



Title	ファミリー企業であり続けるために
Author(s)	齋藤, 達弘
Citation	大阪大学経済学. 2008, 57(4), p. 5-21
Version Type	VoR
URL	<a href="https://doi.org/10.18910/15194">https://doi.org/10.18910/15194</a>
rights	
Note	

*The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA*

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

The University of Osaka

# ファミリー企業であり続けるために

斎藤達弘

## 要 約

この論文の目的は、日本のファミリー企業についての、研究を概観し、三つのケース・スタディを踏まえて、実証分析のための予備的な考察をすることにある。焦点はファミリー企業の継続性と内生性に当てられる。

Keywords: ファミリー企業; 社長 (CEO) 継承; 継続性; 内生性

JEL Classification: G34

## 1 はじめに

『日経ビジネス』(2006年3月6日号)は「虚業時代にあえて問う不死身の「血族経営」, 「ファミリービジネスに学べ」というセンセーショナルな見出しを掲げ、同族企業の優位性を主張する特集を組んでいる。そこでは

(長期においても、短期においても)総合的な収益力は家業型企業の方が高く、過去10年間の株式時価総額の伸び率でも、家業型企業は一般企業の上を行き、家業型企業は、より長期の視点で投資や人材育成を実行する。

と分析評価している。そして「サラリーマン経営者の方がオーナー経営者よりも優秀という見方は幻想に過ぎなく、家業型企業の優れた点を再認識する」必要性を説いている。

ところが、その特集記事から約1年後の2007年1月、菓子・食品・アイスなどの製造販売や洋菓子チェーン店などを経営している不二家が賞味期限切れの材料を使って製造していたことを発表した。不二家は1910年の創業以来、藤井家が6代続いて社長に就いている同族企業である。不二家は、全国すべての洋菓子関連の工場

を閉鎖し、製品の製造販売を一時中止した。

不二家の事件を受けて、『日本経済新聞』(2007年1月28日付け朝刊, 「株主とは」)は、同族企業のマイナス面について論じている。それらは、独断専行の経営、それに伴った組織の弱体化や株式・顧客の軽視などである<sup>1</sup>。創業者一族の経営者が率いる優良企業、たとえば村田製作所、エーザイ、スズキなどもあるが、ひとたび不祥事が起こると、まっ先に同族による経営そのものが批判されることになる。

倉科(2003, 120頁)は

米国においてもファミリー企業経営者の81%が自分のファミリーに事業を継承させたいと考えている。日本においては、同様の調査は見あたらないが、それ以上の高い比率で事業継承を望んでいるのではないかと推測する。

と書いている。日本における調査は見あたらないが、その「望み」は『日本経済新聞』の記事

<sup>1</sup> Villalonga and Amit (2006) は、Berle and Means (1932) や Jensen and Meckling (1976) が指摘した所有者と経営者の利益相反をエージェンシー問題 I、大規模株主が零細株主を犠牲にして私的便益を引きだそうとする株主間の利益相反をエージェンシー問題 II とよんで区別している。このエージェンシー問題 II は、大規模株主が機関投資家ではなく、個人や家族であるときに一層、深刻になる。

に見ることができる。最近の事例を二つ、あげてみよう。

1. (2007年6月5日付け朝刊)

大林組の会長、大林剛郎が、官製談合事件の責任をとって、退任するのではなく取締役以降格し、辛うじて創業家が温存された。

2. (2007年6月26日付け朝刊)

三菱UFJフィナンシャル・グループがインターネット専業大手の松井証券に15%の資本参加を表明した。松井証券はその交渉過程で、創業者一族が50%近い株式持分比率を維持し、経営に影響力を与えることを条件とした。

いずれの記事も、ファミリー企業はファミリー企業であり続けることを望んでいると如実に物語っている。

ファミリー企業はファミリー企業であり続けることを望んでいる、つまり将来もファミリーから社長を輩出するためにはどうしたらいいか。このことこそがファミリー企業の経営において最も重要なテーマとなっていると言えるだろう。

ここ10年ほどの間、ファミリー企業に関する論文が海外において数多く発表され、研究が蓄積されている<sup>2</sup>。その一方で、日本のファミリー企業についての研究はいまのところ数が少ない。日本の上場企業の約40%は創業者企業および家

族企業に該当する(倉科(2003, 14頁))とされているものの、現状と課題についての包括は倉科(2003)に代表され、大きいサンプル・サイズによる実証分析となると、著者の知る限り、齋藤(2004)に限られている。これまで日本のファミリー企業についての実証研究が少ない理由のひとつは有価証券報告書における情報開示(役員間の親戚関係)が不十分だったことにあると考える<sup>3</sup>。

この論文の目的は、日本のファミリー企業についての、研究を概観し、三つのケース・スタディを踏まえて、実証分析のための予備的な考察することにある。焦点はファミリー企業の継続性と内生性に当てられる。

この論文の構成は次のようである。第2節ではこれまでの研究を概観する。第3節では、第2節を踏まえて、三つのケース・スタディを提示する。第4節では実証分析のための予備的な考察をする。第5節はまとめである。

## 2 これまでの研究

「同族企業」は、一般に用いられている言葉であるが、法人税法上で定義されている用語である。一方で、「ファミリー企業」は、総じて「創業者の家族や親族によって、所有され、経営されている企業」を指しているものの、研究者によって、どの程度に所有されているのか、どのように経営されているのかの基準の違いにより、その定義は異なっている。

<sup>2</sup> 実証分析については、Bertrand and Schoar (2006) や Miller, Le Breton-Miller, Lester, and Cannella (2007) の Section 2 がサーベイを提示している。発展途上国のファミリー企業については末廣(2006)が詳しい。理論分析については数が少なく、Burkart, Panunzi, and Shleifer (2003) と Bhattacharya and Ravikumar (2001, 2005) に限られる。限られた数の中から選ばれる家族後継者よりも数多くの候補者から選ばれる専門経営者のほうが有能であると考えられるが、外部から専門経営者を取り入れることは利益相反を引き起こす恐れがある。これらのベネフィットとコストにより継承方法が異なってくる。Bhattacharya and Ravikumar (2005) は、一定規模以下では家族後継者が選択され、それよりも規模が大きくなると専門経営者が選択されるという結論を導き出している。そして Bhattacharya and Ravikumar (2001) は資本市場の発展が専門経営者の選択を促進させることを示している。

<sup>3</sup> 1999年(平成11年)2月19日、大蔵省企業会計審「有価証券報告書等の記載内容の見直しに係る具体的な取扱」が発表された。それによって、有価証券報告書における「役員の状況」の記載において、「最終学歴の記載を廃止するとともに、主要略歴の記載を簡素化する。また、役員間に親戚関係のある者がある場合には、その内容を記載する」ことになった。

## 2.1 倉科 (2003)

倉科 (2003) は、2000年3月期における全上場企業 2515社を分析対象として、専門経営者企業とファミリー企業を分類している<sup>4</sup>。それらの定義はつぎのようである。

### 1. 専門経営者企業

機関投資家、金融機関並びに親会社が主たる株主で、経営者は限定された株式しか有していない。

### 2. ファミリー企業 (1)

個人として最大株主であるとともに創業者またはファミリー一族が経営トップ (会長、社長、副社長など) を担っている。

### 3. ファミリー企業 (2)

個人大株主であるが、経営トップとしては参画していない。ファミリー一族が取締役または常務クラスで参画している場合も含める。

### 4. ファミリー企業 (3)

個人大株主ではないが、創業者一族のファミリーが経営トップ (会長、社長、副社長など) として経営に参画している。

そして、

専門経営者企業	1441 社	57.3%
ファミリー企業 (1)	925 社	36.8%
ファミリー企業 (2)	119 社	4.7%
ファミリー企業 (3)	30 社	1.2%

