** (0.037)	-0.106** (0.047)	-0.008 (0.070)	-0.059 (0.049)	0.006 (0.056)
ファミリー企業(H&nonRPT)	-0.105*** (0.025)	-0.091** (0.039)	-0.056 (0.034)	-0.079*** (0.031)	-0.001 (0.046)
ファミリー企業(L&RPT)	-0.092*** (0.028)	-0.066* (0.040)	-0.081*** (0.031)	-0.118*** (0.027)	-0.086** (0.038)
ファミリー企業(L&nonRPT)	-0.052*** (0.018)	-0.039 (0.028)	-0.023 (0.018)	-0.063*** (0.017)	-0.045 (0.028)
非ファミリー企業(RPT)	0.079 (0.136)	0.085 (0.162)	0.295** (0.128)	0.079 (0.136)	0.084 (0.163)
切片	2.201*** (0.203)	13.055*** (1.735)	1.546*** (0.169)	2.161*** (0.201)	12.961*** (1.732)
コントロール変数	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	Yes	No	Yes	Yes	No
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	11,572	11,572	11,572	11,572	11,572
自由度調整済決定係数	0.185	0.359	0.204	0.186	0.359

こうした傾向に違いが生じるか確認した。具体的には、ランダム効果、固定効果モデルを用いた分析を行うとともに、ファミリー企業(H)およびファミリー企業(L)の持株比率の基準についても変更を行った。これまで中央値基準にファミリー企業を区分してきたが、表 3.10 では 67 パーセンタイルの値(24.9%)も併せて基準としている。これは中央値を基準とした区分がプロッピングの効果を観測するには十分な水準でないとも考えられるためである。また持株比率の基準を引き上げることで、トンネリングの効果はより観測されづらくなると考えられ、この点からも表 3.9 の結果の頑健性を確認した。

まず推計モデルのみを変更した(1)や(2)を見ると、ファミリー企業(H&RPT)の係数はマ

マイナスに有意であった。さらに係数の値自体もファミリー企業(H&nonRPT)に比べて大きなものとなっており、プロップングの考えとは整合していない。これは5.2節までの分析の結果でプロップングによるプラスの効果が明確には見られなかったことを反映しているのかもしれない。また、(3)から(5)で持株比率の基準を変更した場合にも、ファミリー企業(H&RPT)、ファミリー企業(H&nonRPT)では傾向が変わっていた。一方で、ファミリー企業(L&RPT)では、一連の変更の中でも、係数はすべてでマイナスに有意な値を示した⁶⁸。

さらに、表3.11では内生性の側面から分析結果の頑健性を確認した。中国や台湾を対象とした先行研究では、関連当事者取引の公告などのアナウンスメントを用いたイベント・スタディによって様々な内生性の問題に対処しているが、日本においては情報開示制度の違いなどもあり、このような対処は行えない。そこで、本章では第2章と同様に、プロペンシティスコア・マッチングによって内生性の問題について検討している。具体的には、表3.9などの分析で用いたファミリー企業(H&RPT)、ファミリー企業(H&nonRPT)、ファミリー企業(L&RPT)、ファミリー企業(L&nonRPT)を被説明変数とし、これらにそれぞれ関連当事者取引を行っていない非ファミリー企業を加えた対象企業について、ロジット推定を行うことでプロペンシティスコアを求めた。この推定したスコアからキャリパー法で1対3の復元抽出によるマッチングを行い、平均処理効果(ATT)を分析した。なお、キャリパーについても第2章と同様、Rosenbaum and Rubin(1985)に基づき各プロペンシティスコアの標準偏差に0.25を乗じた値を用いた。表3.11の各パネルでは、時価簿価比率について、それぞれのタイプのファミリー企業と、関連当事者取引を行っていない非ファミリー企業とを比較している。分析の結果、パネルAのファミリー企業(H&RPT)では非ファミリー企業(nonRPT)との有意な差は認められなかった。また、パネルBのファミリー企業(H&nonRPT)ではマイナスに有意な差が見られたものの、値自体はパネルAの方がより大きなものとなっており、ここでもプロップングによる効果を示唆する傾向は必ずしも確認できていない。パネルCではファミリー企業(L&RPT)で有意なマイナスな値を示しており、この点はこれまでの分析の結果と同様のものである。最後にパネルDのファミリー企業(L&nonRPT)でマイナスに有意な差となっていた。なお、バランス・テストの結果はほぼすべての変数で標準化バイアスが10%を下回っており、処理群と対照群の調整が概ね行えたものと考えられる⁶⁹。

以上の分析を通じて、ファミリー企業(L&RPT)において時価簿価比率が非ファミリー企業に比べて有意に低い傾向が確認された。この点は持株比率が低い場合にトンネリングが発生することがあり、それが関連当事者取引情報にも表れているものと解釈できる⁷⁰。

⁶⁸ F検定、Hausman検定などの結果は、それぞれの分析で固定効果モデルの採択を支持した。

⁶⁹ ロジットモデルによるプロペンシティスコアの推計結果、プロペンシティスコア・マッチングによるバランス・テストの結果は補足資料の補表3.8および補表3.9に示した。

⁷⁰ 補足資料の補表3.10では、配当倍率について、プロペンシティスコア・マッチングによる頑健性の確認を行った結果を示している。分析の結果は、ファミリー企業(H&RPT)

表 3.11 内生性に対する頑健性の確認

この表は、プロペンシティスコア・マッチングにより各タイプのファミリー企業の平均処理効果(ATT)を分析することで、表 3.9 の分析結果の頑健性を確認したものである。対象企業は金融業・公的産業を除く 1 部 2 部上場企業(地方上場企業を含む)、対象期間は 2005 年度から 2010 年度である。プロペンシティスコアは、ファミリー企業(H&RPT)、ファミリー企業(H&nonRPT)、ファミリー企業(L&RPT)、ファミリー企業(L&nonRPT)をそれぞれ被説明変数とし、表 3.9 で用いたコントロール変数によってロジット推定して求めた。ファミリー企業(H&RPT)およびファミリー企業(L&RPT)はファミリー企業(H)およびファミリー企業(L)のうち RPT が 1 を取る場合、ファミリー企業(H&nonRPT)およびファミリー企業(L&nonRPT)は nonRPT が 1 を取る場合で、それぞれファミリー企業を区分した変数である。また、これらと比較するため、非ファミリー企業のうち nonRPT が 1 を取る場合を非ファミリー企業(nonRPT)とした。この推定したスコアをもとにキャリパー法で 1 対 3 の復元抽出によるマッチングを行っている。なお、キャリパーには各スコアの標準偏差に 0.25 を乗じた値を用いた。パネル A はファミリー企業(H&RPT)と非ファミリー企業(nonRPT)を、パネル B はファミリー企業(H&nonRPT)と非ファミリー企業(nonRPT)を、パネル C はファミリー企業(L&RPT)と非ファミリー企業(nonRPT)を、パネル D はファミリー企業(L&nonRPT)と非ファミリー企業(nonRPT)をそれぞれ比較している。時価簿価比率については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。変数の定義は、表 3.4 の通りである。ロジットモデルの推計結果およびマッチングのバランス・テストの結果は、補足資料の補表 3.8、補表 3.9 に示した。また、*, **, ***は、それぞれ 10%, 5%, 1%水準で有意なことを示している。

パネル A ファミリー企業(H&RPT)						
[処理群=ファミリー企業(H&RPT), 対照群=非ファミリー企業(nonRPT)]						
	ATT	t 値	標準誤差	サンプル企業数		処理群 除外数
				合計	処理群数	
時価簿価比率	-0.068	-1.208	0.056	572	143	6
パネル B ファミリー企業(H&nonRPT)						
[処理群=ファミリー企業(H&nonRPT), 対照群=非ファミリー企業(nonRPT)]						
時価簿価比率	-0.043*	-1.919	0.023	5,556	1,389	0
パネル C ファミリー企業(L&RPT)						
[処理群=ファミリー企業(L&RPT), 対照群=非ファミリー企業(nonRPT)]						
時価簿価比率	-0.054*	-1.698	0.032	500	125	1
パネル D ファミリー企業(L&nonRPT)						
[処理群=ファミリー企業(L&nonRPT), 対照群=非ファミリー企業(nonRPT)]						
時価簿価比率	-0.031**	-2.339	0.013	8,732	2,183	0

一方で、その他のタイプのファミリー企業では分析によって結果は様々であった。これは本章の分析が、企業救済が必要な特定の状況下にあるかどうかや企業の成長段階などに応じた詳細な傾向を確認できていないためかもしれない。この点は今後、分析を発展させていくべき課題の 1 つである⁷¹。一方、本章の分析の結果は、関連当事者取引を行うファ

では非ファミリー企業との有意な違いが認められなくなった一方、ファミリー企業(L&RPT)では有意にマイナスの値となっており、トンネリングによる影響を示唆する結果であった。

⁷¹ 関連当事者取引について扱った先行研究では、株価に正の影響を与える傾向が強いのか負の影響を与える傾向が強いのかによって、取引がトンネリングとして機能しているかプロッピングとして機能しているか議論されてきた。一方で、プロッピングについて理論的な分析をした Friedman et al.(2003)では、トンネリングとプロッピングを相称的な行動として指摘し、実証する難しさについても触れている。また、本章の分析が個々の取引のアナウ

ミリー企業の一部が、配当行動や株価から見たパフォーマンスに影響していることを示唆してきた。したがって、この点では関連当事者取引の情報に基づき、ファミリー企業のパフォーマンスや行動の違いを説明できる可能性を示したものと思われる。

6 結論

本章では、日本において関連当事者取引がどの程度の件数や金額規模で行われているか、網羅的なデータを収集することでその実態について調べた。また、この関連当事者取引がどのような企業で生じる傾向にあるか、この取引情報がファミリー企業の行動やパフォーマンスの違いに表れてくるものであるかどうかを検証している。この分析の焦点は、これまでも数多く研究されてきた創業者一族による外部株主の搾取の実態などを、関連当事者取引のデータから、より直接的に分析できるか確認することであった。

2005年度から2010年度にわたる上場企業を対象に関連当事者取引の状況を調べた結果、全体の10%程度の企業で経営者や個人株主との関連当事者取引が行われており、その取引金額は対象期間を通じて700億円から1,200億円にのぼっていた。また、最も取引金額の大きい企業では140億円近い規模で個人的な取引が行われていた。

分析の結果、この関連当事者取引はファミリー企業でより多く行われる傾向にあり、その傾向は持株比率が高まるほど強くなっていた。また、配当行動について分析した結果、関連当事者取引を行うファミリー企業では配当が抑制される傾向にあった。これは関連当事者取引が創業者一族の現金収入獲得の手段として用いられていることを示唆する。最後に、時価簿価比率を指標として企業パフォーマンスを分析した結果は、トンネリングを行うインセンティブがより生じる持株比率の低いファミリー企業で、関連当事者取引によって業績が低くなる傾向にあると示した。他方、プロッピングを示すような行動も一部ではうかがえたものの、これは頑健なものではなかった。プロッピングによる効果が明らかには見られなかった背景には、実際に企業救済を必要とするケースが限られる一方、トン

ンス効果などを捉えたものでなく、全体的な傾向に対するものである点も、プロッピングによる影響を観測しづらくしていると考えられる。この点についてFriedman et al.(2003)ではアジア通貨危機の期間を対象とした分析を加えている。これに関連して補足資料の補表3.11では、表3.9の(4)と同様の分析をリーマン・ショックの影響を含む期間(2008年9月～2009年8月)とそれ以外の期間とに区分して行った。分析の結果、関連当事者取引を行うファミリー企業で業績を上昇させる傾向はここでも観測されなかった。一方、ファミリー企業(L&RPT)の係数がマイナスであった要因はリーマン・ショック以外の期間によるものであったことが補表3.11からはうかがえる。対象期間によるこの違いは、プロッピングの影響を示唆するものと解釈できるものの、トンネリングを一時的に控えたものであるかどうかなど、より詳細な議論や分析を必要とする結果となっている。なお、取引企業数や新規に取引を開始した企業数を確認しても、リーマン・ショック期に顕著な変化は見られなかった。

ネリングはより定常的な状況にも見られるものであることが影響しているのかもしれない。

これまで見てきたように本章の分析は、その手法や結果の解釈について、検証すべきいくつかの課題を残している。一方、関連当事者取引の情報を日本ではじめて示している点、関連当事者との直接的な取引情報を通じてファミリー企業のパフォーマンスなどに違いが表れることを示唆した点で、この新たなデータを利用した研究の可能性を本章では示したと思われる。今後は、本章で用いた網羅的なデータによって、関連当事者取引の種類や規模、企業の収益状況などに応じた分析を加えていくことで、さらなる検討を行えるものと考えられる。

補足資料

補表 3.1 変数間の相関係数(2010 年度)

この表では、第3章の分析に用いた主要な変数について、2010年度時点の相関係数を示している。対象企業は金融業・公的産業を除く1部2部上場企業(地方上場企業を含む)であり、このうち創業者一族が特定不能な企業および財務関連の変数に欠損値を含む企業についても除外した。配当倍率、時価簿価比率、総資産(LN)、負債比率(簿価)、ROA、設立後年数(LN)、ベータ、ROAの標準偏差については異常値処理のため上下1%でwinsorizationを実施した。各変数の定義は、表3.4の通りである。

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1) ファミリー持株比率	1.000								
(2) ファミリー企業	0.676	1.000							
(3) ファミリー企業(H)	0.880	0.610	1.000						
(4) ファミリー企業(L)	-0.088	0.580	-0.292	1.000					
(5) 創業者経営	0.537	0.403	0.485	-0.012	1.000				
(6) RPT	0.228	0.206	0.231	0.011	0.210	1.000			
(7) 配当倍率	0.134	0.113	0.137	-0.005	0.226	-0.010	1.000		
(8) 時価簿価比率	0.011	-0.005	0.010	-0.016	0.157	0.043	0.417	1.000	
(9) 総資産(LN)	-0.257	-0.233	-0.218	-0.057	-0.149	0.021	0.035	0.098	1.000
(10) 負債比率(簿価)	-0.047	-0.066	-0.052	-0.026	0.020	0.045	-0.081	0.123	0.125
(11) ROA	0.136	0.088	0.142	-0.040	0.209	0.061	0.508	0.433	0.126
(12) 設立後年数(LN)	-0.385	-0.261	-0.340	0.034	-0.450	-0.127	-0.231	-0.202	0.148
(13) ベータ	-0.176	-0.177	-0.173	-0.036	-0.058	-0.008	-0.125	0.047	0.182
(14) ROAの標準偏差	0.041	0.024	0.021	0.007	0.123	0.025	-0.008	0.272	-0.175
(15) 子会社	-0.176	-0.225	-0.158	-0.109	-0.093	-0.061	-0.002	0.056	-0.044
(16) 関係会社1	-0.141	-0.189	-0.126	-0.098	-0.084	-0.043	-0.086	-0.014	-0.043
(17) 関係会社2	-0.153	-0.163	-0.136	-0.057	-0.074	-0.059	-0.069	-0.022	-0.057
	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	
(10) 負債比率(簿価)	1.000								
(11) ROA	-0.222	1.000							
(12) 設立後年数(LN)	0.042	-0.213	1.000						
(13) ベータ	0.192	-0.032	0.017	1.000					
(14) ROAの標準偏差	0.016	-0.006	-0.203	0.406	1.000				
(15) 子会社	-0.098	0.027	-0.067	0.000	0.040	1.000			
(16) 関係会社1	-0.017	-0.020	0.036	0.048	0.012	-0.080	1.000		
(17) 関係会社2	0.017	-0.056	0.042	-0.021	-0.024	-0.122	-0.107	1.000	

補表 3.2 関連当事者取引とファミリー企業の配当行動(実施頻度)

この表は配当が行われたかどうかについて各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、ロジットモデルで回帰分析した結果を示している。対象企業は金融業・公的産業を除く1部2部上場企業(地方上場企業を含む)、対象期間は2005年度から2010年度である。被説明変数には配当を実施した企業を1とするダミー変数を用い、ファミリー企業についてはRPTが1を取る場合をファミリー企業(RPT), nonRPTが1を取る場合をファミリー企業(nonRPT)としてファミリー企業を区分した変数を設けている。また、ファミリー企業(H)およびファミリー企業(L)についてもRPTが1を取るかどうかで、それぞれファミリー企業(H&RPT), ファミリー企業(H&nonRPT), ファミリー企業(L&RPT), ファミリー企業(L&nonRPT)に区分している。(4)では非ファミリー企業のうち、RPTが1を取るものを非ファミリー企業(RPT)とした。総資産(LN), 負債比率(簿価), ROA, 時価簿価比率, 設立後年数(LN), ROAの標準偏差については異常値処理のため上下1%でwinsorizationを実施した。なお、各変数の定義は、表3.4の通りである。括弧内はクラスターとして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。

被説明変数 = モデル =	配当実施ダミー			
	ロジット			
	(1)	(2)	(3)	(4)
ファミリー企業	0.995*** (0.159)			
ファミリー企業(RPT)		1.115*** (0.332)		
ファミリー企業(nonRPT)		0.985*** (0.161)		
ファミリー企業(H&RPT)			1.279*** (0.414)	1.275*** (0.414)
ファミリー企業(H&nonRPT)			1.252*** (0.222)	1.246*** (0.222)
ファミリー企業(L&RPT)			0.946** (0.427)	0.941** (0.427)
ファミリー企業(L&nonRPT)			0.857*** (0.177)	0.851*** (0.177)
非ファミリー企業(RPT)				-0.692 (1.119)
切片	12.914*** (1.064)	12.934*** (1.195)	12.674*** (0.430)	12.676*** (1.489)
コントロール変数	Yes	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	11,572	11,572	11,572	11,572
疑似決定係数	0.428	0.428	0.428	0.429

補表 3.3 関連当事者取引とファミリー企業の配当行動(支払規模)

この表は配当倍率について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、プールド OLS モデルで回帰分析した結果を示している。対象企業は金融業・公的産業を除く 1 部 2 部上場企業(地方上場企業を含む)のうち配当を実施した企業、対象期間は 2005 年度から 2010 年度である。この表の分析では、ファミリー企業について、RPT が 1 を取る場合をファミリー企業(RPT), nonRPT が 1 を取る場合をファミリー企業(nonRPT)としてファミリー企業を区分した変数を設けている。また、ファミリー企業(H)およびファミリー企業(L)についても RPT が 1 を取るかどうかで、それぞれファミリー企業(H&RPT), ファミリー企業(H&nonRPT), ファミリー企業(L&RPT), ファミリー企業(L&nonRPT)に区分している。(4)では非ファミリー企業のうち、RPT が 1 を取るものを非ファミリー企業(RPT)とした。配当倍率、総資産(LN)、負債比率(簿価)、ROA、時価簿価比率、設立後年数(LN)、ROA の標準偏差については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。なお、各変数の定義は、表 3.4 の通りである。括弧内はクラスターとして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。

被説明変数 = モデル =	配当倍率			
	プールド OLS			
	(1)	(2)	(3)	(4)
ファミリー企業	-0.001*** (0.000)			
ファミリー企業(RPT)		-0.003*** (0.001)		
ファミリー企業(nonRPT)		-0.001*** (0.000)		
ファミリー企業(H&RPT)			-0.004*** (0.001)	-0.004*** (0.001)
ファミリー企業(H&nonRPT)			-0.002*** (0.000)	-0.001*** (0.000)
ファミリー企業(L&RPT)			-0.002*** (0.001)	-0.002*** (0.001)
ファミリー企業(L&nonRPT)			-0.001* (0.000)	-0.001* (0.000)
非ファミリー企業(RPT)				0.001 (0.002)
切片	0.027*** (0.005)	0.027*** (0.005)	0.027*** (0.005)	0.027*** (0.005)
コントロール変数	Yes	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	10,104	10,104	10,104	10,104
自由度調整済決定係数	0.369	0.371	0.372	0.372

補表 3.4 関連当事者取引とファミリー企業のパフォーマンス(ROA)

この表は ROA について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、プールド OLS モデルで回帰分析した結果を示している。対象企業は金融業・公的産業を除く 1 部 2 部上場企業(地方上場企業を含む)、対象期間は 2005 年度から 2010 年度である。この表の分析ではファミリー企業を、RPT が 1 を取るかどうかでファミリー企業(RPT)、ファミリー企業(nonRPT)に区分した変数を設けている。また、ファミリー企業(H)およびファミリー企業(L)についても、それぞれファミリー企業(H&RPT)、ファミリー企業(H&nonRPT)、ファミリー企業(L&RPT)、ファミリー企業(L&nonRPT)に区分している。非ファミリー企業については、RPT が 1 を取るものを非ファミリー企業(RPT)とした。なお、コントロール変数は表 3.9 と同様のものを用いている。ROA、総資産(LN)、負債比率(簿価)、設立後年数(LN)、ベータについては異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 3.4 の通りである。括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝ モデル＝	ROA			
	プールド OLS			
	(1)	(2)	(3)	(4)
ファミリー企業	-0.008 (0.006)			
ファミリー企業(RPT)		-0.012* (0.008)		
ファミリー企業(nonRPT)		-0.008 (0.006)		
ファミリー企業(H&RPT)			-0.017* (0.009)	-0.017* (0.009)
ファミリー企業(H&nonRPT)			-0.012 (0.008)	-0.012 (0.008)
ファミリー企業(L&RPT)			-0.012 (0.009)	-0.012 (0.009)
ファミリー企業(L&nonRPT)			-0.007 (0.006)	-0.007 (0.006)
非ファミリー企業(RPT)				-0.025* (0.013)
切片	0.112 (0.112)	0.110 (0.112)	0.114 (0.113)	0.109 (0.113)
コントロール変数	Yes	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	11,572	11,572	11,572	11,572
自由度調整済決定係数	0.208	0.208	0.208	0.209

補表 3.5 関連当事者取引とファミリー企業のパフォーマンス(ROE)

この表は ROE について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、プールド OLS モデルで回帰分析した結果を示している。対象企業は金融業・公的産業を除く 1 部 2 部上場企業(地方上場企業を含む)、対象期間は 2005 年度から 2010 年度である。この表の分析ではファミリー企業を、RPT が 1 を取るかどうかでファミリー企業(RPT)、ファミリー企業(nonRPT)に区分した変数を設けている。また、ファミリー企業(H)およびファミリー企業(L)についても、それぞれファミリー企業(H&RPT)、ファミリー企業(H&nonRPT)、ファミリー企業(L&RPT)、ファミリー企業(L&nonRPT)に区分している。非ファミリー企業については、RPT が 1 を取るものを非ファミリー企業(RPT)とした。なお、ROE は当期純利益/純資産で算出し、コントロール変数には表 3.9 と同様のものを用いている。ROE、総資産(LN)、負債比率(簿価)、設立後年数(LN)、ベータについては異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 3.4 の通りである。括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝ モデル＝	ROE			
	プールド OLS			
	(1)	(2)	(3)	(4)
ファミリー企業	-0.029 (0.026)			
ファミリー企業(RPT)		-0.059* (0.033)		
ファミリー企業(nonRPT)		-0.027 (0.026)		
ファミリー企業(H&RPT)			-0.061 (0.040)	-0.061 (0.040)
ファミリー企業(H&nonRPT)			-0.034 (0.035)	-0.034 (0.035)
ファミリー企業(L&RPT)			-0.066* (0.037)	-0.066* (0.037)
ファミリー企業(L&nonRPT)			-0.027 (0.026)	-0.027 (0.026)
非ファミリー企業(RPT)				-0.110 (0.068)
切片	-0.820*** (0.289)	-0.833*** (0.290)	-0.829*** (0.289)	-0.851*** (0.287)
コントロール変数	Yes	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	11,572	11,572	11,572	11,572
自由度調整済決定係数	0.131	0.132	0.132	0.132

補表 3.6 関連当事者取引の発生要因(コントロール変数の変更)

この表は、表 3.7 同様に、RPT について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、ロジットモデルで回帰分析した結果を示している。この表の分析はコントロール変数に表 3.9 と同様のものを用いている点で表 3.7 の分析と異なっている。対象企業は金融業・公的産業を除く 1 部 2 部上場企業(地方上場企業を含む)、対象期間は 2005 年度から 2010 年度である。総資産(LN)、負債比率(簿価)、ROA、設立後年数(LN)、ベータについては異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 3.4 の通りである。限界効果については平均限界効果(average marginal effect)を記載している。また、括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝ モデル＝	RPT					
	ロジット					
	(1)	(2)	(3)			
	係数	限界効果	係数	限界効果	係数	限界効果
ファミリー企業	2.699*** (0.367)	0.104				
ファミリー持株比率			9.663*** (1.793)	0.374		
ファミリー持株比率 ×ファミリー持株比率			-11.294** (3.244)	-0.438		
ファミリー企業(H)					3.109*** (0.396)	0.119
ファミリー企業(L)					2.539*** (0.380)	0.097
創業者経営	0.693*** (0.228)	0.027	0.618** (0.249)	0.024	0.585** (0.233)	0.022
総資産(LN)	0.294*** (0.075)	0.011	0.278*** (0.074)	0.011	0.324*** (0.076)	0.012
負債比率(簿価)	1.325** (0.530)	0.051	1.427*** (0.530)	0.055	1.368*** (0.527)	0.052
ROA						
設立後年数(LN)	0.030 (0.228)	0.001	0.103 (0.217)	0.004	0.127 (0.236)	0.005
ベータ	-0.041 (0.186)	-0.002	-0.043 (0.192)	-0.002	0.035 (0.187)	0.001
子会社	-0.854 (0.531)	-0.033	-1.511*** (0.53)	-0.059	-0.684 (0.548)	-0.026
関係会社1	-2.170** (1.026)	-0.084	-2.847*** (1.011)	-0.110	-2.096** (1.032)	-0.080
関係会社2	-0.167 (0.310)	-0.006	-0.283 (0.311)	-0.011	-0.057 (0.307)	-0.002
切片	-9.068*** (1.511)		-8.443*** (1.494)		-9.985*** (1.533)	
産業ダミー	Yes		Yes		Yes	
年度ダミー	Yes		Yes		Yes	
サンプル企業数	11,572		11,572		11,572	
疑似決定係数	0.204		0.172		0.210	

補表 3.7 関連当事者取引とファミリー企業の配当行動(コントロール変数の変更)

