慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	事業売却の意思決定におけるファミリー企業の行動特性
Sub Title	
Author	亀井, 孝郁(Kamei, Takafumi) 清水, 勝彦(Shimizu, Katsuhiko)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2019
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2019年度経営学 第3547号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002019-3547

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.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（　　2019　年度）

論文題名

事業売却の意思決定におけるファミリー企業の行動特性

主　査	清水 勝彦 教授
副　査	齋藤 卓爾 准教授
副　査	村上 裕太郎 准教授
副　査	

氏　名	亀井　孝郁

論 文 要 旨

所属ゼミ	清水勝彦研究会	氏名	亀井　孝郁

（論文題名）

事業売却の意思決定におけるファミリー企業の行動特性

（内容の要旨）

＜研究の背景と目的＞

本論文の目的は、これまでの研究で明らかにされてきたファミリービジネスに関する理論について、実際の経営行動にどのように反映されているのかを実証研究を通じて明らかにすることである。また、分析対象として着目する事業売却は、企業間の株式持ち合いの解消や外国人投資家の株式保有の増加などを背景に今後の経営環境において、より一層重要性が増すと考えられており、その経営行動における経営者の意思決定に影響を及ぼす要素を明らかにすることで経営者に対する示唆を導きたいと考えている。

＜仮説＞

事業売却の意思決定において経営者に影響を与える要件について、エージェンシー理論、社会的情緒資産理論、埋没コスト等意思決定のバイアスに関する理論をもとに以下の仮説を導出した。

仮説 1：経営者が交代してから一定期間は事業売却の意思決定が増加する。
仮説 2-a：経営者の持株比率が高まると事業売却の意思決定が増加する。
仮説 2-b：経営者の持株比率が高まると事業売却の意思決定が減少する。
仮説 3-1：ファミリー経営者は非ファミリー経営者に比べて事業売却を行いやすい。
仮説 3-2：ファミリー企業においては経営者が交代してから一定期間においても事業売却は増加しない。

＜仮説の検証方法＞

2013 年度から 2015 年度にかけて日本国内で事業売却を行った東証一部・二部上場企業 63 社と同数の事業売却を行わなかった企業を対象とし定量分析を行った。仮説 1 から 3 に関して社長持株比率、経営者交代フラグ、ファミリー経営者フラグならびにその交差項を説明変数とし、事業売却の有無を被説明変数として二項ロジスティック回帰分析を行った。

＜検証結論＞

上記仮説 1 は支持され、経営者の交代が事業売却を促進することが明らかになった。仮説 2 は経営者の持株比率の上昇が事業売却の意思決定を減少させるという仮説 2-b が支持された。仮説 3 については、ファミリー経営者は事業売却を行いやすいものの経営者が交代して一定期間のうちは事業売却を行わない傾向が示唆された。

目次

1 章．序論
1-1．問題意識・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・2
1-2．研究目的・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・4
1-3．研究の意義・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・5
1-4．本論文の構成・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・5

2 章．文献研究
2-1．ファミリービジネス研究・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・6
2-2．企業におけるリストラクチャリング・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・10
2-3．事業ポートフォリオ・リストラクチャリングと事業売却の関係・・・・・・・・・・・11
2-4．経営者の事業売却の意思決定に関する心理学的整理・・・・・・・・・・・・・・・12
2-5．組織の構造的慣性（inertia）・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・14

3 章．仮説構築
3-1．経営者の交代と事業売却の意思決定に関する仮説・・・・・・・・・・・・・・・・16
3-2．経営者による株式所有と事業売却の意思決定に関する仮説・・・・・・・・・・・・16
3-3．ファミリー企業経営者と事業売却の意思決定に関する仮説・・・・・・・・・・・・17

4 章．仮説の検証方法
4-1．調査対象とサンプル抽出条件・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・18
4-2．検証方法・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・18
4-3．本分析で使用する変数・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・19

5 章．検証結果と結果に対する議論
5-1．分析に使用したサンプルの記述統計・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・21
5-2．ロジスティック回帰分析の結果・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・23
5-3．仮説 1 の検証結果と結果の議論・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・24
5-4．仮説 2 の検証結果と結果の議論・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・24
5-5．仮説 3 の検証結果と結果の議論・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・25
5-6．追加的分析・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・26

6 章．結論・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・27

7 章．研究の限界・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・28

1 章．序論

本章では本論文の概要を述べる。まず本論文を進めるにあたっての問題意識を整理したのち、研究目的、研究の意義を述べる。最後に論文全体の構成を説明する。

1-1．問題意識

日本は世界の中でもその数、歴史において最大・最古のファミリービジネス大国である[1]。しかし、日本におけるファミリービジネス研究は遅れていると言わざるを得ない。そもそも、ファミリービジネス研究は、米国において 1990 年代中頃からハーバード・ビジネススクールの教授陣を中心にファミリー企業の特異性に着目した研究が開始され、その後欧米のビジネススクールに広まったものである。一方、日本においては 2000 年代からファミリービジネスに関する研究が開始されたが、それは「老舗」や「長寿企業」の研究という流れの中で行われていた。近年においては、日本でもファミリー企業の配当行動の分析[2]や事業継承と業績の関係性についての分析[3]など、実証研究も徐々に進められているもののその数は未だ十分とは言えず、より一層ファミリービジネス研究の蓄積が必要である。

本論文においてファミリー企業の行動特性を明らかにするにあたり着目する事業売却の意思決定について日沖(2002)は、日本の経営者が撤退に対して非常に悲観的な意識が強く、事業の撤退や売却は経営者が最後まで手をつけずに後回しにされがちであると言及している。このことは 1980 年代後半から日本企業において行われた過剰投資に伴い、バブル崩壊後にグループ内に低収益事業を抱えることになった多くの企業が「事業の選択と集中」を合言葉に企業リストラクチャリングを打ち出したものの、1990 年代の企業リストラクチャリングはコンセプトばかりで、事業の撤退や売却はほとんど実践されなかったことが証明している。2012 年 10 月に Economist 社が実施したアンケートによると、グローバルの回答においては 46%の企業が今後 2 年以内に事業売却を検討していると答えているのに対して、日本においては 15%のみとなっている。（図表 1-1）加えて、2001 年 10 月に野村総合研究所が実施したアンケート調査では、54.6%の企業が「構造的に赤字であっても、財務業績以外の要因を重視するため、事業撤退や見直しに至らないことが多い」と回答しており、日本の経営者は事業売却の意思決定を避ける傾向があることがわかっている。

---

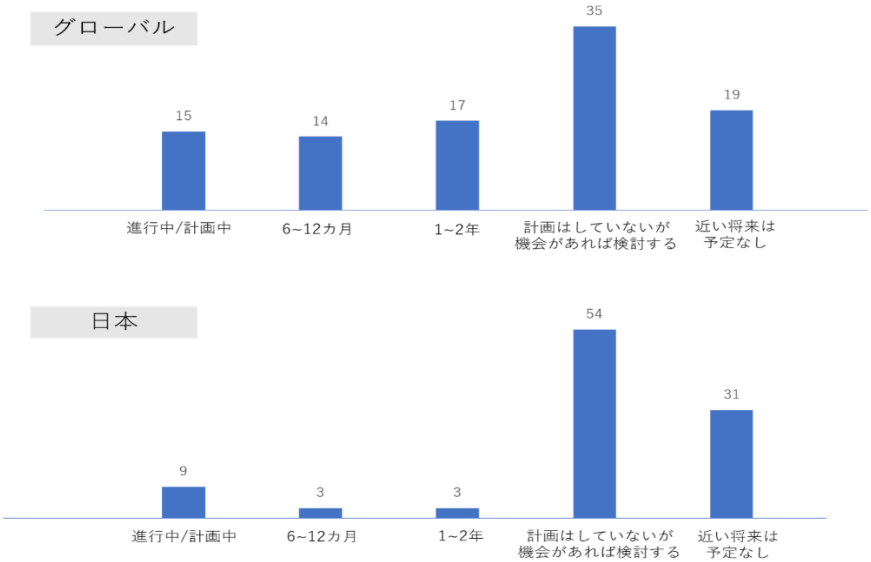
[1] 奥村昭博（2015）「ファミリービジネスの理論　昨日、今日、そしてこれから」，一橋ビジネスレビュー

[2] Kubo, K. and T. Saito (2007) “Dividend Policy and Managerial Ownership,” *Working Paper*, Waseda University.

[3] 沈政郁（2014）「血縁主義の弊害――日本の同族企業の長期データを用いた実証分析」,組織科学 48(1)：38-51

図表 1-1：次回の事業売却の予定（単位：%）

出所：EY トランザクション･アドバイザリー･サービス株式会社ウェブページ[4]をもとに筆者作成

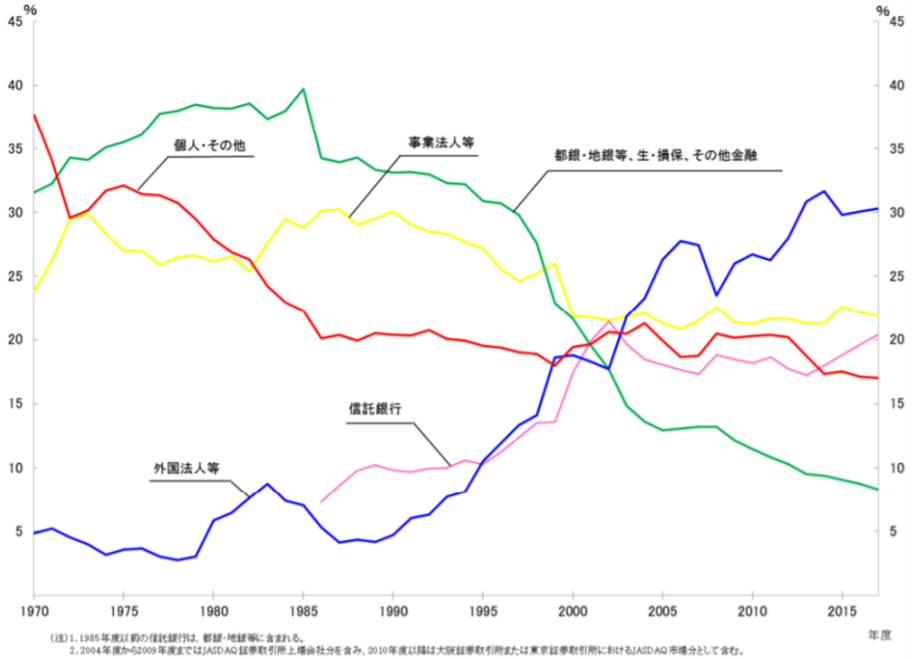


日本企業では、長年企業間の株式の持ち合いが行われ、持ち合いも含めた安定株式比率のピークは 1973 年度末頃で、法人持株比率が 66.9 %にも達していた。多くの企業において過半数の株主が実質上「物言わぬ株主」として存在していたことを示しており、企業経営者に対して資本市場から経営効率を高める圧力がかからない構造になっていた。しかし、バブル経済崩壊後徐々に株式の持ち合いは解消される方向に進み、2001 年 3 月期から有価証券の時価評価が始まったのをきっかけに、多くの企業が株式の持ち合いを解消するようになった。図表 1-2 は、1970 年度から 2018 年度にかけての投資部門別の株式保有比率の推移である。企業間の株式の持ち合いが解消されるにつれて事業法人や地銀等の金融機関による株式保有割合が減少したが、代わりに所有割合を増やしたのは外国法人や信託銀行であった。安田(2000)によると、株主の中でも、投資利益の最大化を追求する外国人株主や年金基金といった投資家は投資先企業に事業売却をはじめとする事業撤退を活用して企業価値を高める要求をする傾向が強いとされる。外国法人や信託銀行の持株比率が上昇している現在の株式所有構造から考えれば、今後は企業価値の最大化への圧力がより一層高まり、今までのように事業売却の意思決定を後回しにすることが許されない経営環境に変化すると考えられる。

