

## 博士学位申請論文審査報告書

申請者：沈政郁（Shim Jung Wook）

論文題目：日本の同族企業：長期データセット（1955-2000年）を用いた実証分析

### 1. 論文の主題と構成

本論文は、1950年代から2000年までの日本の全上場企業の財務・大株主・役員データと沿革情報を用いて、同族企業（family firm）と非同族企業（non-family firm）の業績および行動の違いとその要因を計量的に明らかにするものである。最近になって同族企業が世界的に注目を集め、非同族企業との比較研究が活発化しているが、そのほとんどは単純な業績比較に留まり、業績の違いの要因や経営行動の違いは等閑視されてきた。また、日本では同族企業と非同族企業の計量的な比較分析はまだ始まったばかりである。本論文は、本学経済研究所経済制度研究センターで構築されている長期データベース等のデータを利用して、日本の同族企業の特徴と行動に関する新たな知見をもたらすものである。

本論文では、導入と先行研究の詳細なサーベイに続き、中核的な3つの章において、経営成果の相違（第3章）、事業承継（経営者交代）前後の経営成果の変化（第4章）、合併行動の違いとその要因（第5章）が、同族企業と非同族企業を対比し、あるいは同族企業の類型別に分析されている。本論文の具体的な構成は以下の通りである。

第1章：序論

第2章：既存研究のサーベイ

第3章：同族企業の業績

第4章：同族企業の事業承継

第5章：同族企業の合併行動

第6章：総括

付録：データの説明

### 2. 各章の概要

続いて、本論文を構成する各章の主な内容を紹介する。

第1章（序論）は、同族企業概念・定義を整理し、本論文の特徴と貢献を示し、各章の内容をまとめている。本論文を通じて、同族企業は「創業者一族のメンバーが株式を所有しているか、または最高経営責任者として経営している企業」と定義される。これは、従来の実証研究の中でも所有構造について最も緩い定義に属する。第2章は、本論文の内容に関わる既存研究の流れを、同族企業の研究のみに限定せず、大株主や経営者持株の機

能、経営者交代（事業承継）、合併・買収（M&A）についても広く展望し、研究の到達点を明らかにするとともに本論文の位置づけと貢献を明示する。

第3章は、日本の同族企業と非同族企業の経営成果を比較して前者が後者よりも平均的に有意に高い成果を示すことを明らかにし、さらに同族企業の類型別の比較を通じてその理由を考察する。より具体的には、1949年から1970年までに上場したすべての企業（1,367社）を同族企業と非同族企業に区分し、さらに同族企業を創業者経営・親族経営・婿養子経営・専門経営者経営などいくつかの類型に分類し、同族企業が非同族企業より平均的に高い業績を示すことと、その中でも日本企業に特徴的とされる婿養子経営が創業者経営と同水準の高い業績を示すことを明らかにしている。

同族企業の経営者は一般的に、事業承継において、基本的なディレンマに直面していると考えられる。可能な限り同族に事業を承継させたいが（エージェンシー問題の回避）、親族に限定すると選択肢が限られ、有能な人材を見つけにくいという問題である。経営者として優秀でない人物が近親者であるという理由で経営者になる（血縁主義）のは望ましくない。そこで、企業内外から有能な人物を選んで婿養子として親族に迎え、事業を承継させる、日本に特徴的な制度（婿養子制度）は、このようなディレンマを解消して血縁主義の可能性を低くする有力な手段であると考えられる。本章の主な目的と貢献は、この婿養子制度の効率性を実証的に検証することにある。

企業の業績の指標として総資産営業利益率（ROA）とトービンのQを用い、同族企業577社と非同族企業790社の業績を1962年から2000年までの期間についてpooled OLSによって比較分析すると、さまざまな企業要因を制御した後でも、どの指標についても同族企業は非同族企業よりも有意に高い業績を示す。さらに、同族企業を経営者の類型別に区分して非同族企業と比較すると、創業者経営・婿養子経営・親族経営はいずれも非同族企業よりも有意に高い業績を示すが、とくに創業者経営と婿養子経営の業績が高く、この両者の間には有意な違いが見られない。以上の結果は、婿養子制度が有能な同族の採用によって同族企業のディレンマを解消する重要な手段であることを示唆している。

なお、親族経営の平均的業績はこれらの類型より有意に低い。親族経営者を最終学歴（旧帝大・東京商大等の卒業生であるか否か）によって「エリート」と「非エリート」に区分すると、とくに後者の経営する同族企業の業績が低いことが分かる。この結果は、「非エリート」親族の経営する企業で血縁主義の弊害が生じている可能性を示唆する。以上の結果は、同族企業の定義やモデルの定式化を変更しても基本的に変わらず、頑健である。

しかし、これらの分析結果からは、血縁主義の弊害を明確に検証することはできない。基本的にクロスセクション分析であるので、同族承継による業績の変化を確認できず、分析結果を因果関係として解釈できないからである。業績の良い同族企業であるから優れた婿養子への承継が可能になるという可能性も否定できない。