この表は、表 3.8 同様に、配当倍率について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、トービットモデルで回帰分析した結果を示している。この表の分析はコントロール変数に表 3.9 と同様のものを用いている点で表 3.7 の分析と異なっている。対象企業は金融業・公的産業を除く 1 部 2 部上場企業(地方上場企業を含む)、対象期間は 2005 年度から 2010 年度である。この表の分析では、ファミリー企業について、RPT が 1 を取る場合をファミリー企業(RPT), nonRPT が 1 を取る場合をファミリー企業(nonRPT)としてファミリー企業を区分した変数を設けている。また、ファミリー企業(H)およびファミリー企業(L)についても RPT が 1 を取るかどうかで、それぞれファミリー企業(H&RPT), ファミリー企業(H&nonRPT), ファミリー企業(L&RPT), ファミリー企業(L&nonRPT)に区分している。(4)では非ファミリー企業のうち、RPT が 1 を取るものを非ファミリー企業(RPT)とした。配当倍率, 総資産(LN), 負債比率(簿価), ROA, 時価簿価比率, 設立後年数(LN), ベータについては異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。なお、各変数の定義は、表 3.4 の通りである。括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝ モデル＝	配当倍率			
	トービット			
	(1)	(2)	(3)	(4)
ファミリー企業	0.000 (0.000)			
ファミリー企業(RPT)		-0.002*** (0.001)		
ファミリー企業(nonRPT)		0.000 (0.000)		
ファミリー企業(H&RPT)			-0.002** (0.001)	-0.002** (0.001)
ファミリー企業(H&nonRPT)			0.001 (0.001)	0.001 (0.001)
ファミリー企業(L&RPT)			-0.002*** (0.001)	-0.002*** (0.001)
ファミリー企業(L&nonRPT)			0.000 (0.001)	0.000 (0.001)
非ファミリー企業(RPT)				-0.002 (0.003)
創業者経営	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)
総資産(LN)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)
負債比率(簿価)	-0.009*** (0.001)	-0.008*** (0.001)	-0.008*** (0.001)	-0.008*** (0.001)
ROA				
時価簿価比率				
設立後年数(LN)	-0.003*** (0.001)	-0.003*** (0.001)	-0.003*** (0.001)	-0.003*** (0.001)
ベータ	-0.001* (0.000)	-0.001* (0.000)	-0.001* (0.000)	-0.001* (0.000)
子会社	-0.001* (0.001)	-0.001* (0.001)	-0.001* (0.001)	-0.001* (0.001)
関係会社 1	-0.002*** (0.001)	-0.002*** (0.001)	-0.002*** (0.001)	-0.002*** (0.001)

(補表 3.7 続き)

被説明変数＝ モデル＝	配当倍率			
	トービット			
	(1)	(2)	(3)	(4)
関係会社 2	-0.002*** (0.001)	-0.002*** (0.001)	-0.002*** (0.001)	-0.002*** (0.001)
切片	0.034*** (0.007)	0.034*** (0.006)	0.033*** (0.006)	0.033*** (0.007)
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	11,572	11,572	11,572	11,572
疑似決定係数	-0.024	-0.024	-0.024	-0.024

補表 3.8 プロペンシティスコアの推計

この表はファミリー企業(H&RPT)およびファミリー企業(H&nonRPT)、ファミリー企業(L&RPT)、ファミリー企業(L&nonRPT)について表 3.9 の分析で用いたコントロール変数によって、ロジットモデルで回帰分析した結果を示している。表 3.11 では、この推計結果をもとにプロペンシティスコアを算出した。対象期間は 2005 年度から 2010 年度で、対象企業は金融業・公的産業を除く 1 部 2 部上場企業(地方上場企業を含む)のうち、(1)ではファミリー企業(H&RPT)と非ファミリー企業(nonRPT)、(2)ではファミリー企業(H&nonRPT)と非ファミリー企業(nonRPT)、ファミリー企業(L&RPT)と非ファミリー企業(nonRPT)、ファミリー企業(L&nonRPT)と非ファミリー企業(nonRPT)とした。ファミリー企業(H&RPT)およびファミリー企業(L&RPT)はファミリー企業(H)およびファミリー企業(L)のうちで RPT が 1 を取る場合、ファミリー企業(H&nonRPT)およびファミリー企業(L&nonRPT)は nonRPT が 1 を取る場合で、それぞれファミリー企業を区分した変数である。また、これらと比較するため、非ファミリー企業のうち nonRPT が 1 を取る場合を非ファミリー企業(nonRPT)とした。総資産(LN)、負債比率(簿価)、設立後年数(LN)、ベータについては異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 3.4 の通りである。括弧内はクラスターとして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。

被説明変数=	ファミリー企業 (H&RPT)	ファミリー企業 (H&nonRPT)	ファミリー企業 (L&RPT)	ファミリー企業 (L&nonRPT)
対象企業=	ファミリー企業 (H&RPT) + 非ファミリー企業 (nonPRT)	ファミリー企業 (H&nonRPT) + 非ファミリー企業 (nonPRT)	ファミリー企業 (L&RPT) + 非ファミリー企業 (nonPRT)	ファミリー企業 (L&nonRPT) + 非ファミリー企業 (nonPRT)
モデル=	ロジット (1)	ロジット (2)	ロジット (3)	ロジット (4)
創業者経営	omitted	omitted	omitted	omitted
総資産(LN)	-0.390*** (0.124)	-0.600*** (0.071)	0.031 (0.115)	-0.329*** (0.048)
負債比率(簿価)	2.703** (1.085)	-1.832*** (0.614)	-0.185 (0.950)	-0.854** (0.431)
設立後年数(LN)	-1.017*** (0.294)	-1.463*** (0.222)	-0.271 (0.226)	-0.299* (0.153)
ベータ	-1.211*** (0.372)	-1.202*** (0.190)	-0.943*** (0.283)	-0.573*** (0.138)
子会社	omitted	-5.254*** (0.907)	-3.696*** (1.009)	-3.182*** (0.369)
関係会社 1	omitted	-4.576*** (0.494)	omitted	-2.880*** (0.400)
関係会社 2	-1.988*** (0.736)	-2.278*** (0.283)	-1.655** (0.674)	-1.433*** (0.184)
切片	-7.025*** (2.089)	12.316*** (1.629)	-12.636*** (1.716)	4.808*** (1.311)
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	4,198	7,605	4,869	8,462
疑似決定係数	0.278	0.371	0.134	0.189

補表 3.9 プロペンシティスコア・マッチングのバランス・テスト

この表は、表 3.11 で行ったプロペンシティスコア・マッチングについて、そのバランス・テストの結果を示したものである。それぞれ各タイプのファミリー企業を処理群とし、非ファミリー企業(nonRPT)を対照群として、マッチング後の各変数の平均値と標準化バイアスを記している。ファミリー企業(H&RPT)およびファミリー企業(L&RPT)はファミリー企業(H)およびファミリー企業(L)のうちで RPT が 1 を取る場合、ファミリー企業(H&nonRPT)およびファミリー企業(L&nonRPT)は nonRPT が 1 を取る場合で、それぞれファミリー企業を区分した変数である。また、非ファミリー企業のうち nonRPT が 1 を取る場合を非ファミリー企業(nonRPT)とした。総資産(LN)、負債比率(簿価)、設立後年数(LN)、ベータについては異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施している。また、各変数の定義は表 3.4 の通りである。

プロペンシティスコア＝	ファミリー企業 (H&RPT)			ファミリー企業 (H&nonRPT)			ファミリー企業 (L&RPT)			ファミリー企業 (L&nonRPT)		
	平均値			平均値			平均値			平均値		
	処理群	対照群	標準化 バイアス	処理群	対照群	標準化 バイアス	処理群	対照群	標準化 バイアス	処理群	対照群	標準化 バイアス
	(1)	(2)		(3)	(4)		(5)	(6)		(7)	(8)	
創業者経営	0.000	0.000	-	0.000	0.000	-	0.000	0.000	-	0.000	0.000	-
総資産(LN)	10.920	10.876	3.4%	10.411	10.412	0.0%	11.455	11.418	2.7%	10.845	10.828	1.3%
負債比率(簿価)	0.266	0.263	1.8%	0.151	0.151	0.2%	0.192	0.192	-0.1%	0.176	0.176	0.2%
設立後年数(LN)	3.808	3.786	6.2%	3.836	3.802	8.8%	4.071	4.099	-7.8%	4.072	4.054	4.8%
ベータ	0.672	0.722	-11.1%	0.687	0.717	-6.7%	0.814	0.819	-1.2%	0.833	0.854	-4.4%
子会社	0.000	0.000	-	0.004	0.001	1.2%	0.008	0.005	1.0%	0.015	0.014	0.5%
関係会社 1	0.000	0.000	-	0.005	0.004	0.3%	0.000	0.000	-	0.015	0.015	0.1%
関係会社 2	0.063	0.040	6.6%	0.060	0.060	0.0%	0.080	0.067	3.8%	0.097	0.084	3.8%

補表 3.10 内生性に対する頑健性の確認(配当行動)

この表は、プロペンシティスコア・マッチングにより各タイプのファミリー企業の平均処理効果(ATT)を分析することで、表 3.8 の分析結果の頑健性を確認したものである。対象企業は金融業・公的産業を除く 1 部 2 部上場企業(地方上場企業を含む)、対象期間は 2005 年度から 2010 年度である。プロペンシティスコアは、ファミリー企業(H&RPT)、ファミリー企業(H&nonRPT)、ファミリー企業(L&RPT)、ファミリー企業(L&nonRPT)をそれぞれ被説明変数とし、表 3.8 で用いたコントロール変数によってロジット推定して求めた。ファミリー企業(H&RPT)およびファミリー企業(L&RPT)はファミリー企業(H)およびファミリー企業(L)のうちで RPT が 1 を取る場合、ファミリー企業(H&nonRPT)およびファミリー企業(L&nonRPT)は nonRPT が 1 を取る場合で、それぞれファミリー企業を区分した変数である。また、これらと比較するため、非ファミリー企業のうち nonRPT が 1 を取る場合を非ファミリー企業(nonRPT)とした。この推定したスコアをもとにキャリパー法で 1 対 3 の復元抽出によるマッチングを行っている。なお、キャリパーには各スコアの標準偏差に 0.25 を乗じた値を用いた。パネル A はファミリー企業(H&RPT)と非ファミリー企業(nonRPT)を、パネル B はファミリー企業(H&nonRPT)と非ファミリー企業(nonRPT)を、パネル C はファミリー企業(L&RPT)と非ファミリー企業(nonRPT)を、パネル D はファミリー企業(L&nonRPT)と非ファミリー企業(nonRPT)をそれぞれ比較している。配当倍率については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。変数の定義は、表 3.4 の通りである。また、*, **, ***は、それぞれ 10%, 5%, 1%水準で有意なことを示している。

パネル A ファミリー企業(H&RPT)						
[処理群=ファミリー企業(H&RPT), 対照群=非ファミリー企業(nonRPT)]						
	ATT	t 値	標準誤差	サンプル企業数		処理群 除外数
				合計	処理群数	
配当倍率	0.000	0.419	0.001	588	147	2
パネル B ファミリー企業(H&nonRPT)						
[処理群=ファミリー企業(H&nonRPT), 対照群=非ファミリー企業(nonRPT)]						
配当倍率	-0.001	-1.538	0.000	5,556	1,389	0
パネル C ファミリー企業(L&RPT)						
[処理群=ファミリー企業(L&RPT), 対照群=非ファミリー企業(nonRPT)]						
配当倍率	-0.002*	-1.773	0.001	504	126	0
パネル D ファミリー企業(L&nonRPT)						
[処理群=ファミリー企業(L&nonRPT), 対照群=非ファミリー企業(nonRPT)]						
配当倍率	-0.000	-0.730	0.000	8,712	2,178	5

補表 3.11 関連当事者取引とファミリー企業のパフォーマンス(リーマン・ショック)

この表は時価簿価比率について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、プールド OLS モデルで回帰分析した結果を示している。対象企業は金融業・公的産業を除く 1 部 2 部上場企業(地方上場企業を含む)で、対象期間は(1)では 2005 年度から 2010 年度とし、(2)ではリーマン・ショック期(2008 年 9 月～2009 年 8 月)、(3)ではリーマン・ショック期以外としている。また、この表の分析ではファミリー企業を、RPT が 1 を取るかどうかでファミリー企業(RPT)、ファミリー企業(nonRPT)に区分した変数を設けている。ファミリー企業(H)およびファミリー企業(L)についても、それぞれファミリー企業(H&RPT)、ファミリー企業(H&nonRPT)、ファミリー企業(L&RPT)、ファミリー企業(L&nonRPT)に区分している。非ファミリー企業については、RPT が 1 を取るものを非ファミリー企業(RPT)とした。なお、コントロール変数は表 3.9 と同様のものを用いている。時価簿価比率、総資産(LN)、負債比率(簿価)、設立後年数(LN)、ベータについては異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 3.4 の通りである。括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝	時価簿価比率		
モデル＝	プールド OLS		
対象期間＝	全期間	リーマン・ショック期	リーマン・ショック期
	(1)	(2)	(3)
ファミリー企業(H&RPT)	-0.037 (0.052)	-0.066 (0.053)	-0.036 (0.054)
ファミリー企業(H&nonRPT)	-0.049* (0.028)	-0.057** (0.025)	-0.048 (0.030)
ファミリー企業(L&RPT)	-0.073** (0.034)	-0.036 (0.054)	-0.078** (0.036)
ファミリー企業(L&nonRPT)	-0.020 (0.019)	-0.034** (0.017)	-0.018 (0.021)
非ファミリー企業(RPT)	0.296** (0.128)	0.151 (0.117)	0.353** (0.148)
切片	1.557*** (0.170)	0.941*** (0.158)	1.579*** (0.183)
コントロール変数	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	11,572	1,946	9,626
自由度調整済決定係数	0.204	0.162	0.196

第4章 ファミリー企業と世襲: 百貨店業界での実証分析

1 イントロダクション

第1章ですでに見た通り、ファミリー企業がどのようなパフォーマンスを示すのか、これまで多くの研究がされてきた。Miller et al.(2007)や Villalonga and Amit(2006)などに共通して見られる典型的な結果は、ファミリー企業全体では非ファミリー企業よりも業績が良いがこの傾向は創業者が経営しているファミリー企業によってもたらされるというもので、2代目以降の世襲経営が行われているファミリー企業では業績が悪い可能性があることが知られている。

しかし、日本のファミリー企業について調べた Saito(2008)では、創業者一族が最大株主である企業が多く観測された一方で、株式をほとんど保有していないにもかかわらず世襲経営が行われているケースも一定程度観測できると指摘されている。このことから、必ずしも世襲経営すべてが業績を悪化させる問題ある企業なのではない、とも想像される。実際、世界の中でも数多くの長寿企業が日本に存在し、同時にファミリー企業でもあると指摘されてきた⁷²。

ファミリー企業のメリットの1つとして、Anderson and Reeb(2003a)は一族で経営を引き継いでいこうとする点で、近視眼的な成果に着目することなく、長期的な視点から企業価値最大化を図れる可能性を指摘している。さらに、Lentz and Laband(1990)では世襲経営者は若いうちから父親やその事業に接する機会が多いため、企業特殊な能力を形成できるといういわゆる帝王学を世襲のメリットの1つとしている。また、代々世襲することが慣習となっている企業では次期後継者が非ファミリー企業に比べ明らかなケースも多いと考えられ、企業組織内部での過度な出世争いを避けられているかもしれない。このように世襲経営自体にはメリットも考えられる。こうしたメリットが世襲経営によって引き起こされる縁故主義や一族への利益誘導などのデメリットを相殺する機能を果たす結果、世襲経営は継続されているのかもしれない。

一方、経営の混乱するファミリー企業に見受けられる現象の1つに、一族間での内紛がある。たとえば、2006年にセイコーグループでは本家筋の服部純市が、会長を務めていたセイコーインスツルから解任された。この背景には、当時グループのトップで叔父にあたる服部禮次郎との軋轢があったともいわれ、最終的に裁判沙汰へと発展している。こうし

⁷² 『日経プラスワン』2012年6月9日、13頁。

た事例はセイコーグループ以外にも、数多く知られている⁷³。

このような状況では、前述したファミリー企業であることのメリットは失われているのではないだろうか。そのために、一部の世襲経営が企業パフォーマンスに悪い影響を与えているのではないだろうか。本章では、この点について、日本で有数の歴史を持つ百貨店業界で行われてきた世襲経営の歴史を振り返り、結果として企業パフォーマンスにどのような影響を持っていたのか分析した。

百貨店業界を対象とする理由は、現在にいたるまでファミリー企業として一定数が存続する一方で創業時から非ファミリー企業として発展してきたものも存在すること、長い歴史の中で様々な環境変化やイノベーションに対応してきたことなどから、長期間に渡って世襲経営がどのように形作られ、企業経営にどのような影響を与えてきたのか、多くの示唆を得られると考えたためである。

創業以来の歴史を調べてみると、百貨店業界の多くのファミリー企業では長子相続を基本として長く世襲経営を維持してきたことが分かる。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、いくつかのファミリー企業では長子に限らず、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、一族の内紛につながったと思われるものもあった。

さらに、1956年度から2010年度を対象に上場していた百貨店19社の企業パフォーマンスを分析した結果、兄弟やその他の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、非ファミリー企業よりもROAやPBRが一部で低い傾向にあった。この結果は、より遠戚の親族との間で世襲関係することによって次期後継者が不明確になるなど世襲経営のメリットを打ち消すような場合に、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、世襲そのものは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が示唆された。

ファミリー企業に関する先行研究では、創業者一族を世代などの要素で区分するなど多様な側面から分析してきたが、ほとんどの場合、1つの一族を1つの共通した目的やインセンティブを持つコミュニティとして捉えてきた。そのため、本章のように一族内部の関係性によって直接的な対立が生じる可能性があることを示したものは、筆者の知る限りこれまでになかった。また、平均的には低いパフォーマンスを示す世襲型のファミリー企業について、一族の血縁関係に焦点を当て、一部のファミリー企業のみが非ファミリー企業よりも劣っている可能性があることを示唆した点で、本章の分析は貢献のあるものと思われる。

本章の構成は以下の通りである。第2節では、日本の百貨店業界の歴史とともにどのような世襲経営が行われてきたのかをまとめた。第3節では、百貨店各社の歴史と先行研究

⁷³ セイコーグループでの事件の他、こうした事件の詳細については有森隆、『創業家物語』、講談社、2008年に詳しい。

を踏まえて本章の分析の焦点について述べる。続く第4節ではデータについて説明し、第5節では分析を行った。最後に、第6節では本章の結論を示した。

2 日本における百貨店業⁷⁴

2.1 百貨店業界の歴史

最も創業の古い百貨店は松坂屋(J.フロントリテイリング)で、1611年に伊藤祐道が名古屋で呉服小間物商「伊藤屋」を開いたことに始まる⁷⁵。その後、1673年には三越が呉服店「越後屋八郎右衛門店」として三井高利によって創業されるなど、呉服店を起源とする百貨店の多くは1600年代から1800年代に創業された⁷⁶。これらの呉服店が百貨店へと移行するのは、1904年に三越が株式会社化すると同時に百貨店への業態変更を宣言したことが1つの契機となっている。これは明治時代に入り三井家の事業の中で不振に陥っていた呉服業の経営立て直しのため、当時欧米で成功していたデパートメントストアに着目したことによる。これに呼応するように、白木屋(1903年)、松屋(1907年)、松坂屋(1910年)、大丸(1910年)、野澤屋(1910年)、高島屋(1919年)、そごう(1919年)などが百貨店への業態変更を行っている。

こうした中、1923年に関東大震災が起こると、関東に主要店舗を構える百貨店の多くが被災した。この頃には、海外の百貨店を模して大規模で近代的な店舗を備えるのが潮流となっていたことから、震災による店舗の焼失などの損害負担は重く、主要な百貨店4社が震災復興期に株式公開を行っている。これは日本の百貨店業界における初期の株式公開のブームであった⁷⁷。

日本の百貨店の起源のもう1つは、鉄道会社によるターミナルデパートの設立による。1920年、大阪の梅田駅に阪急ビルが建てられると阪神急行電鉄(阪急電鉄)は実験的店舗の出店を経て、1929年に阪急百貨店を開業させている。これは世界でも初めてのターミナルデパートであった。これに引き続き、同じく鉄道会社系列の阪神百貨店(1933年)、東急百貨店(1934年)が誕生している。

こうして設立されてきた各百貨店であったが、太平洋戦争により再び主要店舗に損害を被ると1949年に証券取引所が再開されたのを受け、さらに8社が株式公開に踏み切った。当時は、戦前に軍事費の調達を目的として施行された臨時資金調整法がまだ効力を持って

⁷⁴ 各社の歴史や親族関係についての記述は、原則として各社社史および東洋経済新報社の『日本会社史総覧』に基づいている。

⁷⁵ 大坂夏の陣の影響などで経営が一時中断されるが、2代目の伊藤祐基が1659年に家業を再興し、4代目の伊藤祐政の頃には尾張藩の御用達として有力商人の位置を占めた。

⁷⁶ 各社の創業年などについては、第3節の表4.1でまとめている。

⁷⁷ 金融市場が現在に比べて未発達で私募が主流であったことなどが、この時期に株式公開をする百貨店が4社に留まっていた一因であるかもしれない。

いたこともあり、金融機関から貸付を受けるのには制約があった。したがって、この頃には株式市場から資金を得ることがより重要な役割を持っていた。ここで獲得した資金を店舗の改修や新規出店に充て成長した結果、1956年には百貨店法が制定されるまでに至った。これは中小商業者の経営を保護するための法律で、百貨店の新增築に通商産業大臣の許可を必要とするほか、営業時間なども規制したものである⁷⁸。このことは、当時、百貨店だけが小売業界で有数の大企業にまで成長していたことを意味している。

その後の高度経済成長期にも新規出店を重ね拡張してきた一方、1972年には当時売上高で小売業第1位を誇っていた三越をダイエーが上回るなど、低価格販売を強みとするスーパーマーケットの台頭も目立つようになってきた。こうした影響からか、バブル崩壊後には大規模店舗や高価格帯商品を中心とした品揃えでは業績を維持できなくなり、2000年には積極的な出店政策を取っていたそごうが経営破綻するにいたった。その後も、大丸と松坂屋(2007年)や、阪急と阪神(2007年)、三越と伊勢丹(2008年)の経営統合が行われたほか、東急百貨店や名鉄百貨店が母体である鉄道会社に完全子会社化されるなど、百貨店業界での経営再編が進み、現在にいたっている。

2.2 伝統的な世襲制度

こうした中で、ファミリー企業はどのように世襲を行ってきたのだろうか。百貨店業界参入以前、多くの創業者一族で世襲の典型であったのが長子相続である。たとえば、1717年に大丸を創業させた下村正啓は1743年に長男の下村正甫に家督を譲り隠居している。さらに呉服店を引き継いだ下村正甫が1752年に亡くなると、その長男の下村兼保が承継した。その後には傍系親族への世襲も見られたが、下村家では「三家一致の定法」という相続法が独自に定められており、下村正啓の長子にしたがう京本家のほか、下村正啓の実子から伏見家と烏丸家が定められ、本家の当主が欠けた場合に他家から継嗣を立てることなど、世襲方法について明示的に決められていた。また、松坂屋では6代目の伊藤祐圭までを長子が家督を継いだ一方、伊藤祐圭と7代目の伊藤祐潜が早世したために他家に養子に出されていた伊藤祐清が呼び戻されて家督を相続するなど、長子でない場合に他家へ養子に出されることは珍しくなかった。長男が家督を相続するこうした慣習は、明治期にも長男相続制や家制度が制定されたように、当時、広く一般的なものであった。また、過去の一般商家では、分家が本家と同業を営むことを禁止することによって一族内部での競合を避けようとするものが多く、これによって家業の世襲を支えられてきた側面もあると思われる。

さらに、長子が若年であった場合などでも経営をスムーズに行うため、別家制度として優秀な番頭に経営を任せる制度も存在していた。これは江戸時代から大正時代にかけて一般商家の経営形態として存続していたものである。別家は店員の中から設けられ、番頭と

⁷⁸ 1938年にも制定されていたが、1947年にGHQの意向により廃止されていた。1973年にはより包括的な大規模小売店舗法の施行にともない、これに吸収された。

して奉公するものや、のれん分けして独立の商人になるものなどに分けられた。加えて、大丸などでは別家毎に昇進できる地位が決まっており、別家以外からの店員の昇進は制限されていた。一方で、能力に欠ける場合などには降格されることもあった。この別家制度の中では後継者がいない場合に、優秀な店員を養子として引き抜いて家を継承させられたことから、息子よりも娘が重宝される傾向にあったともいわれている⁷⁹。一族によってはこうした番頭や支配人に経営の大部分を任せるものもあった。たとえば、戦前期に三越と並び称された白木屋では創業者一族である大村家は代々京都に住み、経営の大部分は江戸の支配人に任されていた。

伝統的に世襲が安定していた背景には、長子相続による次期経営者の早期選択と、別家制度などを中心とした昇進制度があったのかもしれない。つまり、出世を目指した過度な競争は、一族内部でも、組織全体でも起こりづらく、結果として組織が1つの集団として機能しやすくなっていたと思われる。

2.3 株式会社化後の世襲

このように、長子相続、別家制度を中心として長く続いた各社の世襲経営であったが、百貨店化の流れの中で、従来の個人商店から株式会社に移行して資本を導入する必要が出てくると変化が見られるようになる。多くの百貨店では組織形態についても取締役を中心とした経営を行うようになり、これは世襲経営にも少なからず影響を与えた。たとえば、三越では業績悪化を理由に百貨店業への転換を目指すなど経営改革を行ったが、株式会社化とともに経営を主だった番頭たちに譲り経営再建を図っている⁸⁰。また、大丸でも1907年に下村正剛が業務の近代化と当主の店務への専念を表明するとともに、外部人材の招聘や東京や名古屋にあった店舗の閉鎖を行った。この背景にも業績悪化が関係していたが、急速な改革には分家などからの反対も強く、1911年には分家の互助会を解散させている。

個々の呉服店の業績悪化のほか、多くが百貨店業に参入し始めていた1910年代以降は第一次世界大戦による好景気や戦後恐慌、関東大震災など、外部環境にも大きな変動が見られるようになっていた。こうしたことも、長期安定的に運営されてきた制度の改革を促す機運であったと考えられる。

株式会社化による取締役会制度の導入は、当主・番頭による単独的な意思決定から、より合議的な意思決定構造への変更を意味した。このため、個人商店の時代には、長子による家督相続と番頭経営により長子以外の一族は監査機能を担うとしても経営に係わることは少なかった一方、株式会社化後の一部の百貨店では、従来あまり見られることのなかった兄弟などその他の傍系親族への世襲が見られるようになってくる⁸¹。