[4] https://www.eytas.co.jp/about-us/news-releases/2013-02-12.html(2020 年 2 月 14 日時点)

図表 1-2：主要投資部門別株式保有比率の推移

出所：日本取引所グループ　2018 年度株式分布状況調査の調査結果について



以上のように、今後より重要性が増すと予測される事業売却は基本的に経営者から避けられる経営行動である。経営者がそのような意思決定を行うかどうかは、経営者に対するインセンティブ設計と外部からのガバナンスによる影響が大きいと考えられる。その点について、ファミリー企業経営者の株式の大口所有などの特徴が経営者の行動に影響を与えている可能性がある。本研究は、そのような問題意識のもと進めていくこととする。

1-2. 研究目的

本論文の目的は、これまでの研究で明らかにされてきたファミリービジネスに関する理論について、実際の経営行動にどのように反映されているのかを実証研究を通じて明らかにすることである。また、事業売却に着目することにより、今後の経営環境においてより一層重要性が増すと考えられる経営者の意思決定に影響を及ぼす要素を明らかにすることで、経営者に対する示唆を導きたいと考えている。そして、本研究により、ファミリー企業の特徴と実際の経営行動をつなげることで、ファミリー企業への理解がより深まることを期待する。

1-3. 研究の意義

本論文の研究意義は以下 2 つの貢献によって説明される。

⑴学術的な貢献：本論文の学術的な貢献は以下の 2 つである。一つ目は、未だ十分に進められていないファミリー企業に関する研究の発展に寄与することである。本研究で行うファミリー企業経営者と事業売却の意思決定に関する実証研究は管見の限り行われておらず、新たな知見として蓄積することが期待される。二つ目は、既存理論の発展に寄与することである。本論文においては、理論的なフレームワークとして、エージェンシー理論、社会的情緒資産理論をベースとしている。それらの理論から導き出される仮説を検証することは、各理論の説明力を事業売却の意思決定という経営行動の中で検証することと同義であると考えられる。この点から本論文はこれら既存理論の発展に寄与すると言える。

⑵実務的な貢献：本論文は、ファミリー企業経営者にとって事業売却の意思決定の場面で観察される特徴を示すことを通じて、意思決定のバイアスを意識するきっかけを与えるものである。多数のサンプルを用いた実証研究の結果を把握することは、自社で行われている意思決定を顧みる一つの参照データとなり得る。その点で本論文はファミリー企業経営者の意思決定について示唆を与えるものであると考える。

1-4. 本論文の構成

本論文は 7 章で構成される。第 1 章である本章は、本論文の概要を述べた。第 2 章以降の構成は以下の通りである。

第 2 章では、文献研究の結果を述べる。

第 3 章では、文献研究を踏まえた上で、仮説の構築を行う。

第 4 章では、仮説の検証方法を説明する。はじめに調査対象とサンプルの抽出条件を示し、対象となるサンプルを抽出する。その後、仮説の検証方法を説明する。

第 5 章では、検証結果を提示する。ここでは、なぜ仮説が支持されたのかもしくは支持されなかったのかを統計的検証結果とともに議論する。また、必要に応じて追加的検証を行う。

第 6 章では、本論文の結果を踏まえて結論をまとめる。

第 7 章では、本論文の限界について述べる。

そして最後に、参照文献リストを記載する。

2 章．文献研究

本章では文献研究の結果を述べる。まず、ファミリービジネス研究で依拠されることの多い理論について整理をする。その後、企業で行われるリストラクチャリングの類型を説明し、事業ポートフォリオ・リストラクチャリングと事業売却の関係を整理する。最後に人間の意思決定に関するバイアスならびに組織の構造的慣性の存在を整理する。

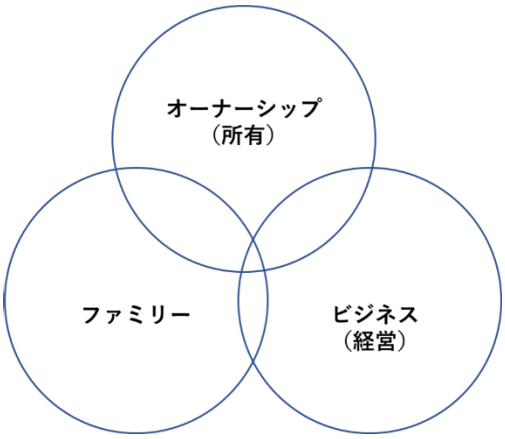
2-1．ファミリービジネス研究

本節では、現在までに行われたファミリービジネスに関する実証研究の多くが依拠するスリー・サークル・モデル、4C モデル、エージェンシー理論、社会的情緒資産理論について整理する。以下に詳細を説明する。

(1)スリー・サークル・モデル

スリー・サークル・モデルとは、図表 2-1 に示すようにファミリービジネスを通常の企業における 2 つの構成要素「オーナーシップ」、「ビジネス」に「ファミリー」を加えた 3 要素から説明する理論である。(Gersick et al., 1997) このモデルにおいて、ファミリービジネスに関与する人間は必ず 3 つのサークルの重なり合う 7 つの領域のうちどこかに属することになる。ファミリービジネスの特徴が最大化するのは全てのサークルが重なり合う領域で、ファミリーにより所有され経営されている場合である。属する領域が異なれば、経営の関心も異なると考えられている。例えば、ファミリーとオーナーシップのサークルの交差する領域にいる場合、つまりは株式を所有しているが経営には関与していないファミリーメンバーにとっては配当による金銭的収入に最も関心を寄せるかもしれない。もしくは株価の最大化を求め、株式の希薄化を避ける行動をとるであろう。このようにファミリー企業における立場による関心を整理した経営モデルがスリー・サークル・モデルである。

図表 2-1：スリー・サークル・モデル



(2)4C モデル

Miller(2005)によると、4C モデルとは、ウォルマートやイケアなど各産業分野における好業績かつ高い永続性を持った欧米のファミリービジネス企業 24 社のケース分析から特異な経営特性が見いだされたものをまとめた経済モデルである。4C モデルの C はそれぞれ特性の頭文字を取っており①Continuity(継続性－夢の追求) ②Community(コミュニティー－同族集団のまとめ上げ) ③Connection(コネクション－良き隣人であること) ④Command(コマンド－自由な行動と適応) からファミリー企業の経営が成り立っているというものである。詳しくは図表 2-2 に記載する。このモデルにおいてファミリー企業の経営が永続的に成功するには 4 つの C についてバランスを取り、どれか 1 つに傾かないことが必要とされる。

図表 2-2：4C モデルの詳細

4つのCの構成要素	内容
Continuity （継続性－夢の追求）	創業家の描いたミッションを継続的、情熱的に達成しようと長期的観点から投資を行うこと。
Community （コミュニティー－同族集団のまとめ上げ）	従業員を強い価値共有集団とすること。そのために従業員を厚遇し高い忠誠心と主体性を導き出す。
Connection （コネクション－良き隣人であること）	顧客、取引企業、社会一般との良好な関係性を築くこと。
Command （コマンド－自由な行動と適応）	株主の言動にあまり左右されることなく、独立的に行動すること。

(3)エージェンシー理論

エージェンシー理論とは、Berle and Means (1932)が提唱した「所有と経営の分離」をルーツとする理論である。近代以前、企業はファミリーにより所有され経営される小規模なものが主流であったのに対し、近代における企業は株式を発行することで多数の個人株主から資金を集め巨大化していった。その中で、多数の株主が企業の所有者（プリンシパル）になり、プロフェッショナルな経営者（エージェント）に経営を委託する企業経営の形態が増えていった。この流れをChandler (1977) は「まさに経営のプロが株主から委託を受けて巨大企業を経営する時代が到来した」と述べている。

エージェンシー理論とは、このような状況を株式の保有を通じて企業を所有する株主（プリンシパル）とプリンシパルから経営を委託される経営者（エージェント）という 2 者の関係と捉えたうえで企業経営を説明する理論である。プリンシパルはエージェントがプリンシパルの利益を最大化するように行動することを期待するが、両者の利害は必ずしも一致するわけではなく、エージェントはプリンシパルと経営に関する情報の非対称性が大きいことを利用して自己の利益の最大化を目指して行動してしまうことがある。そのため、プリンシパルはエージェントがプリンシパルの利益を最大化する行動をとらせるような報酬体系をデザインし、エージェントの行動を監視する必要性が生まれる。このような、エージェントが自己の利益最大化を目的とした行動をとることを阻止・管理するためのコストは「エージェンシーコスト」呼ばれる。Barney(2003)は、エージェンシーコストが発生する原因を経営者特典と経営者によるリスク回避の 2 つであると言及している。経営者特典とは、経営者が企業価値の向上に貢献しないが経営者にとって直接利益になり得る対象にキャッシュを浪費することを表している。例えば、高額な絵画の購入や経営者の執務室のために豪華な家具を購入するといった行為である。また、経営者によるリスク回避とは、株主にとって大きなリターンを見込めるが失敗のリスクも大きい事業投資案件などに対して、経営者が過度に失敗のリスクを恐れるあまり、投資判断を下せないというような状況を表している。

＜ファミリー企業とエージェンシー理論の関係＞

ファミリー企業をエージェンシー理論の枠組みで捉えると、一番大きな特徴はファミリー経営者による株式所有つまりは「所有と経営の一致」があげられる。所有と経営が一致することは長所と短所双方の側面があると考えられている。

《長所》

上記のように、所有と経営の分離がなされている企業においてはプリンシパルとエージェントの利益は相反する状況が発生するが、経営者による株式所有はエージェントとプリンシパルの利益を一致させる働きがあり、エージェンシーコストの削減が図れると考えられている。多くのファミリー企業経営者にとって、保有資産の大部分は自社株が占める。多くの自社株を所有する経営者は株価が上昇すると保有している自社株の価値が上昇するため業績を向上させる金銭的インセンティブを持っていると考えられる。また、齋藤 (2008)は、ファミリー企業の繁栄と創業者一

