

博士学位論文

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

沈 政郁

要旨

1. はじめに

最近、あまりスポットライトを浴びてこなかった同族企業 (Family firm) が世界的に注目を浴びている¹。日本の同族企業に対しては、2009年1月9日に発表されたトヨタ自動車の「大政奉還」が海外からも高い関心を集めた。

Berle and Means (1932) が所有と経営の分離を論じて以来、経済学や経営学では所有と経営が分離され、株式をほとんど持たない専門経営者が経営をしている企業形態を当然のように受け入れ、議論してきたといえる。言い換えれば、米国の企業形態が支配的な企業形態であり、企業が株式会社である以上、いずれは Berle and Means 型の企業にならざるをえないということである。

このことは Chandler (1980) でも明確に論じられている。ある優れた個人が、企業を起こし、その企業が成功した後、創業者が引退すると多くの創業者企業は同族企業に移行する。同族企業がさらに発展すると、同族メンバーが階層的経営組織をうまく運営するだけのスキルを持つことが難しくなって、経営をその階層的経営組織の中で訓練を受けスキルを身に付けた専門経営者に任せるようになり、同族企業は経営者企業 (非同族企業) に変わるということである。

すなわち、同族企業とは創業者企業から経営者企業に移る間の中間的な企業形態であり、規模が大きくなり、組織が複雑な階層的経営組織になるにつれ存立が難しくなり、その結果、同族企業は支配的な企業形態にはなれないということである。

¹ Family firm は同族企業以外にも、家族企業、ファミリービジネス、ファミリー企業とも呼ばれている。本論文では同族企業という用語で統一する。本論文では同族企業を、創業家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場合と定義する。この定義は Anderson and Reeb (2003) や Villalonga and Amit (2006) のものと同じであり、同族企業の定義としてはもっとも広義のものである。

しかし La Porta et al. (1999) はこのことに疑問を投げかけた。彼らは、27 カ国のそれぞれ 20 社の大企業と 10 社の中規模企業から成る 691 社のデータを用いて、所有構造と統治構造を考察した。支配的大株主が誰かをみるために、彼らは究極的所有者 (Ultimate owners) という概念を考案した。分析の結果、究極的所有者が 20%以上を持っている場合に支配的大株主とする基準を用いると、サンプル企業の 36%が広く分散した所有構造を持ち、30%は同族が、18%は国が、5%は金融機関が、5%は法人企業が支配的大株主であった。より規模が小さい企業だけの分析とカットオフの基準として 20%ではなく 10%基準を用いると、同族が支配的大株主の割合は約 50%にまで増加する。この結果から彼らは、世界的に考察すると、Berle and Means 型の企業ではなく同族企業が支配的な企業形態であり、米国型の企業形態がむしろ特殊であるとしている。

彼らの研究をきっかけに、同族企業が注目を浴びることになり、その後多くの研究がなされている。同族企業研究の難しさのひとつはデータの収集である。同族企業の研究には企業の所有、経営、家族関係という 3つの側面に関するデータが必要になる。また、同族企業経営の特性から、経営者の在任期間が長いので、長期間のデータが必要になる。従って、データセットの構築は容易な作業ではない。この影響もあって本格的に論文の数が増えているのは 2005 年以後からである。

従来の研究の中心はデータが豊富にそろっている米国と、同族企業の割合が高い欧州諸国である。これに対して、経済が高度に発達している日本の同族企業についての体系的な研究は筆者が知る限りでは、まだほとんど存在しない。もちろん優れた創業者または同族企業に関する個別の研究は豊富に存在する。大規模データを利用した包括的な研究があまりないということである。本論文の問題意識はここから始まっている。日本の上場企業のうち同族企業の割合はどれぐらいなのだろうか？それらの企業は、どのような特徴を持ち、日本経済においてどのような役割を演じてきたのだろうか？

本論文においては、1955 年から 2000 年までにわたり企業の有価証券報告書、多くの経営史、社史を基に家族関係の情報を構成、結合することで長期間にわたる所有、役員と家族関係についてのデータを構築して分析を行った。1955 年から 2000 年までの約 45 年間という長期間にわたるデータを構築できたのは世界的にみても稀であり、本論文の貢献の 1 つである。