に分類されるという結果を得ている。すなわち、ファミリー企業を広義に捉えると、全上場企業の約 40%がファミリー企業に分類されることになる。この「全上場企業の約 40%がファミリー

企業」という発見は、その後、各所で引用されることになる<sup>5</sup>。

倉科 (2003, 24 頁) は、「企業規模の大きい 1 部市場では、専門経営者企業が 69%を占め、地方市場ではファミリー企業が 65%を占める」と指摘している<sup>6</sup>。ファミリー企業は地域企業に集中していると言い換えることができよう。

## 2.2 吉村 (2007)

吉村 (2007) のアプローチは、その第 3 章「日本企業の所有構造 - 「大株主」の存在」において、株式所有構造によって (株式を所有しているという意味での) 「支配」を区分し、それに続く第 4 章「日本企業の経営者 - 「同族」出身者と「親会社」出身者」において、経営者の属性によって「支配」を区分し、それらの二つの「支配」区分をマトリックス上で組み合わせて、日本企業の統治構造を分析するという二段構えになっている。

吉村 (2007) は、直接に「ファミリー企業」を分析対象としているわけではないことから、明確に「ファミリー企業」を定義していないが、株式所有構造から「同族支配」に区分され、経営者 (社長) の属性が「同族」である企業を「ファミリー企業」と分類できよう。

吉村 (2007, 第 3 章) は、株式所有構造による「支配」をつぎの四つのタイプに区分している。

### 1. 支配的株主不在

事業法人のなかで最大の持株比率を持つ一事業法人の持株比率が (間接所有を含めて) 20%未満であり、かつ個人株主のなかで最大の持株比率を持つ一家族の持株比率が 10%

<sup>4</sup> 倉科 (2003) は、店頭公開やジャスダック市場などの企業の多くはオーナー経営者が主体であり、ファミリー企業度がもともと極めて高いため、分析対象から除外している。

<sup>5</sup> その一例は『日本経済新聞』(2005年7月14日付け朝刊)における大村敬一氏 (早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授) の発言である。早稲田大学大学院ファイナンス研究科は、ファミリービジネスの存続に必要となるノウハウの研究を目的として、2006年10月から12月までに計10回のファミリービジネス研究講座を開催している。

<sup>6</sup> 企業数で見ると約40%がファミリー企業に分類されるが、時価総額で見るとその比率はかなり小さくなるだろう。

以下に該当する企業

## 2. 同族支配

事業法人のなかで最大の持株比率を持つ一事業法人の持株比率が（間接所有を含めて）20%未満であり、かつ個人株主のなかで最大の持株比率を持つ一家族の持株比率が10%超に該当する企業

## 3. 法人少数支配

事業法人のなかで最大の持株比率を持つ一事業法人の持株比率が（間接所有を含めて）20%以上、50%以下に該当する企業

## 4. 法人過半数支配

事業法人のなかで最大の持株比率を持つ一事業法人の持株比率が（間接所有を含めて）50%超に該当する企業

そして

- 日本の大企業では株式の分散が進展していない、
- 上場して時間が経過しても、支配的な影響力を行使しうる株主が存在し続けている、

と報告し、それらのことは「大株主は例外的な存在」や「上場にともない所有の分散は進行」というこれまでの常識に反する事実であると主張している。

図1は吉村（2007，図3-3）の再掲である。この図は1980年度から1995年度までの間を5年間隔で調査した日本企業の株式所有構造を示している。1980年度に20.3%を占めていた「同族支配」が1995年度には12.8%に低下し、その一方で「支配的株主不在」は同じ期間に48.5%から55.4%に増加している。

このように「同族支配」から「支配的株主不在」へと移行したケースが多いことから、吉村（2007，148頁）は「株式の分散が進み、創業者一族あるいは法人の支配力が徐々に低下してい

ることが読み取れる」と結論づけている。しかし、なぜこのようなことが起こったのだろうかと問いかけてはいるものの、説得的な答えを提示していないと考える。

吉村（2007，第4章，217頁）は「同族支配企業は、創業者あるいは創業者の同族が社長になっていることが多い」ものの、例外も多く、「支配株主不在と生え抜き社長」の組み合わせは増加傾向にはあるが圧倒的なレベルとはいえず、残りの大半はとくに同族企業出身者で占められているのである」と述べ、「支配（所有）」と「経営」との「ギャップ」を指摘している。なぜ、このようなギャップが生まれるのか、つまり株式所有構造から判断すると「支配株主不在」であるものの、「経営（社長）」には「同族」が就いているのはなぜかという問いである。これに対して吉村は、同族の、企業経営へのコミットメントの強さと企業経営への能力面での貢献とをあげている。

La Porta, López-de-Silanes, and Shleifer (1999) は、アメリカ企業の株主は、ほかの国の企業の株主と比べて、広く分散していることを指摘した。Helwege, Pirinsky, and Stulz (2007) は、なぜアメリカ企業の株主が広く分散したのかを、内部者による株式持分比率がIPO以降、どのように株主が拡散していくのかを調査することによって検証している<sup>7</sup>。Helwege, Pirinsky, and Stulzのアプローチは、「上場にともない所有の分散は進行」というこれまでの常識を検証するときに有益な指針を提供している。

Helwege, Pirinsky, and Stulz (2007) は、 $\alpha$  を内部者の株式持分比率、 $N$  を発行済み株式数、 $S$  を内部者が保有する株式数として、内部者の株式持分比率の変化を

<sup>7</sup> 経営者 (officers and directors) の株式持分比率の変化については、Holderness, Kroszner, and Sheehan (1999) や Fühlenbranch and Stulz (2007) が検証している。

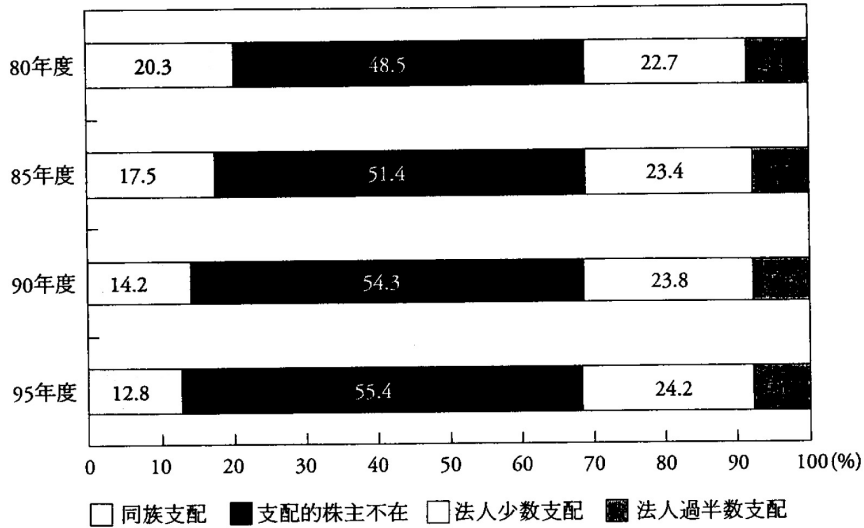


図1 株式所有構造の変化 (継続上場企業, 1152 社)