族の名誉の間には強い相関関係があると考えられ、そのような場合、創業者や創業者の子孫である経営者は企業の業績を向上させる非金銭的なインセンティブを保有していると考えられると述べている。

《短所》

短所としては 2 つがあげられる。一つ目は創業者一族が外部の少数株主の利益を犠牲にして経営者自身の利益を拡大するような経営行動をとる可能性があることである。Fama and Jensen (1983) はそのような経営者自身の利益のことを私的便益（Private Benefits）と呼んでいる。私的便益が表れている一例として、Kubo and Saito (2007)は、創業者一族にとって配当金は極めて重要な収入であると考えられ、日本のファミリー企業は純利益が赤字の際や、投資機会が豊富に存在する場合など配当金を支払うべきではない状況においても配当金を支払うことを優先していることを明らかにしている。二つ目は、自身の資産の大部分をファミリー企業の株式が占めてしまうことにより、必然的にリスク回避的な経営行動を取ってしまうことである。Block (2012)は、ファミリー企業は不確実性の高いＲ＆Ｄ投資が非ファミリー企業に比べ少ない事を示している。

(4)社会的情緒資産理論(Socio-emotional wealth theory)

社会的情緒資産理論とは、Gomez-Mejia et al. (2011)によって提唱されたファミリー企業は金銭的な富以外からもたらされる「非財務的効用」を経済合理的効用よりも優先するという理論である。入山・山野井 (2014)は、社会的情緒資産理論における「非財務的効用」には 3 種類存在するとしており、それぞれ「企業への強い感情的な結び付き」、「事業によるファミリーの永続」、「ファミリー内での利他主義」としている。図表 2-3 に詳細を記載する。この社会的情緒資産理論はファミリー企業固有の特徴を説明するには有力な理論とされている。

図表 2-3：ファミリー企業における非財務的効用

出所：入山・山野井 (2014)の内容をもとに筆者作成

非財務的効用の種類	内容
企業への強い感情的な結び付き	・ファミリーは自身のアイデンティティと会社を一体化させる（家＝会社） ・ファミリーを営むことと会社を経営することは同義 ・会社は単なる経済的富の集積ではなく、ファミリーの感情的な集合体として機能する
事業によるファミリーの永続	・家族は永続が前提であり、企業経営も同様に捉える ・先祖以来、面々と伝承されてきた企業を次世代に受け継ぐことがミッション
ファミリー内の利他主義	・家族の中で互いに助け合うことを推奨 ・自己献身的な行動 （⇔非ファミリー企業においては利己的行動が前提）

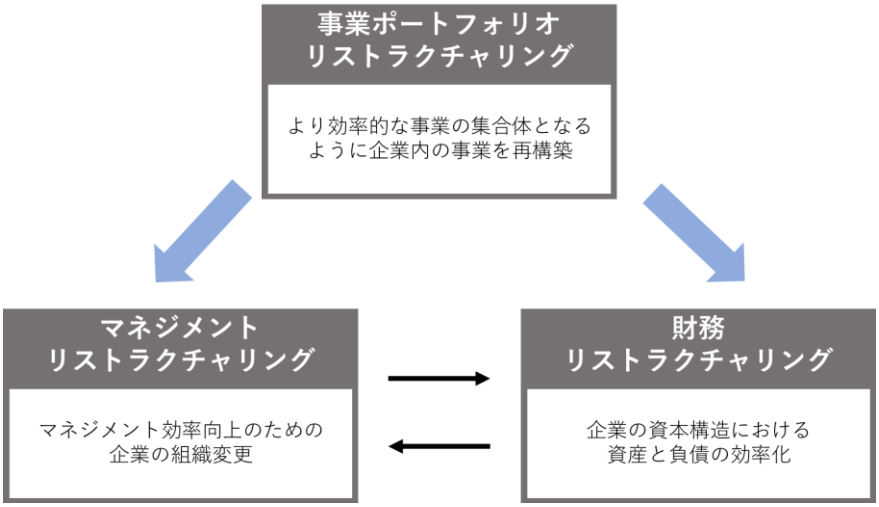
2-2. 企業におけるリストラクチャリング

本節では、企業が行うリストラクチャリングについての整理を行い、その上でリストラクチャリングの一つである事業ポートフォリオ・リストラクチャリングと事業売却の関係を説明する。

松井(1987)によると、リストラクチャリングという概念はもともと 1980 年代に米国で経済立地論や都市論の領域で使用されてきたものであったが、その後コーポレート・リストラクチャリングとして経済界で用いられるようになった。松井はこのコーポレート・リストラクチャリングを「企業が不採算事業や不要な事業部門・子会社を処分し、その売却代金を使って企業の中核部門を補強するような企業を買収する、一種の事業再編計画であり企業金融方式である」と定義している。また、夏目(1995)は、1980 年代に米国で行われたコーポレート・リストラクチャリングは大規模な M&A&D(Merger & Acquisition and Divestiture：企業合併・買収・事業分割)を伴ったと述べている。

上記の文献では、リストラクチャリングを事業再編のコンテクストにおいてのみ説明しているが、村松・宮本(1999)は、リストラクチャリングには 3 つの類型があると述べており、それぞれ(1)事業ポートフォリオ・リストラクチャリング、(2)財務リストラクチャリング、(3)マネジメント・リストラクチャリングとしている。また、図表 2-4 のように事業ポートフォリオ・リストラクチャリングは財務リストラクチャリング、マネジメント・リストラクチャリングの上位計画として存在し、他二つのリストラクチャリングは事業ポートフォリオ・リストラクチャリングを補う形で下位に存在すると言及している。上記 3 つのリストラクチャリングの類型について以下に詳細を説明する。

図表 2-4：リストラクチャリングの 3 類型
出所：「企業リストラクチャリングと M&A」　村松・宮本（1999)を筆者修正



(1)事業ポートフォリオ・リストラクチャリング

事業ポートフォリオ・リストラクチャリングとは、より効率的な事業の集合体となるように企業内の事業を再構築することを指す。Porter (1987)が示した企業のコア・コンピタンスから外れる周辺事業は売却されるべきだとの見解に基づいており、当該企業が業界で競争力を持つ事業に資源を集中投資し、競合企業よりも高い投資リターンが得られない事業を放出することで企業の効率性がもっとも高まるとされる。M&A とダイベスティメントが主な手法であり、ダイベスティメントの具体的な手法の一つとして事業売却が存在する。

(2)財務リストラクチャリング

財務リストラクチャリングとは、企業の資本構造における資産と負債の効率化を図るものであり、多くの場合自己資本から負債へのシフトを指す。敵対的買収を回避するための資本構成の高レバレッジ化や LBO(Leveraged Buy-out)を用いた企業買収も財務リストラクチャリングの 1 つである。このような負債をもって自己資本に替える動きは、伝統的な負債は悪で自己資本は善という価値観に対し、経営者が豊富なキャッシュを手元に蓄えておくのは、投資プロジェクトへの意思決定ができていないことを示し、経営管理者の能力が不十分であることの証左であるとの見方が一般化してきたためである。

(3)マネジメント・リストラクチャリング

マネジメント・リストラクチャリングとは、マネジメント効率を高めることを目的に行われる企業の組織変更のことである。内容としては、従業員や役員の雇用調整、企業文化の変革、企業活動のプロセスやシステムの変更が挙げられる。日本において雇用調整の文脈で使われるリストラはこのマネジメント・リストラクチャリングの一面を指していると考えられる。

2-3. 事業ポートフォリオ・リストラクチャリングと事業売却の関係

本節では、事業ポートフォリオ・リストラクチャリングと事業売却の関係を説明する。村松・宮本(1999)によると、企業リストラクチャリングは「企業合併・買収（M&A）」、「合弁」、「ダイベストメント（事業撤退）」「MBO(Management Buy Out) / MBI (Management Buy In)」「清算」の 5 つの方式がある。また、ダイベストメントについてさらに資産売却、スピン・オフ、エクイティー・カーブアウトの 3 種類に細分化されるとしている。（図表 2-5）ここで言う企業リストラクチャリングは、事業ポートフォリオ・リストラクチャリングと同義であると捉えられる。

図表 2-5：企業リストラクチャリングの種類

- 企業合併・買収（M&A）
- 合弁
- ダイベストメント
  - 資産売却
  - スピン・オフ
  - エクイティー・カーブアウト
- MBO/MBI
- 清算（任意清算）

<u>ダイベストメントの詳細</u>

①資産売却
現金や買い入れる企業の証券などと交換に買入れ企業に経営資産を売り渡すこと。

②スピン・オフ
上場親会社が既存株主に対して、その持ち分に比例して子会社の株式を交付すること。スピン・オフの後に親子会社の資本関係は断ち切られる。

③エクイティー・カーブアウト
上場親会社が、子会社株式のうちマイノリティ株だけを市場に売り出し、子会社の所有権の一部を外部に放出すること。

リストラクチャリングの分類やダイベストメントの整理は以上のようになり、本研究において対象とする「事業売却」はダイベストメントの中の資産売却が対応していると考えられる。

2-4. 経営者の事業売却の意思決定に関する心理学的整理

第 1 章の問題意識において、事業売却の意思決定は経営者から避けられる傾向があることは述べたが、本節では、経営者が事業売却の意思決定を行うことを妨げる意思決定バイアスを整理する。

(1)埋没コストのバイアス

埋没コストのバイアスとは、既につぎ込んだコスト（金銭や労力など）が無駄になる感覚が耐えがたく、何とかすれば取り戻せるのではないかと錯覚する傾向のことを言う。Arkes and

Blumer (1985)は、学生を参加者として、自分を航空機メーカー社長の立場に置かせたうえでの意思決定を行わせる実験で埋没コストのバイアスを確認している。この実験において、埋没コストあり群は、「手持ちの 1000 万ドルの開発資金のうち 900 万ドルはすでにこのプロジェクトにつぎ込んだ後で、ライバルメーカーがはるかに優れた新型機の売り出しを始めたという情報が入った」という設定で残りの 100 万ドルを投入するかどうか選択させた。一方埋没コストなし群には、「開発資金で残っている 100 万ドルを新型機の開発に使うべきであると部下からの助言があったが、ライバルメーカーがはるかに優れた新型機の売り出しを始めたという情報が入った」という設定で残りの 100 万ドルを投資するかの意思決定をさせた。このプロジェクトに投資すると答えた参加者は、埋没コストあり群で 85%(48 人中 41 人)、埋没コストなし群では 17%(60 人中 10 人)であった。

埋没コストのバイアスと同様の用語にコンコルドの錯誤(Concorde fallacy)というものがある。これは、1960 年代の超音速旅客機コンコルドの開発において、開発費用が当初の見積もりをはるかに超えたことが明らかになった際に開発を取りやめず更なる巨額の費用を追加投資した事例から名付けられた。

