

Title	上場企業における経営の世襲の決定要因と企業行動・業績に与える影響に関する実証研究
Sub Title	Empirical studies on the determinants and consequences of family business succession
Author	齋藤, 卓爾(Saito, Takuji)
Publisher	
Publication year	2013
Jtitle	科学研究費補助金研究成果報告書 (2012. )
JaLC DOI	
Abstract	本研究はファミリー企業における経営の世襲が企業業績、企業行動にどのような影響を与えるのかを、日本の上場企業をサンプルとした実証分析により検証した。分析の結果は、経営の世襲が企業行動、業績に大きな影響を与えていることを示していた。具体的には企業の配当行動、投資行動などに違いが見られ、その結果としてファミリー企業のパフォーマンス、特に株価が割り引かれていることが明らかとなった。
Notes	研究種目：若手研究(B) 研究期間：2009～2012 課題番号：21730266 研究分野：社会科学 科研費の分科・細目：経済学、財政学・金融論
Genre	Research Paper
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KAKEN_21730266seika">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KAKEN_21730266seika</a>

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

## 科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 25 年 3 月 31 日現在

機関番号：32612

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2009～2012

課題番号：21730266

研究課題名（和文） 上場企業における経営の世襲の決定要因と企業行動・業績に与える影響に関する実証研究

研究課題名（英文） Empirical studies on the determinants and consequences of family business succession

## 研究代表者

齋藤 卓爾（SAITO TAKUJI）

慶應義塾大学・経営管理研究科・准教授

研究者番号：60454469

研究成果の概要（和文）：本研究はファミリー企業における経営の世襲が企業業績、企業行動にどのような影響を与えるのかを、日本の上場企業をサンプルとした実証分析により検証した。分析の結果は、経営の世襲が企業行動、業績に大きな影響を与えていることを示していた。具体的には企業の配当行動、投資行動などに違いが見られ、その結果としてファミリー企業のパフォーマンス、特に株価が割り引かれていることが明らかとなった。

研究成果の概要（英文）：This study empirically analyze the effects of family business succession on firm behavior and performance using Japanese public company data. I find that firm behavior and performance of family firms are significantly different from those of non-family firms. For example, dividend behavior of family firms is not consistent with value maximization. As a result, the family firms managed by founder's descendants are traded at a discount.

## 交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2009 年度	1,000,000	300,000	1,300,000
2010 年度	700,000	210,000	910,000
2011 年度	700,000	210,000	910,000
2012 年度	700,000	210,000	910,000
年度			
総計	3,100,000	930,000	4,030,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学、財政学・金融論

キーワード：コーポレート・ガバナンス、ファミリー企業

## 1. 研究開始当初の背景

これまでもコーポレート・ガバナンスは企業の行動、業績に大きな影響を与える要因と考えられ、多くの研究がなされてきた。しかし先行研究の多くは株式が広く分散し、経営者はほとんど株式を保有していない企業、すなわち所有と経営が分離した企業を前提と

し、いかにして経営者を規律付け、株主にとって望ましい経営を実現するのかを目指したものであった。

しかしながら、近年のいくつかの論文はこの前提があてはまらない上場企業が多くあることを示している。少数株主保護の不十分な発展途上国においてだけでなく、先進国

においても所有と経営の分離が不十分な企業が多くあり、これらの多くがファミリー企業であること、西ヨーロッパ諸国の上場企業の約 44 パーセントが創業者一族によってコントロールされていることが示されている。米国でも S&P500 に含まれている大企業の約三分の一において創業者一族が大きな影響力を持っていることが示されている。このような傾向は日本においても見られる東証 1・2 部、大証 1・2、名証に上場している企業の約 36 パーセントにおいて創業者、もしくはその子孫が社長もしくは会長を勤めており、約 25 パーセントにおいて創業者一族が最大株主であることが示されている。

このように日本を含む先進国においてもこれまでの研究が前提としてきた所有と経営の分離が不十分な上場ファミリー企業が多くあることが近年示されているにも関わらず、ファミリー企業に関する研究はパフォーマンスの比較などに限られており、その経営陣・株主構成、企業行動などに関する研究はほとんどなされてこなかった。

## 2. 研究の目的

これまで研究されてきた企業とは、所有と経営の不完全な分離、経営の世襲といった店で異なるコーポレート・ガバナンス上の特徴を持つファミリー企業は日本の上場企業の約三分の一を占めている。本研究の目的はそれらのファミリー企業が非ファミリー企業とどのように企業行動、企業業績が異なるのか、そしてなぜ異なるのかを明らかにすることである。