[出所] 吉村 (2007), 図3-3。

$$\begin{aligned}
 \alpha_{t+1} - \alpha_t &= \frac{S_{t+1}}{N_{t+1}} - \frac{S_t}{N_t} \\
 &= \frac{S_{t+1}}{N_{t+1}} - \frac{S_{t+1} - \Delta S_t}{N_t} \\
 &= \frac{S_{t+1}}{N_{t+1}} - \frac{S_{t+1}}{N_t} + \frac{\Delta S_t}{N_t} \\
 &= \frac{\Delta S_t}{N_t} + \frac{S_{t+1} N_t}{N_{t+1} N_t} - \frac{S_{t+1} N_{t+1}}{N_{t+1} N_t} \\
 &= \frac{\Delta S_t}{N_t} + \frac{S_{t+1} (N_t - N_{t+1})}{N_{t+1} N_t} \\
 &= \frac{\Delta S_t}{N_t} - \alpha_{t+1} \frac{\Delta N_t}{N_t}
 \end{aligned}$$

のように分解して考察している。ここで

$$\begin{aligned}
 \Delta S_t &= S_{t+1} - S_t, \\
 \Delta N_t &= N_{t+1} - N_t
 \end{aligned}$$

である。最後の行の右辺第1項 (i) は内部者が保有する株式数の変化を、第2項 (ii) は発行済み株式数の変化を表している。Helwege, Pirinsky, and Stulz は、アメリカにおける内部者の株式持分比率の減少は右辺第1項 (i) により引き起こされ

ていることを見いだしている<sup>8</sup>。一方で、Franks, Mayer, and Rossi (2004) が検証しているイギリスにおける内部者の株式持分比率の減少は右辺第2項 (ii) により引き起こされている。

### 2.3 齋藤 (2004)

近年、海外において、ファミリー企業への関心が高まり、数多くの論文が発表され、研究が蓄積されている。その一方で、日本のファミリー企業の研究はいまのところ数少なく、大きいサンプル・サイズによる実証分析となると、著者の知る限り、齋藤 (2004) に留まっている。

齋藤 (2004) は、1990年度の東証1部・2部、大証1部・2部、地方市場の、金融業と電力・ガス業を除く上場企業 1823社をサンプルとして、1990年度から1998年度までのパネル・データ・セットを作成し、ファミリー企業のパフォーマ

<sup>8</sup> IPO企業を対象としていることから、ベンチャー・キャピタル企業が取締役として名を連ねていることが多く、Helwege, Pirinsky, and Stulz (2007) が利用しているデータ・ベース (Compact Disclosure) ではベンチャー・キャピタル企業も企業内部者として分類されている。結果の解釈において注意が必要である。

ンスを実証分析している。そして、創業者一族によって所有され、経営されている企業の利益率は非一族企業よりも高いことを見いだしている。

齋藤（2004）は、「一族が株式をある程度保有している企業のほとんどでは一族による経営が行われている」という観察に基づいて、ファミリー企業を「一族による持株比率が5%以上、かつ一族出身者が社長もしくは会長を務めている企業」と定義している。これは倉科（2003）の「ファミリー企業（3）」に近い定義である。

一方で、倉科の「ファミリー企業（2）」に該当する「一族による持株比率が5%以上、かつ一族出身者が社長もしくは会長などの経営トップではなく、取締役や常務を務めている企業」は、齋藤（2004）においては「ファミリー企業」とは見なされていない。齋藤の Table 1 を見ると、「一族による持株比率が5%以上、かつ一族出身者が社長もしくは会長などの経営トップではなく、取締役を務めている企業」は1823社のうち44社ある。これには、親の代から子の代への過渡期に、ファミリー以外から経営トップが選出され、子の代が常務や取締役に就いているというようなケースが考えられる。

齋藤（2004, Table 6）は、実証分析においては、「一族による持株比率が5%以上、かつ一族出身者が社長もしくは会長などの経営トップではなく、取締役や常務を務めている企業」というダミー変数を含めて推定し、利益率に与えるプラスの影響は有意水準10%で統計的に有意になっていると報告している。このことは、ファミリー企業をある一時点だけで定義するのではなく、将来もファミリー企業であり続けるのかどうか、言い換えると、将来の社長がファミリーから出るとかどうかという視点も取り込む必要を示唆していると考えられる。

齋藤（2004）は、ファミリー企業の定義において、一族による持株比率を「5%以上」とする理由について言及していない。考えられる根拠

は、齋藤の Table 6（4）において、*Family Firm* ( $0 \leq \text{Family Ownership} < 5$ ) の係数が統計的に有意ではないこと（パフォーマンスに与える影響を見いだせないこと）である。株式持分比率の水準によりファミリー企業を定義するときに、5%基準を用いるにしても、10%基準を用いるにしても、それらは役員の選出を思い通りにすることができる水準ではない。

ファミリー企業にとって重要なことは、将来において、たとえ連続していないにしても、ファミリーが経営トップに就くことだとして、そのことを確実にするためには、発行済み株式数の過半数あるいは三分の二以上の議決権を掌握することだが、それは現実的ではない。議決権に訴えることなく、ファミリー出身者が経営トップに就くためにはどうしたらいいのかを考えているはずだ。

## 2.4 岡室（2006）

岡室（2006）は、1961年10月から1964年度末までに東証二部市場に上場した、高度成長期の中堅企業を対象にして、1964年度末から1972年度末までの間の株式所有構造の推移を調査している。そのなかで、パイオニア株式会社の上位10大株主の変化をケース・スタディしている。

上位10大株主として確認できる創業者一族の株式持分比率は、1964年度末において44.4%であったが、1972年度末には14.9%に低下している。たとえば、創業者の松本望の株式持分比率は、1964年度末において19.4%であったが、1972年度末には5.3%に低下している。その原因として、岡室（2006, 308頁）は「この期間中同社（パイオニア）は増資を重ねて資本金を7億円から20億円に増加させているので、取引銀行が増資の受け皿となって持株比率を高めたものと考えられる」と推測している<sup>9</sup>。

<sup>9</sup> 2007年9月20日、シャープとパイオニアは資本業務提携すると発表した。パイオニアが2007年12月20日に実施する3000万株（414億円）の第三者割当増資をシャープ

増資にさいして、なぜ創業者一族が株式持分比率を低下させることになったのだろうか。ファミリー企業であり続けるために、できるだけ株式持分比率を下げないように行動したのだろうか。行動していないとすると、ファミリー企業であり続けるためには、それほど高い株式持分比率を必要としない（株式持分比率を武器にしない、あるいは日本の文脈では武器にできない）という判断もあったのではないだろうか。これらの疑問を踏まえて、次の節では三つのファミリー企業についてケース・スタディする。

### 3 ケース・スタディ

吉村（2007，第3章）は、「同族（支配）」を「事業法人のなかで最大の持株比率を持つ一事業法人の持株比率が（間接所有を含めて）20%未満であり、かつ個人株主のなかで最大の持株比率を持つ一家族の持株比率が10%超に該当する企業」と定義し、「支配的株主不在」を「事業法人のなかで最大の持株比率を持つ一事業法人の持株比率が（間接所有を含めて）20%未満であり、かつ個人株主のなかで最大の持株比率を持つ一家族の持株比率が10%以下に該当する企業」と定義している。

図2は吉村（2007，表3-2）の再掲で、株式所有構造から見た「支配」状況の推移を示している。図2において黒く塗りつぶされているセルは、株式所有構造の分類が「同族」から「支配的株主不在」に変化したことを示している。

ここでは、最近の事例として、1990年以降に「同族支配」から「支配的株主不在」に変化した三つのファミリー企業、大崎電気工業株式会社

（銘柄コード：6644）、ミツミ電機株式会社（銘柄コード：6767）、株式会社東京精密（銘柄コード：7729）に注目し、有価証券報告書に記載されている（名字から判断した）ファミリーによる役職と株式持分比率の推移を検討する。データは1984年から2006年までの有価証券報告書から採取している。これはeol DB Tower Service（株式会社イーオーエル）に収録されている期間である。