(2)一貫性のバイアス

人間は一度決めたことをなかなか変えようとしない傾向がある。長瀬(2008)は、人間が意思決定の一貫性にこだわる理由を 4 つの要素から整理している。

①認知的負荷の削減

状況に応じて意思決定をやる直すのは認知的な負荷が大きく、なるべく過去の意思決定を変えずに楽をしようとする傾向がある。

②自己有能感の保護

過去の意思決定を変更することは、その意思決定が誤りであったと認めることを意味し、自己有能感を傷つける。Brockner (1992)によると、たとえ赤字の事業であっても、追加的な投資を繰り返している間に黒字になる可能性は捨てられず、そうなれば過去の行動は正当化され自己有能感は傷つかずに済むため、経営者はそれを期待して過去の意思決定に固執するとされる。

③責任感

自分が行った過去の意思決定に責任を感じることにより、意思決定を変更しない傾向のことである。Staw (1976)は、学生を参加者とした実験から責任感のバイアスを示した。この実験では、参加者を高責任条件群と低責任条件群に分け、仮想的な企業の財務担当重役として意思決定をさせた。高責任条件群では、参加者は資料をもとにして資金をどの事業に投入するか最初の意思決定を行ったのち、本人が資金を投じた事業が他の事業より業績が良かったもしくは悪かったという情報が無作為にフィードバックされた。その後、それを踏まえて参加者に追加の投資をするかどうかの意思決定をさせた。一方低責任条件群では、最初の意思決

定は既に他人により行われたという設定で投資した事業の業績が良いか悪いかのフィードバックを受けたのち追加の投資に関する意思決定を行わせた。つまり、低責任条件群は最初の決定の責任を感じることなく、追加投資の意思決定を行った。実験の結果は、初めの意思決定を自分で行い業績が悪かったとフィードバックを受けた人は、引き続き投資を続ける傾向が見受けられた。つまり、ネガティブな結果に対し個人的に責任がある場合には、以前に選択した行動にさらに多くの資源を投入することが示された。

④社会からの評価

Childini (2000)によると、社会において意見をよく変更する人よりも一貫した人のほうが尊敬される傾向があるとされ、意思決定の変更を避ける原因となる。また、Kanodia et al. (1989)は、経営者の社会的な評判に関して情報の非対称性について一定の仮説を置くことにより、自己の利益の最大化を図る合理的な経営者が撤退ではなく事業の継続をするような状況を説明できるとしている。プロジェクトを成功させることで人材市場において自己の評判を最大化でき、そうすることを目的とする経営者がいるとする。通常、プロジェクトに関するネガティブな情報は経営者には早期に伝わるが市場に伝わるのには時間がかかる。市場に情報が伝わっていない時点で、撤退の意思決定をすることは市場にネガティブな情報を示すことと等しく、人材市場での評価を低下させてしまう。なので、経営者は撤退を先延ばしにし、ネガティブな情報を示さないことで、現在の企業にとどまって契約更新する場合でも他企業に転職する場合でも良い条件を引き出しやすくなることを選ぶというものである。

2-5. 組織の構造的慣性（inertia）

本節では、経営者の意思決定に影響を与えると考えられる組織の構造的慣性について整理する。Hannan & Freeman (1977, 1984)は、構造的慣性を「組織が環境における脅威や機会の出現に対して比較的ゆっくりとしか反応しないこと」と定義し、組織には構造的慣性が強く作用すると言及している。その上で、構造的慣性を生じさせる組織内の要因として、以下の 4 点をあげている。

<u>構造的慣性を生じる要因</u>

①埋没コスト
②意思決定者が入手しうる情報の制約
③組織内の政治的制約
④歴史的経緯から生じる規範的制約

また、Tushman & Romanelli(1985)は、組織は戦略思考を支える経済的なまたは政治的な種々の活動と意思決定を首尾一貫させるような（内的一貫性）、あるいはその戦略思考と環境条件を一致させるような（外的一貫性）インクリメンタルな収束的変化の過程で、慣性を生み出すと述べている。

つまりは、組織は組織内部における相互の調整ならびに外部環境への適応を通じて、日々の業務に最適化する収束的な変化の中で慣性を生み出すとしている。これは、企業には業務の再現性が求められることから、業務のルーティーン化を通じて効率を高めることを志向する中で、すり合わせ的に業務効率が高められていく過程で変化への対応がゆっくりとしたものになっていくことを示していると考えられる。

この組織の構造的慣性は、環境が変化しない場合においては高度な再現能力から業務の効率が高まり、他企業に対して競争力を生み出す源泉になり得る。一方、環境の変化がある場合においては、変化に対して迅速に対応することを難しくすることから、デメリットとして捉えることができる。

本論文で対象としている事業売却の意思決定は、内部環境ならびに外部環境の変化から期待される収益性を達成できなくなった事業が対象となる場合が多く、変化への対応が求められる経営行動であるから、組織の構造的慣性のデメリットとされる要素が影響することが考えられる。

3 章．仮説構築

本章では、文献研究を踏まえたうえで、仮説の構築をする。非ファミリー企業も含めた経営者の事業売却の意思決定に関する傾向とファミリー企業経営者特有の事業売却の意思決定の傾向を明らかにするために、以下の 5 つの仮説を導出した。

3-1．経営者の交代と事業売却の意思決定に関する仮説

文献研究でも述べたように、経営者が事業売却の意思決定を行うことを妨げる要因には、過去の意思決定に対する責任感や過去の意思決定を否定することにより自己有能感が傷つくことを嫌うといった経営者の過去に起因するものが多くあげられる。また、組織の慣性が経営者の意思決定に影響を与えていると考えた場合、Tushman & Romanelli(1985)が述べるように経営者の交代は組織変革の可能性を高める。上記から経営者の交代は経営者に対する心理的バイアスならびに組織の慣性から発生するしがらみを取り除くこととなり、事業売却を妨げる要因が減少することが想定されることから以下の仮説を構築する。

仮説 1：経営者の交代に関する仮説
経営者が交代してから一定期間は事業売却の意思決定が増加する。

3-2．経営者による株式所有と事業売却の意思決定に関する仮説

エージェンシー理論をもとに経営者の株式所有の影響を考えれば、エージェントである経営者の株式所有はプリンシパルである株主と利益を一致させる効果があり、企業価値の最大化に対する強力な金銭的インセンティブを持つと考えられる。つまりは、企業価値の増大につながるのであれば、経営者にとって避けられる傾向がある事業売却という意思決定についても進んで行う環境が整うと考えられる。一方で、経営者による株式所有の影響をコーポレート・ガバナンスの観点から考えると、経営者の持株比率が上昇することは外部からのガバナンスの低下を招く可能性がある。それに伴い、経営者は私的便益を追求することで、行うことをためらう事業売却の意思決定を先延ばしにする可能性が考えられる。以上のように、経営者による株式所有は事業売却を増加させる方向と減少させる方向のどちらの影響も考えられることから以下の 2 つの仮説を構築する。

仮説 2-a：経営者による株式所有に関する仮説
経営者の持株比率が高まると事業売却の意思決定が増加する。

仮説 2-b：経営者による株式所有に関する仮説
経営者の持株比率が高まると事業売却の意思決定が減少する。

3-3. ファミリー企業経営者と事業売却の意思決定に関する仮説

社会的情緒資産理論に代表されるようにファミリー企業経営者は非ファミリー企業経営者とは異なる「非財務的効用」を優先することから意思決定にも違いが表れるのではないかと考えられる。また、ファミリー企業経営者にとっては失敗を認めることによる人材市場での評価が下がる可能性を考慮する必要性も低く、事業売却の意思決定が行いやすいことが考えられるため以下の仮説を構築する。

仮説 3-1：ファミリー経営者に関する仮説
ファミリー経営者は非ファミリー経営者に比べて事業売却を行いやすい。

また、ファミリー企業経営者について仮説 1 と関連して仮説を構築する。非ファミリー企業において経営者の交代は過去の失敗を認めることへの抵抗を低減することを通じて、事業売却が促進されると仮説を構築したが、通常ファミリー企業において経営者が交代するということは先代から後継者に経営権を譲る場合が多く、世襲となる可能性が高い。その場合、過去の失敗を認めることは親の失敗を認めることと同義であり、経営者が交代することによって過去の失敗を認めることへの抵抗を低減することにはつながらないと考えられることから以下の仮説を構築する。

仮説 3-2：ファミリー企業における経営者の交代に関する仮説
ファミリー企業においては経営者が交代してから一定期間においても事業売却は増加しない。

4 章．仮説の検証方法

本章では、仮説の検証方法を説明する。はじめに、調査対象とサンプルの抽出条件を示す。その後、対象サンプルを抽出し、仮説の検証方法を説明する。本論文は実証研究の形を採るため定量的な検証方法を使用する。具体的には、対象年度に事業売却を行った企業と行わなかった企業に対して、事業売却の有無を被説明変数とし、仮説に応じた各変数を説明変数とする二項ロジスティック回帰分析を行う。

4-1．調査対象とサンプル抽出条件

調査対象は 2013 年度から 2015 年度に事業売却を行った東証一部・二部上場企業と同数の事業売却を行わなかった企業とする。事業売却のデータは『レコフデータベース』から取引形態が「事業売却」であるものを抽出する。また、事業売却を通じて経営者が既存の取り組みをやめる意思決定について分析することを目的としているため、MBO 事例はサンプルから除いている。事業売却を行わなかった企業のサンプルについては、各事業売却事例に対して、年度・業種（東証 33 分類）が同じ企業から、事業売却を行った企業の企業規模の自然対数値について同年度・業界における偏差±1σ以内に入る企業からランダムにサンプリングする。結果として事業売却を行った企業 63 件と事業売却を行わなかった企業 63 件、合わせて 126 件のサンプルが抽出された。この 126 件を調査対象とする。対象企業については添付資料に一覧を示す。

4-2．検証方法

本研究においては、被説明変数に「事業売却を実施した(＝1)」もしくは「事業売却を実施しなかった（＝0）」の二項を採用するため、線形確率モデルではなくロジスティック回帰分析を用いて分析を行う。

ロジスティック回帰分析では、「事業売却を実施した」をイベント発生とした場合、イベントの発生する確率 P は、次の式で表せる。

$$P = \frac{1}{1 + exp\{-(B_0 + B_1x_1 + B_2x_2 + \cdot\cdot\cdot\cdot + B_rx_r)\}}$$

$$\log\frac{P}{1-P} = B_0 + B_1x_1 + B_2x_2 + \cdot\cdot\cdot\cdot + B_rx_r$$

P：イベントの発生する確率　B_0：定数　B_r：偏回帰係数　x_r：共変量

4-3. 本分析で使用する変数

本論文の仮説を検証するにあたり、各仮説における因果関係を測定可能な項目に置き換え代理変数とし、それぞれの項目を日経 NEEDS ならびに各社の有価証券報告書をはじめとする公表資料から収集した。