そこで第4章は経営者の交代（事業承継）に注目し、Difference-in-differences（DD）分

析と操作変数法によって、承継前後の業績の変化を承継者の類型別に分析し、血縁主義の弊害と婿養子承継の効果を検証する。分析対象は、1949年から1970年までに上場したすべての企業で1962年から2000年までに生じた経営者交代（同族企業580件、非同族企業240件）である。事業承継前後の差異を考察するDD分析は、同一企業の中での変化を見るので、業績に影響する観察不可能な企業特殊要因を制御できる利点を持つ。しかし、そのような手法によって因果関係を検証するためには、事業承継がランダムなイベントである必要がある。事業承継は内生的なイベントだと考えられるので、第4章では操作変数法でこの問題に対処する。

同族企業で血縁主義の弊害があれば、以下の分析結果を得ることが期待される。（1）非エリート親族承継では、エリート親族承継・婿養子承継に比べて事業承継前後で業績が相対的に悪化する。（2）非エリート親族承継では、非同族企業における専門経営者の交代に比べて事業承継前後で業績が相対的に悪化する。（3）非同族企業における専門経営者交代を同族企業と同じ基準でエリートへの交代と非エリートへの交代に区分しても、両者の間で経営者交代前後の業績変化に差はない。そのため、これらを仮説として設定する。なお、ここで「エリート」とは、第3章と同じく旧帝国大学等の卒業者を指す。

産業、交代年次、いくつかの企業要因を制御したDD分析の結果は上記の仮説を支持している。事業承継後の業績の差が、従業員の整理や資産売却、新規投資の増加などによる短期的な業績の変動から生じる可能性を考察したが、非エリート親族承継による業績の悪化はこのような要因では説明できなかつた。非エリート親族承継は売上高成長率の大幅な下落をもたらし、このことが業績悪化の最大の要因であると考えられる。また、非エリート親族承継による業績の悪化が能力ではなく経験の不足から生じる可能性を考慮して、経験の差異を制御した回帰分析を行ったが、基本的な結果は変わらなかつた。従って、非エリート親族承継の成果が低いのは経験ではなく能力の不足によると考えられる。その結果、学歴エリートでない親族（子息など血縁者）による経営承継は、学歴エリートの親族や婿養子による承継、さらに非同族企業における経営者交代と比べて業績を顕著に悪化させることが頑健に検証された。

しかしながら事業承継自体がランダムではないので、以上で得られた結果については、因果関係を強く主張することができない。そこで、その問題に対処するために、操作変数法による推定が行われる。操作変数推定では非同族企業で生じる事業承継を説明することができないため、以下の分析は同族企業の中での事業承継に限定される。本章では、退任経営者の子供が娘のみというダミー変数と、退任経営者の息子の数と、株式上場前に婿養子を取った経験の有無の3つが操作変数として用いられる。これらの操作変数を用いた二段階推定の結果は、非エリート親族承継において婿養子承継に比べて承継前後の業績悪化が顕著に見られることを示している。

以上の分析結果は第3章の結果と整合的である。婿養子制度は合理的な制度であり、業

績の改善に貢献すること、血縁主義の問題は実際に生じており、非エリートの親族承継は業績の悪化をもたらすということが、明確に検証された。

第5章は、経済高度成長期（1955-73年）における企業の合併行動に注目し、同族企業の合併の確率が非同族企業と比べて有意に低いことを示し、その要因を探る。前の2章が同族企業と非同族企業の業績の差異とその要因を検証しているのに対し、本章は企業の合併に注目して両者の企業戦略の違いとその要因を明らかにする。合併行動はとくに企業の成長戦略と関連を持つので、本章の分析は同族企業と非同族企業の成長戦略の違いに着目していると言える。

本章では1949年から1965年までの上場ブームに株式上場した企業による、1955年から1973年までの期間における合併を分析の対象にしている。分析対象は独立企業間の合併に限定され、親会社・子会社・関連会社間の合併は除外されている。対象期間中の合併は253件、うち55件が同族企業、198件が非同族企業によるものである。分析期間を経済高度成長期に限定する理由・利点として、この時期の合併行動に関する実証分析がないこと、急激な需要拡大期が企業の成長戦略の違いを観察するのに適していること、この時期（とくに1960年代前半）に同族企業の新規上場が多く、同族企業と非同族企業のバランスが良いこと、そしてこの時期の同族企業が新規上場後の初期で集中的な所有構造を示し、同族企業と非同族企業の所有構造の違いが際立っており、企業行動の比較分析に好都合であることが挙げられる。

同族企業と非同族企業の間で合併行動に差異が生じうる要因として、同族持株比率の希薄化を挙げることができる。この時期の日本では現金による合併が認められていなかったため、合併は株式割り当てによってなされた。従って、合併は新株発行と同じ効果を持ち、被合併企業の規模に応じて、合併企業の所有比率の希薄化を生じさせる。同族持株比率が合併に伴って小さくなることは、それだけ同族の支配権が弱くなることを意味する。統治権の維持を重要と考える同族企業の経営者は、非同族企業と同様の合併機会があっても、（ほとんど株式を所有しない）非同族企業の経営者に比べて合併に消極的になる可能性が高いのである。

