

日本におけるファミリー ビジネスの財務的特徴

キーワード ファミリービジネス, 同族企業, 創業者, 所有と経営, 財務業績

中京大学経営学部准教授 矢部謙介

1. ファミリービジネスはいかなる 財務的特徴を有しているのか

本稿の目的は、日本におけるファミリービジネスの財務的特徴を定量的に明らかにすることにある。ファミリービジネスの定義は様々であり、統一された見解が存在するわけではないが、後藤 [2009]¹ で述べられているように、「創業者一族の影響下にある企業」をファミリービジネスと呼称するのが一般的であろう。この時、創業者一族の影響力は、経営者・株主双方の立場で発揮されることが想定される。日本全国におけるファミリービジネスの実態調査データは存在しないが、後藤 [2009]² によれば、2005年における静岡県におけるファミリービジネスの割合は企業数ベースで96.9%、常用雇用者数ベースで77.4%を占めているとされている。また、上場企業の中でも所謂ファミリービジネスに分類される企業が数多く存在していることが指摘されてもいる。こうした点に鑑みれば、日本におけるファミリービジネスの重要性は非常に高いといえるだろう。

その一方で、日本においては必ずしもファミリービジネスが肯定的に捉えられているとはいえない。むしろ、2011年に公となった大王製紙事件のように、一族による支配構造に伴うコー

ポレート・ガバナンス上の問題点が指摘されることが多い。しかしながら、海外においてはその業績優位性を報告する研究が多く見られる (McConaughy et al. [1998], Anderson and Reeb [2003], Lee [2006] など)。一方、日本においても近年ファミリービジネスの財務業績や財務指標に着目した研究が行われるようになってきているが、欧米と比較してその研究の蓄積は未だ少ない状況にある。

そこで本稿では、日本の上場企業にフォーカスして、ファミリービジネスがどのような財務的特徴を備えているかを定量的に分析する。こうした定量的な分析は、日本のファミリービジネスの経営スタイルを紐解くヒントになるのではないかと考えられる。

本稿の構成は以下の通りである。まず、第2節において、米国および日本におけるファミリービジネスの財務業績・財務指標に関する実証的分析を行っている先行研究をレビューする。第3節では、ファミリービジネスの財務的特徴に関する仮説を設定する。ファミリービジネスの定義、測定する財務指標の設定に関しては第4節で述べる。第5節においてはサンプル抽出方法とデータに関して説明する。第6節では実証結果について報告し、第7節では実証結果から得られる示唆と今後の課題について述べる。

2. 先行研究

2.1 米国における実証研究

前述のように、欧米では以前よりファミリービジネスの業績優位性を定量的に検証した実証研究が数多く行われている。ここでは、そのうち米国における研究を取り上げてレビューする。

Anderson and Reeb [2003] は、米国の金融業を除く S&P 500 の企業を対象に、1992～1999 年の財務データ等について分析を行っている。この研究では、ファミリービジネス（創業者一族が大株主となっている企業またはボードメンバーに創業者一族が名を連ねている企業）の割合が約 35% であること、ファミリービジネスの総資産規模は非ファミリービジネスよりも小さく、その平均値の差は統計的に有意であること、ファミリービジネスおよび創業者一族が CEO を務める企業では ROA およびトービンの q が高くなることを報告している。

Lee [2006] は、Anderson and Reeb [2003] と同様に、金融業を除く S&P 500 の企業に対して 1992～2002 年のデータを元に検証を行っており、ファミリービジネス（創業者一族が大株主あるいはボードメンバーに名を連ねている企業）において、従業員、売上高、利益の成長率が高くなる傾向があることを報告している。

McConaughy et al. [1998] では、"The Business Week CEO 1000," (Business Week, October 21, 1987) から、CEO が創業者または創業家出身である会社 219 社を抽出し、規模、産業および所有構造の類似したペア企業との比較分析を行っている。この研究では、CEO が創業者または創業家出身の企業において、収益性、成長性、PER といった指標が統計的に有意に高くなることを報告している。

以上のように、米国においてはファミリービジネスにおいて収益性、成長性といった財務指標が高くなる傾向を示す研究が多く報告されている。

2.2 日本における実証研究

前述のように、日本におけるファミリービジネスの財務的特徴についての実証研究はまだ少ない状況であるが、いくつかの研究において日本のファミリービジネスの財務業績・財務指標が分析されている。

齋藤 [2006] は、1990 年度末に東証一部・二部、大証一部・二部、地方市場に上場している（金融業、電気ガスを除く）企業 1,823 社を対象とした研究を行っている。この研究では、創業者一族が社長または会長を務めており、かつ一族の持ち株比率が 5% 以上の企業を一族企業 (Family Firm) と定義し、その財務的特徴を探っている。その結果、ROA は一族企業の方が非一族企業よりも統計的に有意に高く、企業規模に関しては総資産、売上高ともに非一族企業が一族企業を上回ることが報告されている。また、創業者企業と創業者の子孫によって経営されている企業の比較では、創業者企業の ROA が創業者の子孫によって経営されている企業よりも有意に高いことが示されている。