#### 3.1 大崎電気工業株式会社

吉村（2007）は、大崎電気工業株式会社（以下、大崎電気）について、株式所有構造から見た「支配」から、1990年時点では「同族支配」に、1995年時点では「支配株主不在」に分類している。ここでは、大崎電気の「渡邊ファミリー」の役職と株式保有比率の推移を示した表1から、株式所有構造から見た「支配」は「同族支配」から「支配株主不在」に変化しているものの、「支配株主不在と創業者一族社長」の組み合わせによる「ファミリー支配」が続いていることを確認する。

社長の渡邊和美が1988年（昭和63年）11月25日に64歳で死亡し、その長男の渡邊佳英が副社長から社長に昇格し、佳英の実弟の渡邊光康が取締役に就任している。1988年時点における「渡邊ファミリー」の株式持分比率は11.32%であり、これは吉村（2007）の「同族支配」基準を満たしている。

1989年（平成元年）5月23日、故・渡邊和美が保有していた株式2,727千株（保有比率は10.40%）は、渡邊和子に1,475千株（5.63%）、長男の渡邊佳英に889千株（3.39%）と遺産相続された。この時点で有価証券報告書において確認できる「渡邊ファミリー」の株式持分比率は11.32%から9.32%に低下し、吉村（2007）の「同族支配」基準を満たさなくなり、「支配株主不在」に分類されることになる。

---

プが引き受け、その結果、シャープはパイオニア株式の14.28%を保有する筆頭株主になる。パイオニアは先端技術を持ちながら、販売力の不足で収益が悪化し、業績不振を打開するため他社との提携を模索していた。シャープが保有する自己株式1000万株をパイオニアに割り当てるため、差し引き約200億円の資金をパイオニアが得ることになる。



企業名	創業者名	同族名	1975	1980	1985	1990	1995	2000
マキタ電機製作所	牧田茂三郎	後藤	同族					
大崎電気工業	西沢弘裕	渡邊	同族	同族	同族	同族		
立石電機	立石一真	立石	同族					
電気興業	萩原憲三	萩原	同族	同族				
ソニー	井深大・盛田昭夫	盛田	同族	同族				
帝国通信工業	村上丈二	村上	同族	同族				
ミツミ電機	森部一	森部	同族	同族	同族	同族		
池上通信機	斎藤公正	斎藤	同族	同族	同族			
パイオニア	松本望	松本	同族	同族				
山水電気	菊池幸作	菊池	同族	同族				
昭和無線工業	池田平四郎	池田	同族	同族				
ティアック	谷勝馬	谷						
千野製作所	千野一雄	千野・青木	同族					
日本電子	風戸健二	風戸						
太陽誘電	佐藤彦八	佐藤	同族					
村田製作所	村田昭	村田	同族					
北陸電気工業	野村正雄ら	野村	同族	同族				
日本コンデンサ工業	佐藤久馬	平井	同族	同族				
興亜電工	向山一人	向山						
東京精密	東島好藏	葉山・高城	同族	同族	同族	同族	同族	同族
保谷硝子	山中正一・茂の兄弟	鈴木・山中	同族	同族	同族			
三協精機製作所	山田正彦・六一の兄弟	山田	同族	同族				

注) 千野家と青木家、葉山家と高城家、鈴木家と山中家。それぞれ親戚関係にある。

図2 株式所有構造の変化: 「同族」から「支配株主不在」へ

[出所] 吉村 (2007), 表 3-2。

(注) 吉村 (2007, 第3章) は、「同族」を「事業法人のなかで最大の持株比率を持つ一事業法人の持株比率が(間接所有を含めて) 20%未満であり, かつ個人株主のなかで最大の持株比率を持つ一家族の持株比率が 10%超に該当する企業」と定義し, 「支配的株主不在」を「事業法人のなかで最大の持株比率を持つ一事業法人の持株比率が(間接所有を含めて) 20%未満であり, かつ個人株主のなかで最大の持株比率を持つ一家族の持株比率が 10%以下に該当する企業」と定義している。黒く塗りつぶされている箇所は「支配的株主不在」に分類される株式所有構造に変化したことを示している。

齋藤 (2004, 179 頁) は「(創業者) 一族の持株比率は創業者企業が平均 21%, 中央値が 18%であるのに対して, 子孫企業の一族持株比率は平均 17%, 中央値 15%と創業者企業よりも低い」と報告している。そして, そうなる理由として, 相続税支払いのための物納をあげている。それに照らすと, 表 1 に見られるように, 「渡邊ファミリー」の株式持分比率は低い水準である<sup>10</sup>。

表 1 はファミリーの株式持分比率が徐々に低下していることを示している。低下している理由は新株引受権付社債の権利行使と転換社債の

転換とによる発行済み株式数の増加にある。発行済み株式数の増加によりファミリーの株式持分比率が低下することはわかっていることでありながら, 低下し続けるファミリーの株式持分比率を維持しようという動きは見られない。

株式保有比率だけに注目する吉村 (2007) の「同族支配」基準では「支配株主不在」に分類される大崎電気だが, 社長は「渡邊ファミリー」である。社長の実弟は, 1994 年に取締役から常務へ, 2004 年に専務へと昇格し, 「渡邊ファミリー」体制は強化されている。

しかし, 2006 年現在, 社長の渡邊佳英は 58 歳, 専務の渡邊光康は 51 歳, 役員にはそのほかの「渡邊ファミリー」は存在していない。この先, 大崎電気がファミリー企業であり続けるた

<sup>10</sup> 故・渡邊和美が保有していた株式 2,727 千株のうち, 遺産相続が有価証券報告書に記載されていない残り 363 千株について, 「渡邊ファミリー」が保有している可能を考えると, 「渡邊ファミリー」の株式持分比率は過小に見積もっている恐れがある。

表1 大崎電気工業株式会社（銘柄コード: 6644）における「渡邊ファミリー」

決算年	氏名	役名	持分比率	氏名	役名	持分比率	氏名	役名	持分比率	比率合計
1984年	渡邊和美	社長	10.20	渡邊佳英	常務	0.43				10.63
1985年	渡邊和美	社長	10.20	渡邊佳英	常務	0.44				10.64
1986年	渡邊和美	社長	10.19	渡邊佳英	専務	0.45				10.64
1987年	渡邊和美	社長	10.58	渡邊佳英	副社長	0.45				11.03
1988年	渡邊和美	社長	10.44	渡邊佳英	副社長	0.46	渡邊光康	取締役	0.37	11.27
1989年	渡邊和美		10.40	渡邊佳英	社長	0.46	渡邊光康	取締役	0.46	11.32
1990年	渡邊和子		5.53	渡邊佳英	社長	3.34	渡邊光康	取締役	0.45	9.32
1991年	渡邊和子		5.52	渡邊佳英	社長	3.46	渡邊光康	取締役	0.45	9.43
1992年	渡邊和子		4.83	渡邊佳英	社長	3.02	渡邊光康	取締役	0.48	8.33
1993年	渡邊和子		4.83	渡邊佳英	社長	3.02	渡邊光康	取締役	0.48	8.33
1994年	渡邊和子		4.79	渡邊佳英	社長	2.99	渡邊光康	常務	0.48	8.26
1995年	渡邊和子		4.78	渡邊佳英	社長	2.99	渡邊光康	常務	0.48	8.25
1996年	渡邊和子		4.78	渡邊佳英	社長	2.99	渡邊光康	常務	0.48	8.25
1997年	渡邊和子		3.83	渡邊佳英	社長	2.89	渡邊光康	常務	0.46	7.18
1998年	渡邊和子		3.83	渡邊佳英	社長	2.89	渡邊光康	常務	0.47	7.19
1999年	渡邊和子		3.81	渡邊佳英	社長	2.89	渡邊光康	常務	0.47	7.17
2000年	渡邊和子		3.81	渡邊佳英	社長	2.89	渡邊光康	常務	0.47	7.17
2001年	渡邊和子		3.81	渡邊佳英	社長	2.79	渡邊光康	常務	0.47	7.07
2002年	渡邊和子		3.81	渡邊佳英	社長	2.79	渡邊光康	常務	0.47	7.07
2003年	渡邊和子		3.81	渡邊佳英	社長	2.79	渡邊光康	常務	0.49	7.09
2004年	渡邊和子		3.81	渡邊佳英	社長	2.79	渡邊光康	専務	0.49	7.09
2005年	渡邊和子		3.81	渡邊佳英	社長	2.79	渡邊光康	専務	0.49	7.09
2006年	渡邊和子		3.81	渡邊佳英	社長	2.79	渡邊光康	専務	0.49	7.09