(1)経営者交代 36 カ月以内フラグ

仮説 1 ならびに仮説 3-2 の検証に用いる。各企業データについて各年度終了時点における経営者の就任からの月数を算出し、36 カ月以内のデータに 1 をつけるダミー変数とする。経営者が交代することが事業売却の意思決定へ与える影響を見るための変数である。期間を 36 カ月(3 年)としたのは、宮島(2002)において、経営者の就任からの期間と ROA の関係を調べたところ就任後 3 年間は上昇を続け、その後下落する傾向が見られ、就任後 3 年で業績がピークアウトするという結果が示されたことから、就任から 3 年で経営者の行動に変化が現れると考えたためである。

(2)経営者持株比率

仮説 2 の検証に用いる。日経 NEEDS Cges から「社長持株比率」の項目を抽出しその数値を説明変数として使用する。

(3)ファミリー経営者フラグ

仮説 3-1 の検証に用いる。創業者一族が社長もしくは会長に就いている企業に 1 をつけるダミー変数とする。

＜創業者一族の判別方法＞

ファミリー企業研究では、創業者一族の株式所有ならびに経営への関与によりファミリー企業を特定し、分析を行う。その際、課題となるのが経営者一族の特定の難しさである。わが国上場企業の取締役については、個別企業ごとに一定の個人データは公開されているものの、創業者一族であるかどうかを確実に判断できるデータが含まれていないためである。創業から年数が経つにつれ、創業者一族に所有・経営されていてもその者の苗字が創業者と異なる場合や、資産管理会社等を通じて創業者一族が株式を所有している場合などは判別が困難を極める。後藤(2018)は、有価証券報告書のみならず、ホームページ、社史、その他公開データを参照しファミリー企業データベースを作成した。本研究では、そのデータを用いてファミリー企業ならびに創業者一族について識別することとする。なお、本データベースでは創業者、創業者の配偶者、創業者の子とその配偶者、創業者の兄弟、創業者一族と密接な関係をもつ法人である有限会社や財団法人等をファミリーメンバーと定義し、それらの株式所有状況と経営への関与によってファミリー企業であるかどうかを判別している。

(4)ファミリー経営者フラグ×経営者交代 36 カ月以内フラグ

仮説 3-2 の検証で用いる。ファミリー経営者の経営者交代後 36 カ月以内の行動特性を明らかにするため、ファミリー経営者フラグと経営者交代 36 カ月以内フラグの交差項を変数として使用する。

以下の変数は、本論文の仮説検証には用いないが、事業売却の意思決定に関する先行研究において説明変数に使用されているものであり、本研究ではコントロール変数としてモデルに追加する。

(5)総資産自然対数値

日経 NEEDS Cges から「総資産」の項目を抽出しその数値を自然対数値に変換したのち、説明変数として使用する。

(6)1 期前業界平均超過 ROA

各企業について、対象データの 1 期前の ROA からその年度・業界平均の ROA を差し引いた数値を算出し、説明変数として使用する。

(7)負債比率

日経 NEEDS Cges から「負債比率」の項目を抽出しその数値を説明変数として使用する。なお負債比率は負債合計/総資産×100 で算出されている。

(8)外国法人持株比率

日経 NEEDS ファイナンス・企業基本から「株主構成」の項目を抽出し、「外国法人等所有株式数割合」の数値を説明変数として使用する。

5 章．検証結果と結果に対する議論

本章では、各仮説についての検証結果を提示する。その後、検証結果についてなぜ仮説は支持されたのか、またはなぜ支持されなかったのかを議論する。その後、必要に応じて追加的な分析を行う。

5-1．分析に使用したサンプルの記述統計

本研究で使用するサンプルの記述統計を下記に示す。図表 5-1 はサンプル全体の記述統計であり、図表 5-2 はファミリー企業と非ファミリー企業に分けたサンプルの記述統計である。図表 5-1 から外国法人等持株比率の平均は 22%を超えており、序章で示した投資部門別の株式保有比率における「外国法人等」に比べると若干低くなってはいるものの、企業間の株式持ち合いの解消が進んだ 2000 年頃と比較して高い水準となっており、株式市場からのガバナンスが強まっていると考えられる。図表 5-2 から、ファミリー企業は非ファミリー企業に比べ、規模が小さく、負債比率も低い傾向が読み取れる。先行研究においてファミリー企業はバランスシートの健全性を守ることを強く望み、負債による資金調達に対して抵抗が大きい点や、コントロールの保持を強く望み、増資による株式希薄化を避ける点が確認されている(Ward 2004、Dreux 1990、Romano et al. 2001)が、その結果と整合性が取れている。また、業界平均超過 ROA で見た業績もファミリー企業が非ファミリー企業を上回っており、こちらについても、齋藤 (2008)が示したファミリー企業はトービンの q と ROA どちらの指標で見る業績においても非ファミリー企業に比べて高い数値となっているとの結果と整合性が取れている。なお、先行研究についてはファミリー企業の定義について所有面も考慮している点が異なることは述べておく。

図表 5-3 は説明変数間の相関係数を示している。回帰分析における多重共線性は通常 Variance Inflation Factor (VIF)によって計られ、10 以下であることが望ましいとされる。VIF は以下の式で計算されるため、相関係数に換算するとおよそ±0.95 以下ということになる。

$$VIF = \frac{1}{1 - r^2}$$

総資産自然対数値と外国法人等持株比率との間に弱い相関関係（相関係数：0.594)は見られるものの 0.95 以下であるため多重共線性の影響はないと判断する。

図表 5-1：サンプル全体の記述統計

	平均値	標準偏差	最小値	最大値
サンプル数	126	126	126	126
経営者交代36カ月以内フラグ	0.56	0.499	0	1
経営者持株比率	1.5782	4.48975	0.00	29.14
ファミリー経営者フラグ	0.31	0.464	0	1
総資産自然対数値	12.5391	2.12572	8.57	16.58
1期前業界平均超過ROA	-0.9836	4.96215	-14.59	13.75
負債比率	52.1446	18.28877	13.37	92.38
外国法人等持株比率	22.1523	15.75169	0.05	77.16

図表 5-2：ファミリー企業・非ファミリー企業別記述統計

	ファミリー企業				非ファミリー企業			
	平均値	中央値	最小値	最大値	平均値	中央値	最小値	最大値
サンプル数	39				87			
経営者交代36カ月以内フラグ	0.26	0.00	0	1	0.69	1.00	0	1
経営者持株比率	4.8163	1.4607	0.00	29.14	0.1266	0.0247	0.00	3.04
総資産自然対数値	11.6631	11.2540	8.57	15.70	12.9318	13.1892	9.19	16.58
1期前業界平均超過ROA	-0.0103	0.0898	-14.59	11.82	-1.4199	-1.4766	-11.42	13.75
負債比率	43.0741	39.8400	13.37	75.83	56.2107	55.7000	18.09	92.38
外国法人等持株比率	18.9146	17.1900	0.05	77.16	23.6037	26.1000	0.34	55.79

図表 5-3：説明変数間の相関係数

	経営者交代36カ月以内フラグ	経営者持株比率	ファミリー経営者フラグ	ファミリー経営者×経営者交代36カ月以内フラグ	総資産自然対数値	1期前業界平均超過ROA	負債比率	外国法人等持株比率
経営者交代36カ月以内フラグ	1							
経営者持株比率	-.315**	1						
ファミリー経営者フラグ	-.403**	.485**	1					
ファミリー経営者×経営者交代36カ月以内フラグ	.263**	-0.001	.439**	1				
総資産自然対数値	.240**	-.330**	-.277**	-0.025	1			
1期前業界平均超過ROA	0.004	0.128	0.132	0.007	-0.008	1		
負債比率	.181*	-.220*	-.333**	-0.094	.203*	-.487**	1	
外国法人等持株比率	0.143	-.232**	-0.138	0.069	.594**	.262**	-0.133	1

**. 相関係数は 1% 水準で有意 (両側) です。
*. 相関係数は 5% 水準で有意 (両側) です。

5-2. ロジスティック回帰分析の結果

本節では、ロジスティック回帰分析の結果を示す。その後、各仮説について議論を行う。図表 5-4 が回帰分析の結果である。まずは、本研究の仮説の検証には用いないコントロール変数について確認する。総資産自然対数値については 1%の有意水準で事業売却にマイナスの影響を与えている。これは、菊谷(2006)においても確認されており、企業規模が大きい企業は相対的に経営資源の蓄積が大きく、事業売却の意思決定を迫られることが少ないことを示していると考えられる。また、外国法人等持株比率については 5%の有意水準で事業売却にプラスの影響を与えている。これは、青木 (2008)においても事業売却に対して外国人持株比率ならびに負債比率が影響していることを明らかにしており、外部からのモニタリングの重要性を示している。本論文のサンプルでは、負債比率についてはわずかに 10%の有意確率を上回ってはいるものの、事業売却にプラスの影響がある傾向を示している。一方、1 期前業界平均超過 ROA については事業売却との関連は見受けられなかった。各仮説の検証結果については以下に一つずつ説明する。

図表 5-4：回帰分析の結果

	B	標準誤差	有意確率	Exp(B)
経営者交代36カ月以内フラグ	1.410***	0.539	0.009	4.098
経営者持株比率	-0.425***	0.181	0.019	0.654
ファミリー経営者フラグ	1.808**	0.751	0.016	6.096
ファミリー経営者 ×経営者交代36カ月以内フラグ	-1.380	1.026	0.179	0.252
総資産自然対数値	-0.399***	0.154	0.009	0.671
1期前業界平均超過ROA	-0.019	0.051	0.710	0.981
負債比率	0.024	0.014	0.101	1.024
外国法人等持株比率	0.050**	0.020	0.013	1.051
定数	1.818	1.617	0.261	6.159
R^2	0.281			
サンプル数	126			

*、**、***は、それぞれ10%、5%、1%水準で有意なことを示している。

5-3. 仮説 1 の検証結果と結果の議論

仮説 1：経営者の交代に関する仮説
経営者が交代してから一定期間は事業売却の意思決定が増加する。

本仮説については、経営者交代 36 カ月以内フラグが 1%の有意水準で事業売却にプラスの影響を与えていることが示されており、仮説は支持された。

＜結果の議論＞
回帰分析の結果から経営者の交代は事業売却を促進することが示唆された。これは、経営者が交代することにより、前任の経営者にとっては自己有能感を損なうことを避けたり、過去の意思決定に責任を感じることから決断が難しかった事業売却について、新任の経営者はそのようなしがらみを感じずに意思決定を行うことが可能であることを示していると考えられる。また、組織の構造的慣性の面から検討すると、経営者の交代は今まで既定路線と考えられてきた戦略や意思決定について見直しを図るきっかけとして機能しており、その中で事業売却の意思決定も促進されるのではないかと考えられる。