以上で述べた、本論文の位置づけをまとめると、本論文は日本の同族企業をテーマにして長期データセットを用いた初めての分析だといえる。1955 年から 2000 年までという約 45 年の期間と最大で 1,367 社をサンプルにしている点でもユニークなデータセットである。

本論文ではこのようにして構築されたデータセットを用いて 3つのテーマに取り組んだ。2つのテーマは同族企業の組織形態と企業業績の関係に関するもので、残りの 1つは企業行動に関するものである。

本論文の具体的な構成は以下である。

- 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 (婿養子の機能)
- 第4章 同族企業の事業承継 (血縁主義の弊害)
- 第5章 同族企業の合併行動 (同族企業の統治権)
- 第6章 総括
- 付録 データの説明

2. 本論文の概要

第2章では、本論文と関連する先行研究をサーベイしている。すでに述べているが、同族企業の研究が本格的になったのは2005年以後であり、研究内容もまだ限定的である。多くの研究は様々な国のデータを用いて、同族企業と非同族企業の業績の比較を行っている。しかしながら、得られている結果は一致しておらず、なぜそのような差異が生じるのかに関する理由付けも明確ではない。

先行研究の結果から共通認識となりつつある部分をまとめると、創業者は優れた業績を示すので同族企業の定義から創業者が経営している企業を取り除いた方がよく、創業者経営を除いた同族企業と非同族企業の優越性は明確ではなく、優秀ではない親族に事業承継されると企業業績は悪化する可能性が高く、同族企業が非同族企業より優れている点は第1型エージェンシー問題を解決することができる点であるといえる²。

同族企業の定義から創業者経営を除いた方が良いという認識は、同族企業の定義がまだ確立されていないことを示唆している。本論文ではすでに述べているように、同族企業の定義としてはもっとも広義の定義を使う。株式所有比率に関して基準は特に設けない。創業家一族のメンバーが上位10位大株主の中に存在していれば、同族企業と定義する。そして誰が最高経営責任者であるかによって、同族企業を詳細に分類するという方法をとる。

第3章においては、日本における婿養子の慣習を考察する。婿養子の慣習とは、婿が自分の性を捨て、義理の父の性を受け継ぐことであり、同じ東アジアに属する中国や韓国ではあまり一般的ではない慣習である。中国や韓国では血の繋がりを重視しているため、男子が自分の性を捨てて婿養子に入る例は多くない。

婿養子の制度はどのような機能を持っているのだろうか？婿養子の目的は能力のない親族に事業承継することを避ける事である。先行研究でも指摘されているように、同族企業が陥りやすい最大の問題点は血縁主義である。婿養子制度は有能な男子を、婚姻を通じて獲得するので血縁主義に陥る確率は低いといえる。

² 本論文では、所有者と経営者間の利害対立を第1型エージェンシー問題、支配的大株主と少数株主間の利害対立を第2型エージェンシー問題と呼ぶことにする。

しかも婿養子制度の利点はこれだけにとどまらない。婿が自分の性を義理の父の性に変えることは同族の一員になることを意味しており、同族の一員ではない専門経営者とは異なり、同族企業が持つと考えられている強みの1つである、第1型エージェンシー問題を解決できるという側面も持つ。言い換えると、同族企業が陥りやすいジレンマを解決することができる制度であるといえる。現実には婿養子をとることが出来るか否かという実行可能性を除けば、理論的には同族企業が持っている本質的な問題点を解決することができる。

日本においてこの婿養子の制度が本当にうまく機能していたかどうかを考察することが第3章の主な目的である。このことを考察するために1949年から1970年までに上場した1,367社をサンプルにして企業業績の比較を行った。1,367社のうち577社が同族企業で、790社が非同族企業であった。このことから日本でも同族企業は決して少なくなく、多く存在していたことが読みとれる。

まず、同族企業全体と非同族企業を比較した。業績の変数としてROAとTobinのQを利用した。推定の結果、同族企業が非同族企業より優れているという結果を得た。しかし、この結果は先行研究でも指摘されているように創業者経営の効果である可能性がある。そこで、同族企業から創業者経営を別のグループとして独立させ同じ分析を行った。創業者経営を別のグループとして分離しても同族企業は非同族企業より優れた業績を示した。