(注) 渡邊和美は1988年(昭和63年)11月25日に死亡し、保有していた株式2,727千株(保有比率は10.40%)は、1989年(平成元年)5月23日、渡邊和子に1,475千株(5.63%)、長男の渡邊佳英に889千株(3.39%)遺産相続された(残り363千株については記載されていない)。ここでの数値は決算年月の有価証券報告書の記載をそのまま再掲している。渡邊光康は渡邊佳英の実弟である。

めには、社長や専務の年齢を考えると、向こう10年ほどの間に「渡邊ファミリー」の役員を出す必要があるだろう。

### 3.2 ミツミ電機株式会社

吉村(2007)は、株式所有構造から見た「支配」から、ミツミ電機株式会社(以下、ミツミ電機)について、1990年時点では「同族支配」に、1995年時点では「支配株主不在」に分類している。ここでも、大崎電気へのアプローチと同じように、ミツミ電機の「森部ファミリー」の役職と株式保有比率の推移を示した表2と表3から、株式所有構造から見た「支配」は「同族支配」から「支配株主不在」に変化しているものの、「支配株主不在と創業者一族社長」の組み合わせによる「ファミリー支配」が続いているこ

とを確認する。

表2は創業者とその子に注目して「森部ファミリー」の役職と株式保有比率の推移を示している。1990年に森部一が社長を退任し、表3に示すように、代わって共同創業者の原口高が社長に就任している。そして、1996年には森部一の子の森部一夫が社長に就任し、2002年には孫の森部茂が社長に就任している。これまでミツミ電機は創業者とその子孫が連綿と社長に就いてきている。

表2の最後の列に「森部ファミリー」の株式保有比率の推移を示している。1991年に森部一が退任し、翌年に死亡し、相続するに至る過程で、「森部ファミリー」の株式持分比率は13.09%、12.16%、9.29%と低下し、吉村(2007)の「同族支配」基準を満たさなくなり、「支配株主不在」

表2 ミツミ電機株式会社（銘柄コード: 6767）における「森部ファミリー」(1)

決算年	氏名	役名	持分比率	氏名	役名	持分比率	氏名	役名	持分比率	比率合計
1984年	森部一	社長	10.32	森部一夫	副社長	2.58	森部一美	常務	1.75	14.65
1985年	森部一	社長	10.32	森部一夫	副社長	2.58	森部一美	常務	1.75	14.65
1986年	森部一	社長	9.39	森部一夫	副社長	2.34	森部一美	常務	1.59	13.32
1987年	森部一	社長	9.16	森部一夫	副社長	2.34	森部一美	常務	1.59	13.09
1988年	森部一	社長	9.16	森部一夫	副社長	2.34	森部一美	常務	1.59	13.09
1989年	森部一	社長	9.16	森部一夫	副社長	2.34	森部一美	常務	1.59	13.09
1990年	森部一	社長	9.16	森部一夫	副社長	2.34	森部一美	常務	1.59	13.09
1991年	森部一		8.51	森部一夫	副社長	2.17	森部一美	常務	1.48	12.16
1992年	森部昌子		5.10	森部一夫	副社長	2.12	森部一美	専務	1.44	9.29
1993年	森部昌子		5.10	森部一夫	副社長	2.11	森部一美	専務	1.44	9.28
1994年	森部昌子		5.10	森部一夫	副社長	2.11	森部一美	専務	1.44	9.28
1995年	森部昌子		5.10	森部一夫	副社長	2.11	森部一美	専務	1.44	9.28
1996年	森部昌子		5.07	森部一夫	社長	2.10	森部一美	専務	1.44	9.25
1997年	森部昌子		5.05	森部一夫	社長	2.09	森部一美	副社長	1.44	9.22
1998年	森部昌子		4.77	森部一夫	社長	2.09	森部一美	副社長	1.44	9.22
1999年	森部昌子		4.70	森部一夫	社長	2.09	森部一美	副社長	1.44	9.15
2000年	森部昌子		3.63	森部一夫	社長	1.50	森部一美	副社長	1.03	6.61
2001年	森部昌子		3.56	森部一夫	社長	1.50	森部一美	副社長	1.03	6.54
2002年	森部昌子		3.40	森部一夫	会長	1.49	森部一美	副会長	1.03	6.37
2003年	森部昌子		3.41	森部一夫	会長	1.49	森部一美	副会長	1.03	6.37
2004年	森部昌子		3.41	森部一夫	会長	1.49	森部一美	副会長	1.03	6.37
2005年	森部昌子		3.40	森部一夫	会長	1.49				
2006年			3.40	森部茂	社長	0.44	廣瀬一字	専務	0.001	

(注) 1993年以降、森部茂の持分比率を加えて、比率合計を表示している。

に分類されている。

その後、「森部ファミリー」の株式保有比率は、2000年には6%台にまで低下することになるのだが、1986年は公募増資により、1991年は新株引受権付社債の権利行使により、2000年は転換社債の転換により、発行済み株式数がとりわけ大きく増加していることが原因だ。ここでも、「森部ファミリー」が株式保有比率を維持しようという動きを見ることはできない。

表2の最後の行に、2006年時点における「森部ファミリー」の役員とその株式保有比率を示している。表3を用いて、現在の社長、森部茂がどのように昇格してきたのかを見てみよう。

森部茂は、1980年3月に大学を卒業した後、ミツミ電機に入社し、1991年（平成3年）4月、35歳のときに取締役就任している。その当時、ミツミ電機の役員の大半は50歳代後半であった

から、異例の若さでの昇進である。表3が示しているように、森部茂は、既定路線として、常務、専務、社長と昇進し、2006年（平成18年）に先代が退任し、名実共にミツミ電機の代表となっている。

森部茂が取締役に就任したときの所有株式数はゼロだった。ところが、1993年には322千株（持分比率は0.45%）を保有している。森部一が死亡し、遺産相続により、株式を取得したものと推測する。それ以降、保有株式数の変動はほとんどなく、今日に至っている。

2006年現在、森部茂は50歳、親戚関係にある専務の廣瀬一字は64歳である。森部茂が取締役に就任した35歳のとき、副社長の森部一夫は61歳、専務の森部一美は58歳だった。ファミリー企業がファミリー企業であり続けるためには、このようなタイミングで同族から役員を輩

表3 ミツミ電機株式会社（銘柄コード: 6767）における「森部ファミリー」(2)