## 3. 研究の方法

主に実証分析による。上場ファミリー企業を分析するためには大企業に限ったサンプルではなく、全上場企業をサンプルとすることが望ましいと考えられる。なぜなら、上場ファミリー企業には中小規模の企業、東証には上場していない地方企業も多いからである。ゆえに、上場ファミリー企業の実態を正確に反映した分析を行うためには、大規模な上場企業に関するデータベースを作成した。

必要とされるデータのうち、企業財務データ、パフォーマンスデータは日本政策投資銀行の企業財務データ、Nikkei NEEDS などから抽出し、加工した。なお全ての金銭的な変数は CPI、WPI などを用いて物価調整を行った。基礎的な役員データベース、株主データベースの構築に必要なデータは東洋経済の「役員四季報」、「大株主総覧」および各社の有価証券報告書から入手した。

## 4. 研究成果

日本の上場ファミリー企業の配当行動の特徴を明らかとするために、1990 年末に東

京・大阪・名古屋の証券取引所に上場していた 1818 社についての 1990 年から 1996 年の配当行動を実証的に分析した。具体的には、どのような企業が配当を支払っているのか、どのような企業が配当を増加させ、減少しているのか、ということ进行分析した。

一般的にファミリー企業のように経営者の株式保有比率が高くなるほど、経営者と株主の利害対立が緩和されるはずである。言い換えると、経営者による経営者に対する規律付けメカニズムとして機能しうる。しかし、経営者の持株が一定の水準を超える場合、経営者がその投票力を自己の利害を最大化するために用いる可能性がある。例えば、経営者の持株が全体の過半を占める場合には、経営者は解雇される危険が小さくなる。そのため、親族企業に有利な取引を行うなど、少数株主の犠牲において自己の利害を最大化することが可能となる。このような行動はエントレンチメントと呼ばれている。このとき、高い経営者の持株比率は経営者と株主の利害対立を深刻にする効果がある。すなわち、経営者の持株は、利害対立を緩和する効果と、逆に深刻にする効果（エントレンチメント効果）があるとも考えられる。

本研究では経営者の持株比率が配当行動にどのような影響を与えているのかを実証的に分析した。もし、持株比率の増加が経営者と株主間の利害の不一致を軽減するのであれば、持株比率の高い経営者ほど、外部の株主にとって望ましい配当政策をとると考えられる。これに対して、経営者の持株比率が増えるほどエントレンチメント効果が表れるのであれば、持株比率の高い経営者ほど、外部の株主にとって望ましくない配当政策をとると考えられる。

実証分析は配当の支払の有無を従属変数としたロジット分析、配当の増額、維持、減額を従属変数としたマルチノミアルロジットモデル、配当の中止を従属変数としたロジットモデルを用いて行った。外部の株主にとって望ましくない場面での配当行動を分析するために、全サンプルでの分析に加えて、利益が赤字の場合における配当政策、利益が赤字かつ借入が多い場合の配当政策、利益が赤字かつ投資機会が多い（トービンの  $q$  が 1 以上）の場合の配当政策について分析を行った。

分析の結果は持株を多数保有している経営者は、自己の報酬を増すために配当を支払う可能性があること、すなわちエントレンチメント行動をとっている可能性があることを示唆していた。主な結果は、以下のように要約することができる。まず全サンプルを対象とした分析から、経営者の持株比率の高い企業では、配当を支払う可能性が有意に高いこと、配当を増額する可能性が有意に高いこ

とが明らかとなった。また配当を支払っていない企業が配当を開始する確率も経営者の持株比率が高い企業の方が有意に高かった。ただし、配当性向に関しては有意な傾向は見られなかった。

次にサンプルを利益が赤字の企業と黒字の企業に分けた分析を行った。その結果、経営者の持株比率が高い企業の方が配当を支払っている確率が高いという傾向は黒字企業のみならず赤字企業でも観察された。また配当性向（配当/純資産）は黒字企業では社長の持株比率が高まって有意に変化しなかったのに対して、赤字企業では社長の持株比率が高いほど配当性向が有意に高くなる傾向がみられた。また赤字かつ投資機会がある企業群、赤字かつ借入が多い企業群においても同様な傾向が見られ、経営者の持株比率が高い企業ほど配当を支払っている確率が有意に高く、配当性向も有意に高い傾向が見られた。

これらの結果は、経営者が多くの持株を保有しているファミリー企業においては赤字な時や赤字かつ投資機会があり、現金は配当ではなく投資に回すべき状況、現金は借入の返済に回すべき状況でも配当の支払が継続されていることを示唆している。