しかしながら、非同族企業が同族企業より悪い業績を示す理由の1つとして逆因果関係を考えることができる。非同族企業の中には同族企業から非同族企業となった企業が含まれている。同族企業から非同族企業に変わる理由が業績の悪化によるものであるならば、非同族企業には業績の悪い企業が多く含まれることになり、このことから上述の結果が得られる可能性がある。そこで、同族企業から非同族企業に変わったグループを元同族企業として、別のグループとして独立させ、同じ分析を繰り返した。それでも、創業者経営を除く同族企業は元同族企業を除いた非同族企業に比べて優れた業績を示した。

次に、同族企業を誰が経営しているかという経営の側面と所有構造の組合せから、同族経営を詳細に分類して、同族企業の高い業績はどこから来るものであるかを検証した。その結果、次のような業績の順序付けを得ることができた。第1グループは創業者経営、第2グループは婿養子経営と暫時専門経営者経営、第3グループは元同族企業と親族経営、第4グループは専門経営者経営と非同族企業であった。この結果をまとめると、婿養子経営は高い企業業績を示し、同族が株だけを持って経営を専門経営者に任している場合でも同族経営に戻る場合（暫時専門経営者経営）と戻らない場合（専門経営者経営）では差があり、親族経営は非同族企業より優れた業績を示しているということになる。婿養子制度がうまく機能していたといえる。

これらの分析の結果、幾つかの既存研究とは異なり親族経営が非同族企業より優れた業績を示しているという結果を得た。この結果がすべての親族に当てはまるかを考察するために、卒業した出身大学のレベルを用いて親族をエリートと非エリートに分けて同じ分析を行った。その結果、親族経営で優れた業績を示すのは、エリート親族経営だけであり、

非エリート親族経営は非同族企業と同等の業績を示していることを発見した³。従って、間接的ではあるが、優秀ではない親族に事業承継をすると業績が悪化するという血縁主義の問題が生じている可能性を発見した。

以上から、日本の同族企業において婿養子経営は高い業績を得ているという理論的な予測と一致する結果が示された。従って、婿養子の慣習は経済的にも合理的な制度であり、実行可能性が問題になることを除けば、うまく機能していたといえる。

ただし、3章での分析手法は同族企業と非同族企業のクロス・セクショナルな業績比較なので、厳密な意味での因果関係として結果を解釈することはできない。以上で得られた結果を、良い業績の同族企業であるがゆえに、婿養子にきてもらうことが出来たと解釈することもできるからである。

第4章においては、血縁主義の弊害を考察する。すでに3章でも非エリート親族経営の業績が良くないことにふれているが、因果関係として捉えることはできなかった。同じく、婿養子制度の結果も因果関係として解釈することはできなかった。そこで、本章では事業承継前後の企業業績を比較するという手法をとることでこの問題点の解決に挑むことにする。

事業承継前後の差異を考察する方法は同一企業の中での変化を見るので、目には観察されないが企業業績に影響を及ぼしうる企業特殊な要因を制御できる利点を持つ。しかし、そのような手法が因果関係を常に保障するとは限らない。因果関係として解釈するためには、事業承継というイベントが、例えば地震のようなランダムなイベントである必要がある。イベント自体が何らかの意思決定と相関を持ってしまうと、その影響を取り除かない限り因果関係として解釈することはできないのである。そこで、第4章では操作変数法でこの問題に対処する。

能力がないにもかかわらず、血の繋がりで主要な地位に就くことで生じる経済的費用という意味での血縁主義の大きさを測るために、4章では3章と同じサンプルを用いて2000年までに生じた事業承継のイベントを収集し分析を行った。

もし血縁主義の問題が生じていたならば、以下の結果を得ることが期待される。(1) 非エリート親族承継は、エリート親族承継及び婿養子承継に比べて事業承継後に業績の悪化を示す。(2) 非エリート親族承継は、非同族企業における専門経営者交代に比べて事業承継後に業績の悪化を示す。(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と非エリートの専門経営者交代に分類しても、この2つのグループ間には事業

³ 本論文では、どの大学を卒業したかを経営者能力の代理変数として利用した。入学が難しい学校に入ることができた人は優秀であると判断する。これに属する大学は、東京帝国大学、京都帝国大学、東北帝国大学、九州帝国大学、北海道帝国大学、京城帝国大学、台北帝国大学、大阪帝国大学、名古屋帝国大学と旧帝国大学ではないが東京商科大学(現・一橋大学)と神戸商業大学(現・神戸大学)である。