5-4. 仮説 2 の検証結果と結果の議論

仮説 2-a：経営者による株式所有に関する仮説
経営者の持株比率が高まると事業売却の意思決定が増加する。

仮説 2-b：経営者による株式所有に関する仮説
経営者の持株比率が高まると事業売却の意思決定が減少する。

本仮説については、経営者持株比率が 1%の有意水準で事業売却にマイナスの影響を与えていることが示されており、仮説 2-b が支持された。

＜結果の議論＞
回帰分析の結果から経営者の持株比率の上昇は事業売却を抑制することが示唆された。これは、コーポレート・ガバナンスの観点から見て、経営者の持株比率の上昇が外部からのモニタリングを弱め、その結果、経営者が私的便益を追求する傾向があることを示している。また、事業売却の意思決定においては、経営者の持株比率の上昇は所有と経営の一致を通じたエージェンシー問題の解決にはつながらないことが示された。この結果は、コントロール変数と事業売却の影響において、外国法人等持株比率が事業売却にプラスに働くという外部のモニタリングが事業売却を促す結果とも整合性が取れており、経営者は事業売却を先送りにする傾向が強いことが改めて確認された。

5-5. 仮説 3 の検証結果と結果の議論

仮説 3-1：ファミリー企業経営者に関する仮説
ファミリー経営者は非ファミリー経営者に比べて事業売却を行いやすい。

本仮説については、ファミリー経営者フラグが 5%の有意水準で事業売却にプラスの影響を与えていることが示されており、仮説は支持された。

＜結果の議論＞
回帰分析の結果から創業者一族の経営者は非ファミリー企業経営者に比べて事業売却の意思決定を避けずに決断する傾向が示された。社会的情緒資産理論の観点から考えると、ファミリー経営者は家業の存続を重視し、私的便益を追求するのではなく自らにとって決して好ましくない意思決定についても決断することができるのではないかと考えられる。また、事業売却の意思決定をするとき多くのケースにおいて、売却される事業に関わる社内の人間が抵抗勢力となり事業売却の意思決定が妨げられる。その点、ファミリー企業においては、創業者一族経営者のトップダウンの推進力で抵抗を抑え込むことができ、結果として事業売却の意思決定を行うことができるのではないだろうか。

仮説 3-2. ファミリー企業における経営者の交代に関する仮説
ファミリー企業においては経営者が交代してから一定期間においても事業売却は増加しない。

本仮説については、ファミリー経営者フラグと経営者交代 36 カ月以内フラグの交差項に関する有意確率が 10%を上回っていることから仮説は支持されなかった。

＜結果の議論＞
回帰分析の結果からファミリー企業において経営者が交代してから一定期間は事業売却が減少することは示されなかったが、係数の符号はマイナスであり、傾向としては仮説と整合性のある結果であった。ファミリー企業においては、経営者が交代したとしても世襲であることが多く、前任者も創業者一族、特に父など尊属の者である場合が多い。その場合、経営者が交代したとしても、すぐさま前任者の投資判断の誤りを認めるような事業売却の意思決定をすることは難しいのではないかと考える。一方で、仮説 3-1 の結果を参照するとファミリー経営者は事業売却をしやすい傾向が見て取れることから、長い目で見て、社内で経営者としての地位を固められれば事業売却の意思決定をしっかりと行うものの経営者の交代後すぐに変革を起こすことは難しいのではないかと考えられる。

5-6. 追加的分析

本節においては、仮説検証の中で疑問が残る部分について追加的に分析を行う。仮説 3 において、ファミリー企業経営者は交代後 36 カ月以内に事業売却をしにくい傾向が見えたが、サンプルにはファミリー企業であっても経営者交代後 36 カ月以内に事業売却を行った事例も存在する。ファミリー企業において経営者交代後 36 カ月以内に事業売却を行った企業と行わなかった企業に違いはあるのだろうか？その点を追加分析で明らかにする。図表 5-5 は本研究でファミリー経営者企業としている社長もしくは会長が創業者一族である企業のうち、経営者が 36 カ月以内に交代しているサンプルを示している。これを見ると、事業売却を行っているファミリー経営者企業においては、会長等社長の上位に位置する役職者が創業者一族であり、新経営者には創業者一族以外の人間が就任していることがわかる。一方、事業売却を行っていない企業においては、75%(3 社/4 社)が創業者一族から新経営者を選任していることがわかる。サンプルが少ないため、傾向を読み取るのみにとどまるが、ファミリー企業における新経営者の属性と事業売却の意思決定には一定の法則性があるように見受けられる。この結果からファミリー企業において新経営者が就任後速やかに事業売却を行うことができるのは、ファミリー外部から新経営者を選んだ場合であり、逆に言えば前任の経営者である会長が事業売却を行う必要性を感じている場合はあえて外部の人間を後任に据えているのではないかという見方もできる。

図表 5-5：ファミリー経営者企業における事業売却の実施状況

株式コード	企業名	事業売却	新経営者の属性
3608	ＴＳＩホールディングス	実施なし	ファミリー
4674	クレスコ	実施なし	非ファミリー
6392	ヤマダコーポレーション	実施なし	ファミリー
8114	デサント	実施なし	ファミリー
4519	中外製薬	実施あり	非ファミリー
4696	ワタベウェディング	実施あり	非ファミリー
6752	パナソニック	実施あり	非ファミリー
8141	新光商事	実施あり	非ファミリー

6 章．結論

本論文では、事業売却の意思決定に焦点をあて、ファミリー企業に関する理論研究が実際の経営行動にどのように表れているかを明らかにすること、ならびにファミリー企業経営者の事業売却の意思決定における行動特性を明らかにすることを目的に実証研究を行った。仮説の構築には、エージェンシー理論、社会的情緒資産理論、埋没コストや責任感といった意思決定にまつわるバイアスについての先行研究を参考にした。仮説 1 は、経営者の交代と事業売却の関係についての仮説であったが検証の結果、経営者の交代は事業売却を促す効果が示された。Shimizu(2007)においては、新しく外部から CEO が就任した場合、過去に買収した事業を売却する確率が高まるとしているが、本研究において必ずしも外部からの就任ではない経営者の交代であっても事業売却を促進する傾向があることがわかった。また、仮説 2 は、エージェンシー理論をもとに経営者の自社株保有はプリンシパルの利益とエージェントの利益を一致させることから、経営者にとって避けられる事業売却の意思決定も積極的に行うという経営者の持株比率と事業売却のプラスの関係を予測するものと、逆に経営者の持株比率の上昇は私的便益を追求させ、結果として事業売却を先延ばしにするという経営者の持株比率と事業売却のマイナスの関係を予測するものを仮説として構築した。結果としては、経営者の持株比率の上昇は事業売却を減少させることが示された。つまりは、事業売却の意思決定を見た場合、経営者の持株比率が上昇すると私的便益を追求し、プリンシパルの利益に反する行動をとる可能性が示唆された。仮説 3 は、ファミリー経営者特有の行動特性について、社会的情緒資産理論をもとに、ファミリー経営者にとっては事業の継続は一族の存続と同義であることから事業の継続に対して一般の経営者よりも強いインセンティブを持っているという仮定のもと、私的便益を追求した場合には避けられる事業売却の意思決定についても先延ばしにせず、決断するのではないかという仮説を構築した。結果としては、ファミリー経営者は事業売却を行いやすい傾向が示され、仮説は支持された。また、ファミリー企業における経営者の交代と事業売却の関係については、ファミリー経営者は交代したとしても世襲等、前任者も一族の人間であることが多いことから、すぐには前任者の失敗を認めるような事業売却を行うことは難しいという仮説を構築した。統計的に有意な結果は得られなかったものの、仮説と整合性のある傾向は見受けられた。その上で、ファミリー企業において経営者の交代から一定期間のうちに事業売却を行った企業と事業売却を行わなかった企業を比べたところ、事業売却を行ったファミリー企業においては、新経営者は創業者一族以外から就任しており、事業売却を行わなかった企業では多くの場合創業者一族から経営者が就任していることがわかった。この結果は、ファミリー企業において、前任者・新経営者がともに創業者一族である場合、すぐには前任の失敗を認めるような事業売却を行わないという仮説とも整合的である。

7 章．論文の限界

本章では、本論文の限界を以下 4 点について述べる。

1 つ目の限界は、事業売却の意思決定を対象として議論することによる限界である。本論文においては、「企業価値を最大化することを目指して事業を継続している限り、全ての企業において一定確率で事業売却が必要になるタイミングが訪れるが、事業売却は経営者にとっては避けられる経営行動である。」という前提のもとに議論を進めており、どのような要素が事業売却を促進するのかという観点で研究が進められている。しかし、本来は事業売却の必要なタイミングは企業によって異なり、優れたコーポレート・ガバナンスの仕組みを持つ企業においては非効率な企業運営が抑制され、事業売却の必要性が低くなるということも考えられる。つまりは、事業売却の意思決定だけをとって経営の良し悪しを判断することはできず、本研究で得られる結果はあくまでも、ある一時点の事業売却という意思決定にどのような要素が影響しているかを示したに過ぎない。

2 つ目の限界は、サンプル数の限界である。合計で 126 件というサンプル数は定量的な分析を行うには十分とは言えない可能性がある。また、検証する仮説によっては、サンプル全体をファミリー経営者と非ファミリー経営者に分割したり、経営者の交代から 36 カ月以内の企業を分析対象としたため、さらに対象サンプルが少なくなっており、統計的に検定を行うのに十分であるとは言い切れない。

3 つ目は一般化による限界である。本論文は仮説検証についてロジスティック回帰分析を用いた定量分析で行っているため、個別企業に関する定性的な視点が分析に含まれていない。定量的に検証することは一般的な傾向を分析するためには有効であるが、回帰モデルで説明できる内容は限られているため、本論文の 3 つ目の限界と言える。

4 つ目は説明変数の限界である。本論文では、過去の研究をもとに事業売却の意思決定に影響を及ぼすであろう変数を説明変数として選択しているが、より適切な変数が存在する可能性があり、本論文の限界である。

参考文献

Arkes, Hal R., and Catherine Blumer. (1985) "The Psychology of Sunk Cost." Organizational Behavior and Human Decision Processes 35: 124-140.

Berle, A., and G. Means. (1932) "The Modern Corporation and Private Property." Macmillan (A・A・バーリー/G・C・ミーンズ「近代株式会社と私有財産」北村忠男訳, 文雅堂書店, 1958 年)

Brockner, Joel. (1922) "The Escalation of Commitment to a Failing Course of Action: Toward Theoretical Progress." Academy of Management Review 17: 39-61.