⁷⁹ 二百五十年史編集委員会、『大丸二百五十年史』、大丸、1967年、69頁。

⁸⁰ 当時、三井家が経営を番頭たちに譲った背景には、三井銀行や三井鉱山などに比べて呉服店業の規模が小さかったことも一因と考えられる。

⁸¹ 個人商店時代にも傍系親族へ家督相続する例は見られたが、その多くは当主の早世や本家の後継者が不在などの理由によるものであった。

1919年に百貨店業へ参入した高島屋では、当主の飯田鉄三郎は百貨店化への意識が少なく呉服店の経営を維持させることに注力していたため、弟の飯田政之助が株式会社高島屋呉服店の社長となっている⁸²。しかし、1927年に金融恐慌による業績悪化を理由に飯田政之助から飯田鉄三郎が社長を引き継ぐと、東京店の開店やターミナルデパート化を行うなど積極的な改革をした。高島屋の歴代当主と株式会社化後の取締役歴任者を家系図で示したのが図 4.1 である。これを見ると、飯田鉄三郎は後に本家の甥である飯田直次郎に社長を譲り、飯田直次郎は従兄弟の飯田慶三へ、また飯田慶三から本家の飯田新一へと経営者が移っていることが分かる。背景には、親族のほとんどを高島屋の取締役に就かせていたことが考えられる。

こうした点は次期後継者の不明確化につながり、世襲経営のメリットと考えられるような帝王学教育や長期的視点に立った企業価値最大化、組織の統一性などを失わせることになっているのではないだろうか。

これが飯田家の世襲に大きく影響したのは、飯田家最後の社長となる飯田新一の頃である。1981年1月、京都の医療法人が保有していた高島屋株 2,206 万株をダイエーが入手、発行済み株式の 10.5%を保有して筆頭株主となった。1月26日、日本経済新聞の朝刊で保有の事実を知った飯田新一は、同日、高島屋として同株式を買い取る手続きを完了したと発表した⁸³。一方、翌1月27日には高島屋とダイエーの連名で、高島屋からの株買い取りについては経営者の内意を得ているとのコメントが出された。しかし、1月30日に飯田新一が、内意を与えていないとコメントするなど、事態は大きく錯綜する。ダイエーとの交渉を進めていたとされたのは副社長で再従兄弟の飯田鐵太郎であった。この対立の背景には、飯田鐵太郎が高島屋の中興の祖である飯田鉄三郎の孫にあたるために多くの役員が飯田鐵太郎に従っており、高島屋内部が事実上 2 トップ体制となっていたことがあると考えられる⁸⁴。最終的には両社のメインバンクである三和銀行が調停に乗り出し、ダイエーが取得した株式の 50%を高島屋が買い戻すことで事態は決着、飯田鐵太郎は取締役へと降格させられた。この後、70 歳近くになっていた飯田新一の後任として再従兄弟の飯田喜一と飯田成一があげられていたが、共に飯田鐵太郎と従兄弟の間柄であったため、事件の影響からか 1987 年の社長退任にともない後任には創業家以外から日高啓が就いた⁸⁵。この年、飯田新一の長男である飯田一喜が 34 歳で取締役役に抜擢されるが、8 月に飯田新一が急逝したこともあり、最終的には 2003 年に鈴木弘治社長が脱創業家を宣言すると、常務を退いて顧問となり、飯田家による世襲は終了した。

高島屋のように、伝統的な世襲形態が変わったために組織の統制が崩れ、世襲経営その

⁸² 末田智樹、『日本百貨店業成立史：企業家の革新と経営組織の確立』、ミネルヴァ書房、2010 年、92 頁。

⁸³ 事件の経緯については、井本省吾、「高島屋・ダイエー ジグザグ提携のナゾ」、『日経ビジネス』、1981 年 5 月 4 日号に詳しい。

⁸⁴ 有森隆、『創業家物語』、講談社、2008 年、245 頁。

⁸⁵ 「ニューズレター：トップ」、『日経ビジネス』、1983 年 3 月 21 日号、209 頁。

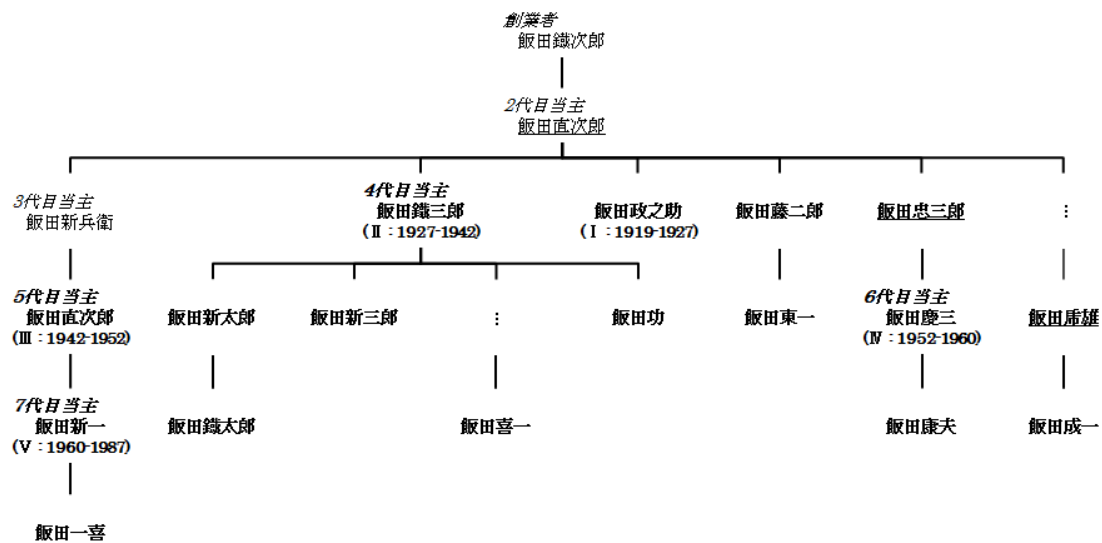


図 4.1 高島屋創業家の家系図と世襲関係

この図は高島屋の創業者一族について、その家系図と世襲関係についてまとめたものである。株式会社化以降に取締役を務めている親族を太字表記、血縁関係のない親族を下線表記とした。また、株式会社化以前の親族については家督を相続した者のみを記載している。括弧内の数字は社長歴任の順番と就任期間を表している。なお、当主の代数については名跡を襲名した順番、および襲名する習慣が無くなった以降は社長歴任の順番に基づいて記載した。

ものが崩れる例は他にもある。たとえば図 4.2 の松坂屋では「宮廷革命」と呼ばれる出来事が起きた。1967 年、16 代目当主の伊藤祐慈は長男の伊藤洋太郎がまだ若いことを理由に、弟の伊藤鈴三郎に社長の座を譲った。その後、伊藤鈴三郎は積極的な経営を展開、伊藤家伝統であった番頭政治を排除するなど先代派の役員を一掃した。積極展開のもとで 1974 年に出店した札幌松坂屋は 200 億円の損失を出していたものの、以降も高槻店や八王子店など拡大路線を緩めなかった。また、この 1974 年には野澤屋(横浜松坂屋)の買収を行っている。こうした結果に起きたのが「宮廷革命」で、1980 年 5 月に任期途中であった伊藤鈴三郎が突然相談役に退き、伊藤洋太郎が社長に就任した。これは、伊藤祐慈が演出したものといわれている⁸⁶。退任理由として公表されたのは、札幌松坂屋の失敗や野澤屋の救済合併により松坂屋本体に悪影響を与えたためという内容であった。退任と同時に、伊藤鈴三郎派の役員も子会社に転出させられるなど、一掃される形となった。しかしながら、この騒動はその後の世襲経営に影を落とすことになる。

1984 年 12 月になると、1933 年の社長就任以来、松坂屋の実権を握ってきた伊藤祐慈が亡くなる。後ろ楯を失った伊藤家は、経営権の保持を目指して新体制作りを検討してい

⁸⁶ 有森隆、『創業者物語』、講談社、2008 年、223 頁。

こうした点を見てみると、株式会社化以降に見られた傍系親族間での世襲は、一族内部での争いを引き起こす一因といえるかもしれない。また、一族内部の争いは結果的に他の取締役や社員にも影響し、伝統的に見られた、組織を安定させるメカニズムが失われていたとも思われる。

一方で、世襲経営の終了のすべてがこうした争いに起因するわけではない。「三家一致の法」が定められていた大丸では、下村兼長が「会社は公器」と公言し、長男を入社させることなく、バブル後の1997年に創業者一族外の奥田務を後任に据えて世襲経営を終えている⁸⁸。また伊勢丹では1990年の秀和による株式買い増し騒動を契機に、もともと不仲がささやかれていた創業家とメインバンクとの関係がさらに悪化、三菱銀行出身の向井重陽会長によって小菅国安社長の辞任が取締役会で決定され、バブル後の業績不振の責任を取る形で世襲経営が終了している⁸⁹。この大丸や伊勢丹での世襲終了は一族内部の要因によるものではない。ここで興味深いのは、図4.3、図4.4に示すようにこの2社では、ともに直系以外の親族を取締役として迎え入れつつも、株式会社後に傍系親族間で世襲されることはなかったという点である。

3 リサーチ・フォーカス

では、こうした傍系親族間での世襲の構図はファミリー企業のパフォーマンスにどのように影響していたのだろうか。一般に、ファミリー企業のメリットの1つとして、資本と経営の集中があげられる。つまり、所有と経営の分離が少ないことから株主と経営者の間のエージェンシー問題は緩和され、分散所有による弊害がないことから株主や経営者として企業価値を最大化させる金銭的なインセンティブや十分な発言力を持つことができる(Morck et al(1988b))。しかしながら、Saito(2008)で指摘されたように、日本では株式をあまり保有しないファミリー企業も一定数存在することが知られている。

表4.1は、2014年現在までに日本の株式市場に上場した全19社について、創業者一族が世襲を終了させた年次や保有する株式比率の合計が5%を下回った年次を、前節までの主要なイベント年とともにまとめたものである。これを見ると、多くの百貨店で創業者一族による世襲が終了するより以前に、株式は保有していなかったことが分かる。こうしたファミリー企業では資本と経営の集中によるメリットは享受できないことになる。

また、世襲経営を行っているファミリー企業ではパフォーマンスが非ファミリー企業に比べて低いことが知られている(Smith and Amoako-Adu(1999), Perez-Gonzalez(2006),

⁸⁸ 有森隆、『創業者物語』、講談社、2008年、75頁。

⁸⁹ 詳細については「不仲説ささやかれる伊勢丹と三菱銀行」、『日経ビジネス』、1992年2月10日号、29頁に詳しい。メインバンクの三菱銀行が、当時高値であったことを理由に伊勢丹株の買戻しに消極的であったことが関係悪化の一因とされている。

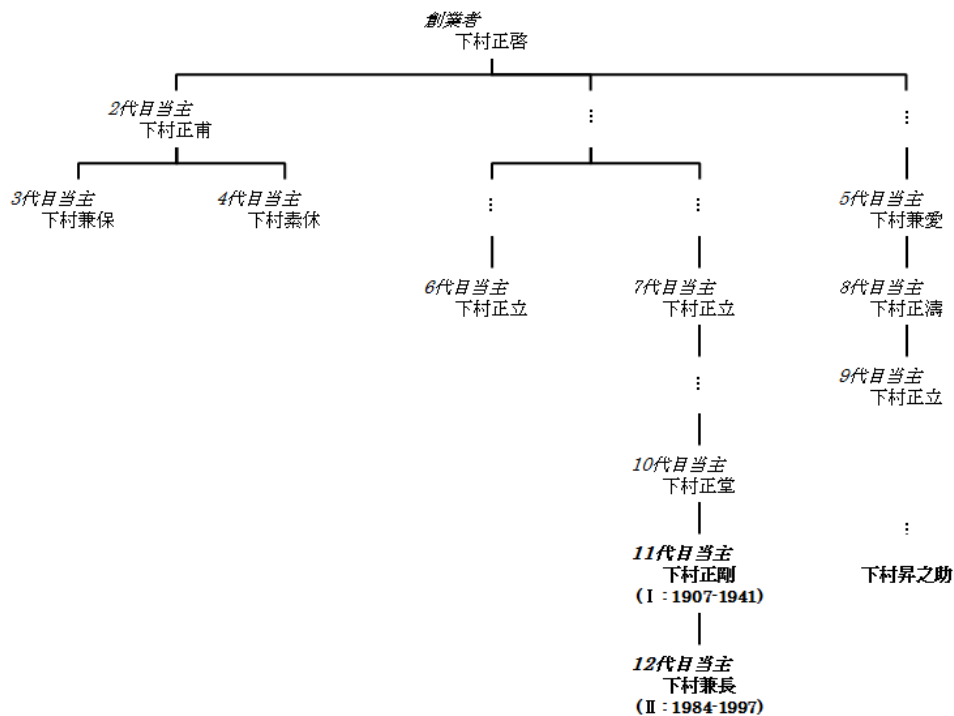


図 4.3 大丸創業家の家系図と世襲関係

この図は大丸の創業者一族について、その家系図と世襲関係についてまとめたものである。株式会社化以降に取締役を務めている親族を太字表記、血縁関係のない親族を下線表記とした。また、株式会社化以前の親族については家督を相続した者のみを記載している。括弧内の数字は社長歴任の順番と就任期間を表している。当主の代数については名跡を襲名した順番、および襲名する習慣が無くなった以降は社長歴任の順番に基づいて記載した。なお、下村昇之助の詳細な血縁関係については不明である。

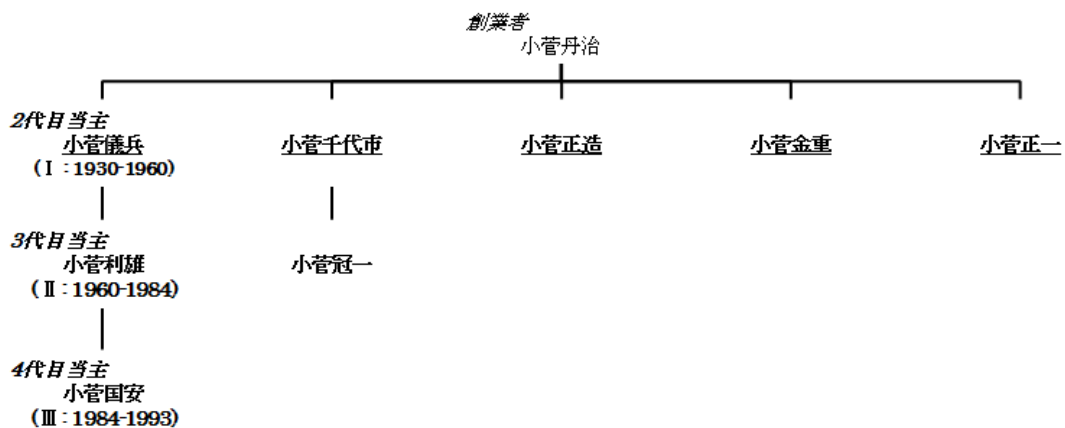


図 4.4 伊勢丹創業家の家系図と世襲関係

この図は伊勢丹の創業者一族について、その家系図と世襲関係についてまとめたものである。株式会社化以降に取締役を務めている親族を太字表記、血縁関係のない親族を下線表記とした。また、株式会社化以前の親族については家督を相続した者のみを記載している。括弧内の数字は社長歴任の順番と就任期間を表している。なお、当主の代数については名跡を襲名した順番、および襲名する習慣が無くなった以降は社長歴任の順番に基づいて記載した。

表 4.1 上場百貨店の一覧

この表は 2014 年現在までに株式上場を行った各百貨店について、創業年、百貨店業への参入年、株式公開年、創業者一族の株式保有比率が 5%を下回った年、創業者一族による世襲経営が終了した年、上場廃止年について示したものである。株式保有については各年度の上位 10 大株主を対象に、創業者一族に係わるものを集計した。なお、1963 年度以前の株式保有比率については会社四季報や各社社史より集計したため、上位 3 大株主までを対象としている期間が存在している。大丸、白木屋、松坂屋、東急百貨店、丸栄については世襲終了年以前にも創業家が就任していない期間が存在する。また、経営統合などが発生した場合には主たる企業を存続会社として上場廃止年などを作成した。

	創業年	百貨店業 参入年	株式 公開年	株式保有 比率< 5%	世襲経営 終了年	上場 廃止年	上場廃止理由
三越	1673	1904	1925	公開時より	設立時より	継続	
高島屋	1831	1919	1926	1949	1987	継続	
大丸	1717	1910	1929	1951	1997	2007	経営統合
松屋	1869	1907	1929	1992	継続	継続	
伊勢丹	1886	1924	1950	1982	1993	2008	経営統合
白木屋	1662	1903	1935	公開時より	1939	1958	合併
松坂屋	1611	1910	1949	1949	1985	継続	
そごう	1830	1919	1949	公開時より	1935	2000	民事再生
東急百貨店	1934	1934	1949	公開時より	1978	2005	完全子会社化
阪急百貨店	1925	1929	1949	公開時より	設立時より	継続	
阪神百貨店	1933	1951	1967	公開時より	設立時より	2005	完全子会社化
岩田屋	1754	1936	1949	1955	2002	2009	完全子会社化
丸栄	1615	1921	1949	公開時より	1989	継続	
井筒屋	1935	1936	1961	公開時より	設立時より	継続	
野澤屋	1864	1910	1961	公開時より	1920	2003	完全子会社化
大和	1923	1923	1949	継続	継続	継続	
さいか屋	1872	1936	1964	2011	継続	継続	
丸物(近鉄)	1920	1926	1949	2000	1977	継続	
名鉄百貨店	1952	1954	1962	公開時より	設立時より	2004	完全子会社化

Villalonga and Amit(2006), Bennedsen et al.(2007), Saito(2008)). こうした世襲経営のデメリットとして、Burkart et al.(2003)は経営者人材の選択肢を一族内だけに狭めてしまうことが、結果として経営者の能力不足につながる可能性がある」と指摘している。さらに、経営者として実権を握っている場合、Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (2000)に代表される一族への利益誘導や私的便益の追求によって企業価値は損なわれるかもしれない。

一方で、McConaughy et al.(1998)や Sraer and Thesmar(2007), Mehrotra et al.(2013)は 2 代目以降が経営している場合であっても、企業パフォーマンスが高いと報告している。これらの実証結果は、世襲経営が平均的には企業業績に負の影響を与える可能性があるものの、すべての世襲経営が必ずしも悪いわけではなく、一部には良い世襲経営というものが存在している可能性を示しているのかもしれない。

Anderson and Reeb(2003a)は創業者一族が経営を代々引き継いでいこうとする点で、ファミリー企業は近視眼的な成果に着目することなく、長期的な視点から企業価値の最大化

を図れているのではないかと指摘している。さらに、Lentz and Laband(1990)は親子間の日頃からのつながりが長期にわたることで、企業特殊な能力を培うことができるのではないかと考えている。双方に類似した考えについて、Bertrand and Schoar(2006)は前者を耐性資本(patient capital)、後者を一族資本(human capital)として紹介した。また、世襲経営が行われている場合、Burkart et al.(2003)が指摘するように経営者候補が限られている点は、反対に次期経営者が明確になりやすく企業内部での過度な出世競争を抑えられるというメリットになるかもしれない。結果、伝統的な世襲経営の中で長年、組織の統一が保たれてきたように、長期的な視点に立った経営が行えた可能性もある。

世襲経営によるこれらのメリットは、これまで指摘されてきた世襲経営のデメリットを相殺しえる。実際に多くの百貨店がファミリー企業として最近まで存続できてきた点は、世襲経営ならではの利点の影響であるのかもしれない。一方、第2節で見た通り、株式会社化以降の創業者一族内で争いが見られたケースなどでは、伝統的な世襲のルールが崩れることで、短期的な成果を求めようとしたり、経営体制の分裂に至ったりすることもあった。こうしたケースではファミリー企業であることの利点が失われ、パフォーマンスの低下につながっているとも考えられる。

表 4.2 では株式会社化以降に各百貨店で起きた社長交代について、その発生確率を交代前後の社長の関係性からまとめた。縦軸は前任の社長がそもそもどのような関係の相手から社長を引き継いだかを、横軸にはどのような関係の相手に社長を引き継いだかを表している。パーセント表記については、該当する属性の社長が観測される各年について、社長交代が発生した確率を示している。まず、創業家社長か非創業家社長かで社長交代のイベント自体の発生確率を見ると、創業家社長の場合は合計で 6.182%(約 16 年に 1 度)の頻度で社長交代が発生している一方、非創業家社長の場合は 13.971%(約 7 年に 1 度)の頻度であり、ファミリー企業の方が有意に社長交代の確立が低い傾向にあった。次に、創業家社長内でどのような世襲が起きているか確認していくと、親から引き継いだ社長の場合(親子関係)、その子への引き継ぎが発生する確率は 2.222%と最も高かった。一方で、兄弟から引き継いだ社長の場合(兄弟関係)はその子に引き継ぐケースは 1.408%で、その他親族から引き継いだ社長の場合(その他親族関係)には全期間を通じて観測されなかった。また、甥などその他の親族に引き継ぐケースがそれぞれ 4.225%、3.797%と、親子関係の場合に比べて有意に多くなっていた。さらに、創業者一族による世襲経営から専門経営者へ社長を引き継ぐケースは、その他の親族関係から引き継いだ前任社長の場合に 5.063%と最も多くなっていた。こうした傾向は、親子での世襲関係ではなく、兄弟や甥などへの世襲をするほど次の世襲候補もより遠戚になることを示しており、結果として創業者一族による世襲が終わる可能性も高まることを示唆している。これは、第2節の事例で確認したのと同様の傾向が百貨店全体で発生していたといえる。なお、専門経営者から創業者一族に社長のポストを戻すケース(創業家化)は 0.088%と限られており、この中には創業者一族が会長を務めているケースもあった。したがって、一度専門経営者に経営の実権が渡ると創業者

表 4.2 社長交代イベントの発生確率

この表は株式会社化以降の各上場百貨店での社長交代の発生確率について、交代前後の社長の関係性から示したものである。縦軸は前任社長がどのような親族関係の相手から経営を引き継いでいるかを、横軸はどのような親族関係の相手に経営を引き継いだかを表している。各パーセント表記は、縦軸の属性の社長が観測される各年について、それぞれの社長交代の発生確率を示している。なお、創業家社長のうち、創業者一族以外から経営を引き継いだ場合を(4)の非親族関係とし、非創業家社長の場合には(5)の専門経営者としてまとめた。括弧内は、専門経営者のうち会長が創業家出身であった場合の傾向を示している。下段には、(2)から(5)での各発生確率を、(1)の親子関係での発生確率と t 検定した結果についてまとめた。*, **, ***は、それぞれ 10%, 5%, 1%水準で有意なことを示している。

		社長交代					
後任社長＝ ＝前任社長	サンプル 企業数		親子関係	兄弟関係	その他 親族関係	専門 経営者	創業家化
創業家社長							
(1) 親子関係	315	5.079%	2.222%	0.952%	0.317%	1.587%	-
(2) 兄弟関係	71	8.451%	1.408%	1.408%	4.225%	1.408%	-
(3) その他親族関係	79	8.861%	0.000%	0.000%	3.797%	5.063%	-
(4) 非親族関係	85	5.882%	0.000%	1.176%	1.176%	3.529%	-
合計	550	6.182%	1.455%	0.909%	1.455%	2.364%	-
非創業家社長							
(5) 専門経営者	680	13.971%	-	-	-	13.088%	0.088%
(会長が創業家)	(54)	(9.259%)	-	-	-	(5.556%)	(3.704%)
t 検定		t 値					
(5)－(1)		4.465***	-	-	-	-	-
(2)－(1)		1.106	-0.434	0.342	2.963***	0.110	-
(3)－(1)		1.281	-1.337	-0.869	2.779***	1.852*	-
(4)－(1)		0.294	-1.386	0.184	0.995	1.134	-

一族による支配を再興させるのは難しいといえる。

こうしたことから、伝統的に行われてきた親子間での世襲を止めて経営を引き継いで行った場合、次期後継者が誰であるか予測しづらくなっていることがうかがえる。また、この結果が世襲経営の終了につながる傾向も見られた。世襲のメリットとして考えられた帝王学や長期的視点といった要素は、前任者と後任者が遠戚であるほど享受しづらくなると考えられるし、次期後継者が分かりづらくなる結果、組織内では創業者一族の構成を理由に派閥などが生まれ、効率的な意思決定は阻まれるかもしれない。

第4節以降では、このような後継者争いなどにつながる世襲関係の不安定さが、企業パフォーマンスにどのように影響していたか確認していく。これは、これまでの先行研究で同様に扱われてきた、創業者の子孫が経営するようなケースであっても、世襲経営による利点が効いているケースと失われているケースが見受けられるためである。つまり、後継者争いが起きづらい環境下での世襲経営にはデメリットだけでなくメリットも存在し、非ファミリー企業との競争の中でも遜色ないパフォーマンスをあげられるとも考えられる。一方で、メリットを享受しづらい傍系親族間での世襲関係では、企業パフォーマンスは低くなっているかもしれない。

4 データ

4.1 サンプル

分析では、1956 年度から 2010 年度に株式上場していた百貨店 19 社を対象とした⁹⁰。データの作成にあたっては日本政策投資銀行の企業財務データバンクより各社の財務データを収集し、欠損が認められる箇所については会社四季報より補っている。また、上位 10 大株主とその持株比率については日経 NEEDS より収集し、欠損が認められる場合には財務データと同様に会社四季報より補った⁹¹。さらに、株価データについては企業財務データバンクで確認できない場合に東洋経済新報社の株価 CD-ROM により補った。各社の創業者の特定には各社社史および東洋経済新報社の『日本会社史総覧』を用いた。なお、経営統合などが見られた場合には、そのうち主たる企業を存続会社として処理している。これら基本的なデータについて欠損のあるものをサンプルから除いた結果、対象期間全体でのサンプル企業数は 830 となった⁹²。

4.2 変数

表 4.3 には分析に用いる主要な変数をまとめた。分析にあたっては第 3 章と同様に、ファミリー企業を創業者一族の持株比率が 5%以上であるか、あるいは創業者一族が社長もしくは会長である企業をファミリー企業と定義した⁹³。また、兄弟での世襲やその他の傍系との世襲が発生しているファミリー企業の特徴を確認するため、それぞれに該当するかどうかでファミリー企業を区分した⁹⁴。兄弟かどうかで傍系親族を区分したのは、より遠戚になるほど、帝王学などのメリットは享受しづらく対立関係も深刻化しやすいなど、パフォーマンスに与える影響が強くなる可能性も考えられるためである。また、表 4.2 で見た親子関係での世襲の他、非親族関係者から経営を引き継いだ創業家社長の場合などを、ファミリー企業(直系その他)としてまとめている。この理由は、対象期間中に非親族関係者からの引き継ぎが見られた松屋や大丸を見ると、創業家での直近の前任者がともに実父

⁹⁰ 対象期間を 1956 年度以降としたのは、証券取引所の再開等により多くの百貨店が当時上場し始めていたこと、またこれにより各社の基本的な財務データが収集可能になっていたことによる。

⁹¹ 1963 年度以前は日経 NEEDS などにより大株主を把握することができなかったため、会社四季報や各社社史より株式保有比率を集計した。そのため、一部期間については保有比率の収集に上位 3 大株主までを対象としている。