承継後に業績の差異がない。

非同族企業における専門経営者交代をエリートと非エリートに分けても差異がないのは、彼らとその地位に就いたこと自体がすでに高い能力を持っていることを意味するものであり、本論文で利用する能力の基準（学歴）はもはや意味を持たないからである。もし彼らが低い能力しか持っていなかったならば、その地位にたどり着く前の競争の段階で脱落していたであろう。しかし、同族企業では低い能力しか持っていなくとも血の繋がりでトップの地位に就くことができるので、能力の指標が意味を持つてくるのである。

まず、産業だけを調整した単純な DD (Difference-in-Differences) 分析を行った。その結果、概ね上述の 3 つの仮説を支持する結果が得られた。非エリート親族承継は婿養子承継に比べて事業承継後に業績の悪化を示し、非エリート親族承継は非同族企業における専門経営者交代に比べて事業承継後に業績の悪化を示し、非同族企業における非エリート専門経営者交代とエリート専門経営者交代間では事業承継後に業績の差異がなかった。

次に、イベントの年次の差異と、企業業績に影響を及ぼしうる幾つかの要因を制御した後の DD 分析を行った。得られた結果は単純な DD 分析と同じであった。

次に、非エリート親族承継が悪い業績を示すのは能力の不足からではなく、経験の不足からくる可能性を考察した。そこで、彼らがトップの地位に就くまでにどのような職歴をたどってきたかを考察した。その結果、非エリート親族は非同族企業における専門経営者とはまったく異なる職歴を歩んできたことが示された。大きな違いは若くして役員やトップの地位に就き、外部で働いた経験があまり無いことである。このような経験の違いが企業業績に影響を及ぼす可能性があるため、経験の差異を制御した回帰分析を行った。しかし、基本的な結果は変わらなかった。従って、非エリート親族が低い業績を示すのは経験の不足からではなく、能力の不足からであったと考えられる。

しかしながら、以上で得られた結果に対しては、事業承継というイベント自体がランダムではないので、因果関係を強く主張することはできないという問題が存在する。そこで、その問題に対処するために最後に操作変数法による推定を行った。この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出来ないため、同族企業の中での事業承継に分析を限定した。

望ましい操作変数は、企業業績とは関係を持たないが、他のグループの選択に比べて非エリート親族の選択とは強い関係を持つ変数である。本論文では、退任経営者の子供は娘のみというダミー変数と、退任経営者の息子の数と、企業が株式上場を行う前に婿養子を取った経験があるかどうかの 3 つの変数を操作変数として利用した。

これら 3 つの操作変数を利用した 2 段階推定法の結果は、部分的に仮説 1 を支持する結果を示した。非エリート親族承継は婿養子承継に比べて事業承継後に業績の悪化を示した。これに追加して婿養子承継を基準とした操作変数推定を行い、婿養子承継に比べて非エリート親族承継は業績悪化を示すが、エリート親族承継は業績悪化を示さないという結果を得た。操作変数推定の結果を総合的に考慮すると血縁主義の存在を否定することはできな

いといえるだろう。

4章の結果をまとめると、3章での結果と整合的であり、婿養子制度は合理的な制度であり、企業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いて、それは決して小さな問題ではなく、企業業績の悪化をもたらすということになる。そして、3章での結果をある程度、因果関係として解釈することができるということである。

3章と4章では企業業績の比較を中心にして、業績の差異が経営者のタイプによって決まることを示した。第5章では同族企業と非同族企業の合併行動の差異について考察する。

合併行動は企業の成長戦略と関連を持つ。従って、5章の分析は同族企業と非同族企業の成長戦略の差異を見ていると言い換えることができる。このために、5章では1965年までに上場した企業をサンプルにして、1955年から1973年までに生じた合併を考察した。

分析の時期を1955年から1973年に設定したのには幾つかの理由がある。この時期は日本では高度成長期と呼ばれ、実質経済成長率は年率で約9.8%にもものぼっていた。従って、急激な需要の拡大に対していかにして企業を成長させるかが重要な意思決定であった。このことにより同族企業と非同族企業の成長戦略に関する選好の差異をより明確に捉えることができる。