Chandler, A. D., Jr. (1977) "The Visibl Hand: The Managerial Rebolution in American Business." Harbard University Press (アルフレッド・D・チャンドラーJr.「経営者の時代ーアメリカ産業における近代企業の成立（上・下）」鳥羽欽一郎・小林袈裟治訳,東洋経済新報社,1979 年)

Childini, Robert B. (2000) Influence: Science and Practice. 4th ed., Boston, MA: Allyn & Bacon (ロバート・B・チャルディーニ「影響力の武器：なぜ、人は動かされるのか」社会行動研究会訳, 誠信書房, 2007 年)

D.Miller and I.L.Breton-Miller(2005)MANAGING FOR THE LONG RUN,Boston, Mass：Harvard Business School Press(斉藤裕一訳『同族経営はなぜ強いのか』ランダムハウス講談社,2005)

Dirk R. Dreux IV. (1992) "Financing Family Business: Alternatives to Selling Out or Going Public." Family Business Review

Fama, E. and M. Jensen (1983) "Separation of Ownership and Control,"Journal of Law and Economics, Vol. 26, pp. 301-325.

Gersicl, K.E., Davis, J.A., Hampton, M.M. and Lansberg, I. (1997)"Generation to Generation: Life Cycles of Family Business." Boston, Harvard Business School Press

Gomez-Mejia, L. R., C. Cruz, P. Berrone, and J. De Castro. (2011) "The Bind that Ties:Socioemotional Wealth Preservation in Family firms." The Academy of Management Annals 5(1):653-707

Hannan, M. T., & Freeman, J. (1977) "The population ecology of organizations." American Journal of Sociology, 929-964.

Hannan, M. T., & Freeman, J. (1984) "Structural inertia and organizational change." American Sociological Review, 149-164.

KATSUHIKO SHIMIZU (2007) "PROSPECT THEORY, BEHAVIORAL THEORY, AND THE THREAT-RIGIDITY THESIS: COMBINATIVE EFFECTS ON ORGANIZATIONAL DECISIONS TO DIVEST FORMERLY ACQUIRED UNITS",Academy of Management Fournal, Vol50, No.6, 1495-1514.

Kanodia, Chandra, Robert Bushman, and John Dickhaut.(1989) "Escalation Errors and the Sunk Cost Effect: An Explanation Based on Reputation and Information Asymmetrics." Journal of Accounting Research 27: 59-77.

Kubo, K. and T. Saito (2007) "Dividend Policy and Managerial Ownership," Working Paper, Waseda University.

Porter, M. (1987) “From competitive Advantage to corporate strategy” Harvard Business Review

Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Smyrnios, K. X. (2001) "Capital Structure Decision Making: A model for family business." Journal of Business Venture, 16pp285-310.

Staw, Barry M. (1976) "Knee-deep in the Big Muddy: The Effect of Personal Responsibility and Decision Consequences upon Commitment to a Previously Chosen Course of Action." Organizational Behavior and Human Performance 16: 27-44.

Tushman, M. L., Romanelli, E. (1985) "Organizational Evolution: A Metamorphosis Model of Convergence and Reorientation." In Cummings, L. L., & Staw, B. M. (Eds.) Research in Organizational Behavior, 7: 171-222. JAI Press

Ward, J. L. (2004)"Perpetuating the Family Business: 50 Lessons Learned From Long Lasting, Successful Families in Business." New York: Palgrave Macmillan.

青木英孝(2008) 「事業ポートフォリオの再編と企業統治　事業集約化からのアプローチ」,宮島英昭編「企業統治分析のフロンティア」日本評論社、115-141 頁

入山章栄・山野井順一(2014)「世界の同族企業研究の潮流」　組織科学第 48 巻 No.1, pp25-37

奥村昭博 (2015) 「ファミリービジネスの理論　昨日、今日、そしてこれから」, 一橋ビジネスレビュー

菊谷達弥・齋藤隆志(2006)「事業ガバナンスとしての撤退と進出ーどのような事業から撤退し、どのような事業に進出するかー」,Kyoto University Working Paper

後藤俊夫・落合康裕・荒尾正和・西村公志(2018)「ファミリービジネス白書 2018 年版　100 年経営とガバナンス」,白桃書房

齋藤卓爾(2008)「日本のファミリー企業」,(宮島英昭編(2008)「企業統治分析のフロンティア」,日本評論社 p142-164)

沈政郁 (2014) 「血縁主義の弊害――日本の同族企業の長期データを用いた実証分析」,組織科学 48(1)：38-51

長瀬勝彦(2008)「意思決定のマネジメント」,東洋経済新報社

夏目啓二(1995)「1980 年代アメリカ企業のリストラクチャリング」, 經營學論集 65 巻

日沖健(2002)「戦略的事業撤退」,NTT 出版

松井和夫・奥村晧一(1987)「米国の企業買収・合併」東洋経済新報社, 4 ページ

村松司叙・宮本順二朗(1999)「企業理ストラクチャリングと M&A」同文館

宮島英昭・青木英孝・新田敬祐(2008)「経営交代の効果とガバナンスの影響：経営者のエントレンチメント・コストからの接近」,Working Paper, Waseda University.

安田荘助・松古樹美・高谷晋介(2000)「株式交換と会社分割　グループ価値を高める新しいマネジメント手法」,日本経済新聞社
山﨑圭（2008）「戦略的事業売却による企業価値の創出」KBS 修士論文
ジェイ.B.バーニー(2003)岡田正大訳「企業戦略論（上・中・下)」,ダイヤモンド社

添付資料

No.	株式コード	銘柄名称	データ決算期	売却フラグ	ファミリー経営者フラグ	社長持株比率
1	3040	ソリトンシステムズ	2015	0	0	2.94
2	7751	キヤノン	2015	0	1	0.01
3	6326	クボタ	2014	0	0	0.00
4	5020	JXTGホールディングス	2013	0	0	0.01
5	5801	古河電気工業	2013	0	0	0.01
6	4324	電通	2014	0	0	0.01
7	2897	日清食品ホールディングス	2015	0	1	0.13
8	7729	東京精密	2013	0	0	0.08
9	6701	NEC	2015	0	0	0.02
10	4502	武田薬品工業	2013	0	0	0.01
11	6138	ダイジェット工業	2013	0	1	6.42
12	4674	クレスコ	2015	0	1	2.86
13	8214	AOKIホールディングス	2015	0	1	5.61
14	6758	ソニー	2015	0	0	0.00
15	6594	日本電産	2015	0	1	9.03
16	4222	児玉化学工業	2015	0	0	0.10
17	6502	東芝	2013	0	0	0.01
18	3159	丸善CHIホールディングス	2014	0	0	0.00
19	2432	ディー・エヌ・エー	2015	0	1	13.33
20	6305	日立建機	2013	0	0	0.04
21	6758	ソニー	2013	0	0	0.00
22	8058	三菱商事	2015	0	0	0.04
23	1780	ヤマウラ	2015	0	1	3.40
24	8035	東京エレクトロン	2014	0	0	0.03
25	6104	東芝機械	2014	0	0	0.05
26	8060	キヤノンマーケティングジャパン	2014	0	0	0.08
27	5020	JXTGホールディングス	2014	0	0	0.01
28	8091	ニチモウ	2013	0	0	0.13
29	6962	大真空	2014	0	1	2.69
30	5018	MORESCO	2013	0	0	1.78
31	4623	アサヒペン	2014	0	1	1.30
32	2198	アイ・ケイ・ケイ	2015	0	1	19.50
33	4217	日立化成	2015	0	0	0.01
34	6121	滝沢鉄工所	2013	0	0	0.18
35	6392	ヤマダコーポレーション	2014	0	1	7.28
36	6925	ウシオ電機	2013	0	1	2.32
37	4733	オービックビジネスコンサルタン	2013	0	1	29.14
38	9722	藤田観光	2014	0	0	0.01
39	6750	エレコム	2014	0	1	25.31
40	6902	デンソー	2014	0	0	0.00
41	6513	オリジン	2013	0	0	0.27
42	3105	日清紡ホールディングス	2013	0	0	0.04
43	4506	大日本住友製薬	2013	0	0	0.03
44	8114	デサント	2015	0	1	1.22
45	5950	日本パワーファスニング	2015	0	1	16.13
46	3110	日東紡	2014	0	0	0.08
47	6503	三菱電機	2014	0	0	0.01
48	9686	東洋テック	2014	0	0	0.11
49	4042	東ソー	2014	0	0	0.04
50	7544	スリーエフ	2013	0	1	6.29

No.	経営者交代 36カ月以内フラグ	ファミリー経営者 ×経営者交代36カ月以内フラグ	総資産 自然対数値	1期前業界平均 超過ROA	負債 比率	外国法人等 持株比率
1	0	0	9.27	−5.85	55.44	12.58
2	0	0	15.31	0.44	28.07	24.62
3	1	0	14.43	5.82	52.45	38.75
4	1	0	14.92	5.04	68.00	33.40
5	1	0	13.58	−1.48	72.81	14.69
6	0	0	14.61	−7.75	65.56	28.71
7	0	0	13.08	1.70	27.86	17.19
8	1	0	11.26	5.81	26.40	20.94
9	0	0	14.73	−2.87	66.26	36.10
10	0	0	15.09	−5.60	43.79	28.31
11	0	0	9.53	−2.26	57.54	1.32
12	1	1	9.63	4.81	38.79	7.17
13	0	0	12.27	1.91	39.31	13.39
14	1	0	16.55	−7.09	81.47	54.75
15	0	0	13.97	1.86	44.41	33.42
16	1	0	9.93	−8.71	91.40	0.39
17	1	0	15.57	−1.90	76.80	27.43
18	1	0	11.71	−6.63	74.35	0.50
19	0	0	12.19	3.17	24.72	28.40
20	1	0	13.90	−1.48	62.11	12.42
21	1	0	16.40	−2.76	81.10	42.34
22	0	0	16.58	−1.53	63.89	30.38
23	0	0	9.79	2.32	41.66	0.63
24	1	0	13.56	−1.72	28.72	54.38
25	0	0	11.87	−1.06	43.35	28.57
26	0	0	13.05	0.10	43.64	12.59
27	1	0	15.80	−0.26	66.25	29.07
28	0	0	10.87	−3.51	75.55	5.26
29	0	0	10.99	−4.07	36.36	3.71
30	1	0	9.65	1.65	45.36	9.65
31	0	0	9.85	−3.82	39.39	0.05
32	0	0	9.67	1.95	50.82	2.38
33	0	0	13.11	0.21	34.13	24.62
34	1	0	10.05	1.67	45.07	2.47
35	1	1	9.11	8.54	40.71	3.22
36	0	0	12.32	0.09	22.68	36.16
37	0	0	11.25	−2.06	13.37	9.11
38	1	0	11.56	−10.17	72.46	6.80
39	0	0	10.51	11.77	43.85	13.66
40	0	0	15.20	2.93	36.44	26.10
41	1	0	10.54	4.34	48.51	6.82
42	1	0	13.19	−1.30	56.04	26.13
43	0	0	13.23	−4.38	42.48	10.27
44	1	1	11.34	8.10	31.57	16.32
45	0	0	9.40	−10.20	64.39	8.18
46	1	0	11.79	−0.30	53.50	8.47
47	1	0	15.04	1.00	55.70	37.50
48	1	0	9.98	−7.44	18.09	2.08
49	0	0	13.51	0.14	65.38	26.29
50	0	0	9.69	−7.01	67.62	0.18