⁹² 第 3 節の表 4.1 のうち、白木屋については対象期間の財務データを入手することができなかったため、サンプルから除かれている。

⁹³ 第 3 章でも述べた通り、これは第 2 章の分析と異なった定義となっている。

⁹⁴ 親族の定義上、正確には兄弟も傍系親族に入るが、本章では便宜上、兄弟とその他の傍系血族とをファミリー企業(兄弟)、ファミリー企業(傍系)とした。

表 4.3 変数の定義

この表は第4章の分析で用いる主要な変数について、その定義をまとめたものである。株式時価総額については、1969年以前は年間の、1970年以降は期中の最高株価と最低株価より平均株価をもとめ、期末発行済み株式数と掛け合わせることで算出する。なお、年間株価には会計期間をより長くカバーする年次のものを用いた。

ファミリー関連の変数	定義
ファミリー企業	創業者一族が社長もしくは会長であるか、または創業者一族の株式保有率が5%以上である場合に1をとるダミー変数
ファミリー企業(直系その他)	現社長が前社長と親子関係にある創業者一族の場合など、ファミリー企業のうち、ファミリー企業(兄弟)およびファミリー企業(傍系)にあたらない場合に1をとるダミー変数
ファミリー企業(兄弟)	現社長が前社長と兄弟関係にある創業者一族の場合に1をとるダミー変数
ファミリー企業(傍系)	現社長が前社長と兄弟以外の傍系血縁関係にある創業者一族の場合に1をとるダミー変数
ファミリー保有比率	上位10大株主以内の創業者一族の持株比率の合計
財務関連の変数	定義
ROA	当期純利益/総資産
PBR	株式時価総額/自己資本
総資産(LN)	総資産(の対数)
財務レバレッジ	総資産/自己資本
創業年数(LN)	創業からの年数(の対数)

であり、実質的に親子間での世襲といえるためである。ただし、会長のみが創業者一族である場合なども含まれる定義となっていることから、これらファミリー企業の定義が適切であったかどうかについては、あらためて頑健性の評価を通じて確認していく⁹⁵。

その他、パフォーマンス指標には、ROA および PBR を用いた。さらに、コントロール変数には、企業の基本的な特性を調整するために総資産、財務レバレッジ、創業年数を用いている。これは同様の対象期間で日本ファミリー企業のパフォーマンスを分析した Mehrotra et al.(2013)に倣ったものである。なお、財務関連の変数については一部の対象企業で会社四季報よりその数値を収集しているため、会社四季報で確認できた総資産額、自己資本額、当期純利益額に基づいて定義した⁹⁶。各財務数値は2010年を基準とする消費

⁹⁵ ファミリー企業(兄弟)およびファミリー企業(傍系)に該当する企業は、補足資料の補表4.1にまとめた通りである。なお、対象期間中、婿養子によって経営されるケースは2007年度から2010年度の松屋のみとなっていた。

⁹⁶ そのため ROA については、営業利益ではなく当期純利益を用いている点で、第2章および第3章と異なった定義となっている。また、PBR については、データ上の制約から1969年以前には年間の最高株価および最低株価のみが利用可能であったため、この平均株価を期末発行済み株式数と掛け合わせることで株式時価総額を算出した。1970年以降についてはこれと対応させるため、期中の最高株価と最低株価から算出した期中平均株価を用

者物価指数(持家の帰属家賃を除く総合)で調整している。以降の回帰分析では、これらの変数に加えて年度ダミーを用いた。

4.3 基礎統計量

表 4.4 にはこれらの変数の基礎統計量を示した⁹⁷。ROA, PBR, 総資産, 財務レバレッジ, 創業年数については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施している⁹⁸。なお、以降の主要な分析では異常値処理をしなかった場合にも同様の傾向が示されることを確認している。

ファミリー企業の平均値は 0.442 で、全体の 44.2%が、本章の定義におけるファミリー企業となっていた。また、ファミリー企業(兄弟)とファミリー企業(傍系)はそれぞれ 5.3%と 7.6%で、対象期間中においても一定程度存在していることが分かる。

さらに表 4.5 では、これらの変数をファミリー企業やそのタイプ別に平均値をまとめるとともに、その差の検定を行った。まず ROA について見ると、ファミリー企業全体では 1.4%で非ファミリー企業の 1.7%よりも低い。ファミリー企業のタイプ別には、ファミリー企業(兄弟)でだけ 2.5%と高くなっていたが、これらの差はいずれも有意には認められなかった。反対に、PBR についてはファミリー企業全体では 2.469 倍で非ファミリー企業の 2.357 倍よりも高くなっていたが、各タイプ別にはファミリー企業(兄弟)だけが非ファミリー企業よりも低い傾向にあった。また、PBR ではファミリー企業(兄弟)だけが 5%水準で有意に低くなっていた。こうした傾向は、世襲形態が親子関係に留まらずに兄弟や遠戚の親族まで含むようになると、一族内部の対立の発生や次期後継者が特定されないなどの結果、企業パフォーマンスを低下させるのではないかという考えと一部では整合するものの、必ずしも明確なものではなかった。しかしながら、総資産規模や財務レバレッジ、創業年数といった企業の基本的な特性についてもファミリー企業と非ファミリー企業の間で差が見られることから、第 5 節ではこれらをコントロールしたうえで世襲の影響を確認していく。

5 分析

5.1 世襲形態とパフォーマンス

表 4.6 は ROA と PBR について、ファミリー企業の各変数がどのような影響を持っているかプールド OLS モデルで回帰分析した結果を示している。まず(1)と(3)を見ると、ファミリー企業全体ではそれぞれのパフォーマンス指標に負の係数を示したものの、有意な関

いている。なお、年間株価は、会計期間をより長くカバーする年次のものを利用した。

⁹⁷ 変数間の相関係数については、補足資料の補表 4.2 に示している。

⁹⁸ 異常値処理を行わなかった場合にも、主要な分析については同様の傾向が確認された。

表 4.4 基礎統計量(1956 年度-2010 年度)

この表は分析に用いる主要な変数について、基礎統計量を示している。対象企業は全上場百貨店、対象期間は 1956 年度から 2010 年度とした。このうち財務関連の変数に欠損値を含む企業については除外した。総資産および創業年数は対数を外した値を示している。なお、ROA、PBR、総資産、財務レバレッジ、創業年数については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 4.3 の通りである。

変数	サンプル 企業数	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
ファミリー企業	830	0.442	0.000	0.497	0.000	1.000
ファミリー企業(直系その他)	830	0.313	0.000	0.464	0.000	1.000
ファミリー企業(兄弟)	830	0.053	0.000	0.224	0.000	1.000
ファミリー企業(傍系)	830	0.076	0.000	0.265	0.000	1.000
ファミリー保有比率	830	0.051	0.000	0.112	0.000	0.549
ROA	830	0.016	0.017	0.034	-0.145	0.105
PBR	830	2.407	1.872	1.996	0.277	14.802
総資産(単位: 10億円)	830	125.000	59.300	130.000	10.200	644.000
財務レバレッジ	830	4.871	4.001	3.602	1.002	26.796
創業年数(単位: 年)	830	152.000	109.000	116.652	11.000	395.000

表 4.5 企業属性別の平均値の比較(1956 年度-2010 年度)

この表は分析に用いる主要な変数について、平均値をファミリー企業の各企業属性別に示している。対象企業は全上場百貨店、対象期間は 1956 年度から 2010 年度とした。このうち財務関連の変数に欠損値を含む企業については除外した。総資産および創業年数は対数を外した値を示している。なお、ROA、PBR、総資産、財務レバレッジ、創業年数については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 4.3 の通りである。括弧内は各企業属性の平均値を非ファミリー企業の平均値と t 検定した場合の t 値を、*, **, ***は、それぞれ 10%, 5%, 1%水準で有意なことを示している。

変数	ファミリー企業				非ファミリー 企業
	サンプル企業数	(直系その他)	(兄弟)	(傍系)	
	367	260	44	63	463
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
ファミリー保有比率	0.111 (15.677)***	0.132 (17.021)***	0.125 (30.347)***	0.013 (4.858)***	0.003
ROA	0.014 (-0.881)	0.013 (-1.146)	0.025 (1.398)	0.011 (-1.023)	0.017
PBR	2.469 (0.798)	2.527 (1.073)	1.756 (-2.104)**	2.726 (1.444)	2.357
総資産(単位: 10億円)	85.500 (-8.036)***	79.400 (-7.528)***	67.600 (-3.779)***	123.000 (-1.655)*	156.000
財務レバレッジ	5.274 (2.883)***	5.065 (1.888)*	5.340 (1.349)	6.094 (2.859)***	4.552
創業年数(単位: 年)	140.041 (-2.640)***	127.400 (-3.766)***	154.864 (-0.348)	181.857 (1.323)	161.484

表 4.6 世襲構造とパフォーマンス

この表は ROA および PBR について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、プールド OLS モデルで回帰分析した結果を示している。対象企業は全上場百貨店、対象期間は 1956 年度から 2010 年度とした。総資産(LN)、財務レバレッジ、創業年数(LN)については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 4.3 の通りである。括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝ モデル＝	ROA		PBR	
	プールド OLS		プールド OLS	
	(1)	(2)	(3)	(4)
ファミリー企業	-0.006 (0.004)		-0.217 (0.375)	
ファミリー企業(直系その他)		-0.006 (0.004)		-0.191 (0.356)
ファミリー企業(兄弟)		-0.004 (0.006)		-0.905** (0.346)
ファミリー企業(傍系)		-0.008* (0.004)		0.086 (0.742)
総資産(LN)	0.003 (0.002)	0.004 (0.002)	-0.246 (0.213)	-0.267 (0.216)
財務レバレッジ	-0.002 (0.001)	-0.002 (0.001)	0.230*** (0.070)	0.227*** (0.070)
創業年数(LN)	-0.001 (0.003)	-0.001 (0.003)	0.395* (0.204)	0.395* (0.204)
切片	-0.009 (0.034)	-0.011 (0.035)	2.820 (3.286)	3.104 (3.341)
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	830	830	830	830
自由度調整済決定係数	0.382	0.381	0.458	0.465

係は認められなかった。本章の対象期間中、創業者によって経営されているファミリー企業はなかったため、この結果は 2 代目以降が経営しているファミリー企業でパフォーマンスが低いことを示した先行研究と、大まかには類似したものといえる。一方で、有意性が認められなかった点からは、本章の対象企業に関する限り、必ずしも世襲そのものがパフォーマンスを下げる要因となっていない可能性があるのかもしれない⁹⁹。さらに、ファミリー企業をタイプ別に見た(2)と(4)では、ファミリー企業(直系その他)で ROA、PBR ともに係数に有意性は認められなかった一方で、ファミリー企業(兄弟)が PBR についてマイナスに有意な係数、ファミリー企業(傍系)が ROA にマイナスに有意な係数となっていた。この点から、兄弟や遠戚親族に世襲したケースではパフォーマンスにマイナスの影響があっ

⁹⁹ 第 3 章の表 3.9 の(1)では、創業者経営をコントロールしたうえでのファミリー企業の時価簿価比率が有意にマイナスであった。対象期間の違いなどもあるため、この違いがどのような要因によるものであるかは、付録 A の第 2 節にまとめたデータセットを拡張していくことなどにより、今後の詳細な検討が必要である。

たことが示唆される。

次に、対象期間中に生じた属性変化の件数を見てみると、ファミリー企業(直系その他)からファミリー企業(兄弟)へは3件、ファミリー企業(傍系)へは2件で、非ファミリー企業となったのは6件であった。また、ファミリー企業(兄弟)からファミリー企業(直系その他)へは1件、ファミリー企業(傍系)へは2件、非ファミリー企業へは0件で、ファミリー企業(傍系)からファミリー企業(直系その他)へは2件、ファミリー企業(兄弟)へは0件、非ファミリー企業へは2件であった。これら企業属性の変化の前後でどのような影響があったかを本章ではさらに確認した。具体的には、ファミリー企業(直系その他)、ファミリー企業(兄弟)、ファミリー企業(傍系)へ属性が変化した前後数年間で、それぞれのパフォーマンス指標に有意な違いが見られるか、非ファミリー企業でのパフォーマンスの推移との間に有意な違いが見られるかを分析している。結果は記載していないが、それぞれに一貫した傾向は見受けられなかった。この理由として、対象期間開始時点ですでにそれぞれの属性に分類されている企業を考慮できていない点や、変化前の属性を調整できていない点が考えられる。これには、属性変化の件数自体が限られていることの影響が大きい。

そこで表4.7では、同一企業内で属性が異なっている場合の影響を考慮できるよう、企業単位の固定効果モデルを用いた分析を行っている。また、併せてランダム効果モデルによる分析も行い、推計手法による影響についても考慮した。分析の結果、ここでも表4.6と概ね同様の傾向が示され、ファミリー企業(兄弟)やファミリー企業(傍系)で少なからず企業パフォーマンスと負の関係にあるとうかがえる。一方で、固定効果モデルを用いてPBRについて回帰した(4)では、ファミリー企業(兄弟)の係数の符号は維持されたものの有意性は認められなくなっており、この点では表4.6の傾向は支持されていない¹⁰⁰。

5.2 頑健性の確認

本章では、さらにこれらの結果の頑健性について、ファミリー企業の定義の側面および内生性の側面から確認している。定義の1つとして、これまでの分析ではファミリー企業の株式保有について5%以上であるかどうかを基準に扱ってきた。しかしながら表4.5で見た通り、ファミリー企業のタイプ別に、株式の保有比率は異なっている可能性もある。したがって、この点がファミリー企業それぞれのパフォーマンスに影響していたかもしれない。つまり、株式をより多く保有するファミリー企業(直系その他)では企業価値を高める金銭的なインセンティブがある一方で、株式保有の少ないファミリー企業(傍系)などでは企業価値を高めるよりも様々な経営活動の中で私的便益や役得を追及している可能性があり、結果としてこれが企業パフォーマンスを下げているとも考えられる。また、4.2節ですでに述べた通り、ファミリー企業(直系その他)は様々なタイプのファミリー企業を括った定義となっていた。

¹⁰⁰ F検定、Hausman検定などの結果は、ROAおよびPBRのそれぞれの分析で固定効果モデルの採択を支持した。

表 4.7 世襲構造の変化とパフォーマンス

この表は ROA および PBR について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、ランダム効果、固定効果(企業単位)モデルで回帰分析した結果を示している。対象企業は全上場百貨店、対象期間は 1956 年度から 2010 年度とした。コントロール変数には表 4.6 と同一のものをを用いている。なお、総資産(LN)、財務レバレッジ、創業年数(LN)については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 4.3 の通りである。括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝ モデル＝	ROA		PBR	
	ランダム 効果	固定 効果	ランダム 効果	固定 効果
	(1)	(2)	(3)	(4)
ファミリー企業(直系その他)	-0.006 (0.004)	-0.008 (0.006)	-0.191 (0.356)	-0.360 (0.414)
ファミリー企業(兄弟)	-0.004 (0.006)	-0.012 (0.009)	-0.905*** (0.346)	-0.291 (0.374)
ファミリー企業(傍系)	-0.008* (0.004)	-0.015** (0.006)	0.086 (0.742)	-0.120 (0.618)
切片	-0.011 (0.035)	0.137 (0.141)	3.104 (3.341)	26.874*** (6.066)
コントロール変数	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	830	830	830	830
自由度調整済決定係数	0.426	0.384	0.503	0.557

表 4.8 では、まず、ファミリー企業であるかどうかを経営の側面のみから定義し、創業者一族の株式保有比率については別途コントロール変数として加えた。さらに、ファミリー企業(直系その他)について、親子間で世襲した場合をファミリー企業(直系)とし、非血縁関係者から引き継いだ場合をファミリー企業(その他)、創業者一族が会長のみを務めている場合をファミリー企業(会長のみ)として世襲経営をより詳細に区分した。分析の結果は、ROA について(1)から(3)でファミリー企業(傍系)が、PBR について(6)を除いてファミリー企業(兄弟)がマイナスに有意な傾向にあった。一方で、ファミリー企業(直系)については(1)から(6)のすべてで有意な傾向は見られず、これまでの分析と同様の傾向が見られた。

次に、内生性の影響について検討する。表 4.9 では、これまでの章と同様に、プロペンシティスコア・マッチングによりこの問題について検証した。具体的には、ファミリー企業(直系その他)、ファミリー企業(兄弟)、ファミリー企業(傍系)をそれぞれ被説明変数とし、これらを除いてこれまでの回帰分析に用いた説明変数でロジット推定を行うことでプロペンシティスコアを求めた。この推定したスコアからキャリパー法で 1 対 3 の復元抽出によるマッチングを行い、平均処理効果(ATT)を分析した。なお、キャリパーには、各プロペンシティスコアの標準偏差に 0.25 を乗じた値を用いた。表 4.9 のパネル A にはファミリー企業(直系その他)と非ファミリー企業、パネル B にはファミリー企業(兄弟)と非ファミ

表 4.8 ファミリー企業の定義に対する頑健性の確認

この表は ROA および PBR について各ファミリー企業の変数およびコントロール変数を用い、プールド OLS、ランダム効果、固定効果(企業単位)モデルで回帰分析した結果を示している。対象企業は全上場百貨店、対象期間は 1956 年度から 2010 年度とした。この表の分析では、ファミリー企業(直系その他)のうち、親子間で世襲した場合をファミリー企業(直系)とし、非血縁関係者から引き継いだ場合をファミリー企業(その他)、創業者一族が会長のみを務めている場合をファミリー企業(会長のみ)として区分した。コントロール変数には表 4.6 と同一のものを用いている。なお、総資産(LN)、財務レバレッジ、創業年数(LN)については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 4.3 の通りである。括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝ モデル＝	ROA			PBR		
	プールド OLS	ランダム 効果	固定 効果	プールド OLS	ランダム 効果	固定 効果
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ファミリー企業(直系)	-0.001 (0.006)	-0.001 (0.006)	-0.006 (0.008)	-0.230 (0.441)	-0.230 (0.441)	-0.306 (0.436)
ファミリー企業(兄弟)	-0.001 (0.005)	-0.001 (0.005)	-0.004 (0.008)	-0.790* (0.386)	-0.790** (0.386)	-0.133 (0.501)
ファミリー企業(傍系)	-0.007* (0.004)	-0.007* (0.004)	-0.014** (0.005)	0.069 (0.765)	0.069 (0.765)	-0.180 (0.608)
ファミリー企業(その他)	-0.008 (0.005)	-0.008 (0.005)	-0.006 (0.005)	-0.552 (0.332)	-0.552* (0.332)	-0.670 (0.418)
ファミリー企業(会長のみ)	0.004 (0.005)	0.004 (0.005)	0.008 (0.005)	0.499 (0.745)	0.499 (0.745)	0.336 (0.671)
ファミリー保有比率	-0.016 (0.015)	-0.016 (0.015)	-0.138** (0.055)	-1.522 (1.371)	-1.522 (1.371)	-6.206 (5.471)
切片	-0.010 (0.037)	-0.010 (0.037)	0.133 (0.113)	3.860 (3.542)	3.860 (3.542)	27.142*** (6.308)
コントロール変数	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	830	830	830	830	830	830
自由度調整済決定係数	0.382	0.429	0.399	0.483	0.522	0.573

リー企業、パネル C にはファミリー企業(傍系)と非ファミリー企業との、各パフォーマンス指標の差をそれぞれ示した。分析の結果、ファミリー企業(兄弟)では PBR について有意に負の傾向が見られた。ファミリー企業(傍系)については ROA、PBR とともに ATT がマイナスであったものの、有意な傾向は確認されなかった。したがって、表 4.7 や表 4.8 の固定効果モデルでの傾向とは異なっているものの、ここでも非直系親族間での世襲が企業パフォーマンスを低下させている可能性が一部にはあると示唆された。一方で、一連の分析を通じてファミリー企業(直系その他)の係数にはパフォーマンスに対する有意な傾向は認められなかった。なお、マッチングのバランス・テストの結果、ファミリー企業(兄弟)およびファミリー企業(傍系)の変数で標準化バイアスが 10%を上回るものもあったが、処理

表 4.9 内生性に対する頑健性の確認

この表は、プロペンシティスコア・マッチングにより各タイプのファミリー企業の平均処理効果(ATT)を分析することで、表 4.6 の分析結果の頑健性を確認したものである。対象企業は全上場百貨店、対象期間は 1956 年度から 2010 年度とした。プロペンシティスコアは、ファミリー企業(直系その他)、ファミリー企業(兄弟)、ファミリー企業(傍系)をそれぞれ被説明変数とし、表 4.6 で用いたコントロール変数によってロジット推定して求めた。この推定したスコアをもとにキャリパー法で 1 対 3 の復元抽出によるマッチングを行っている。なお、キャリパーには各スコアの標準偏差に 0.25 を乗じた値を用いた。パネル A はファミリー企業(直系その他)と非ファミリー企業を、パネル B はファミリー企業(兄弟)と非ファミリー企業を、パネル C はファミリー企業(傍系)と非ファミリー企業を比較した結果である。ROA、PBR については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 4.3 の通りである。ロジットモデルの推計結果およびマッチングのバランス・テストの結果は、補足資料の補表 4.3、補表 4.4 に示した。また、*、**、***は、それぞれ 10%、5%、1%水準で有意なことを示している。

パネル A ファミリー企業(直系その他)						
[処理群＝ファミリー企業(直系その他), 対照群＝非ファミリー企業]						
	ATT	t 値	標準誤差	サンプル企業数		処理群 除外数
				合計	処理群数	
ROA	-0.003	-0.890	0.003	1,040	260	0
PBR	-0.187	-0.881	0.213	1,040	260	0
パネル B ファミリー企業(兄弟)						
[処理群＝ファミリー企業(兄弟), 対照群＝非ファミリー企業]						
ROA	0.002	0.647	0.003	176	44	0
PBR	-0.662***	-3.206	0.207	176	44	0
パネル C ファミリー企業(傍系)						
[処理群＝ファミリー企業(傍系), 対照群＝非ファミリー企業]						
ROA	-0.003	-0.401	0.007	244	61	2
PBR	-0.568	-1.426	0.398	244	61	2

群と対照群の平均値を t 検定した場合に有意な違いは見られなかった¹⁰¹。したがって、マッチングによって両群の調整は概ねできているといえる。

6 結論

本章では、日本の百貨店業界を対象に、ファミリー企業の世襲構造とそのパフォーマンスについて分析した。分析の焦点は、長期間に渡って世襲が行われてきた背景について考察し、創業者一族内部での血縁関係がどのような影響を企業パフォーマンスに与えているか検証することであった。1600 年代からの世襲の歴史を振り返ると、株式会社化以前の個人商店時代には、長子相続や別家制度など、次期経営者を明確にする制度やサポートしていく制度が整えられていたことが分かった。また、一族内で競業することが禁止されるなど、創業者一族内での対立を起しづらくする制度も存在していた。一方で、株式会社化

¹⁰¹ ロジット推定の結果、バランス・テストの結果について補足資料の補表 4.3 および補表 4.4 に示す通りである。

以後には多くの親族が経営に係わるようになっており、松坂屋や高島屋では傍系親族間で対立が生じ、企業経営を混乱させているようなケースも見受けられた。さらに、財務データを用いて分析した結果、伝統的な長子相続をせずに、兄弟間やその他の傍系親族間で世襲が行われた場合に企業パフォーマンスが低い傾向にあった。このことは、長く世襲が続けられていた頃に機能していた帝王学や、次期後継者の明確化といったメリットを享受しづらい傍系親族間での世襲が、結果として創業者一族間での対立を深める要因ともなり、企業経営を非効率にしていたこと示唆している。

本章では創業者一族の血縁関係に着目して分析を行った。先行研究のほとんどでは、創業者一族を共通の目的やインセンティブを持った1つのコミュニティとして捉えてきており、創業者一族の対立が企業パフォーマンスを低下させてしまう可能性について、直接分析したものは筆者の知る限り、これまでになかった。現実には、創業者一族が内紛を起こす例がいくつか知られている。したがって、この点を、分析を通じて示唆したことは、本章の貢献と考えられる。

一方で、分析の対象が百貨店業界に限られていた点は、高度経済成長期やバブル経済後にこのような世襲の影響がどのようになっていたか、属性変化前後でのパフォーマンスの推移がどうなっていたかなど、より詳細な分析を行っていくうえで、いくつかの限界をもたらすものであった。しかしながら、この点についても、今後、様々な資料からより拡張的なデータセットを構築していくことで、本章で得られた示唆について、発展的な検証を行えていけるものと期待される。

補足資料

補表 4.1 ファミリー企業

この表はファミリー企業(兄弟)およびファミリー企業(傍系)に該当する企業について、社長名および該当年度をまとめたものである。

ファミリー企業(兄弟)		
松坂屋	伊藤鈴三郎	1967 年度～1978 年度
岩田屋	中牟田栄蔵	1985 年度～1988 年度
大和	宮太郎	1962 年度～1988 年度
さいか屋	岡本洋三	2010 年度
ファミリー企業(傍系)		
高島屋	飯田慶三	1956 年度～1959 年度
	飯田新一	1960 年度～1986 年度
松屋	古屋龍太郎	1974 年度～1978 年度
	古屋浩吉	2003 年度～2006 年度
	秋田正紀	2007 年度～2010 年度
松坂屋	伊藤洋太郎	1979 年度～1984 年度
岩田屋	中牟田健一	1989 年度～2001 年度

補表 4.2 変数間の相関係数(1956 年度-2010 年度)

この表では、第 4 章の分析に用いた主要な変数について相関係数を示している。対象企業は全上場百貨店、対象期間は 1956 年度から 2010 年度とした。このうち財務関連の変数に欠損値を含む企業については除外した。総資産(LN)、財務レバレッジ、創業年数(LN)については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 4.3 の通りである。

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1) ファミリー企業	1.000									
(2) ファミリー企業(直系その他)	0.759	1.000								
(3) ファミリー企業(兄弟)	0.266	-0.160	1.000							
(4) ファミリー企業(傍系)	0.322	-0.194	-0.068	1.000						
(5) ファミリー保有比率	0.478	0.492	0.157	-0.097	1.000					
(6) ROA	-0.031	-0.042	0.062	-0.036	-0.041	1.000				
(7) PBR	0.045	0.049	-0.063	0.051	-0.096	-0.052	1.000			
(8) 総資産(LN)	-0.202	-0.208	-0.110	0.080	-0.331	-0.015	-0.101	1.000		
(9) 財務レバレッジ	0.100	0.036	0.031	0.097	0.114	-0.280	0.345	-0.246	1.000	
(10) 創業年数(LN)	-0.092	-0.174	-0.019	0.148	-0.429	-0.054	0.102	0.417	-0.070	1.000

