

## 解題

証券アナリストジャーナル編集委員会  
第四小委員会委員長 大橋和彦

株式の所有や経営陣への参加を通じて、創業家一族の強い影響の下に行われる企業経営をファミリービジネスと呼ぶ。こう聞くと創業者の父と後継者の娘との対立で話題になった大塚家具などをまず思いつく読者も多いであろうが、この定義によればサントリーやトヨタもファミリービジネスである。また、その他にもファミリービジネスの例として挙げられる日本の有名企業は多い。

ファミリービジネスは、世界でも注目を浴びている。特に、近年コーポレートガバナンスとの関係から関心が高まり、全世界を対象とする研究が生み出されている。ファミリービジネスとは何か。どのような環境で生まれるのか、またなくなるのか。地域や国による違いはなぜ生まれるのか。文化や法制度の違いが影響するのか。そして、ファミリービジネスであることが企業活動や経済にどのような影響を与えているのか。多くの問題が今も問われつつある。

本特集では、このようなファミリービジネスをめぐる多くの問いの中から、ファイナンスに関連深い幾つかの論点を紹介する。そのために、まずコーポレートガバナンスの観点からファミリービジネスを概観し、ファミリービジネスにおけるエージェンシー問題の特性や投資家保護との関係等を解説する。次に、日本企業に関するデータを用

いて、ファミリービジネスという構造を持つことが企業経営や会計行動に対して与える影響を実証的に分析する。さらに、経営学の視点からファミリービジネスの長所と短所をどう見るか、経営学者へのインタビューで紹介する。

では、各論文の紹介に入ろう。第一は、**花崎論文「コーポレートガバナンスの視点から見たファミリービジネス」**である。本論文は、ファミリービジネスの特質と問題を概説するサーベイ論文である。それによれば、経済成長を続けていたアジア諸国が陥った1997年のアジア通貨危機をきっかけに、コーポレートガバナンスの観点からファミリービジネスへの関心が高まり、その研究が全世界に広がっていった。ファミリービジネスは、ピラミッド型に形成される企業グループや相互持合いといった複雑な所有構造を通じて、特定のファミリーが企業や企業グループの経営に支配力を及ぼす経営の在り方であるが、そのために特有のエージェンシー問題を抱えることになる。すなわち、株式を集中所有するファミリーから経営者を選ぶ（ことが多い）ため、株式が分散所有される場合に見られる株主と経営者の間のエージェンシー問題は小さくなるが、ファミリーという一部の株主のために経営者が働くことで、他の株主や債

権者といった外部投資家との利害対立が深刻化する。その結果、外部投資家の利益を犠牲にしてもファミリーが得するように経営者が働くというエージェンシー問題が発生する。これは、特にファミリーの実質的な支配権を示す議決権 (voting rights) がキャッシュフローベースでの企業の所有権を示す収益受取権 (cash-flow rights) を上回り、両者に乖離がある場合に大きな問題となる。一方、このエージェンシー問題の発生は、法制度等を通じた投資家保護の有効性と関連する。そのため、支配権を持つファミリーが外部投資家の利益を搾取する必要性にかられる経済危機の状況では、投資家保護の脆弱な国において (そうでない国よりも) 企業のパフォーマンスが悪化すると予想される。実際、アジア危機に関してこの予想と合致する多くの研究結果が得られている。ファミリービジネスの負の側面については、さらに巨大なファミリービジネスと政治との癒着の問題も指摘されるが、他方では市場機能が未成熟な経済においてグループ内でのより効率的な資源利用を促す正の側面も考えられ、その成否には今後解明すべき課題が多いと議論される。

第二論文と第三論文は、いずれも日本のファミリービジネスに関するデータを用いた実証研究である。まず、竹原論文「**創業家が企業経営に与える影響—同族企業と非同族企業はどのように異なるのか？—**」は、日本のデータを用いて、CFP (Corporate Financial Performance)、市場流動性、CSP (Corporate Social Performance) の三つの側面についてファミリービジネスとそうでない企業を比較することで、ファミリービジネスの特徴を明らかにする。本論文では、創業家が発行済普通株式の10%を保有するか、あるいは代表権を持つ創業家出身の役員が一名以上存在する、という条