合併の有無を被説明変数とするプロビット分析の結果、合併の意思決定に影響を及ぼしうるいくつかの要因と企業特性を制御した後でも、同族企業は非同族企業に比べて合併に消極的であることが示された。従って、高度成長期において同族企業は非同族企業に比べて内部成長をより好んでいたといえる。

同族企業は、自社より相当に小さい企業を選んで合併することで、統治権の希薄化を避けるかもしれない。そこで同族企業と非同族企業について合併企業の被合併企業に対する相対的な規模を計算したところ、両グループ間に相対規模の有意な差異はない。従って、同族企業がより小さな規模の企業を合併相手に選んでいたとは言えない。次に、合併を経験した同族企業と同じ産業に属し、規模が最も近く、合併を経験していない同族企業を選

び、合併前後の3年間の同族持株比率の変化を分析したところ、合併を経験した同族企業では同族持株比率の減少幅が合併を経験していない同族企業より有意に大きい。従って、合併に伴って統治権の希薄化が実際に生じていたといえる。

同族企業が統治権の希薄化を避けるために非同族企業よりも合併に消極的であるならば、合併前に同族持株比率が高い同族企業はそうでない同族企業に比べてより積極的に合併を選択するといえる。この点について、同族企業ダミーと合併前の同族持株比率の交差項を用いた分析によって、同族企業の中では合併前の同族持株比率が高いほど合併に積極的になる傾向が検証された。この結果から、合併前の同族持株比率は合併の決定要因として大きな意味を持っていたといえる。

同族企業が統治権の希薄化を避けるために非同族企業よりも合併に消極的であることは、両者の間で合併の成果にも差異が生じうることを示唆する。統治権の希薄化を避けようとする意図から合併に消極的である同族企業が敢えて合併に踏み切るのは、その損失の見返りとしてより大きな便益を期待していると考えられ、従って平均的にみると非同族企業より高い合併成果を得ていると期待されるからである。しかし、合併成果に関するDD分析の結果は、予想と異なり、同族企業の合併成果が非同族企業に比べて低いことを示す。

### 3. 全体的な評価

以上のように、本論文は、独自に構築された長期にわたる網羅的なデータセットを用いて、経済高度成長期以降の日本の同族企業の行動と成果の特徴を計量的に分析し、非同族企業との違いを明瞭に示している。さまざまな分析の結果、同族企業の業績が非同族企業よりも有意に高いこと、とくに婿養子経営の業績が創業者経営と並んで高いこと(第3章)、経営者の交代においても婿養子への承継が際立って高い成果を示す一方で、学歴エリートでない親族への承継が業績の悪化をもたらすこと(血縁主義の弊害:第4章)、さらに同族企業は非同族企業よりも合併に消極的で、内部成長をより強く選好するが、その理由として合併による統治権の希薄化の懸念があること、また同族企業による合併の成果は非同族企業のそれよりも低いこと(第5章)が明らかにされた。これらの分析結果の頑健性も慎重に確認されている。

同族企業に関する研究関心が近年世界的に高まっているにも拘わらず、これまで、同族企業と非同族企業の行動や経営成果の違いがなぜ、またどのように生じるのか、また同族企業の類型別にどのような違いがあるのかは、必ずしも十分に分析されていない。とりわけ、日本については、データの不備もあって十分な分析がされてこなかった。その点において、本論文にまとめられた研究成果は大きな知的貢献をもたらすものである。また、前述の通り、同族企業に関する長期的データに基づく実証分析はまだ初期段階にあり、本論文にまとめられた研究は、コーポレート・ガバナンスや企業の成長戦略に関しても重要な

研究視角と知見をもたらすものと言える。

もつとも、本論文に全く問題が見られないわけではない。例えば第3章と第4章で、親族の能力の指標として旧帝国大学等を卒業した「学歴エリート」ダミーを用いているが、学歴は経営者の能力の代理変数としては不完全なものでしかない。さらに第4章では事業承継の内生性に対処するためにDD分析に加えて操作変数推定を行っているが、その方法では仮説の一部しか検証できない。第5章については、被合併企業のほとんどが未上場企業であるためにその情報がほとんど取れず、被合併企業の業績や合併企業との補完性等の属性を制御できないという問題が指摘される。同族企業が統治権の希薄化という代償を払って合併に踏み切っているにも拘わらず合併成果が低いという結果は、そもそも同族企業が何のために合併しているのかという疑問を投げかける。

しかし、このような問題点は決して本論文の価値を本質的に損ねるものではない。それらはデータの制約上やむを得ないことであり、あるいはむしろ今後の研究課題として期待されるものである。本論文は全体として、博士学位論文として認められるに足る高い水準を備えていると考えられる。著者自身も本研究の制約を十分に認識して、分析結果の頑健性のチェックをさまざまに行い、また結果の解釈を慎重に行っている。

以上より、審査員一同は、沈政郁氏に一橋大学博士（経済学）の学位を授与することが適当であると判断する。

平成22年6月9日

審査員 ウィワッタナカンタン・ユパナ  
植杉 威一郎  
岡室 博之（委員長）  
花崎 正晴  
深尾 京司

（五十音順）