決算年	会長	副会長	社長	副社長	専務	常務	取締役	#
1984年			森部一	原口高		森部一美	森部日出雄	12
1985年			森部一	森部一夫 原口高		森部一美	森部日出雄	12
1986年			森部一	森部一夫 原口高		森部一美	森部日出雄	12
1987年			森部一	森部一夫 原口高		森部一美	森部日出雄	12
1988年			森部一	森部一夫 原口高		森部一美	森部日出雄	12
1989年			森部一	森部一夫 原口高		森部一美	森部日出雄	13
1990年			森部一	原口高		森部一美		15
1991年			原口高	森部一夫		森部日出雄		15
1992年			原口高	森部一夫	森部一美	森部日出雄	森部茂	15
1993年			原口高	森部一夫	森部一美	森部日出雄	森部茂	15
1994年			原口高	森部一夫	森部一美	森部日出雄	廣瀬一字	17
1995年			原口高	森部一夫	森部一美	森部日出雄	森部茂 廣瀬一字	17
1996年			森部一夫		森部一美	森部日出雄	森部茂 廣瀬一字	17
1997年			森部一夫	森部一美	森部日出雄	森部茂	廣瀬一字	19
1998年			森部一夫	森部一美	森部日出雄	森部茂	廣瀬一字	17
1999年			森部一夫	森部一美	森部日出雄	森部茂	廣瀬一字	19
2000年			森部一夫	森部一美	森部茂		廣瀬一字	18
2001年			森部一夫	森部一美	森部茂		廣瀬一字	18
2002年	森部一夫	森部一美	森部茂			廣瀬一字		17
2003年	森部一夫	森部一美	森部茂			廣瀬一字		16
2004年	森部一夫	森部一美	森部茂			廣瀬一字		17
2005年	森部一夫		森部茂		廣瀬一字			15
2006年			森部茂		廣瀬一字			14

(注) 社長を退任した原口高は取締役(相談役)に就任し、1998年に退任している。「廣瀬一字」は森一夫の義弟にあたるため、ファミリーに含めている。最後のコラム#は役員数を示している。

出することが望ましいだろう。

吉村(2007, 233頁)は、「創業者をのぞく同族出身者の出世は、じつに「早い」。平均すれば、30代半ばまでの役員に就任している」と報告している。若い年齢で役員に就任する理由は「帝王学を学ぶため」と言われるが、たとえば子が30歳代半ばということは、親は60歳前後と想定され、親子二代が同時に役員に就くためには、逆算すると、早くならざるを得ない。

表3の最後のコラム#は役員数の推移を示している。その推移を見ると、役員数の増加の原

因はファミリー一族役員の増加にあるのではないかと思わせる。

### 3.3 株式会社東京精密

吉村(2007)は、株式所有構造から見た「支配」から、株式会社東京精密(以下、東京精密)について、1995年時点では「同族支配」に、2000年時点では「支配株主不在」に分類している。ここでは、東京精密の「高城ファミリー」の役職と株式保有比率の推移を示した表4から、株式所有構造から見た「支配」は「同族支配」から「支

表 4 株式会社東京精密（銘柄コード：7729）における「高城ファミリー」

決算年	氏名	役名	持分比率	氏名	役名	持分比率	氏名	役名	持分比率	比率合計
1984年	高城誠	会長	6.56	葉山雅章	常務	6.90	高城英明	取締役	0.10	13.56
1985年	高城誠	会長	6.56	葉山雅章	常務	6.90	高城英明	取締役	0.13	13.59
1986年	高城誠	会長	5.80	葉山雅章	常務	6.30	高城英明	取締役	0.15	12.25
1987年	高城誠	相談役	5.80	葉山雅章	専務	6.15	高城英明	取締役	0.19	12.14
1988年	高城誠		5.79	葉山雅章	専務	6.15	高城英明	取締役	0.19	12.13
1989年	高城誠		5.80	葉山雅章	専務	6.13	高城英明	取締役	0.19	12.14
1990年	高城誠		5.80	葉山雅章	会長	6.12	高城英明	取締役	0.19	12.11
1991年	高城誠		5.80	葉山雅章	会長	6.12	高城英明	取締役	0.19	12.11
1992年	高城誠		5.80	葉山雅章		3.01	高城英明	取締役	0.19	9.00
1993年	高城誠		5.80	葉山雅章		3.01	高城英明	常務	0.19	9.00
1994年	高城誠		5.80				高城英明	常務	0.19	5.99
1995年	高城誠		5.80				高城英明	常務	0.19	5.99
1996年	高城誠		5.80				高城英明	常務	0.19	5.99
1997年	高城ヒデ子		2.50				高城英明	常務	0.69	3.19
1998年	高城ヒデ子		2.20				高城英明	非常勤	0.50	2.70
1999年	高城ヒデ子		2.19				高城英明	非常勤	0.50	2.69
2000年	高城ヒデ子		2.17				高城英明	非常勤	0.55	2.72
2001年	†						高城英明	非常勤	0.55	0.55
2002年	高城ヒデ子		2.16				高城英明	非常勤	0.55	2.71
2003年	†						高城英明	非常勤	0.55	0.55
2004年	高城ヒデ子		1.49				高城英明	非常勤	0.55	1.99
2005年	高城ヒデ子		1.55				高城英明	非常勤	0.54	2.09
2006年	高城ヒデ子		1.45				高城英明	監査役	0.53	1.98

（注）高城誠は1995年（平成7年）12月7日に死亡した。ここでの数値は決算年月の有価証券報告書の記載をそのまま再掲している。高城英明は1997年（平成9年）10月に関連会社の東精エンジニアリング代表取締役社長に就任し、本社の取締役（非常勤）になった。その後、2004年（平成16年）4月に東精エンジニアリング取締役相談役に、2006年（平成18年）6月に本社監査役（常勤）に就任している。†は、高城ヒデ子の株式保有について、当該年度の有価証券報告書の【大株主の状況】には記載されていないものの、前後の年度には記載されていることから、前後の年度に近い株式数を保有していると推定するが、正確に知ることはできないため、このように表記している。

配株主不在」に変化し、その後「支配株主不在と生え抜き社長」の組み合わせに代わることで「ファミリー支配」が途切れていることを確認する。なお、有価証券報告書の記載からは、高城ファミリーと親戚関係にある葉山雅章とが保有する株式持分比率は1992年には10%を下回っている。ここにはこの論文が見落としている株式持分があるものと思う。

高城誠と親戚関係にある葉山雅章は、1986年（昭和61年）10月に専務に昇格し、1990年（平成2年）6月に会長に就任している。そして、その2年後の1992年（平成4年）6月に退任している<sup>11</sup>。その間のことについて、東京精密のホー

<sup>11</sup> 葉山雅章の退任については、1991年（平成3年）8月31日の「第121回国会 証券及び金融問題に関する特別委員

ムページに次のような記載がある。

1990年代はバブル経済の崩壊ととも  
に幕を開けました。後に「失われた10  
年」と呼ばれることになるこの日本経

会第6号」において、安田修三議員が

野村証券の発表した個人投資家M・Y、これは雑誌によりますと、東京精密株式会社の会長葉山雅章氏ということが判明しております。この方は温厚堅実な人柄だと言われている方だそうでございます。十九億円の補てんを受けられたわけでありまして、その運用額というのは極めて大きいと言わなきゃなりません。この大口の投資家が補てんを受けられなかったんですね。そこでトラブルが起きた、だから補てんしたということになっている。なぜか、葉山さんは賠償を求めたんですよ。その結果、野村証券がいわゆる補てんしたわけでしょう。