補表 4.3 プロペンシティスコアの推計

この表はファミリー企業(直系その他)、ファミリー企業(兄弟)、ファミリー企業(傍系)について表 4.6 の分析で用いたコントロール変数によって、ロジットモデルで回帰分析した結果を示している。表 4.9 では、この推計結果をもとにプロペンシティスコアを算出した。対象期間は 1956 年度から 2010 年度で、対象企業は全上場百貨店のうち、(1)ではファミリー企業(直系その他)と非ファミリー企業、(2)ではファミリー企業(兄弟)と非ファミリー企業、ファミリー企業(傍系)と非ファミリー企業とした。総資産(LN)、財務レバレッジ、創業年数(LN)については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施した。各変数の定義は、表 4.3 の通りである。括弧内はクラスターとして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。

被説明変数＝	ファミリー企業(直系その他)	ファミリー企業(兄弟)	ファミリー企業(傍系)
対象企業＝	ファミリー企業(直系その他)	ファミリー企業(兄弟)	ファミリー企業(傍系)
	+ 非ファミリー企業	+ 非ファミリー企業	+ 非ファミリー企業
モデル＝	ロジット	ロジット	ロジット
	(1)	(2)	(3)
総資産(LN)	-0.366 (0.460)	-0.187 (0.650)	0.308 (0.702)
財務レバレッジ	0.031 (0.066)	0.277* (0.168)	0.171** (0.079)
創業年数(LN)	-0.200 (0.467)	0.189 (0.730)	0.647 (0.584)
切片	6.892 (7.924)	-14.026 (12.312)	-10.043 (10.322)
年度ダミー	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	723	268	497
疑似決定係数	0.078	0.074	0.120

補表 4.4 プロペンシティスコア・マッチングのバランス・テスト

この表は、表 4.9 で行ったプロペンシティスコア・マッチングについて、そのバランス・テストの結果を示したものである。それぞれ各タイプのファミリー企業を処理群とし、非ファミリー企業を対照群として、マッチング後の各変数の平均値と標準化バイアスを記している。総資産(LN)、財務レバレッジ、創業年数(LN)については異常値処理のため上下 1%で winsorization を実施している。また、各変数の定義は表 4.3 の通りである。

プロペンシティスコア＝	ファミリー企業(直系その他)			ファミリー企業(兄弟)			ファミリー企業(傍系)		
	平均値			平均値			平均値		
	処理群	対照群	標準化	処理群	対照群	標準化	処理群	対照群	標準化
	(1)	(2)	バイアス	(3)	(4)	バイアス	(5)	(6)	バイアス
総資産(LN)	17.855	17.888	-3.5%	17.699	17.529	19.1%	18.439	18.431	0.9%
財務レバレッジ	5.065	4.835	6.8%	5.340	5.069	14.3%	5.416	6.550	-25.3%
創業年数(LN)	4.490	4.513	-2.7%	4.637	4.700	-7.0%	5.122	5.117	0.8%

本論文の結論と今後の課題

これまで多くのファミリー企業研究が行われてきた。これは La Porta et al.(1999)などによって、Berle and Means(1932)が指摘するような分散保有型の企業が、従来考えられていたよりも少ないことが知られてきたためである。また、株式を集中保有されている企業の多くがファミリー企業であった。この結果は、十分に発展した国にあってもファミリー企業が経済的に一定の規模を有していることを示唆した。

所有と経営の分離、株式の分散保有を焦点に様々な研究が行われてきたコーポレート・ガバナンス分野において、こうした事実は注目されるものであり、ファミリー企業に関心を集めるようになった。しかしながら、ファミリー企業の研究を進めていくことは単にその特徴を理解するための示唆を得るだけに留まらない。つまり、ファミリー企業がどのような行動を選択し結果どのようなパフォーマンスを示すのか、所有と経営の一致などの特徴がどのように維持されてきたのかを分析することは、従来のコーポレート・ガバナンス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、双方のメリットやデメリットがどのような状況で生かされてくるのかという点についての将来的な理解を深めることにもつながると考えられる。

このような中で、近年、ファミリー企業のパフォーマンスに限らず、設備投資などのより具体的な企業行動に関する研究も増えてきた。一方で、コーポレート・ファイナンス分野において日本のファミリー企業を対象とした研究は限られていた。

本論文では、まず 2001 年度から 2010 年度の全上場企業を対象として、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。そのうえで、このデータセットを中心に、ファミリー企業の資本構成、関連当事者との取引実態、世襲経営の構造といったテーマに取り組んでいる。

第 2 章ではファミリー企業の資本構成について、日本ではじめて分析した。分析の焦点は、創業者一族が経営参加や株式保有を通じて、どのような影響を資本構成に与えているかを検証することであった。結果は、5%以上の株式保有をとまなうファミリー企業で負債を活用する傾向が見られた。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、負債比率を低下させる傾向も見られ、ファミリー企業の負債比率の高さが非ファミリー企業にとっては好ましくないものとなっていることが間接的に示唆された。こうした結果は、創業者一族が議決権を保持し、企業支配を続けるために資本構成をコントロールしていることを示唆するものであった。

さらに第 2 章では、この負債比率の高さが実際に持株比率の低下を避けようとしたものであるかどうかを、増資行動について分析することで確認した。これは先行研究でも扱われていない論点であり、第 2 章の貢献の 1 つとも思われる。分析の結果、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があるなど、負債比率の高さが議決権保

持の結果であることが示唆された。加えて、増資手段について見てみた結果、創業者一族が株式を保有すると同時に経営に参加しているファミリー企業などで第三者割当増資を避ける傾向にあり、株式を広く分散させることで外部に大株主ができるのを避けている可能性も示唆された。

一方、ファミリー企業で負債の利用を避けるような傾向は見られず、創業者一族が経営のポストや資産を守るためにデフォルトリスクに対して回避的な行動を取っている可能性は分析を通じて、ほとんど観測されなかった。

第 2 章の分析は、この議決権保持の行動が外部株主や債権者とのエージェンシー問題としてどの程度深刻なものであるか、といった点には直接的には触れられていない。これは分析の目的が、まず日本のファミリー企業における現状を確認することにあつたためである。また、どのような持株比率の水準で議決権保持の行動が見られるのか、あるいはどのような水準を下回ると行動が見られなくなるのかといった点も、ファミリー企業がどのように分散保有や所有と経営の分離を選択していくのか考察していくうえで重要であると思われる。今後も、本論文で収集した網羅的なデータを用いて分析していくことで、これらの点について様々な検討を重ねていけるものと考ええる。

第 3 章では、日本において関連当事者取引がどの程度の件数、どの程度の金額規模で行われているか調べた。筆者の知る限り、日本の関連当事者取引について情報を収集し、報告している研究はこれがはじめてである。さらに、この関連当事者取引がどのような企業で生じる傾向にあるか、この取引情報がファミリー企業の行動やパフォーマンスの違いに表れてくるものであるかどうかを第 3 章では検証している。分析の焦点は、これまでに数多く研究されてきた創業者一族による外部株主の搾取の実態などを、関連当事者取引のデータからより直接的に分析できるかどうか確認することであつた。つまり、関連当事者取引が純粋に企業競争上で必要なものであるから行われている場合、取引の情報は企業行動やパフォーマンスの違いを説明するものではないかもしれない。

2005 年度から 2010 年度にわたる 1 部 2 部上場企業および地方上場企業を対象に分析した結果は、経営者等との間での個人的な関連当事者取引は全体で 700 億円から 1,200 億円の規模で毎年行われていた。こうした取引の多くはファミリー企業で発生しており、この傾向は持株比率が高まるほど強くなることが示唆された。

また、配当行動の側面から関連当事者取引の情報の有用性について分析した結果、関連当事者取引を行うファミリー企業で配当が抑制される傾向にあつた。これは関連当事者取引が創業者一族の現金収入獲得のプロセスとして機能していることを示唆した。さらに、関連当事者取引が外部株主にどのように評価されているかを分析した結果は、持株比率の低いファミリー企業で関連当事者取引があつた場合に、時価簿価比率が低くなる傾向が示された。

どのような場合に関連当事者取引がトンネリングとして機能し、こうした傾向を強めているのか、またスポット的に発生するプロッピングとしての関連当事者取引の情報をどの

ように捉えていくべきかなど、第3章の分析は、今後のより詳細な検証が必要だといえる。一方で、ファミリー企業において関連当事者取引が発生し、これが配当行動や株価の違いにつながっている可能性を示唆した点で、第3章の分析は意義のあるものと思われる。

最後に第4章では、日本の百貨店業界を対象に、ファミリー企業の世襲構造とそのパフォーマンスについて分析してきた。分析の焦点は、長期間に渡って世襲が行われてきた背景について考察し、創業者一族内部での血縁関係がどのような影響を企業パフォーマンスに与えているか検証することであった。このことは結果として、世襲経営がどのようにして成立し、どのような場合に非ファミリー企業への転換が生じるのか、といった論点にもつながっていくものである。

1600年代からの各社の世襲の歴史を振り返ると、株式会社化以前の個人商店時代には、長子相続や別家制度など、世襲経営をスムーズに行うための制度が整えられていたことが分かった。また、一族内で競業することが禁止されるなど、創業者一族内での対立を起こしづらくする制度も併せて存在していた。一方で、株式会社化以後には多くの親族が経営に係わるようになっており、松坂屋などのように傍系親族間で対立するケースも見受けられた。

さらに、財務データを用いて分析した結果、伝統的な長子相続をせずに、兄弟間やその他の傍系親族間で世襲が行われた場合にROAやPBRで非ファミリー企業よりも低い傾向が一部で示された。このことは、長く世襲が続けられていた頃に機能していた帝王学や、次期後継者の明確化といったメリットを享受しづらい傍系親族間での世襲が、結果として創業者一族間での対立を深める要因ともなり、企業経営を非効率にしていたこと示唆している。実際に、過去の世襲の推移を見てみると、傍系親族間で世襲するケースでは、次期経営者もより遠戚な親族から選択される傾向、創業者一族以外から採用される傾向があり、世襲経営の終了につながっていったものと思われる。

先行研究のほとんどでは、創業者一族を共通の目的やインセンティブを持った1つのコミュニティとして捉えてきた。これに対して第4章の分析は創業者一族間の対立関係に着目し、分析を行った。現実には、創業者一族が内紛を起こす例がいくつも知られている中、こうした側面からの分析は、筆者の知る限り行われてこなかった。したがって、この点は、第4章の貢献と考えられる。

一方で、分析の対象が百貨店業界に限られていた点は、高度経済成長期などの経済動向が世襲経営にどのように影響していたかなど、より詳細な分析を行ううえで、いくつかの限界をもたらすものであった。しかしながら、この点についても、今後、様々な資料からより拡張的なデータセットを構築していくことで、どのようにして世襲経営が終了していくかなど、発展的な検証を行っていただけるものと期待される。

以上のように、本論文では日本のファミリー企業について、様々な側面から分析を加えた。これは、ファミリー企業のより具体的な行動、構造を捉えることで、その理解を深めようとするものであった。ファミリー企業が経済的にインパクトを持つ存在である点、フ

ファミリー企業が独自の理由から企業行動を選択している点は、ファミリー企業を対象としない分析の中でも、これらの影響を考慮した分析を行う必要を示唆するものであるかもしれない。このほか、従来研究の対象とされてきた所有と経営や分散保有が、どのように選択されていくのかという点について将来的な理解を深めるためにも、ファミリー企業の研究は意義のあるものである。第 2 章で見た資本構成の分析は、どのようにして創業者一族が企業の支配を継続させているのかを検討しており、今後、増資行動や負債比率の変化についてより詳細な分析をすることで、この分散保有などが選択されていく背景について示唆を得られるものと思われる。また第 3 章では、創業者一族によるトンネリングなどの実態を関連当事者取引の面から観測できる可能性を示しており、収集したデータをもとにファミリー企業における利益誘導などの問題を直接的に今後検証していくことで、ファミリー企業のメリットやデメリット、翻って非ファミリー企業のメリットあるいはデメリットについて示唆を得られるものと思われる。第 4 章での世襲構造についての分析は、過去どのようにしてファミリー企業が存続したかを一族内部の要因から検討したもので、さらなる分析によって、非ファミリー企業へと移行していく背景についてより詳細な検討が行えると思われる。

これらは本論文に残された課題であるが、分析を発展させていくことで、新たな示唆が得られるものと期待される。

付録 A 日本におけるファミリー企業

1 2001 年度以降のファミリー企業¹⁰²

付録 A では、第 2 章で用いたファミリー企業のデータセットを用い、創業者一族の株式保有や経営参加について、2001 年度以降の日本の全上場企業における現状をまとめた。また本論文が対象として来なかった、1962 年度から 2000 年度のファミリー企業の推移についても併せて記載している。

表 A.1 には、第 2 章で用いた対象企業の 2010 年度時点での創業者一族の株式保有比率と経営への参加の状況を示した。また各パネルは、全上場企業、1 部 2 部上場企業(地方上場企業を含む)、新興市場上場企業別にまとめている。まずパネル A を創業者一族による株式の保有比率別に見ると、2,989 社のうち 5%以上の株式を創業者一族が保有する企業は合計すると 1,471 社(49.21%)で、50%以上を保有するケースも 211 社(7.06%)で観測された。また、創業者一族が第 1 位の大株主である企業は合計で 1,094 社(36.60%)であった。次に、経営への参加状況を見ると、680 社(22.75%)で創業者が会長または社長であり、創業者一族による世襲は 715 社(23.92%)で確認された。なお、創業者および創業者子孫がともに経営に参加している場合には、創業者としてカウントしている。これらの結果からも、創業者一族が経営している場合、ある程度の株式保有を伴うことが多いとかがえる¹⁰³。一方で、株式保有が 5%に満たないものの創業者一族が経営しているケースは合計で 196 社(6.55%)と一定数存在していた¹⁰⁴。また、創業者一族が経営に参加せず、株式保有も 5%を下回る非ファミリー企業は合計すると 1,322 社(44.22%)であり、日本の上場企業において、ファミリー企業が数多く存在していることが分かる。さらに、上場市場で区分してこれらの傾向をまとめたパネル B、パネル C を見ると、新興市場に上場する企業でより多く創業者が経営に参加し、これに伴って株式保有もより集中する傾向にあることがうかがえる。

第 2 章で触れた通り、創業者一族の経営参加を社長のみとするべきか、会長を含めるべきかは議論を必要とする点である。会長も含めて集計した表 A.1 では、創業者一族が経営に参加し、または 5%以上の株式を保有するファミリー企業は 2,989 社中 1,667 社(55.77%)

¹⁰² 本節では、会長および社長が創業者一族であるか、あるいは 5%以上の株式を保有している場合をファミリー企業とした。

¹⁰³ 創業者一族以外の社長が同時に上位 10 大株主である企業は 2010 年度時点で 55 社観測された。しかし、このうちでも最大株主が創業者一族である場合や、共同創業者などが本論文の定義上の関係で創業者一族以外とされている場合も多くあった。このことから、経営者の持株比率を議論する場合、そのほとんどにおいてファミリー企業の影響を考える必要があるといえる。

¹⁰⁴ Saito(2008)では、ファミリー企業を最大株主の面から定義している点、1 部 2 部上場企業を対象に分析している点で、株式保有を伴わないファミリー企業の割合はより多く報告されている。

表 A.1 創業者一族の株式保有と経営(2010 年度)

この表は 2010 年度時点の全上場企業(金融業・公的産業および創業者一族が不明な企業を除く)について、創業者一族の会長および社長への就任状況と株式保有比率から企業数をまとめたものである。横軸は会長および社長に、創業者、創業者の子孫(世襲)、創業者一族以外の専門経営者のいずれかが就任しているかを、縦軸は創業者一族の持株比率の水準を示している。なお、会長および社長のいずれかに創業者が就任している場合には創業者として集計し、そうでない場合に会長および社長のいずれかが創業者の子孫である時には世襲として集計した。パネル A には全上場企業を対象とした結果を、パネル B には 1 部 2 部上場企業および地方上場企業を対象とした結果を、パネル C には新興市場上場企業を対象とした結果を、それぞれ示した。パーセント表記は、各パネルの合計社数に対する比率を示している。

パネル A 全上場企業							
会長・社長＝ ＝保有比率	創業者		世襲		創業者一族以外		合計
	社数	%	社数	%	社数	%	
0%	13	0.43%	91	3.04%	1,205	40.31%	1,309
0%超, 5%未満	23	0.77%	69	2.31%	117	3.91%	209
5%以上, 20%未満	110	3.68%	216	7.23%	176	5.89%	502
20%以上, 50%未満	392	13.11%	284	9.50%	82	2.74%	758
50%以上	142	4.75%	55	1.84%	14	0.47%	211
合計	680	22.75%	715	23.92%	1,594	53.33%	2,989
最大株主	564	18.87%	388	12.98%	142	4.75%	1,094
パネル B 1 部 2 部上場企業(地方上場企業を含む)							
0%	6	0.29%	89	4.23%	1,035	49.24%	1,130
0%超, 5%未満	13	0.62%	63	3.00%	79	3.76%	155
5%以上, 20%未満	50	2.38%	181	8.61%	115	5.47%	346
20%以上, 50%未満	175	8.33%	167	7.94%	43	2.05%	385
50%以上	60	2.85%	19	0.90%	7	0.33%	86
合計	304	14.46%	519	24.69%	1,279	60.85%	2,102
最大株主	251	11.94%	240	11.42%	93	4.42%	584
パネル C 新興市場上場企業							
0%	7	0.79%	2	0.23%	170	19.17%	179
0%超, 5%未満	10	1.13%	6	0.68%	38	4.28%	54
5%以上, 20%未満	60	6.76%	35	3.95%	61	6.88%	156
20%以上, 50%未満	217	24.46%	117	13.19%	39	4.40%	373
50%以上	82	9.24%	36	4.06%	7	0.79%	125
合計	376	42.39%	196	22.10%	315	35.51%	887
最大株主	313	35.29%	148	16.69%	49	5.52%	510

であった。一方、表 A.1 には記載していないが、社長のみとした場合には、1,614 社(54.00%)であり、定義の違いによるファミリー企業の割合には大きな差は見られなかった。したがって、この点はファミリー企業全体の傾向を捉えるうえで、分析結果に与える影響は少ないものと思われる。また、経営参加の側面からその内訳を見ると、創業者が経営するケースが 463 社(15.49%)、世襲経営の見られるケースが 685 社(22.92%)、創業者一族以外が経営するケースが 1,841 社(61.59%)であった。

表 A.2 には 2010 年度時点でファミリー企業が産業別にどのように分布しているかをまとめている。ファミリー企業の割合が多い産業は、小売業(75.94%)、その他製品(74.75%)、

表 A.2 産業特性とファミリー企業(2010 年度)

この表は 2010 年度時点の全上場企業(金融業・公的産業および創業者一族が不明な企業を除く)について、産業別に、会長および社長が創業者一族である企業数、創業者一族が 5%以上の株式を保有する企業数、双方のいずれかに該当するファミリー企業数をまとめたものである。業種の分類は証券コード協議会における業種にしたがっている。

業種名	ファミリー	会長・社長		5%以上	非ファミリー	合計
	企業	創業者	世襲	保有	企業	
水産・農林業	7	3	3	7	3	10
鉱業	0	0	0	0	7	7
建設業	60	13	36	47	94	154
食料品	58	10	39	51	69	127
繊維製品	19	1	14	17	39	58
パルプ・紙	7	1	6	5	13	20
化学	80	14	51	67	106	186
医薬品	32	4	21	22	17	49
石油・石炭	1	0	0	1	12	13
ゴム製品	9	1	7	7	11	20
ガラス・土器	22	2	17	15	35	57
鉄鋼	9	0	7	5	37	46
非鉄金属	5	1	4	3	26	31
金属製品	43	4	35	38	40	83
機械	107	32	63	86	106	213
電気機器	132	47	59	107	121	253
輸送用機器	34	3	22	27	62	96
精密機器	23	11	7	19	20	43
その他製品	74	16	39	69	25	99
陸運業	14	4	10	8	41	55
海運業	4	0	3	2	12	16
空運業	0	0	0	0	4	4
倉庫・運輸業	13	2	9	9	23	36
情報・通信業	186	130	20	172	93	279
卸売業	200	61	97	181	115	315
小売業	243	118	98	232	77	320
不動産業	61	45	5	59	37	98
サービス業	224	157	43	215	77	301
合計	1,667	680	715	1,471	1,322	2,989

サービス業(74.42%)、水産・農林業(70.00%)、情報・通信業(66.67%)であった。一方、少ない産業は、鉱業(0.00%)、空運業(0.00%)、石油・石炭(7.69%)、非鉄金属(16.13%)、鉄鋼(19.57%)であった。こうした点からは、ファミリー企業が重厚長大な産業になるほど少ない傾向にあることがうかがえる。しかし、この傾向は創業者経営かどうかなど詳細の側面から見ると一様なものではないことが分かる。創業者が経営する企業が多い産業は、サービス業(52.16%)、情報・通信業(46.59%)、不動産業(45.92%)であった。一方、世襲経営が多い産業は、医薬品(42.86%)、金属製品(42.17%)、その他製品(39.39%)であった。また創

業者一族が 5%以上の株式を保有する企業が多い産業は、小売業(72.50%)、サービス業(71.43%)、水産・農林業(70.00%)であった。

図 A.1 は 2001 年度から 2010 年度にかけて、上場企業の中でのファミリー企業数の推移をまとめたものである。ここでは、ファミリー企業のうち、会長および社長が創業者である場合をファミリー企業(創業者)とし、これに該当しない場合に会長および社長が創業者の子孫であるケースをファミリー企業(世襲)、創業者一族が会長でも社長でもないケースをファミリー企業(専門経営者)とした。2010 年度時点では対象企業 2,989 社中、ファミリー企業(創業者)が 680 社(22.75%)、ファミリー企業(世襲)が 715 社(23.92%)、ファミリー企業(専門経営者)が 272 社(9.10%)で、2001 年度時点の 2,906 社中では、それぞれ 660 社(22.71%)、687 社(23.64%)、176 社(6.06%)となっていた。したがって、グラフの推移からも見られるように、創業者一族が経営に参加せず株式保有のみをしているファミリー企業(専門経営者)で若干だけ割合が増加する傾向にある一方で、全体的にはファミリー企業が安定的に一定数存在していることが分かる。

さらに図 A.2 では、対象期間中にこれらの企業がどのように属性変化していたのかを表している。たとえば、2001 年度にファミリー企業(創業者)に区分されていた企業 660 社のうち 437 社は 2006 年度時点でも属性を維持させた一方で、91 社はファミリー企業(世襲)へ、55 社はファミリー企業(専門経営者)へと属性を変化させていた。これらの推移を見ると、非ファミリー企業からファミリー企業への変化が少ない傾向にあるとうかがえる。また、ファミリー企業(創業者)やファミリー企業(世襲)からの変化を見ると、対象期間全体では、非ファミリー企業への変化よりファミリー企業(専門経営者)への変化の方がわずかなではあるが多いこともうかがえる。したがって、ファミリー企業の推移の基本的な傾向の 1 つとして、まず経営から退き、その後に株式を手放していくことで非ファミリー企業に移って行っているといえるかもしれない。同様の傾向はアメリカ企業を対象に分析した Kłasa(2007)などでも指摘されている。しかしながら、この傾向は極めてわずかなものであり、第 4 章で見た百貨店業界での傾向とも異なるものである。この点は付録 A でのデータが、新興市場も含めたより直近の状況であることも影響しているかもしれない¹⁰⁵。

以上のように、ファミリー企業は日本の上場企業においても数多く存在している。では、ファミリー企業の企業規模などの割合はどうなっているのだろうか。図 A.3 から図 A.5 では、この点について、総売上高、総資産額、株式時価総額合計のそれぞれについて、対象企業全体の中でファミリー企業がどの程度のシェアを占めているかを示している。図 A.3 の売上高について 2010 年度時点の数値を確認すると、約 571 兆円のうち、ファミリー企業(創業者)が約 29 兆円、ファミリー企業(世襲)が約 91 兆円、ファミリー企業(専門経営者)が約 26 兆円で、全上場企業の 26%程度を占めていた。また、こうした傾向は図 A.4 の総資産額や図 A.5 の株式時価総額を見た場合にも概ね同様の割合を示しており、対象期間全体を

¹⁰⁵ 実際に、次節で 1962 年度から 2000 年度の推移を見た場合には、こうした傾向は弱まっていた。

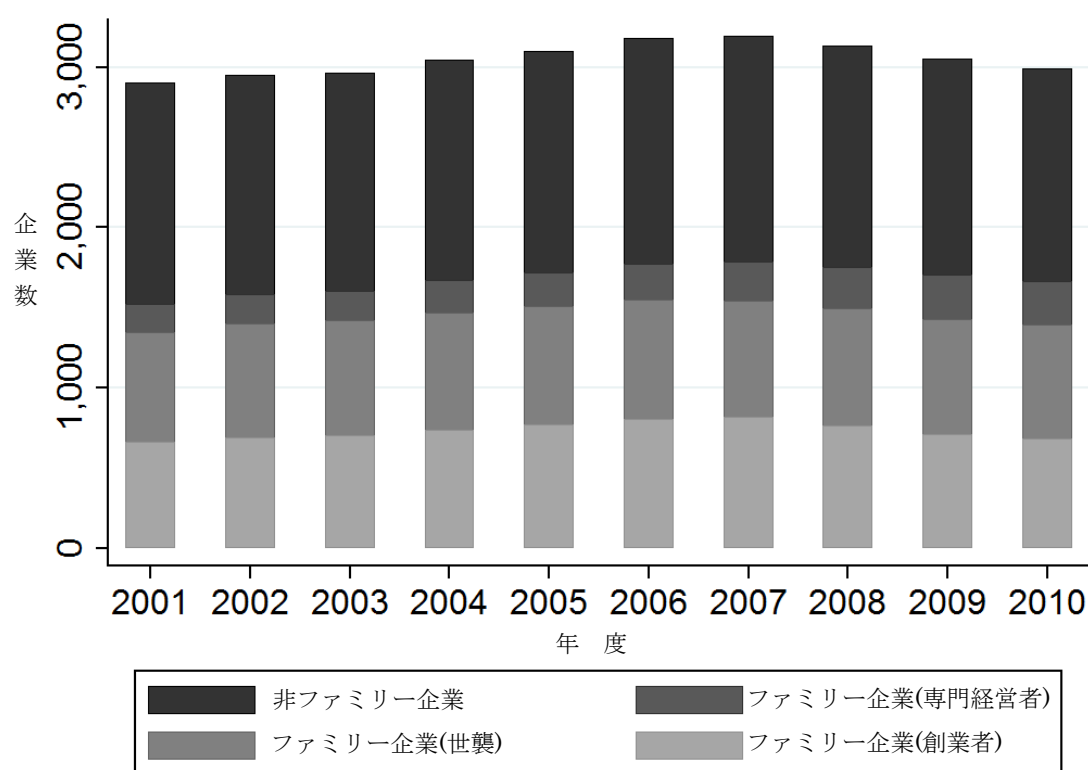


図 A.1 ファミリー企業数の変化(2001 年度以降)