また、この時期は同族企業が株式上場をしてまもない時期であり、集中的な所有構造を示している。Basu et al. (2009) で述べているように、合併は所有の希薄化をもたらすため、所有構造が集中的であるほうが意思決定により大きな影響を及ぼすので、他の時期に比べるとより大きな違いを観察できることが期待されることも、この時期を選んだ理由である。

合併に関するデータは主に有価証券報告書の企業沿革欄から集めた。多くの場合、被合併企業は未上場企業であり資本金を除くデータを集めることが出来ず、合併のタイプを詳細に分類することはできなかったが、合併のタイプを区分するのは合併の研究において重要であるので、本論文では次のように3つのタイプに合併を分類した。

タイプ1は新日本製鉄のように、もとは同じ企業であったのがGHQの政策で分離、独立した企業が合併を通じて1つの企業になる場合である。9件の合併がこれに該当し、うち8件は非同族企業、1件は同族企業によるものであった。

タイプ2は親会社と子会社、または関連会社との合併である。131件の合併がこれに該当し、うち96件は非同族企業、35件は同族企業によるものであった。

タイプ3は独立企業間の合併である。本論文ではタイプ3の合併だけを考察する。総数で253件の合併があり、うち198件は非同族企業、55件は同族企業によるものであった。数だけを見るならばすべてのタイプにおいて同族企業の合併件数が大幅に少ないことが読み取れる。

同族企業と非同族企業間で合併行動に差異が生じ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、合併は株式交換によってなされた。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た。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は非同族企業に比べて合併に消極的になる可能性が高いのである。

もしこの仮説が正しいならば、同族企業は自社より相当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。このことを検証するために、同族企業と非同族企業について合併企業の相対的な規模を計算した。その結果、2つのグループ間で相対的な企業規模の差異は存在しなかった。従って、同族企業がより小さな規模の企業を相手に合併をしていたわけではないことが明らかになった。

次に、実際にどれぐらい統治権の希薄化が生じるのかを検証した。このために、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。その結果、合併を経験した同族企業は合併前後の3年間で同族持株比率の約8.9%の減少を示すのに対して、合併を経験していない同族企業は合併前後の3年間で約1%の同族持株比率の減少を示すのにとどまり、その差である約7.9%は統計的にも5%水準で有意であった。従って、合併に伴って統治権の希薄化は現実に有意な規模で生じていたといえる。

上述の2つの確認事項から、同族企業において合併に伴う統治権の希薄化は小さくなく、従って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予想される。このことを検証するために、Probit分析を行った。合併の意思決定に影響を及ぼしうる幾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った。従って、日本の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。

統治権の希薄化を避けるために、同族企業が非同族企業に比べて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れが低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。このことを検証するために、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を行った。その結果、同族企業は非同族企業に比べて合併に消極的であるが、同族企業の中では合併前の同族持株比率が高い企業がそうでない企業より合併に積極的であった。このことより、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。

統治権の希薄化を避けるために、同族企業が非同族企業に比べて合併に消極的であることは、同族企業と非同族企業間の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っていることは、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予想することができるからである。

このことを検証するために、同族企業と非同族企業の間で合併成果に関するDD分析を行った。しかし、予想と異なり、同族企業は非同族企業に比べて低い合併成果を示した。統治権の希薄化という代償を払ってまで合併に踏み切っているのに、合併成果も低いという

結果は、そもそも同族企業はなんのために合併しているのかという疑問を投げかける。一つの可能性は十分な合併成果を期待して合併したが、予想したとおりに合併成果を得ることが出来なかったということである。これが正しいならば、なぜ同族企業は期待通りの合併成果を得ることが出来なかったのかを検証する必要がある。それは今後の課題である。

第 6 章においては、本論文の総括を行っている。付録においては、本論文で使用するデータに関する詳細な説明を行っている。

3. 今後の課題

同族企業の研究は始まったばかりであるが、同族企業は非効率な組織形態であるという認識は必ずしも正しくない。従って解明しなければならない課題は少なくない。特に、同族企業の強みと弱みに関連する、同族企業と非同族企業の間で行動、戦略、組織の差異がなぜ生じるのかという問題と、それらの差異がもたらす経済的結果に関する実証研究が重要である。これらを解明することで、同族企業が持つ特性をより深く理解することが可能となり、今後の資本主義のあり方にも 1 つの答えを出すことが出来るのではないかと期待される。