と発言している事件が影響しているのだろう。

表 5 1992 年における株式会社東京精密（銘柄コード: 7729）の役員構成

役名（年齢）	出身母体	出身母体の比率（順位）
会長（64）	日本精工株式会社	5.37（2）
社長（58）	株式会社富士銀行（2003 年 4 月まで社長在任）	5.00（3）
常務（58）	生え抜き	-
取締役（45）	高城英明	-
取締役（52）	三井物産株式会社	3.68（5）
取締役（57）	オートボールペン工業株式会社	-
取締役（54）	生え抜き	-
取締役（54）	生え抜き	-
取締役（49）	生え抜き（2003 年 4 月に社長就任）	-
取締役（52）	九州石油株式会社	-

済全体をおそった長い不況のはじまりにより、製造業界各社が設備投資を抑制した影響で当社の業績も大きな打撃をうけ、1992 年度、1993 年度と二期連続で赤字を計上しました。

こうした苦境のさなか、1992 年の大坪英夫副社長の社長昇格を機に、当社の新たな変革の時代がスタートしました。大坪社長は、「木枯らしが吹きすさむ中で、既に新しい芽は出ている。これをどうやってふくらませるか」と全社員に問いかけ、「我慢と挑戦」をキーワードに経営再建の陣頭指揮にあたりました。

倉科（2003、242 頁）は「企業業績が一定レベルを維持する限り、世襲に対する反発はそれほど強くない」と述べている。表 5 に、1992 年の東京精密の役員構成を示している。このとき「高城ファミリー」の高城英明が取締役として経営に参画しているのだが、業績の低迷により世襲が途絶え、メインバンクである富士銀行出身の大坪英夫が社長に就任している。この時点で、将来、「大政奉還」により、ファミリーの後継者、高城英明が社長に就くことがあるかどうかは判断できないが、ここまでに取り上げた大崎電気やミツミ電機との違いは、ファミリー出身の役員が高城英明ひとりになってしまったこ

とにある。

高城誠は 1995 年（平成 7 年）12 月 7 日に死亡した。高城英明は、1993 年に常務に昇格するものの、高城誠の死亡から 2 年後の 1997 年（平成 9 年）10 月に関連会社の東精エンジニアリング代表取締役社長に就任し、本社の取締役（非常勤）になっている。その後、高城英明は、2004 年（平成 16 年）4 月に東精エンジニアリング取締役相談役に、2006 年（平成 18 年）6 月に本社監査役（常勤）に就任しているが、1997 年の時点で東京精密における「高城ファミリー支配」は終わったと言えるだろう。

#### 4 実証分析のための予備的な考察

これまでの実証分析は、ファミリー企業のパフォーマンスは優れているのか、あるいは CEO（Chief Executive Officer）の交代によりファミリー企業であり続けることがパフォーマンスにどのような影響を与えているのかという仮説を検証している。この節では、ファミリー企業の継続性と内生性に焦点を当てて、これからの実証分析のための予備的な考察をする。

##### 4.1 ファミリー企業の継続性

ファミリー企業はファミリー企業であり続けることを望んでいる、つまり将来もファミリー

から社長を輩出するためにはどうしたらいいかがファミリー企業の経営において最も重要な懸案であるとき、前節の三つのケース・スタディから得られる教訓のひとつは、いずれの時点においても複数人のファミリー出身者が役員に名前を連ねていることだと考える。Smith and Amoako-Adu (1999)はその教訓を裏付ける分析結果を報告している。

ファミリー企業がファミリー企業であり続けるためにはどのような条件が必要になるのか。Smith and Amoako-Adu (1999)は、ファミリー企業であり続ける確率を推定するための多項ロジットモデルを

$$\begin{aligned} \Pr(\text{family member successor}) \\ = f(\text{prior firm performance,} \\ \text{member of senior officers} \\ \text{who are family members,} \\ \text{vote ownership by family,} \\ \text{firm size,} \\ \text{other significant blockholder}) \end{aligned}$$

のように特定化している<sup>12</sup>。注目すべきは *member of senior officers who are family members* である。Smith and Amoako-Adu (1999, table 10)はその係数が統計的に有意にプラスになることを報告している。つまり、複数のファミリー出身役員がいるときにファミリー企業であり続ける確率が高くなるということだ。

Smith and Amoako-Adu (1999, table 10)は、もうひとつ、興味深い結果を提示している。それは、*other significant blockholder* の係数が統計的に有意にマイナスになることだ<sup>13</sup>。つまり、ファ

ミリー以外に主たる大株主がないときにファミリー企業であり続ける確率が高くなるということだ<sup>14</sup>。

倉科 (2003, 242 頁) が指摘するように、複数人のファミリー出身者が役員に名前を連ねるためには「企業業績が一定レベルを維持する」必要があるだろう。ところが、Smith and Amoako-Adu (1999, table 10) に示されている推定結果において、*prior firm performance* の係数は統計的に有意ではない。

また、Smith and Amoako-Adu (1999, table 10) では *vote ownership by family* の係数も統計的に有意ではない<sup>15</sup>。株式持分比率は（絶対的優位であるときを除くと）ファミリー企業がファミリー企業であり続けることの必要条件ではないということになる。

Smith and Amoako-Adu (1999) の推定結果がそのまま日本の文脈に適用できるのかどうかは今後の実証分析に委ねられる。

#### 4.2 ファミリー企業の内生性

日本のファミリー企業のパフォーマンスは優れているかどうかについて実証分析している齋藤 (2004, 180 頁) の推定モデルは

$$\begin{aligned} \text{Industry-adjusted ROA} \\ = \alpha + \beta_1 \text{Family Firm} \\ + \beta_2 \text{Control Variables} \\ + \beta_{1-991} \text{Industry Dummy} \\ + \beta_{1991-1998} \text{Year Dummy} \\ + \epsilon \end{aligned}$$

である。ここで *Family Firm* は「創業者一族の持株比率が5%以上で、社長もしくは会長が創業者

<sup>12</sup> Smith and Amoako-Adu (1999) は、トロント証券取引所に上場しているカナダのファミリー企業を対象に、創業者から後継者への継承、124 ケースを取り上げて、イベント・スタディにより企業価値の変化を推定している。

<sup>13</sup> Bennedsen, Nielsen, Pérez-González, and Wolfenzon (2007, TABLE V) は *prior firm performance* (Industry-adjusted OROA,  $t = -1$ ) が統計的に有意にプラスの影響を与えていることを報告している。

<sup>14</sup> 齋藤 (2004) のファミリー企業の定義「一族による持株比率が5%以上、かつ一族出身者が社長もしくは会長を務めている企業」を修正して、「ファミリーによる株式持分比率が5%以上、かつファミリー出身の役員が複数人いる企業」という定義が考えられよう。

<sup>15</sup> Pérez-González (2006, table 8) も同じ傾向の推定結果を報告している。

もしくは創業者一族の出身である」ときには1、そうでないときには0をとる二値変数である。この変数が、外生変数であるならば最小二乗法を適用できるが、内生変数であるならば最小二乗法は適用できない<sup>16</sup>。なお、*Control Variables*に含まれる変数は、Log of Sales, Log of Firm Age, Leverage, Return Volatility などである。

Bennedsen, Nielsen, Pérez-González, and Wolfenzon (2007) は、

$$y_i = a_1 + X_i' b_1 + c_1 \text{famCEO}_i + \epsilon_{1i} \quad (1)$$

という推定モデルを

$$\begin{aligned} \text{famCEO} &= a_2 + X_i' b_2 \\ &+ c_2 \text{Instrument}_i + \epsilon_{2i} \quad (2) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} y_i &= a_3 + X_i' b_3 \\ &+ c_3 \widehat{\text{famCEO}}_i + \epsilon_{3i} \quad (3) \end{aligned}$$