この図は 2001 年度から 2010 年度にかけての全上場企業(金融業・公的産業および創業者一族が不明な企業を除く)について、ファミリー企業数の推移をまとめたものである。ファミリー企業(創業者)は各企業の創業者が会長もしくは社長に就任している企業を、ファミリー企業(世襲)は会長もしくは社長に創業者ではなくその子孫が就任している企業を、ファミリー企業(専門経営者)は創業者一族が 5%以上の株式を保有しているものの会長および社長に就任していない企業を、非ファミリー企業は各ファミリー企業に該当しない企業を表している。

通じて 20%から 25%程度で推移していた。したがって、企業数だけでなく規模の点から見ても、ファミリー企業が一定のシェアを占める存在であることが、この点から示唆される。

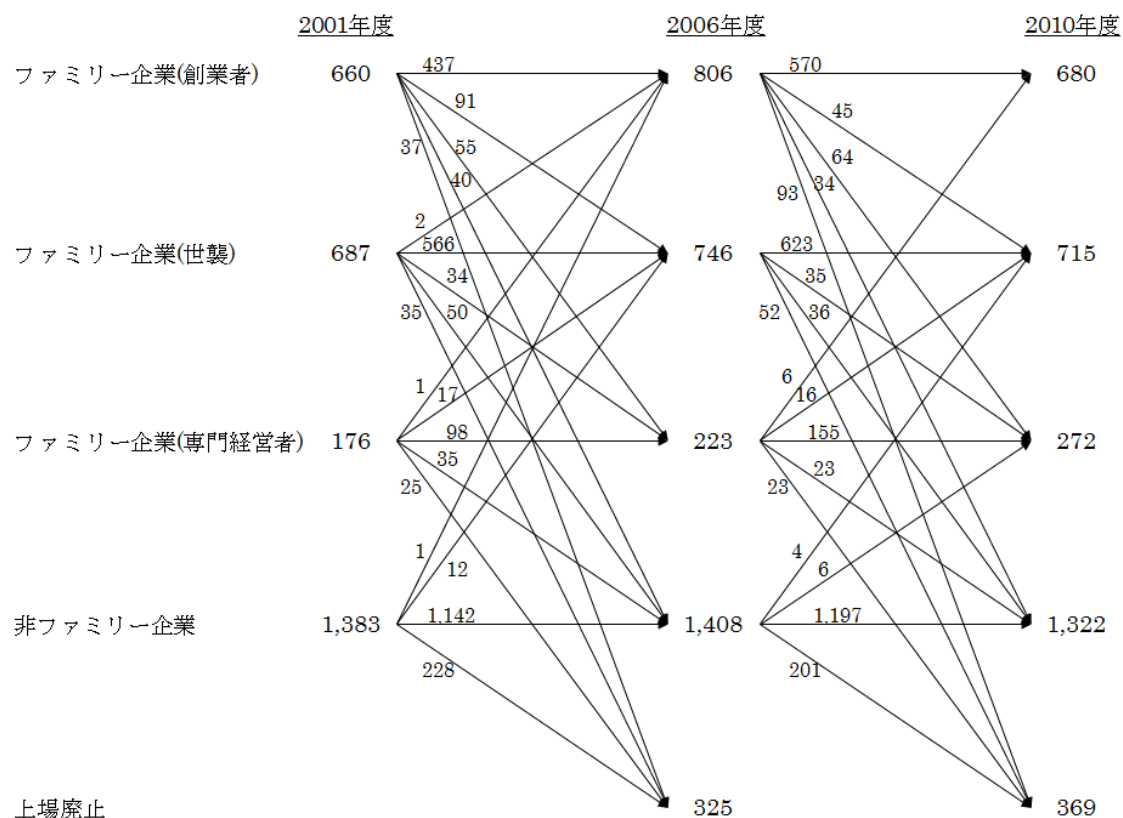


図 A.2 ファミリー企業の推移(2001 年度以降)

この図は 2001 年度から 2010 年度にかけての全上場企業(金融業・公的産業および創業者一族が不明な企業を除く)について、ファミリー企業の属性の推移をまとめたものである。ファミリー企業(創業者)は各企業の創業者が会長もしくは社長に就任している企業を、ファミリー企業(世襲)は会長もしくは社長に創業者ではなくその子孫が就任している企業を、ファミリー企業(専門経営者)は創業者一族が 5%以上の株式を保有しているものの会長および社長に就任していない企業を、非ファミリー企業は各ファミリー企業に該当しない企業を表している。数字と矢印は、各年度における属性別の企業数と属性変化した企業数を示している。なお、対象企業中、その推移を確認できなかった企業については上場廃止として集計した。

2 2000 年度以前のファミリー企業¹⁰⁶

2.1 サンプル

本節では、1962 年度から 2000 年度にかけて東証・大証・名証の 1 部 2 部および地方市場に上場していた企業について、ファミリー企業の傾向をまとめた。なお、金融業・公的

¹⁰⁶ 本節の内容は、Law and Economics Workshop 2014 FALL (UC Berkeley School of Law 主催)で発表した“The rising son under the shadow of company communities: Do Japanese family firms really excel?”(共著: 齋藤卓爾(慶應義塾大学), 宍戸善一(一橋大学), 柳川範之(東京大学))のデータに基づいて作成している。

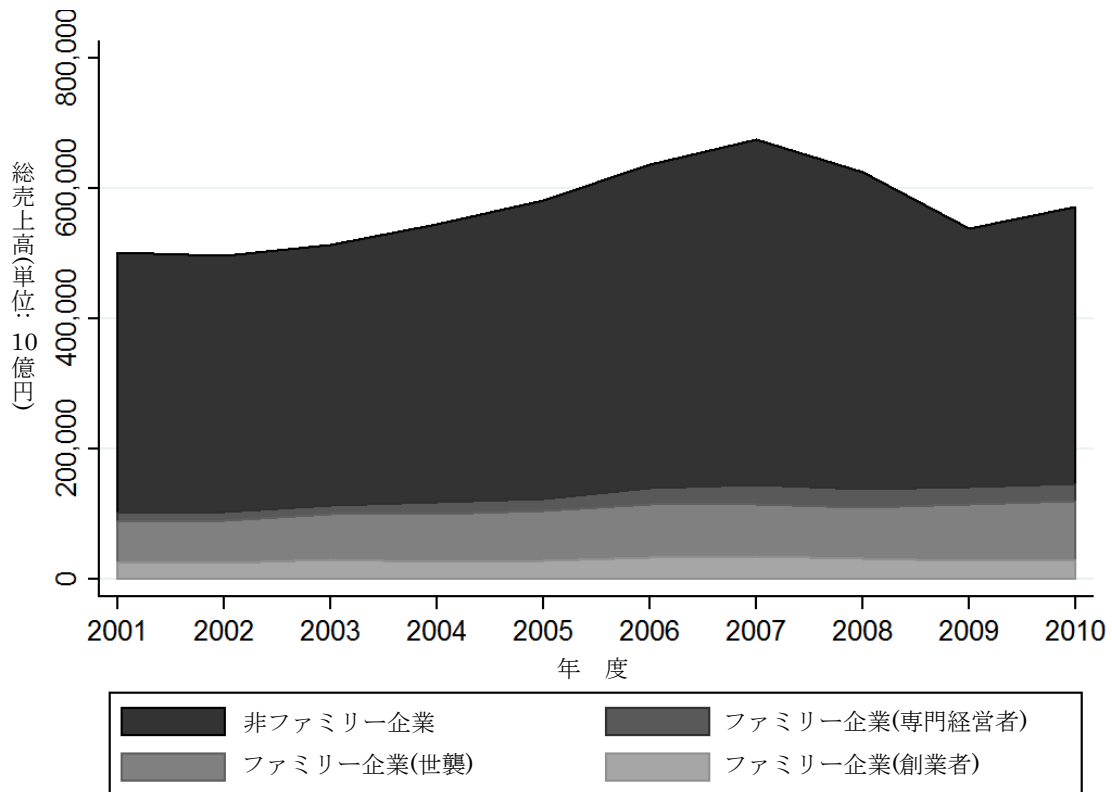


図 A.3 ファミリー企業の規模(2001 年度以降: 総売上高)

この図は 2001 年度から 2010 年度にかけての全上場企業(金融業・公的産業および創業者一族が不明な企業を除く)について、企業属性別に総売上高合計の推移をまとめたものである。ファミリー企業(創業者)は各企業の創業者が会長もしくは社長に就任している企業を、ファミリー企業(世襲)は会長もしくは社長に創業者ではなくその子孫が就任している企業を、ファミリー企業(専門経営者)は創業者一族が 5%以上の株式を保有しているものの会長および社長に就任していない企業を、非ファミリー企業は各ファミリー企業に該当しない企業を表している。

産業に属する企業は除いている。

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について、まずその創業者一族を特定した。具体的には、東洋経済新報社の『日本会社史総覧』を用いて創業者を特定し、『日本会社史総覧』で特定できなかった企業については有価証券報告書および各社ウェブサイトを用いて特定した。創業者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 より確認した¹⁰⁷。次に、創業者一族の持株比率に関する情報を収集している。

¹⁰⁷ 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。この『財界家系譜大観』では 1977 年時点に日本で主要な地位にあると見なされた企業の経営者および政財界の有力一族 1,030 家族の詳細な家

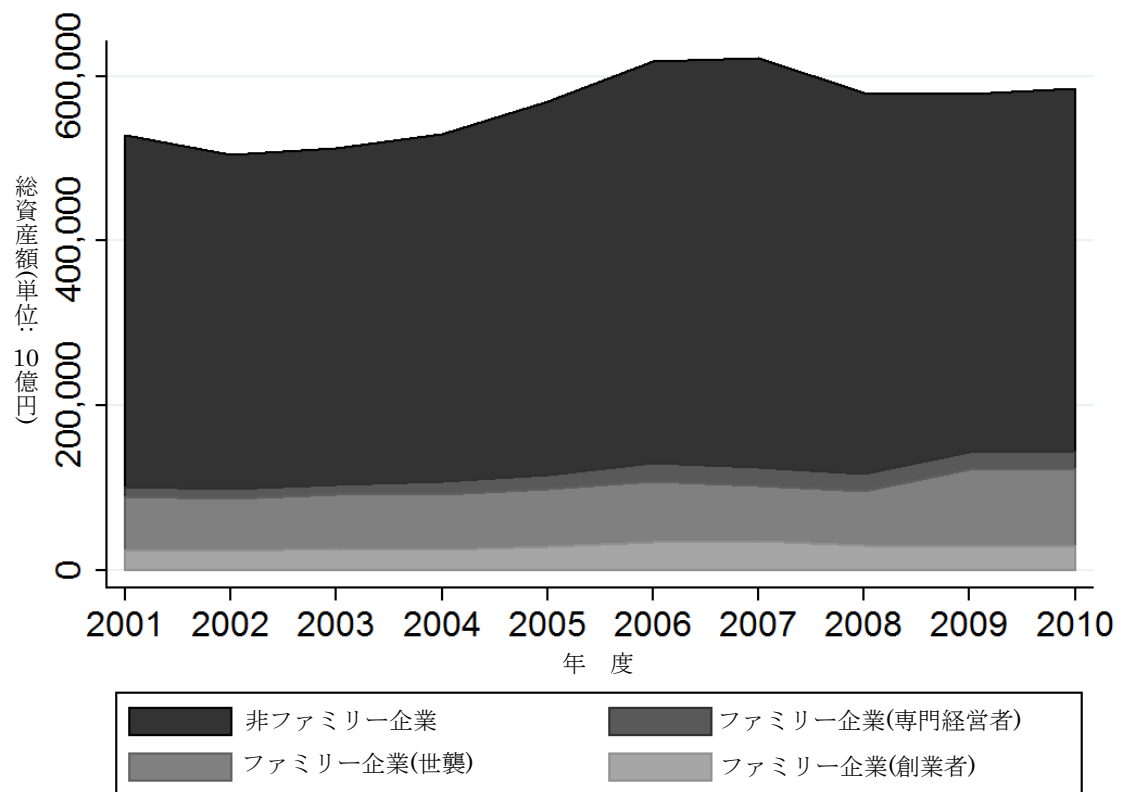


図 A.4 ファミリー企業の規模(2001 年度以降: 総資産額)

この図は 2001 年度から 2010 年度にかけての全上場企業(金融業・公的産業および創業者一族が不明な企業を除く)について、企業属性別に総資産額合計の推移をまとめたものである。ファミリー企業(創業者)は各企業の創業者が会長もしくは社長に就任している企業を、ファミリー企業(世襲)は会長もしくは社長に創業者ではなくその子孫が就任している企業を、ファミリー企業(専門経営者)は創業者一族が 5%以上の株式を保有しているものの会長および社長に就任していない企業を、非ファミリー企業は各ファミリー企業に該当しない企業を表している。

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ベースより上位 10 大株主の名簿を入手した。日本においては多くの創業者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た。最後に、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。一連の作業によっても持株比率や経営者の情報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、ここでは延べ 63,521 社の観測数が得られた。

系図が記載されている。また、『会社役員録』では、各年度の 1 部 2 部上場企業の役員について回答が得られた場合に、その家族情報が記載されている。

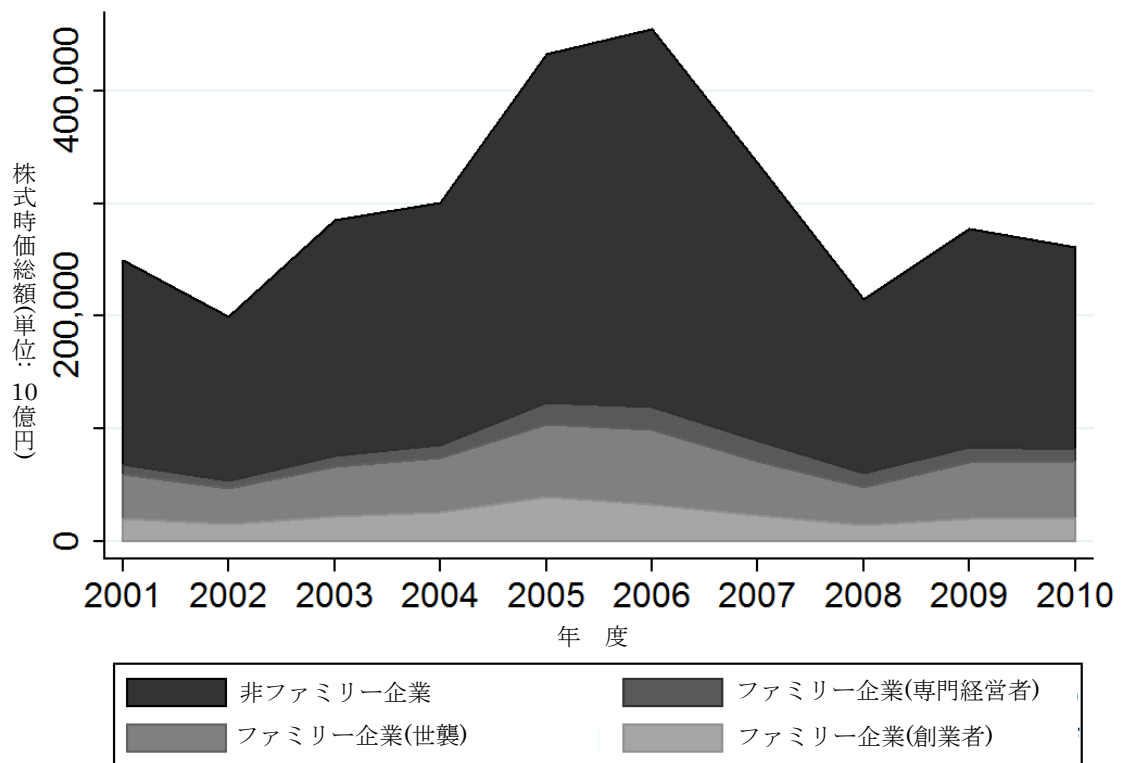


図 A.5 ファミリー企業の規模(2001 年度以降: 株式時価総額合計)

この図は 2001 年度から 2010 年度にかけての全上場企業(金融業・公的産業および創業者一族が不明な企業を除く)について、企業属性別に株式時価総額合計の推移をまとめたものである。ファミリー企業(創業者)は各企業の創業者が会長もしくは社長に就任している企業を、ファミリー企業(世襲)は会長もしくは社長に創業者ではなくその子孫が就任している企業を、ファミリー企業(専門経営者)は創業者一族が 5%以上の株式を保有しているものの会長および社長に就任していない企業を、非ファミリー企業は各ファミリー企業に該当しない企業を表している。

2.2 1962 年度から 2000 年度までのファミリー企業

ファミリー企業の定義については、1962 年度から 2000 年度までの日本のファミリー企業について分析している Mehrotra et al.(2013)と同様とした。具体的には、創業者一族が会長であるか社長である場合、もしくは上位 10 大株主に含まれている場合としている。これは、対象期間の前半にのみ上場していた企業について、資料の制約などからプライベートカンパニーなどの詳細を把握するのが難しくなるためである。そのうえで、前節同様に、創業者が経営に関わっている場合をファミリー企業(創業者)、創業者の子孫が経営に関わっている場合をファミリー企業(世襲)、創業者一族が株式保有をしているが経営に関わっていない場合をファミリー企業(専門経営者)と区分して、その傾向を確認した。

図 A.6 は 1962 年度から 2000 年度にかけてファミリー企業数がどのように推移してきた

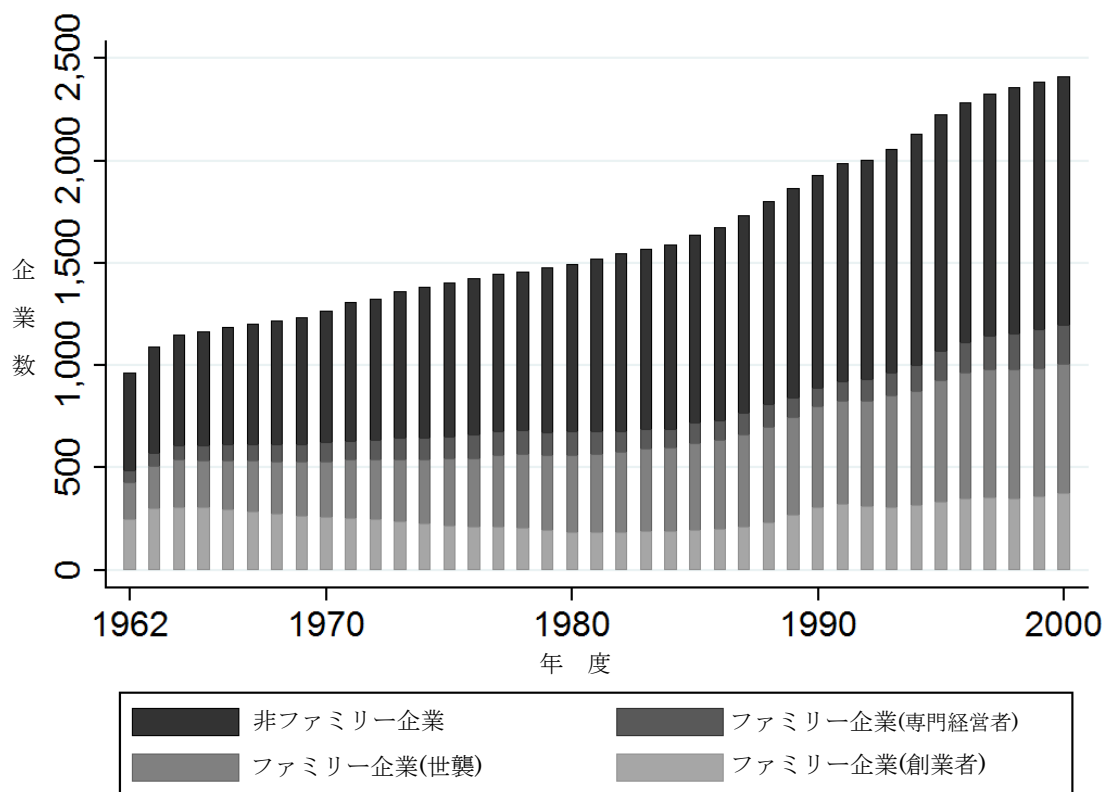


図 A.6 ファミリー企業の推移(2000 年度以前)

この図は 1962 年度から 2000 年度にかけての 1 部 2 部上場企業および地方上場企業(金融業・公的産業および創業者一族が不明な企業を除く)について、ファミリー企業数の推移をまとめたものである。ファミリー企業(創業者)は各企業の創業者が会長もしくは社長に就任している企業を、ファミリー企業(世襲)は会長もしくは社長に創業者ではなくその子孫が就任している企業を、ファミリー企業(専門経営者)は創業者一族が上位 10 大株主であるものの会長および社長に就任していない企業を、非ファミリー企業は各ファミリー企業に該当しない企業を表している。

かを表している。1962 年度の対象企業 965 社中では、ファミリー企業(創業者)は 245 社(25.39%)、ファミリー企業(世襲)は 182 社(18.86%)、ファミリー企業(専門経営者)は 60 社(6.22%)であった。株式保有についての定義が異なるためファミリー企業(専門経営者)が前節に比べて過大にカウントされることになるが、ファミリー企業全体の割合は 50.47%と、同様の対象企業における 2010 年度時点の傾向を見た表 A.1 のパネル B での割合(47.00%)と大きな差とはなっていない。年代別の傾向を見てみると、1980 年前後でファミリー企業の割合が少なくなる傾向にあるが、2000 年度時点では 50.39%と、1962 年時点と同程度の割合となっていた。したがって、高度経済成長など様々な時代背景の中でもファミリー企業が一定の数を占め続けていることが、ここから分かる。

一方で、ファミリー企業の各区分での推移を確認すると、その構成には変化が見られる。

具体的には、2000 年度時点でファミリー企業(創業者)は 377 社(15.64%)、ファミリー企業(世襲)は 630 社(26.14%)、ファミリー企業(専門経営者)は 189 社(7.84%)となっていた。つまり、ファミリー企業(創業者)は 1962 年時点に比べ、その割合は 60%程度にまで減少していた。これに対して、ファミリー企業(世襲)、ファミリー企業(専門経営者)は社数、割合とも上昇していく傾向にあった。

図 A.7 は、この期間での各ファミリー企業の属性変化について、図 A.2 同様にまとめたものである。この点でもファミリー企業が、ファミリー企業(創業者)からファミリー企業(世襲)、ファミリー企業(専門経営者)などに変化していき、最終的に非ファミリー企業として存続していく傾向にあることが図 A.2 同様にうかがえる¹⁰⁸。しかし、ファミリー企業間での変化の傾向は図 A.2 と異なっている。具体的には、ファミリー企業(創業者)やファミリー企業(世襲)から非ファミリー企業に変化する企業数が、ファミリー企業(専門経営者)に変化する企業数よりも多くなっていた。したがって、ここでは株式を先に手放し、経営参加自体は維持していたことがうかがえる¹⁰⁹。株式保有についての定義の違いから、図 A.2 よりもファミリー企業(専門経営者)を過大にカウントすることになっている一方で、こうした傾向が示されたことは、時代背景の違いなどからも、非ファミリー企業への移行の流れが変化していることを示唆しているのかもしれない。

図 A.8 では、1962 年度から 2000 年度にかけてこれらのファミリー企業が株式時価総額などの面でどの程度のシェアとなっていのかをまとめた。ファミリー企業の定義に一部違いがあるものの、総資産額や売上高に占める割合は、図 A.3 および図 A.4 で見たのと類似して 25%から 30%程度で長期間にわたり推移している。一方、株式時価総額では対象期間前半でより高い割合となっており、図 A.5 での結果よりも大きなシェアを占めていた。この点は、ファミリー企業数の推移で見た通り、1960 年代などでは創業者が経営するようなケースが比較的多かったことが影響しているとも考えられる。

¹⁰⁸ 図 A.7 では 1962 年度から 1980 年度にかけての推移のうち、対象企業中で上場廃止となったものが 1 件となっている。実際に、この期間に上場廃止をした企業数は限られていると思われるが、創業者一族の情報の入手可能性などの点からも、対象期間の初期に上場廃止になった企業はサンプルに含まれにくく、こうした影響から過少にカウントされている可能性もある。

¹⁰⁹ Bennedsen et al.(2014)ではこの期間に、増資を行うことでファミリー企業が非ファミリー企業へ移っていく傾向にあると指摘している。また、中国のファミリー企業を対象とした Bennedsen and Fan(2015)でも資金需要の高まりにともなってファミリー企業が非ファミリー企業になることを示唆している。一方で、どのような場合にファミリー企業が増資を実行するのか、といった点はこれらの分析では行われておらず、第 2 章の分析を発展させていくことが今後のより深い理解につながるものと考えられる。

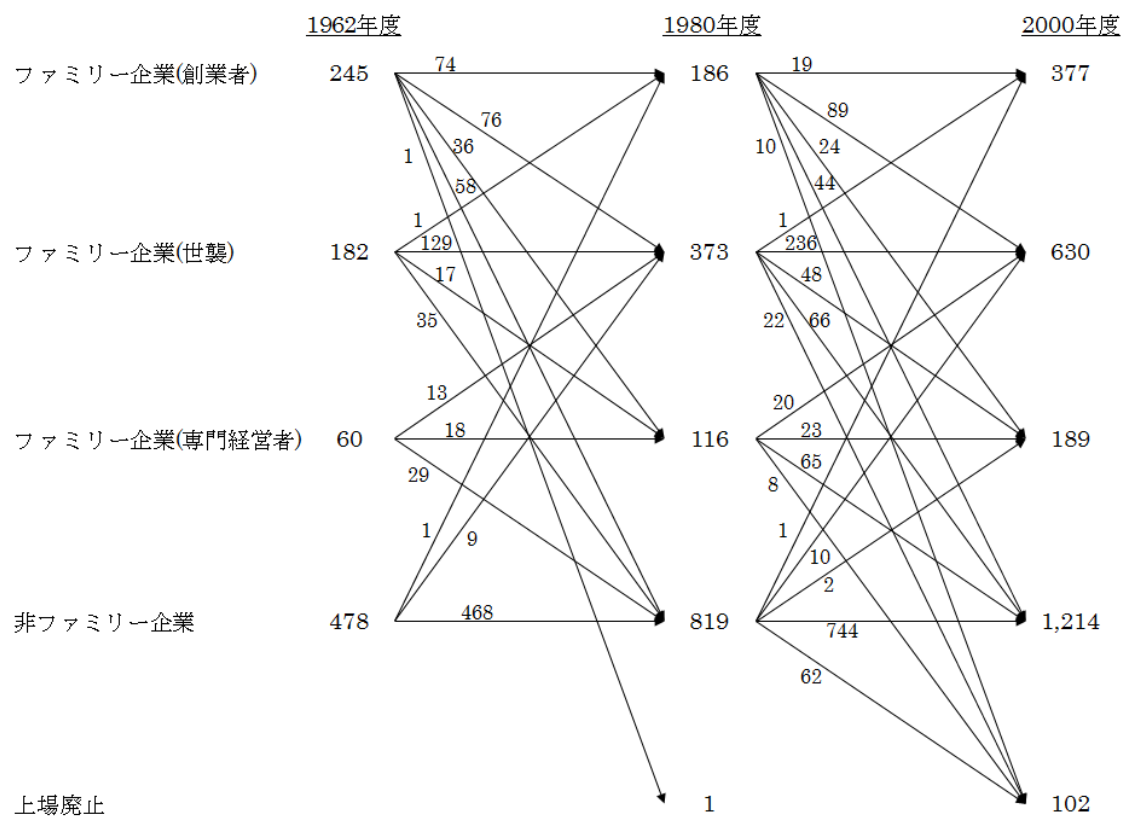


図 A.7 ファミリー企業の推移(2000 年度以前)