すなわち、ファミリー企業ではファミリー以外のその他の株主にとって望ましい配当政策ではなく、ファミリーにとっては望ましいが、その他の株主にとっては望ましくない配当政策がとられている可能性があることを分析結果は示している。

以上の結果は、ファミリー企業において創業者一族がその他の株主にとって不利な政策をとる可能性があることを示している。もしそうであるのならば、ファミリー企業の株価はその他の企業の株価よりも割引かれていると考えることができる。先行研究はすでにファミリー企業の株価が割引かれていることを示しているが、本研究では先行研究と異なる期間、異なるサンプル企業でも同様のことがいえるのかを分析した。具体的には先行研究が1990年代のデータを用いて、サンプル企業を全上場企業としているのに対して、本研究では1997年から2007年までの日経500に含まれている企業をサンプルとした分析を行い、より近年かつ大規模な企業を対象としても先行研究と同様なことが言えるのかを分析した。

分析の結果、近年の比較的大規模な上場企業においても経営の世襲が多く見られることが判明した。具体的にはサンプル企業の約四分の一が世襲経営者であった。

ファミリー企業のパフォーマンスは創業者が経営を担っている企業はその株式状況に関わりなく非ファミリー企業よりも高かった。これに対して、経営の世襲が行われた

企業では株式の分散が進みすでに創業者一族が最大株主でない企業の業績は非ファミリー企業と同等であったが、経営の世襲が行われ、経営と所有の分離が不十分な創業者一族が最大株主である企業の業績は非ファミリー企業よりも劣っていた。また経営の世襲が行われず、内部の創業家以外の者が経営者となる一方で、創業家が最大株主である企業の業績は非ファミリー企業よりも優れていた。この結果は、創業家が最大株主として十分なインセンティブを持ったモニタリングを経営者に対して行っていることに起因するのかもしれない。

以上のように、本研究は経営の世襲と創業者一族による大規模な株式保有を特徴とするファミリー企業では、創業者一族にとって望ましく、外部の株主にとっては望ましくない企業行動が配当をはじめとしてとられる可能性があることを示唆している。株式市場ではファミリー企業がそのような行動をとるリスクがファミリー企業の株価のディスカウントという形で反映されていることも本研究の結果は示している。以上の結果からファミリー企業は外部の株主に対して、そのような行動をとらないことを目に見える形で示す必要があると考えられる。具体的には社外取締役の導入、情報公開の徹底などが考えられる。しかし現実にはファミリー企業の社外取締役導入比率は非ファミリー企業よりも低くなっているのが現実である。具体的には非ファミリー企業の社外取締役導入比率が60%ほどであるのに対して、ファミリー企業の社外取締役導入比率は40%程度である。また大王製紙事件で発覚したようにファミリー企業の情報開示が進んでいるとは言いがたい。ファミリー企業は外部の経営者から疑われている存在であることを自認し、率先してコーポレート・ガバナンスや情報開示を改善することにより、株式市場での評価の改善につながると考えられる。

## 5. 主な発表論文等

（研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線）

〔雑誌論文〕（計2件）

①Katsuyuki Kubo and Takuji Saito, The Effect of Mergers on Employment and Wages: Evidence from Japan, *Journal of the Japanese and International Economies*, vol 26, 査読有, 2012, 263-284  
DOI: 10.1016/j.jjie.2011.04.001

②久保克行、齋藤卓爾、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*, 60巻, 査読有, 2009, 47-59.

〔学会発表〕（計4件）

①齋藤卓爾、The Evolution of Japanese Corporate Governance and Turnover of Company President、日本ファイナンス学会、2011年5月14日、早稲田大学

②齋藤卓爾、Determinants of Board Composition when Managers Control Director Selection: Evidence from Japan、日本ファイナンス学会、2010年5月22日、上智大学

③齋藤卓爾、Boards with and without Outside Directors: An Empirical Comparison、日本経済学会、2009年10月11日、専修大学

④齋藤卓爾、Boards with and without Outside Directors: An Empirical Comparison、日本ファイナンス学会、2009年5月9日、青山学院大学

〔図書〕（計1件）

①齋藤卓爾、日本企業による社外取締役の導入の決定要因とその効果、宮島英昭編 Rieti 政策シリーズ『日本の企業統治』第4章、東洋経済出版社、2011、181-213

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

齋藤 卓爾 (SAITO TAKUJI)  
慶應義塾大学・経営管理研究科・准教授  
研究者番号：60454469

### (2) 研究分担者

なし

### (3) 連携研究者

なし