というように二段階で推定している<sup>17</sup>。ここで  $y_i$  は経営を継承した後の3年間の平均パフォーマンスと経営を継承する前の3年間の平均パフォーマンスとの差を、famCEO はファミリーがCEOに就いたときには1、そうでないときには0をとる二値変数である。なお、 $X_i'$ に含まれる変数は、Ln assets, Firm age, Industry-adjusted OROA,  $t = -1$  などである。

<sup>16</sup> 企業経営者の株式持分比率がパフォーマンスに与える影響を検証してきた一連の実証分析の中で、Demsetz and Lehn (1985), Himmelberg, Hubbard, and Palia (1999), Demsetz and Villalonga (2001)などは、企業経営者の株式持分比率の内生性を考慮するとき、その影響は見いだせないという推定結果を報告している。

<sup>17</sup> Bennedsen, Nielsen, Pérez-González, and Wolfenzon (2007)が推定しようとする(1)式、すなわち difference-in-differences (DD) モデルにおいては、 $y_i$  が famCEO に影響を与えてはいけない。そこで、この問題を回避するために操作変数法 (IV) を用いることになる。Bennedsen, Nielsen, Pérez-González, and Wolfenzon は (2) 式の  $\text{Instrument}_i$  に退任する CEO の第1子の性別を採用している。DD については Stock and Watson (2006, Chapter 13) を、IV については Stock and Watson (2006, Chapter 12) を参照されたい。

Bennedsen, Nielsen, Pérez-González, and Wolfenzon (2007) は、Angrist and Krueger (2001) にしたがって、(2) 式を最小二乗法で推定し、その推定値を (3) 式に直接、代入して、最小二乗法で推定している。ポイントは、(2) 式について、被説明変数が二値変数であってもプロビット推定しないことである。

ところが、(2) 式と (3) 式の推定について、Wooldridge (2002, pp. 621–624) は、一致係数だけでなく、正しい標準誤差も得られる、より正確な推定方法として、(2) 式をプロビット推定し、その推定値を操作変数として、(3) 式を操作変数法を用いて推定する方法を推奨している(付録を参照)。この推定方法は Faulkender and Petersen (2005) に用いられている。

## 5 まとめ

ここ10年ほどの間、海外において、ファミリー企業に関する数多くの論文が発表され、研究が蓄積されている。その一方で、日本の上場企業の約40%は創業者企業および家族企業(ファミリー企業)に該当すると言われているものの、日本のファミリー企業についての研究は今のところ数少ない。この論文では、日本のファミリー企業についての、研究を概観し、三つのケース・スタディを踏まえて、ファミリー企業の継続性と内生性に焦点を当てて、実証分析のための予備的な考察をした。

(新潟大学大学院技術経営研究科准教授)

## 付録

統計ソフト Stata のコーディングでは

```
probit w x_1-x_n z      プロビット推定
predict ghat          推定値
ivreg y x_1-x_n (w = ghat) 操作変数法
```

となる。ここで



x<sub>1</sub>-x<sub>n</sub> 外生変数  
 w 内生変数  
 z 操作変数

である。

## 参考文献

- Angrist, Joshua D., and Alan B. Krueger (2001) "Instrumental variables and the search for identification: From supply and demand to natural experiments," *Journal of Economic Perspectives*, 15, 69-85.
- Bennedsen, Morten, Kasper M. Nielsen, Francisco Pérez-González, and Daniel Wolfenzon (2007) "Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance," *Quarterly Journal of Economics*, 122, 647-691.
- Berle, Adolf A., Jr., and Gardner C. Means (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, New York, NY: Macmillan.
- Bertrand, Marianne, and Antoinette Schoar (2006) "The role of family in family firms," *Journal of Economic Perspectives*, 20, 73-96.
- Bhattacharya, Utpal, and B. Ravikumar (2001) "Capital markets and the evolution of family businesses," *Journal of Business*, 74, 187-219.
- Bhattacharya, Utpal, and B. Ravikumar (2005) "From cronies to professionals: The evolution of family firms," in Klein, E., ed. *Capital Formation, Governance and Banking*, Hauppauge, NY: Financial Institutions and Services Series, Nova Science Publishers.
- Burkart, Mike, Fausto Panunzi, and Andrei Shleifer (2003) "Family firms," *Journal of Finance*, 58, 2167-2201.
- Demsetz, Harold, and Kenneth Lehn (1985) "The structure of corporate ownership: Causes and consequences," *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Demsetz, Harold, and Belén Villalonga (2001) "Ownership structure and corporate performance," *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
- Faulkender, Michael, and Mitchell A. Petersen (2005) "Does the source of capital affect capital structure?" *Review of Financial Studies*, 19, 45-79.
- Franks, Julian, Colin Mayer, and Stefano Rossi (2004) "Spending less time with the family: The decline of family ownership in the UK," NBER Working Paper No. 10628.
- Fühlenbranch, Rudiger, and René M. Stulz (2007) "Managerial ownership dynamics and firm value," NBER Working Paper No. 13202.
- Helwege, Jean, Christo Pirinsky, and René M. Stulz (2007) "Why do firms become widely held? An analysis of the dynamics of corporate ownership," *Journal of Finance*, 62, 995-1028.
- Himmelberg, Chales P., R. Glenn Hubbard, and Darius Palia (1999) "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance," *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.
- Holderness, Clifford G., Randall S. Kroszner, and Dennis P. Sheehan (1999) "Were the good days that good? Changes in managerial stock ownership since the Great Depression," *Journal of Finance*, 54, 435-469.
- Jensen, Michael C., and William H. Meckling (1976) "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- La Porta, Rafael, Florencio López-de-Silanes, and Andrei Shleifer (1999) "Corporate ownership around the world," *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Miller, Danny, Isabelle Le Breton-Miller, Richard H. Lester, and Albert A. Cannella Jr. (2007) "Are family firms really superior performers?" forthcoming, *Journal of Corporate Finance*.
- Pérez-González, Francisco (2006) "Inherited control and firm performance," *American Economic Review*, 96, 1559-1588.
- Smith, Brian F., and Ben Amoako-Adu (1999) "Management succession and financial performance of family controlled firms," *Journal of Corporate Finance*, 5, 341-368.
- Stock, James H., and Mark W. Watson (2006) *Introduction to Econometrics* 2nd ed., Boston, MA: Addison-Wesley.
- Villalonga, Belén, and Raphael Amit (2006) "How do family ownership, control and management affect

- firm value?" *Journal of Financial Economics*, 80, 385–417.
- Wooldridge, Jeffrey M. (2002) *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, Cambridge, MA: MIT Press.
- 岡室博之 (2006) 「高度成長期の新規上場企業のコーポレート・ガバナンスと企業家の役割」『経済研究』, 57-4, 303–313 頁。
- 倉科敏材 (2003) 『ファミリー企業の経営学』東洋経済新報社。
- 齋藤卓爾 (2004) 「ファミリー企業の利益率に関する実証研究」『季刊・企業と法創造』(早稲田大学 21 世紀 COE 企業法制と法創造 総合研究所, 紀要七号, 2004 年 11 月), 171–185 頁。
- 末廣昭 (2006) 『ファミリービジネス論』名古屋大学出版会。
- 吉村典久 (2007) 『日本の企業統治-神話と実態』NTT 出版。

## To Spend More Time with Family

SAITO Tatsuhiko

Family firms have gained increasing attention in the economics and finance literature. This paper presents related literature of Japanese family firms, studies three cases of chief executive officers (CEO) successions in Japan, and considers empirical strategies for family firms. We focus on the continuity and endogeneity of family firms.

JEL Classification: G34

Keywords: family firms; CEO successions; continuity; endogeneity