この図は 1962 年度から 2000 年度にかけての 1 部 2 部上場企業および地方上場企業(金融業・公的産業および創業者一族が不明な企業を除く)について、ファミリー企業数の推移をまとめたものである。ファミリー企業(創業者)は各企業の創業者が会長もしくは社長に就任している企業を、ファミリー企業(世襲)は会長もしくは社長に創業者ではなくその子孫が就任している企業を、ファミリー企業(専門経営者)は創業者一族が上位 10 大株主であるものの会長および社長に就任していない企業を、非ファミリー企業は各ファミリー企業に該当しない企業を表している。数字と矢印は、各年度における属性別のファミリー企業数と属性変化した企業数を示している。なお、対象企業中、その推移を確認できなかった企業については上場廃止として集計した。

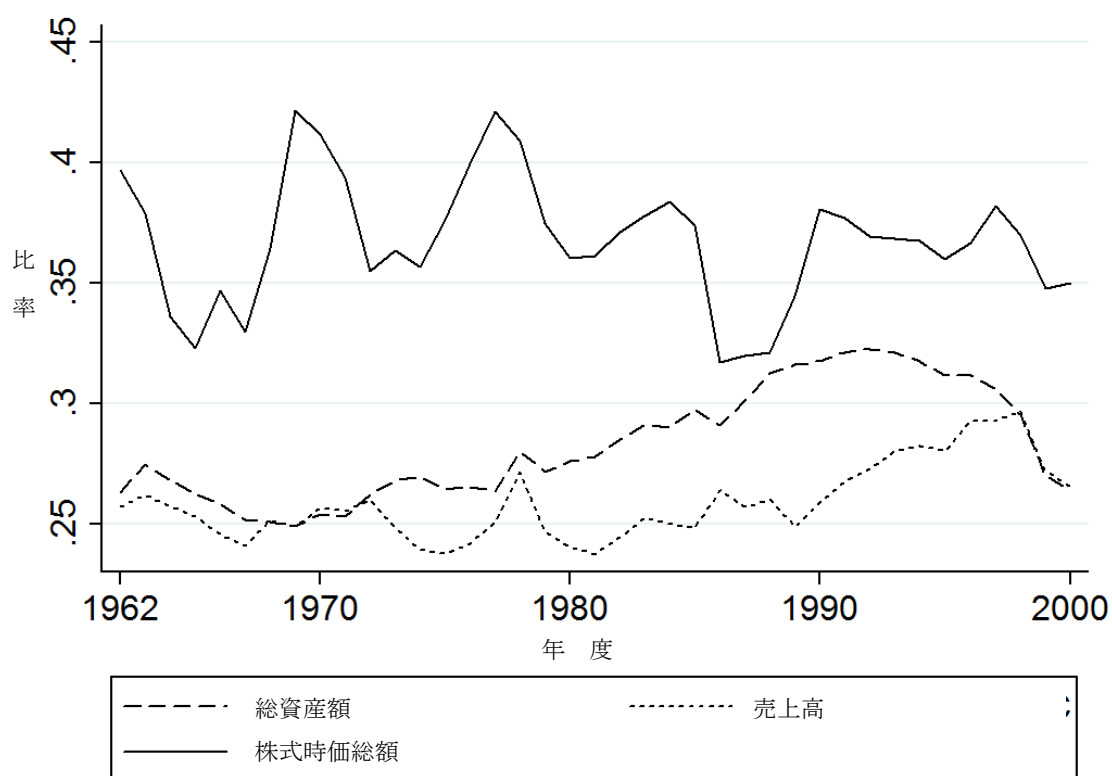


図 A.8 ファミリー企業の規模(2000 年度以前)

この図は 1962 年度から 2000 年度にかけての 1 部 2 部上場企業および地方上場企業(金融業・公的産業および創業者一族が不明な企業を除く)におけるファミリー企業の規模を、対象企業全体の総資産額、売上高、株式時価総額に対する比率から示したものである。なお、この図では創業者一族が会長もしくは社長に就任しているか、あるいは上位 10 大株主である企業をファミリー企業としている。

付録 B 日本における関連当事者取引

1 関連当事者取引の内容

付録 B では、第 3 章で収集した関連当事者取引のデータについて、より詳細な傾向をまとめた。具体的には、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、第 3 章では扱わなかった関連会社等との取引や、会長および社長以外の他の役員との取引なども含めて取引件数や取引金額を確認した。

表 B.1 は自社役員等との間での取引について、2010 年度時点で取引相手別にどのような取引が行われていたか、その件数を表している。まず取引内容別に合計件数を確認すると、全 995 件の取引中、製商品等の販売や仕入がそれぞれ 160 件、182 件と多くなっていた。また、不動産等資産の賃貸借も合わせて 200 件程度発生しており、創業者が保有する資産を利用して関連当事者取引が行われていることが分かる。こうした傾向を取引相手別に見てみると、自社役員との取引の多くが役員の所有する会社との間で行われており、プライベートカンパニーを利用した取引関係が、日本において主要なものとなっていた。ここでは、商品の仕入関係などのほか、不動産賃貸業や保険サービス業が行われており、創業者一族などの就業機会につながっていることがうかがえる。なお、第 3 章で集計していなかった非金銭的取引について見ると、自社役員などから債務保証を受けるケースが 45 件報告されていた。

表 B.2 には、これらの取引について、親会社役員や子会社役員などとの間での傾向をまとめた。ここでは、自社役員がその他の企業や団体の代表者として取引をするケースが最も多く観測された。この取引には、たとえばメインバンクから取締役が送り込まれている場合に、その銀行との借入関係などが該当する。一方で、親会社役員や子会社役員などとの取引件数は必ずしも多くなく、第 3 章の図 3.1 での個人グループとの間の関連当事者取引が自社役員等との間に発生していることが、この点から読み取れる。

表 B.3 は、以上のような個人グループとの取引ではなく、親会社や関連会社など、グループ会社との間の関連当事者取引について、その件数を集計している。なお、表 B.1 および表 B.2 の取引件数も含めた総合計も併せて記載した。これを見ると、合計 2,217 件の取引が行われており、表 B.1 や表 B.2 よりも多くの関連当事者取引がグループ会社などとの間で発生していた。また、取引件数別には製商品の販売等が最も多くなっており、自社役員との間での取引と同様の傾向が見られた。一方で、表 B.1 では一定程度観測された不動産賃貸借の取引や保険料に関する取引は相対的に少なくなっている。最後に取引相手別に確認した場合、親会社など株式を保有されているグループとの取引を合計すると 1,011 件であった一方、親会社の子会社など兄弟会社のようなグループとは 584 件、子会社など株式を保有しているグループとの取引は 609 件となっていた。

表 B.1 関連当事者取引内容と取引相手(2010 年度: 自社役員等)

この表は 2010 年度時点の 1 部 2 部上場企業および地方上場企業(金融業・公的産業および創業者一族が不明な企業、米国会計基準適用会社を除く)における関連当事者取引について、取引内容と取引相手別にその件数を示したものである。役員(創業者一族)、役員の近親者(創業者一族)、役員の会社(創業者一族)、その他役員、その他役員の近親者、その他の役員の会社は、会長および社長を除く役員などについて創業者一族であるかどうかを区分している。なお、会長・社長を含める全役員について、その他企業や団体の代表者として取引を行った場合には、この表の集計からは除いている。

	役員 (会長)	役員の 近親者 (会長)	役員の 会社 (会長)	役員 (社長)	役員の 近親者 (社長)	役員の 会社 (社長)	役員 (創業者 一族)	役員の 近親者 (創業者 一族)	役員の 会社 (創業者 一族)	その他 役員	その他 役員の 近親者	その他 役員の 会社	合計
資産の売却・譲渡													
不動産の売却・譲渡	1	0	2	0	1	2	1	0	0	1	1	0	9
設備の売却・譲渡	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
自社関連株式の売却	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	2
その他有価証券の売却	0	0	1	0	0	6	1	0	0	0	0	0	8
その他	0	1	0	2	0	0	1	0	0	0	0	1	5
資産の購入・譲受													
不動産の購入	0	0	3	3	1	2	1	1	2	1	1	0	15
設備の購入	0	0	2	0	0	2	0	0	0	0	0	3	7
自社関連株式の購入	1	0	0	2	1	1	3	0	2	7	0	0	17
その他有価証券の購入	0	0	0	1	0	0	1	0	2	0	0	0	4
その他	0	0	4	0	0	1	1	0	3	0	0	1	10
資金の貸付													
資金の貸付	1	0	1	6	0	5	0	1	0	6	0	1	21
社債の引受	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
資金の借入													
資金の借入	0	0	0	3	0	2	1	0	0	0	0	0	6
社債の発行	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
報酬等の受取													
配当金の受取	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
寄付金等資金の受取	0	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	3
その他	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
報酬等の支払													
寄付金等資金の支払	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1
役務報酬の支払	0	0	0	1	2	0	0	1	0	8	0	1	13
顧問料の支払	0	0	0	0	8	1	6	4	0	5	0	0	24
新株予約権の行使	3	0	0	6	0	0	2	0	0	19	1	0	31
製商品およびサービスの販売・受託													
製商品等の販売	2	3	22	8	3	30	0	0	27	13	13	39	160
不動産等資産の賃貸	1	0	10	0	0	15	0	4	6	1	0	17	54
利息等の受取	2	0	2	6	0	2	0	0	0	10	0	0	22
保険料の受取	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他	1	0	1	0	0	6	0	0	8	2	0	6	24
製商品およびサービスの仕入・委託													
製商品等の仕入	0	0	35	1	1	55	1	0	24	2	2	61	182
不動産等資産の賃貸	8	2	28	7	8	50	5	0	18	2	2	12	142
利息等の支払	0	0	1	0	0	5	0	0	4	0	0	0	10
保険料の支払	0	0	11	0	0	20	0	0	5	0	0	5	41
その他	0	0	2	0	0	2	0	0	14	2	0	17	37
小計	20	7	126	47	26	208	24	11	116	80	20	164	849

(表 B.1 続き)

	役員 (会長)	役員 近親者 (会長)	役員 会社 (会長)	役員 (社長)	役員 近親者 (社長)	役員 会社 (社長)	役員 (創業者 一族)	役員 近親者 (創業者 一族)	役員 会社 (創業者 一族)	その他 役員	その他 役員 近親者	その他 役員 会社	合計
非資金取引等													
債務保証	0	0	0	1	0	5	0	0	1	0	0	0	7
債務被保証	4	0	1	28	1	2	1	0	0	8	0	0	45
担保提供	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
担保被提供	0	0	0	2	1	1	1	0	2	0	0	0	7
貸付金の回収	1	0	0	2	0	2	0	0	0	5	0	2	12
借入金の返済	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	1	3
資金の預入	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
資金の引出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
保証金等の差入	1	0	5	1	1	11	2	0	2	0	0	0	23
保証金等の返還	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
その他	0	0	10	3	1	8	1	0	3	2	2	18	48
合計	26	7	143	85	30	237	29	11	124	95	22	186	995

2 関連当事者取引の規模

本節では第 3 章で対象期間とした 2005 年度から 2010 年度にかけて、取引件数や金額がどのように推移してきたのかを確認していく。

図 B.1 は、対象期間中に債務保証などの非金銭的な取引を除いた取引件数がどのように変化してきたのかを、取引相手別にまとめた。ここで、その他の企業の代表者として行ったものを役員(企業代表)とし、これを除く役員との取引を役員(個人取引)とした。また、株式保有関係などから、親会社や法人主要株主との取引を親会社等、親会社の子会社などとの取引を兄弟会社等、非連結子会社や関連会社との取引を関連会社等としている。推移を確認すると 2005 年度時点では合計 4,067 件の取引が行われていたが、2010 年度時点には 2,889 件となっていた。この減少傾向の一因としては、2009 年 3 月期決算以降に開示基準が変更されたために少額な取引が開示されなくなったことが考えられる。

実際にこれらの取引の推移を取引金額から見た図 B.2 では、2005 年度時点で約 28 兆円であった総取引金額が、2010 年度時点では約 31 兆円となっており、取引件数で見た場合のような減少傾向がないことが分かる。また各取引相手別の割合について確認していくと、図 B.1 では役員(個人取引)や役員(企業代表)による取引件数が全体の 35%から 45%程度を対象期間中に占めていた一方で、金額ベースで見た図 B.2 では対象期間を通じて 3%にも満たなかった。この背景には、たとえばトヨタ自動車グループのアイシン精機では、トヨタ自動車に対する部品販売が関連当事者取引として開示され、2010 年度単年を見ても合計金額で 600 億円を超えるなど、企業間での取引規模が役員との個人的な取引に比べて大きくなる傾向にある点が指摘できる。

表 B.2 関連当事者取引内容と取引相手(2010 年度: 親会社役員等)

この表は 2010 年度時点の 1 部 2 部上場企業および地方上場企業(金融業・公的産業および創業者一族が不明な企業, 米国会計基準適用会社を除く)における関連当事者取引について, 取引内容と取引相手別にその件数を示したものである。個人株主(創業者一族), 個人株主の近親者(創業者一族), 個人株主の会社(創業者一族), その他個人株主, その他個人株主の会社は, それぞれについて創業者一族であるかどうかを区分している。なお, 個人株主の近親者のうち, 創業者一族に該当しないものは 2005 年度以降には観測されなかったため, この表には記載していない。会長・社長を含めた役員が同時に個人株主である場合は, 役員として集計した。

	役員 (その他 企業の 代表者)	親会社 の役員	親会社 の役員	親会社 の役員	子会社 の役員	子会社 の役員	子会社 の役員	個人 株主 (創業者 一族)	個人 株主の 近親者 (創業者 一族)	個人 株主の 会社 (創業者 一族)	その他 個人 株主	その他 個人 株主の 会社	合計
資産の売却・譲渡													
不動産の売却・譲渡	0	0	0	0	1	0	0	1	0	1	0	0	3
設備の売却・譲渡	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
自社関連株式の売却	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他有価証券の売却	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
資産の購入・譲受													
不動産の購入	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1
設備の購入	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3
自社関連株式の購入	0	0	0	0	1	0	2	0	0	1	0	0	4
その他有価証券の購入	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
その他	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
資金の貸付													
資金の貸付	5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	6
社債の引受	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
資金の借入													
資金の借入	18	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	20
社債の発行	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
報酬等の受取													
配当金の受取	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
寄付金等資金の受取	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
報酬等の支払													
寄付金等資金の支払	15	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	17
役務報酬の支払	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
顧問料の支払	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	1	0	4
新株予約権の行使	0	0	0	0	4	0	0	0	0	0	0	0	4
製商品およびサービスの販売・受託													
製商品等の販売	37	0	0	3	2	0	8	2	0	2	0	2	56
不動産等資産の賃貸	5	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	6
利息等の受取	4	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	1	7
保険料の受取	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3
製商品およびサービスの仕入・委託													
製商品等の仕入	42	0	0	0	1	1	4	0	0	3	0	1	52
不動産等資産の賃借	6	0	0	2	1	0	2	5	0	5	0	0	21
利息等の支払	17	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	18
保険料の支払	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
その他	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0	0	3
小計	158	2	0	8	13	2	17	13	0	12	1	5	231

(表 B.2 続き)

	役員 (その他 企業の 代表者)	親会社 の役員	親会社 の役員 近親者	親会社 の役員 会社	子会社 の役員	子会社 の役員 近親者	子会社 の役員 会社	個人 株主 (創業者 一族)	個人 株主の 近親者 (創業者 一族)	個人 株主の 会社 (創業者 一族)	その他 個人 株主の 会社	合計
非資金取引等												
債務保証	5	0	0	0	3	0	1	0	0	0	0	9
債務被保証	1	0	0	0	14	0	0	1	0	0	1	18
担保提供	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
担保被提供	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1
貸付金の回収	4	0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	7
借入金の返済	11	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	11
資金の預入	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
資金の引出	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
保証金等の差入	2	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	4
保証金等の返還	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他	3	0	0	0	1	0	2	1	0	1	1	9
合計	185	2	0	8	34	2	23	15	0	13	3	291

さらに、図 B.3 および図 B.4 ではこれらの傾向を、取引内容別にまとめた。各区分は、非金銭的取引を除き、前節の表 B.1 から B.3 で見た取引内容の分類に基づいている。これを見ると、取引件数、取引金額ともに、アイシン精機などの例に代表される営業取引がシェアの大部分を占めていることがうかがえる。

以上のように、日本における関連当事者取引は取引金額でも一定の規模を占めるものとなっている。また、その取引内容も多岐にわたっており、付録 B で示されたデータに基づき、今後も様々な分析が行われることが期待される。

表 B.3 関連当事者取引内容と取引相手(2010 年度: 関連会社等)

この表は 2010 年度時点の 1 部 2 部上場企業および地方上場企業(金融業・公的産業および創業者一族が不明な企業、米国会計基準適用会社を除く)における関連当事者取引について、取引内容と取引相手別にその件数を示したものである。総合計には、表 B.1 および表 B.2 の各取引件数の合計値を、表 B.3 の合計値と足し合わせた。

	法人株主	親会社	その他 の関係 会社	その他 の関係 会社	法人 株主の 会社	同一の 親会社 を持つ 会社	その他 の関係 会社	非連結 子会社	関連 会社	関連 会社	その他 の関係 当事者	合計	総合計
資産の売却・譲渡													
不動産の売却・譲渡	2	0	2	0	0	1	0	2	1	0	0	8	20
設備の売却・譲渡	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	2	2
自社関連株式の売却	3	2	1	0	1	0	2	0	1	0	0	10	12
その他有価証券の売却	1	1	3	0	0	0	0	0	5	0	0	10	18
その他	3	4	7	0	1	4	4	0	2	0	0	25	30
資産の購入・譲受													
不動産の購入	1	0	1	0	0	0	0	1	2	0	0	5	21
設備の購入	1	3	1	0	0	1	1	2	1	0	0	10	20
自社関連株式の購入	3	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	4	25
その他有価証券の購入	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5
その他	0	4	2	0	0	0	3	7	13	0	0	29	40
資金の貸付													
資金の貸付	3	23	2	0	0	16	5	27	33	1	0	110	137
社債の引受	0	1	0	0	0	1	0	0	1	0	0	3	3
資金の借入													
資金の借入	3	23	3	0	1	14	9	3	3	0	0	59	85
社債の発行	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	3	3
報酬等の受取													
配当金の受取	2	0	1	0	1	0	0	1	2	0	0	7	7
寄付金等資金の受取	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3
その他	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	2	3
報酬等の支払													
寄付金等資金の支払	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	19
役務報酬の支払	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	13
顧問料の支払	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	28
新株予約権の行使	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	2	37
製商品およびサービスの販売・受託													
製商品等の販売	80	107	155	0	30	61	63	19	107	0	2	624	840
不動産等資産の賃貸	3	4	11	0	1	4	1	7	12	0	1	44	104
利息等の受取	2	55	6	1	1	37	10	14	26	0	0	152	181
保険料の受取	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他	2	4	7	0	0	4	2	3	15	0	0	37	64
製商品およびサービスの仕入・委託													
製商品等の仕入	72	81	105	0	23	60	56	23	105	0	2	527	761
不動産等資産の賃借	4	13	9	0	0	3	9	0	5	0	0	43	206
利息等の支払	4	21	8	0	0	14	8	1	0	0	0	56	84
保険料の支払	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	2	44
その他	4	13	5	0	1	3	1	3	4	0	0	34	74
小計	197	361	332	1	60	223	174	116	339	1	5	1,809	2,889

(表 B.3 続き)

	法人 株主	親会社	その他 の関係 会社	その他 の関係 会社の 親会社	法人 株主の 会社	同一の 親会社 を持つ 会社	その他 の関係 会社の 子会社	非連結 子会社	関連 会社	関連 会社の 子会社	その他 の関連 当事者	合計	総合計
非資金取引等													
債務保証	0	0	2	0	1	1	0	10	62	0	0	76	92
債務被保証	1	10	3	0	0	0	0	1	0	0	3	18	81
担保提供	0	0	0	0	2	0	2	0	16	0	0	20	20
担保被提供	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	9
貸付金の回収	2	4	1	0	0	3	1	7	18	0	0	36	55
借入金の返済	2	7	3	0	0	4	0	0	0	0	0	16	30
資金の預入	0	33	3	0	1	41	6	0	0	0	0	84	85
資金の引出	0	14	1	1	0	6	4	0	0	0	0	26	26
保証金等の差入	0	0	4	0	0	10	5	0	2	0	0	21	48
保証金等の返還	0	0	2	0	0	3	3	0	1	0	0	9	10
その他	6	11	9	0	1	25	8	11	25	0	5	101	158
合計	208	441	360	2	65	316	203	145	463	1	13	2,217	3,503

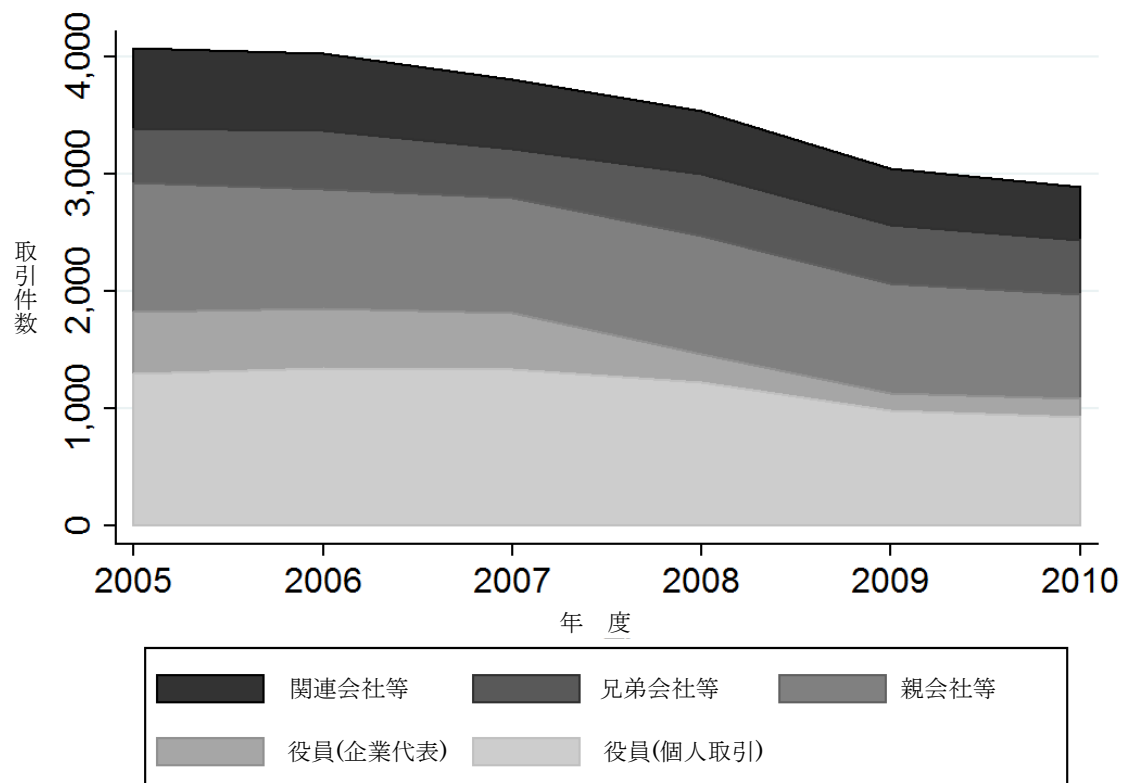


図 B.1 取引相手別の取引件数

この図は 2005 年度から 2010 年度にかけての 1 部 2 部上場企業および地方上場企業(金融業・公的産業および創業者一族が不明な企業、米国会計基準適用会社を除く)で行われた関連当事者取引の件数の推移を、取引相手の属性別にまとめたものである。役員(個人取引)、役員(企業代表)はそれぞれ役員およびその関係者と発生した取引のうち、これが他の企業や団体の代表者として行われたものであるかを区分している。親会社等、兄弟会社等、関連会社等はそれぞれ株式保有を通じて財務諸表作成会社を支配しているか、支配されているかの基準によって分類したものである。各グループの詳細については、第 3 章の図 3.1 に詳しい。