No.	株式コード	銘柄名称	データ決算期	売却フラグ	ファミリー経営者フラグ	社長持株比率
51	4042	東ソー	2013	0	0	0.04
52	4503	アステラス製薬	2014	0	0	0.00
53	6724	セイコーエプソン	2015	0	0	0.04
54	3606	レナウン	2015	0	0	0.05
55	1514	住石ホールディングス	2013	0	0	0.00
56	6502	東芝	2014	0	0	0.00
57	4578	大塚ホールディングス	2015	0	1	0.02
58	4568	第一三共	2015	0	0	0.01
59	3608	TSIホールディングス	2014	0	1	1.32
60	5393	ニチアス	2014	0	0	0.09
61	6785	鈴木	2014	0	1	10.88
62	8032	日本紙パルプ商事	2015	0	0	0.04
63	6516	山洋電気	2013	0	1	0.86
64	8141	新光商事	2013	1	1	2.63
65	6946	日本アビオニクス	2014	1	0	0.02
66	7640	トップカルチャー	2013	1	1	0.56
67	7011	三菱重工業	2013	1	0	0.02
68	4523	エーザイ	2013	1	1	0.15
69	9633	東京テアトル	2015	1	0	0.05
70	6502	東芝	2015	1	0	0.00
71	6504	富士電機	2013	1	0	0.05
72	8053	住友商事	2015	1	0	0.03
73	9692	シーイーシー	2015	1	0	3.04
74	4502	武田薬品工業	2015	1	0	0.01
75	8028	ユニー・ファミリーマートホール	2015	1	0	0.01
76	5974	中国工業	2015	1	0	0.32
77	4367	広栄化学工業	2015	1	0	0.09
78	6841	横河電機	2015	1	0	0.06
79	5713	住友金属鉱山	2013	1	0	0.01
80	9719	SCSK	2013	1	0	0.02
81	4519	中外製薬	2014	1	1	0.05
82	4183	三井化学	2014	1	0	0.00
83	7726	黒田精工	2013	1	1	4.16
84	4503	アステラス製薬	2015	1	0	0.00
85	1518	三井松島ホールディングス	2013	1	0	0.03
86	8244	近鉄百貨店	2014	1	0	0.01
87	9713	ロイヤルホテル	2014	1	0	0.07
88	6098	リクルートホールディングス	2014	1	0	0.00
89	9810	日鉄物産	2015	1	0	0.00
90	7732	トプコン	2013	1	0	0.01
91	5019	出光興産	2014	1	0	0.04
92	5331	ノリタケカンパニーリミテド	2014	1	0	0.14
93	6752	パナソニック	2014	1	1	0.00
94	4116	大日精化工業	2015	1	1	0.22
95	7726	黒田精工	2014	1	1	4.16
96	6752	パナソニック	2015	1	1	0.00
97	8036	日立ハイテクノロジーズ	2014	1	0	0.02
98	3105	日清紡ホールディングス	2014	1	0	0.05
99	6501	日立製作所	2014	1	0	0.00
100	8111	ゴールドウイン	2015	1	1	1.46

No.	経営者交代 36カ月以内フラグ	ファミリー経営者 ×経営者交代36カ月以内フラグ	総資産 自然対数値	1期前業界平均 超過ROA	負債 比率	外国法人等 持株比率
51	0	0	13.47	−0.93	70.16	23.76
52	1	0	14.26	−0.98	23.26	52.67
53	0	0	13.72	7.24	50.57	25.71
54	0	0	10.67	−1.69	41.04	55.15
55	0	0	9.73	−6.28	65.91	1.91
56	1	0	15.62	−3.33	73.52	31.05
57	0	0	14.59	−0.90	33.42	25.90
58	0	0	14.43	−3.93	34.06	29.25
59	1	1	12.09	−2.98	34.59	18.66
60	1	0	11.82	2.95	51.91	21.19
61	0	0	9.74	−0.96	32.30	4.73
62	0	0	12.59	−2.97	73.38	5.61
63	0	0	11.15	1.84	39.84	8.64
64	1	1	11.32	0.20	36.91	25.97
65	1	0	10.26	−4.48	80.41	2.07
66	0	0	10.08	−6.45	69.55	0.64
67	1	0	15.19	−1.07	63.65	31.66
68	0	0	13.82	−2.24	52.10	23.06
69	1	0	10.11	−9.89	42.20	3.02
70	1	0	15.64	−5.13	75.28	28.47
71	1	0	13.58	−1.36	71.82	26.51
72	1	0	15.98	−5.35	70.98	33.28
73	1	0	10.40	−4.09	36.43	11.00
74	1	0	15.33	−11.42	48.64	31.51
75	1	0	13.41	−0.60	57.24	29.15
76	0	0	9.19	−3.62	61.92	1.75
77	1	0	9.98	−3.54	36.17	0.75
78	1	0	12.90	1.02	49.54	30.10
79	1	0	13.95	6.32	37.49	32.89
80	1	0	12.61	−6.00	66.48	19.35
81	1	1	13.28	4.24	19.17	77.16
82	1	0	14.11	−4.92	71.39	32.16
83	0	0	9.80	−3.49	63.11	33.99
84	0	0	14.32	3.24	26.52	48.49
85	0	0	10.74	0.47	44.68	11.83
86	1	0	11.91	−5.87	80.36	0.34
87	0	0	10.91	−10.11	84.54	0.60
88	1	0	13.58	3.97	36.46	12.89
89	1	0	13.37	−0.38	73.48	10.26
90	1	0	11.70	−1.46	62.14	30.36
91	1	0	14.82	−1.41	75.16	18.41
92	1	0	11.65	−3.53	41.72	8.20
93	1	1	15.50	−2.48	69.56	33.03
94	0	0	12.01	−0.73	56.50	11.40
95	0	0	9.82	−5.98	57.14	23.23
96	1	1	15.47	−3.84	66.55	31.30
97	1	0	12.98	1.59	44.84	26.65
98	1	0	13.22	−2.28	54.70	19.28
99	1	0	16.10	−0.50	65.03	45.17
100	0	0	10.81	5.01	45.38	21.63

No.	株式コード	銘柄名称	データ決算期	売却フラグ	ファミリー経営者フラグ	社長持株比率
101	6371	椿本チエイン	2014	1	0	0.04
102	6501	日立製作所	2013	1	0	0.01
103	5015	ビーピー・カストロール	2013	1	0	0.01
104	6981	村田製作所	2015	1	1	0.68
105	9787	イオンディライト	2015	1	0	0.01
106	4183	三井化学	2013	1	0	0.02
107	6849	日本光電	2013	1	1	0.44
108	6501	日立製作所	2015	1	0	0.00
109	7718	スター精密	2013	1	1	0.22
110	7259	アイシン精機	2014	1	1	0.34
111	4112	保土谷化学工業	2014	1	0	0.08
112	4696	ワタベウェディング	2014	1	1	0.20
113	6301	コマツ	2014	1	0	0.02
114	3683	サイバーリンクス	2015	1	1	7.52
115	6752	パナソニック	2013	1	1	0.00
116	3002	グンゼ	2015	1	0	0.03
117	3103	ユニチカ	2014	1	0	0.03
118	2802	味の素	2015	1	0	0.03
119	1737	三井金属エンジニアリング	2015	1	0	0.04
120	5334	日本特殊陶業	2014	1	0	0.01
121	4503	アステラス製薬	2013	1	0	0.00
122	7244	市光工業	2014	1	0	0.01
123	6803	ティアック	2013	1	0	0.04
124	6955	FDK	2014	1	0	0.02
125	5019	出光興産	2013	1	0	0.04
126	6841	横河電機	2013	1	0	0.05

No.	経営者交代 36カ月以内フラグ	ファミリー経営者 ×経営者交代36カ月以内フラグ	総資産 自然対数値	1期前業界平均 超過ROA	負債 比率	外国法人等 持株比率
101	0	0	12.28	2.71	46.85	22.74
102	1	0	16.06	−0.95	67.58	45.67
103	1	0	9.48	13.75	22.36	55.77
104	0	0	14.03	11.82	20.42	41.80
105	1	0	11.74	1.40	38.51	17.61
106	0	0	14.04	−4.94	67.94	28.67
107	0	0	11.51	10.14	34.71	36.38
108	1	0	16.22	−2.67	65.44	39.98
109	0	0	10.87	−0.32	22.55	25.88
110	0	0	14.63	0.82	48.65	29.06
111	0	0	10.85	−7.20	42.75	6.04
112	1	1	10.18	−14.59	49.49	12.15
113	1	0	14.74	3.99	45.65	44.16
114	0	0	8.57	3.90	39.00	0.65
115	1	1	15.70	−10.64	75.83	33.30
116	1	0	12.02	−0.32	33.06	14.91
117	1	0	12.45	−1.94	92.38	13.62
118	1	0	13.90	2.40	40.76	28.71
119	1	0	9.85	6.11	42.51	15.90
120	1	0	12.81	9.78	33.90	36.75
121	1	0	14.15	2.46	26.53	53.49
122	0	0	11.20	−4.71	72.54	33.94
123	0	0	9.89	−2.82	78.36	55.79
124	1	0	10.98	−3.79	88.23	0.64
125	1	0	14.80	−1.80	74.78	19.33
126	1	0	12.79	0.40	54.62	28.59

謝辞

最後に、本論文の作成に関し、お世話になった方々への感謝の意を述べたい。

研究室の指導教授である清水勝彦先生には、リサーチクエスションならびに仮説の構築、検証方法、検証結果の解釈など、論文の全体に渡り丁寧なご指導を頂いた。また、論文指導だけではなくゼミ活動全体を通して、様々な角度から物事を見る広い視野や日々の生活の中で Interesting な事柄に気付く意識を与えて頂いた。

また副査の村上裕太郎先生には、論文の検証段階における統計的手法について詳しくご指導頂いただけではなく、村上ゼミの活動への参加を通じて、多くのことを経験する機会を頂いた。同じく副査の齋藤卓爾先生には、本論文についてファミリービジネス研究の観点からのご指導ならびに論文の構成について多くのアドバイスを頂いた。重ねて感謝の意を述べたい。

そして、清水ゼミの同期生にも感謝したい。4 名の仲間とは、論文作成だけでなく、ゼミ活動や企業訪問、ケース執筆、その他様々な活動を通じて多くの学びを得ることができた。皆さんのサポートを無くしてこんなにも充実した学生生活は成し得なかった。

自然豊かな日吉キャンパスで 100 名を超える同期と議論を交わし、共に学んだ 2 年間は私にとってかけがえのない時間であった。この経験を活かし、卒業後も引き続き自己研鑽に励むつもりである。そのことを、新たなステップを踏み出す自分と将来再びこの論文を開く自分のために記しておく。

2020 年 2 月　亀井　孝郁