件を満たす企業を同族企業と定義する。(第四論文である入山インタビューでも述べられるように、創業家による一定以上の株式保有を伴わない創業家出身社長が少なくないことが日本のファミリービジネスの特徴であることが、ここでも指摘されている。) そして、代表権を持つ創業家出身の役員が創業者である場合、継承者である場合、いない場合の3例と、創業家の株式保有比率が10%以上である場合とそうでない場合の2例の掛け算、計6例の場合分けを行い、それぞれに分類される企業のポートフォリオの特性を比較する。その結果、まずROEや (Fama-French 3 ファクターに対する) Alphaといった収益性指標、そしてリスクを表すROA、ROE、総資産成長率、Alphaそれぞれの標準偏差といったCFPについては、創業者を経営者とする創業家株式保有10%以上の企業の方が継承者を経営者とする創業家株式保有10%以上の企業よりも大きく、創業者世代の攻めの経営から継承者世代の守りの経営への変化が見て取れる。また、創業者を経営者とする創業家株式保有10%未満の企業の流動性やCSPが、創業家の株式保有が10%以上ある企業に比べて高くなることも見いだされる。(未検証ではあるが、これは企業の海外進出に伴う株主構成の変化により、流動性の上昇や社会的責任をより重視する行動に変化した結果と解釈されるとされている。) さらに、諸変数への回帰分析によって、企業規模や負債比率をコントロールした後では、創業者経営者がCSPに正の影響を与えている一方、継承者経営者にはそのような影響が見られないことが見いだされ、創業者が経営責任を負う場合には (継承者に比して) CSPに正の影響を与える経営が行われることが示される。

次に、海老原論文「**ファミリービジネスと実体的利益マネジメント—ファミリービジネスにおけ**

**る社外取締役の実体的利益マネジメント抑制効果**—は、ファミリービジネスが企業の会計的側面—実体的利益マネジメント—に与える影響を分析する。ここで、実体的利益マネジメントとは、経営者が実際の取引活動を変更することで利益を調整する行動を指し、本論文では研究開発費、広告宣伝費や販売費等からなる裁量的費用と、製造原価を通じた利益調整に注目する。ファミリービジネスでは、取締役に創業家関係者が占める割合は少なくない。(海老原他の調査では、取締役の20%~30%を占める場合がファミリービジネスの35.74%、過半数を占める場合が7.28%あることが報告されている。) そのため、ファミリービジネスの取締役会は同質性が高く、監督機関としての機能が低下することで、経営者による利益マネジメントを許してしまう可能性がある。一方、社外取締役は、経営から独立して監視を行う役割を担っている。よって、ファミリービジネスのように取締役会の独立性が低い企業においては、異質な社外取締役によるモニタリングによって、利益マネジメントが抑制されると考えられる。そこで、本論文は、「ファミリー経営者の下で、役員に占める社外取締役の割合が多いほど実体的利益マネジメントは抑制される。」という仮説を検証する。分析の結果、社外取締役は一般に実体的利益マネジメントの抑制効果を持つものの、その程度はファミリービジネスとその他の企業の間で変わるわけではないことが見いだされている。

本号の最後は、入山インタビュー「経営学の視点から見たファミリービジネスの長所・短所」である。これは、金融とは少し違った視点の意見を経営学者から聞いてみようという試みであり、今回のファミリービジネスについて興味深い様々な指摘がなされている。それによれば、ファミリー

ビジネスを理解する上で重要なのは、同族所有(創業家一族が一定割合以上の株式を保有すること)と同族経営(創業家一族から経営者を出すこと)の区別である。そして、株式をあまり所有しない創業家から経営者を出すトヨタを例として、同族所有よりも同族経営の特性が強いることが、海外と異なる日本のファミリービジネスの特徴である。(この点は、上記の竹原論文でも述べられている。) また、婿養子による後継がファミリービジネスを成功させることが学問的に確認されている。これは、能力のある後継者を婿養子という形で選抜できるためと考えられ、実は江戸時代から行われてきたことである。能力のある経営者を選ぶなら、プロ経営者を連れてくることもあり得るが、その場合には所有者であるファミリーと経営者の間でビジョンを擦り合わせ、方針や利害を一致させておくことが極めて重要である。うまくいっている例も幾つかあるが、さらに発展するにはプロ経営者市場の育成が今後の日本の課題であろう。ファミリービジネスにはポジティブな側面もあり、例えばエマージング市場では未熟な市場メカニズムを内部取引で補い効率化する役割を果たし、また日本では将来の経営者を育て長期的な視点での経営を可能にするという点でファミリービジネスが機能している等の指摘がなされた。

以上の議論から、ファミリービジネスが、ガバナンスを通じて企業活動に様々な影響を与えることが分かる。一方、ファミリービジネスの構造は、法制度、慣習、市場の在り方等に影響される複雑なものでもある。理解を深めなければならないことはまだ多いが、この特集を第一歩として、読者がファミリービジネスを考慮した企業価値評価や資産運用についての示唆を得ることができれば幸いである。