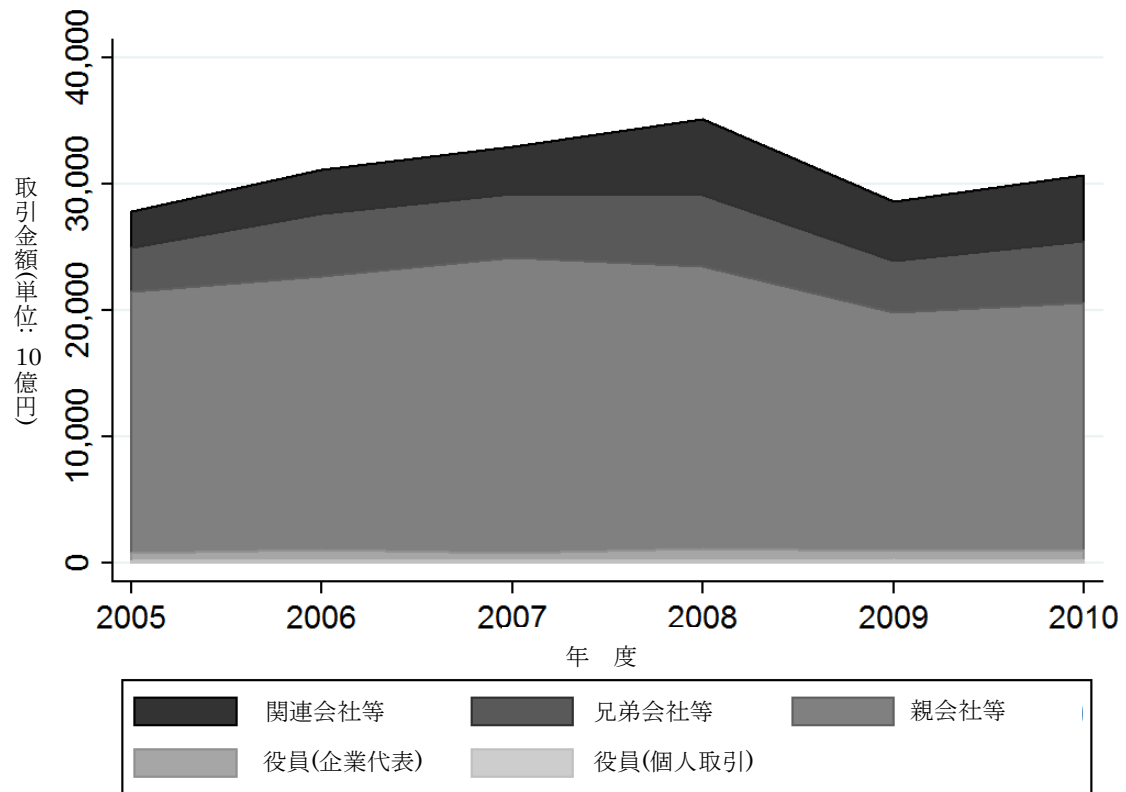


図 B.2 取引相手別の取引金額

この図は 2005 年度から 2010 年度にかけての 1 部 2 部上場企業および地方上場企業(金融業・公的産業および創業者一族が不明な企業、米国会計基準適用会社を除く)で行われた関連当事者取引の、取引金額の推移を取引相手の属性別にまとめたものである。役員(個人取引)、役員(企業代表)はそれぞれ役員およびその関係者と発生した取引のうち、これが他の企業や団体の代表者として行われたものであるかを区分している。親会社等、兄弟会社等、関連会社等はそれぞれ株式保有を通じて財務諸表作成会社を支配しているか、支配されているかの基準によって分類したものである。各グループの詳細については、第 3 章の図 3.1 に詳しい。

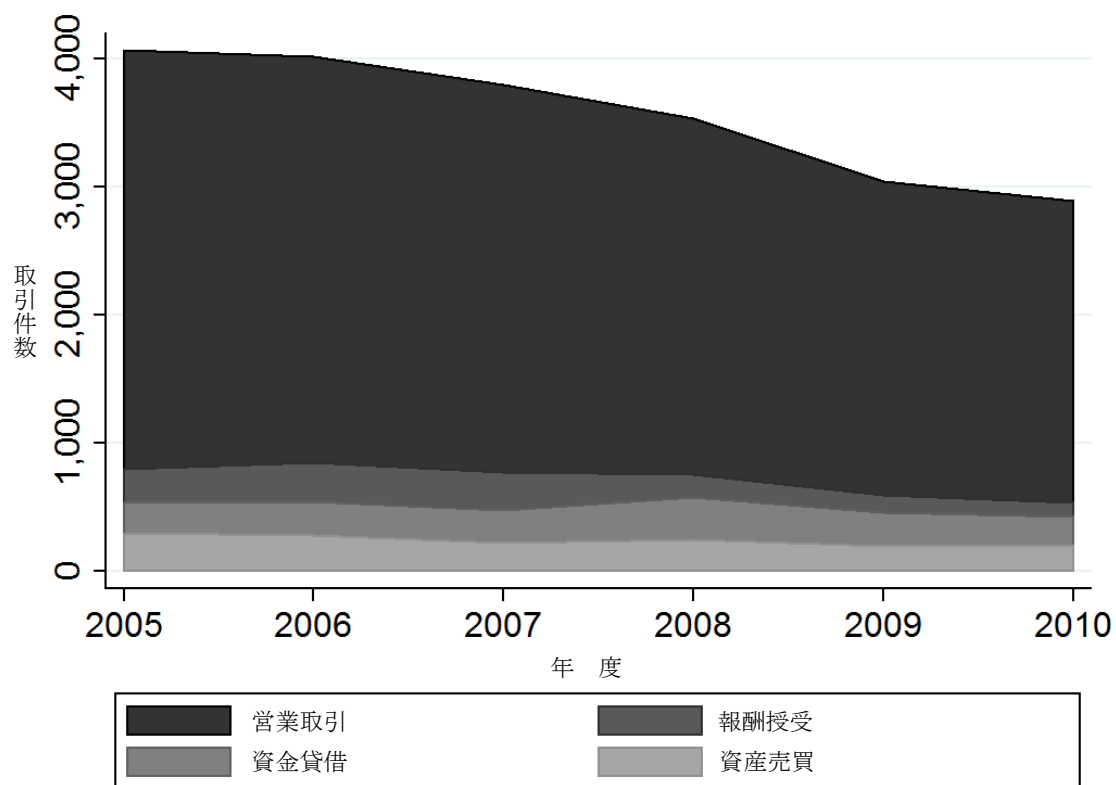


図 B.3 取引種類別の取引件数

この図は 2005 年度から 2010 年度にかけての 1 部 2 部上場企業および地方上場企業(金融業・公的産業および創業者一族が不明な企業、米国会計基準適用会社を除く)で行われた関連当事者取引の件数の推移を、取引内容別にまとめたものである。不動産の購入などに係わるものを資産売買、資金の貸付などに係わるものを資金貸借、寄付金の支払いなどに係わるものを報酬授受、原材料の仕入れや製品の販売に係わるものを営業取引としている。各取引内容の詳細については、表 B.1 に詳しい。

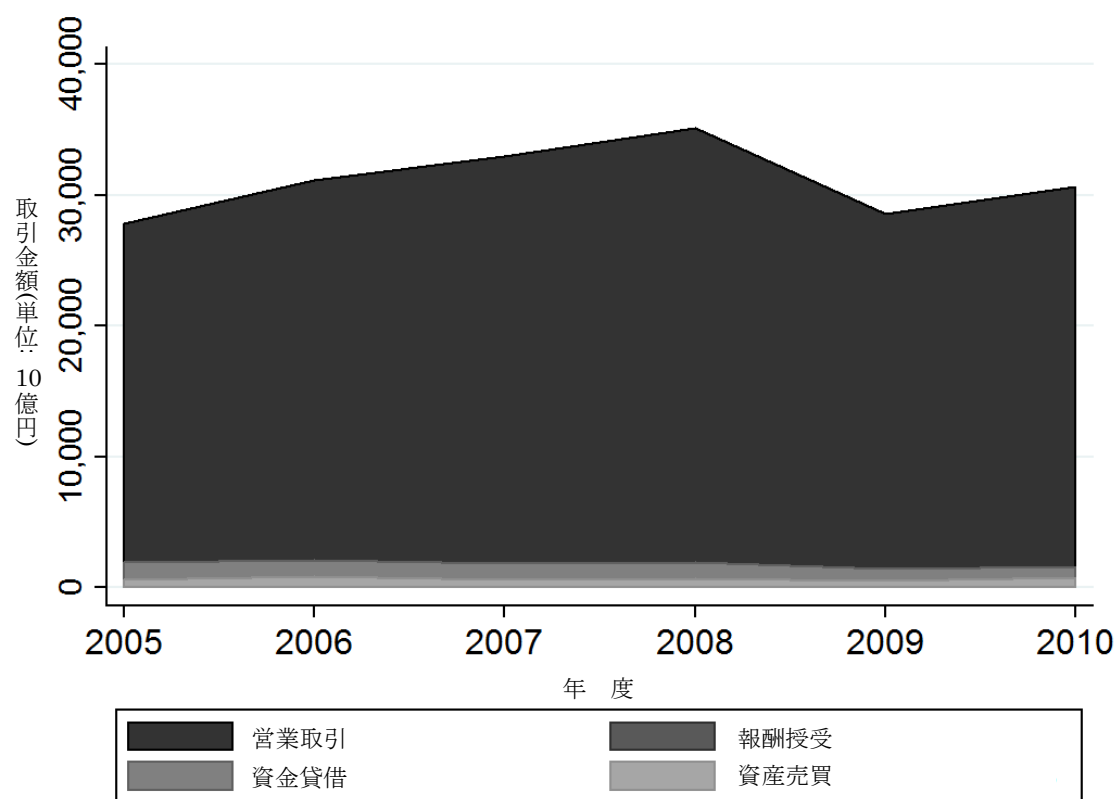


図 B.4 取引種類別の取引金額

この図は 2005 年度から 2010 年度にかけての 1 部 2 部上場企業および地方上場企業(金融業・公的産業および創業者一族が不明な企業、米国会計基準適用会社を除く)で行われた関連当事者取引の、取引金額の推移を取引内容別にまとめたものである。不動産の購入などに係わるものを資産売買、資金の貸付などに係わるものを資金貸借、寄付金の支払いなどに係わるものを報酬授受、原材料の仕入れや製品の販売に係わるものを営業取引としている。各取引内容の詳細については、表 B.1 に詳しい。

参考文献

- Adams, R., H. Almeida and D. Ferreira (2009) "Understanding the relationship between founder-CEOs and firm performance," *Journal of Empirical Finance* 16, 136-150.
- Agrawal, A. and N. J. Nagarajan (1990) "Corporate capital structure, agency costs, and ownership control: the case of all-equity firms," *Journal of Finance* 45, 1325-1331.
- Ali, A., T. Y. Chen and S. Radhakrishnan (2007) "Corporate disclosures by family firms," *Journal of Accounting and Economics* 44, 238-286.
- Almeida, H. and D. Wolfenzon (2006) "A theory of pyramidal ownership and family business groups," *Journal of Finance* 61, 2637-2680.
- Amore, M. D., A. Minichilli and G. Corbetta (2011) "How do managerial successions shape corporate financial policies in family firms?," *Journal of Corporate Finance* 17, 1016-1027.
- Anderson, R. C., A. Duru and D. M. Reeb (2009) "Founders, heirs, and corporate opacity in the United States," *Journal of Financial Economics* 92, 205-222.
- Anderson, R. C., A. Duru and D. M. Reeb (2012a) "Investment policy in family controlled firms," *Journal of Banking and Finance* 36, 1744-1758.
- Anderson, R. C., S. A. Mansi and D. M. Reeb (2003) "Founding family ownership and the agency cost of debt," *Journal of Financial Economics* 68, 263-285.
- Anderson, R. C. and D. M. Reeb (2003a) "Founding family ownership and performance: Evidence from the S&P 500," *Journal of Finance* 58, 1301-1327.
- Anderson, R. C. and D. M. Reeb (2003b) "Founding family ownership, corporate diversification, and firm leverage," *Journal of Law and Economics* 46, 653-684.
- Anderson, R. C., D. M. Reeb and W. Zhao (2012b) "Family-controlled firms and informed trading: Evidence from short sales," *Journal of Finance* 67, 351-385.
- Andres, C. (2007) "Large shareholders and firm performance: An empirical examination of founding-family ownership," *Journal of Corporate Finance* 14, 431-445.
- Bae, K. H., J. K. Kang and J. M. Kim (2002) "Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups," *Journal of Finance* 57, 2695-2740.
- Baek, J. S., J. K. Kang and I. Lee (2006) "Business groups and tunneling: Evidence from private securities offerings by Korean Chaebols," *Journal of Finance* 61, 2415-2449.
- Bany-Ariffin, A. N., F. M. Nor and C. B. McGowan Jr. (2010) "Pyramidal structure, firm capital structure exploitation and ultimate owners' dominance," *International Review of Financial Analysis* 19, 151-164.

- Basu, N., L. Dimitrova and I. Paeglis (2009) "Family control and dilution in mergers," *Journal of Banking and Finance* 33, 829-841.
- Basu, S., L. S. Hwang, T. Mitsudome and J. Weintrop (2007) "Corporate governance, top executive compensation and firm performance in Japan," *Pacific-Basin Finance Journal* 17, 372-393.
- Barontini, R. and L. Caprio (2006) "The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe," *European Financial Management* 12, 689-723.
- Barth, E., T. Gulbrandsen and P. Schone (2005) "Family ownership and productivity: The role of owner-management," *Journal of Corporate Finance* 11, 107-127.
- Ben-Amar, W. and P. Andre (2006) "Separation of ownership from control and acquiring firm performance: The case of family ownership in Canada," *Journal of Business Finance and Accounting* 33, 517-543.
- Bennedsen, M., J. P. H. Fan, M. Jian and Y. H. Yeh (2015) "The family business map: Framework, selective survey, and evidence from Chinese family firm succession," *Journal of Corporate Finance*, forthcoming.
- Bennedsen, M., V. Mehrotra, J. W. Shim and Y. Wiwattanakantang (2014) "Exit and transitions in family control and ownership in post-war Japan," *Working Paper*, National University of Shingapore.
- Bennedsen, M., K. M. Nielsen, F. Perez-Gonzalez and D. Wolfenzon (2007) "Inside the family firm: the role of families in succession decisions and performance," *Quarterly Journal of Economics* 122, 647-691.
- Berger, P. G., E. Ofek and D. L. Yermack (1997) "Managerial entrenchment and capital structure decisions," *Journal of Finance* 52, 1411-1438.
- Berkman, H., R. A. Cole and L. J. Fu (2009) "Expropriation through loan guarantees to related parties: Evidence from China," *Journal of Banking and Finance* 33, 141-156.
- Berle, A. and G. Means (1932) "Modern corporation and private property," New York: Macmillan.
- Bertrand, M., P. Mehta and S. Mullainathan (2002) "Ferreting out tunneling: An application to Indian business groups," *Quarterly Journal of Economics* 117, 121-148.
- Bertrand, M. and A. Schoar (2006) "The role of family in family firms," *Journal of Economics Perspectives* 20, 73-96.
- Bertrand, M., S. Johnson, K. Samphantharak and A. Schoar (2008) "Mixing family with business: A study of Thai business groups and the families behind them," *Journal of Financial Economics*, vol.88, pp.466-498
- Bhattacharya, U. and B. Ravikumar (2001) "Capital markets and the evolution of

- family businesses,” *Journal of Business* 74, 187-219.
- Bloom, N. and J. V. Reenen (2007) “Measuring and explaining management practices across firms and countries,” *Quarterly Journal of Economics* 122, 1351-1408.
- Boubakri, N. and H. Ghouma (2010) “Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: international evidence,” *Journal of Banking and Finance* 34, 2481-2499.
- Brisker, E. R., D. M. Autore, G. Colak and D. R. Peterson (2014) “Executive compensation structure and the motivations for seasoned equity offerings,” *Journal of Banking and Finance* 40, 330-345.
- Burkart, M., D. Gromb and F. Panunzi (1997) “Large shareholders, monitoring, and the value of the firm,” *Quarterly Journal of Economics* 112, 693-728.
- Burkart, M., F. Panunzi and A. Shleifer (2003) “Family firms,” *Journal of Finance* 58, 2167-2202.
- Chang, J. J. and H. H. Shin (2007) “Family ownership and performance in Korean conglomerates,” *Pacific-Basin Finance Journal* 15, 329-352.
- Cheung, Y. L., L. Jing, T. Lu, P. R. Rau and A. Stouraitis (2009) “Tunneling and propping up: an analysis of related party transactions by Chinese listed companies,” *Pacific-Basin Finance Journal* 17, 372-393.
- Cheung, Y. L., P. R. Rau, and A. Stouraitis (2006) “Tunneling, propping, and expropriation: Evidence from connected party transactions in Hong Kong,” *Journal of Financial Economics* 82, 343-386.
- Cho, M. H. (1998) “Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis,” *Journal of Financial Economics* 47, 103-121.
- Claessens, S., S. Djankov and L. P. H. Lang (2000) “The separation of ownership and control in East Asian corporations,” *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
- Claessens, S., S. Djankov, J. Fan and L. P. H. Lang (2002) “Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings,” *Journal of Finance* 57, 2741-2771.
- Claessens, S., J. P. H. Fan and L. H. P. Lang (2006) “The benefits and costs of group affiliation: Evidence from East Asia,” *Emerging Markets Review* 7, 1-26.
- Cronqvist, H., and M. Nilsson (2003) “Agency costs of controlling minority shareholders,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 695-719.
- Cronqvist, H., and M. Nilsson (2005) “The choice between rights offerings and private equity placements,” *Journal of Financial Economics* 78, 375-407.
- DeAngelo, H. and L. DeAngelo (1985) “Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock,” *Journal of Financial Economics* 14, 33-69.

- Demsetz, H. (1983) "The structure of ownership and the theory of the firm," *Journal of Law and Organization* 25, 379-390.
- Demsetz, H. and K. Lehn (1985) "The structure of corporate ownership: causes and consequences," *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.
- Djankov, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (2008) "The law and economics of self-dealing," *Journal of Financial Economics* 88, 430-465.
- Ellul, A., M. Pagano and F. Panunzi (2010) "Inheritance law and investment in family firms," *American Economic Review* 100, 2414-2450.
- Faccio, M. (2006) "Politically connected firms," *American Economic Review* 96, 369-386.
- Faccio, M. and L. Lang (2002) "The ultimate ownership of western European corporations," *Journal of Financial Economics* 65, 365-395.
- Faccio, M., R. W. Masulis and J. J. McConnell (2006) "Political connections and corporate bailouts," *Journal of Finance* 61, 2597-2635.
- Fama, E. (1980) "Agency problem and the theory of the firm," *Journal of Political Economy* 88, 288-307.
- Fama, E. and M. Jensen (1983a) "Agency problem and residual claims," *Journal of Law and Economics* 26, 327-349.
- Fama, E. and M. C. Jensen (1983b) "Separation of ownership and control," *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
- Fan, J. P. H., T. J. Wong and T. Zhang (2012) "Founder Succession and accounting properties," *Contemporary Accounting Research* 29, 283-311.
- Fisman, R. (2001) "Estimating the value of political connections," *American Economic Review* 91, 1095-1102.
- Frank, M. Z. and V. K. Goyal (2009) "Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?," *Financial Management* 38, 1-37.
- Friedman, E., S. Johnson and T. Mitton (2003) "Propping and tunneling," *Journal of Comparative Economics* 31, 732-750.
- Friend, I. and L. H. P. Lang (1988) "An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure," *Journal of Finance* 43, 271-281.
- Ge, W., D. H. Drury, S. Fortin, F. Liu and D. Tsang (2010) "Value relevance of disclosed related party transactions," *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting* 26, 134-141.
- Giuli, A. D., S. Caselli and S. Gatti (2011) "Are small family firms financially sophisticated?," *Journal of Banking and Finance* 35, 2931-2944.
- Gonzalez, M., A. Guzman, C. Pombo and Maria-Andrea Trujillo (2013) "Family firms and debt: risk aversion versus risk of losing control," *Journal of Business Research* 66,

- 2308-2320.
- Gordon, E. A., E. Henry, and D. Palia (2004) "Related party transactions and corporate governance," *Advances in Financial Economics* 9, 1-27.
- Hanazaki, M. and Q. Liu (2007) "Corporate governance and investment in East Asian firms — empirical analysis of family-controlled firms," *Journal of Asian Economics* 18, 76-97.
- Hansson, M., E. Lijebloom and M. Martikainen (2011) "Corporate governance and profitability in family SMEs," *European Journal of Finance* 17, 391-408.
- Hart, O. D. (1983) "The market mechanism as an incentive scheme," *Bell Journal of Economics* 14, 366-382.
- Himmelberg, C. P., R. G. Hubbard and D. Palia (1999) "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance," *Journal of Financial Economics* 53, 353-384.
- Holderness, C. G., R. S. Kroszner and D. P. Sheehan (1999) "Were the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the great depression," *Journal of Finance* 54, 435-469.
- Isakov, D. and J. P. Weisskopf (2014) "Are founding families special blockholders? An investigation of controlling shareholder influence on firm performance," *Journal of Banking and Finance* 41, 1-16.
- James Jr., H. S. (1999) "Owner as manager, extended horizons and family firm," *International Journal of the Economics of Business* 6, 41-55.
- Jensen, M. C. and W. Meckling (1976) "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach and E. Friedman (2000) "Corporate governance in the Asian financial crisis," *Journal of Financial Economics* 58, 141-186.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (2000) "Tunneling," *American Economic Review Papers and Proceedings* 90, 22-27.
- Kang, J. K., and A. Shivdasani (1995) "Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in Japan," *Journal of Financial Economics* 38, 29-58.
- Khanna, T. and K. Palepu (2000) "Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups," *Journal of Finance* 55, 867-891.
- Khanna, T. and J. W. Rivkin (2001) "Estimating the performance effects of business groups in emerging markets," *Strategic Management Journal* 22, 45-74.
- King, M. R. and E. Santor (2008) "Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms," *Journal of Banking and Finance* 32, 2423-2432.

- Klasa, S. (2007) "Why do controlling families of public firms sell their remaining ownership stake?," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42, 339-368.
- Kohlbeck, M. and B. W. Mayhew (2010) "Valuation of firms that disclose related party transactions," *Journal of Accounting and Public Policy* 29, 115-137.
- Kuan, T. H., C. S. Li and S. H. Chu (2011) "Cash holdings and corporate governance in family-controlled firms," *Journal of Business Research* 64, 757-764.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1999) "Corporate ownership around the world," *Journal of Finance* 54, 471-517.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (1998) "Law and finance," *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2002) "Investor protection and corporate valuation," *Journal of Finance* 57, 1147-1170.
- Leland, H. and D. Pyle (1977) "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance* 32, 371-387.
- Lemmon, M. L. and K. V. Lins (2003) "Ownership structure, corporate governance and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis," *Journal of Finance* 58, 1445-1468.
- Lentz, B. F. and D. N. Laband (1990) "Entrepreneurial success and occupational inheritance among proprietors," *Canadian Journal of Economics* 23, 563-579.
- Lo, A. W. Y., R. M. K. Wong and M. Firth (2010) "Can corporate governance deter management from manipulating earnings? Evidence from related-party sales transactions in China," *Journal of Corporate Finance* 16, 225-235.
- Loderer, C. and K. Martin (1997) "Executive stock ownership and performance: Tracking faint traces," *Journal of Financial Economics* 45, 223-255.
- Manne, H. G. (1965) "Mergers and the market for corporate control," *Journal of Political Economy* 73, 110-120.
- Maury, B. (2006) "Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations," *Journal of Corporate Finance* 12, 321-341.
- McConaughy, D. L., M. C. Walker and G. V. Henderson Jr. (1998) "Founding family controlled firms: Efficiency and value," *Review of Financial Economics* 7, 1-19.
- McConnell, J. J. and H. Servaes (1990) "Additional evidence on equity ownership and corporate value," *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.
- Mehrotra, V., R. Morck, J. W. Shim and W. Yupana (2013) "Adoptive expectations: Rising sons in Japanese family firms," *Journal of Financial Economics* 108, 840-854.
- Miller, D. and I. Breton-Miller (2005) *Management for the Long Run: Lessons in Competitive Advantage from Great Family Businesses*, Harvard Business School Press.

- Miller, D., I. Breton-Miller, R. H. Lester and A. A. Cannella Jr. (2007) "Are family firms really superior performers?," *Journal of Corporate Finance* 13, 829-858.
- Mitton, T. (2002) "A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the east Asian financial crisis," *Journal of Financial Economics* 64, 215-241.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny (1988a) "Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers," Auerbach, A.J.(eds), *Corporate takeovers: Causes and consequences*, University of Chicago Press, 101-136.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny (1988b) "Management ownership and market valuation," *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Obata, S. (2003) "Pyramid business groups in East Asia: Insurance and tunneling?," *CEI Working Paper Series*, Hitotsubashi University.
- Okamuro, H. and J. W. Shim (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 and Finance* 35, 193-203.
- Peng, W. Q., K. C. J. Wei, and Z. Yang (2011) "Tunneling or propping: Evidence from connected transactions in China," *Journal of Corporate Finance* 17, 306-325.
- Perez-Gonzalez, F. (2006) "Inherited control and firm performance," *American Economic Review* 96, 1559-1588.
- Pindado, J., I. Requejo and C. Torre (2011) "Family control and investment-cash flow sensitivity: Empirical evidence from the Euro zone," *Journal of Corporate Finance* 17, 1389-1409.
- Prowse, S. D. (1992) "The structure of corporate ownership in Japan," *Journal of Finance* 47, 1121-1140.
- Rosenbaum, P. R. and D. B. Rubin (1985) "Constructing a control group using multivariate matched sampling methods that incorporate the propensity score," *American Statistician* 39, 33-38.
- Saito, T. (2008) "Family firms and firm performance: Evidence from Japan," *Journal of Japanese and International Economics* 22, 620-646.
- Schmid, T. (2013) "Control considerations, creditor monitoring, and the capital structure of family firms," *Journal of Banking and Finance* 37, 257-272.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1986) "Large shareholders and corporate control," *Journal of Political Economy* 94, 461-488.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1989) "Management entrenchment: The case of manager-specific investments," *Journal of Financial Economics* 25, 123-139.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1997) "A survey of corporate governance," *Journal of Finance* 52, 737-783.

- Smith, B. F. and B. Amoako-Adu (1999) "Management succession and financial performance of family controlled firms," *Journal of Corporate Finance* 5, 341-368.
- Sraer, D. and D. Thesmar (2007) "Performance and behavior of family firms: Evidence from the French stock market," *Journal of the European Economic Association* 5, 709-751.
- Stein, J. C. (1988) "Takeover threats and managerial myopia," *Journal of Political Economy* 96, 61-80.
- Stein, J. C. (1989) "Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior," *Quarterly Journal of Economics* 104, 655-669.
- Stulz, R. M. (1988) "Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control," *Journal of Financial Economics* 20, 25-54.
- Villalonga, B. and R. Amit (2006) "How do family ownership, control and management affect firm value?," *Journal of Financial Economics* 80, 385-417.
- Villalonga, B. and R. Amit (2009) "How are U.S. family firms controlled?," *Review of Financial Studies* 22, 3047-3091.
- Weston, J. F. (1979) "The tender takeover," *Mergers and Acquisitions* 15, 74-82.
- Wu, Y. (2004) "The choice of equity-selling mechanisms," *Journal of Financial Economics* 74, 93-119.
- Yeh, Y. H., P. G. Shu and Y. H. Su (2012) "Related-party transactions and corporate governance: the evidence from the Taiwan stock market," *Pacific-Basin Finance Journal* 20, 755-776.
- 小幡 績 (2003) 「東アジアにおける企業グループ・財務危機・投資家保護」 花崎正晴・寺西重郎(編) 『コーポレート・ガバナンスの経済分析 ―変革期の日本と金融危機後の東アジア―』 第11章 293-312頁 東京大学出版会.
- 久保克行・齋藤卓爾 (2009) 「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 47-59頁.
- 鈴木健嗣 (2013) 「日本の第三者割当増資に関する実証分析」 『神戸大学経営学研究科 Discussion paper』 30.
- 太宰北斗 (2015) 「ファミリー企業と資本構成」 『現代ファイナンス』 第36巻 forthcoming.