茶木 [2008] では、十大株主の中に創業者または創業者一族が名を連ねており、かつ会長または社長を創業者一族が務めている企業をファミリー企業と定義し、東証一部上場企業を対象に 1995～2004 年の財務データ等を用いてその経済的合理性を検証している。この研究では、ファミリー企業の ROA（総資産営業利益率）は一般企業に比べて高いこと、その標準偏差対平均相対値（= ROA の標準偏差 / ROA の平均値）が一般企業に比べて低いことが示されており、財務業績の水準および安定性が高い（ボラティリティが低い）ことが示されている。また、シンプル q （= (期末時価総額 + 期末有利子負債簿価) / 期末総資産簿価）については、ファミリー企業の方が平均値および標準偏差対平均相対値が高くなっていることが示されており、株価の水準は高いものの、そのボラティリティも高くなっていることを報告している。

Allouche et al. [2008] は、Worldscope データベースの（金融業および欠損値が多数ある企業を除く）日本企業 1,271 社からファミリービ

ジネス（創業者一族が経営トップに就いているか、主要株主に名を連ねている企業）491社を抽出し、規模、産業の類似したペア企業との財務指標比較を行っている。これによれば、収益性指標（ROA、ROEなど）および安全性指標（流動比率、当座比率など）においてファミリービジネスが非ファミリービジネスを上回っており、平均値の差は統計的に有意であることが示されている。

以上の日本国内における研究においても、収益性においてはファミリービジネスが非ファミリービジネスを上回っており、また一部の研究では安全性指標についてもファミリービジネスの優位性が示されている。但し、これらの研究においては、サンプルの抽出にあたって社歴（創業・設立からの年数）が考慮されていないため、サンプルの中にはファミリービジネスというよりはベンチャービジネス的な企業が多く含まれている可能性がある点に留意する必要がある。

3. 仮説の設定

本節では、ファミリービジネス企業の財務的特徴を分析するにあたっての仮説の設定を行うこととする。

第2節において述べたように、これまで行われたファミリービジネスの財務的特徴に関する先行研究には、ファミリービジネスの収益性は高いことを報告するものが多い。例えば、Anderson and Reeb [2003] では、ファミリービジネスの収益性が高い理由として、一族によるモニタリング効果によるエージェンシーコストの低減、一族の長期的関与による長期的視点での経営、一族に対する評価が会社業績と連動する点を挙げている。エージェンシーコストの低減については、Jensen and Meckling [1976] が指摘するように、支配株主の存在が経営者の機会主義的行動を抑制することによって実現するものと考えられる。一方で、ファミリービジネス特有のコストも考えられる。Johnson et al. [2000] は、支配株主による少数株主の利

益の搾取（トンネリング, tunneling）について述べている。また、Shleifer and Vishney [1997] も、支配株主は機会主義的行動をとることによって他の株主（少数株主）の利益を犠牲にするデメリットがあると指摘している。ファミリービジネスの多くにおいては、一族の大株主が経営者を兼ねていることから、こうしたコストが大きくなれば、むしろファミリービジネスの収益性は他の企業と比較して低くなることも想定される。以上のように、ファミリービジネスの収益性が他の企業と比較して高くなるのか、低くなるのかについては両面からの見方があるため、一定の仮説を提示することは難しいが、日米におけるファミリービジネスの財務業績を検証した研究においてはファミリービジネスの収益性の高さを報告するものが多いことから、ここでは以下の仮説 H1 を提示する。

H1. ファミリービジネスは非ファミリービジネスと比べて収益性が高い。

先にも述べたように、ファミリービジネスでは一族が長期にわたって支配株主あるいは経営者として関与するため、長期的視点に立った経営が行われているとされている。こうした観点から、ファミリービジネスではその持続性が重視されていると考えられる。企業がその持続性を確保した経営を行うためには、企業として一定以上の安全性を達成していることが求められると推察される。こうした観点から、本稿では以下の仮説 H2 を提示する。

H2. ファミリービジネスは非ファミリービジネスと比較して安全性が高い。

仮説 H2 で述べたように、ファミリービジネスにおいてはその安全性を確保するために現預金や有価証券が豊富に保有されているとすれば、資産の効率性は非ファミリービジネスと比較して低くなることが考えられる。また、帝国データバンク [2009] では、老舗企業の財務的特徴の一つとして、営業外収益が大きいことを挙げ

ている。同書では、その理由として「受取利息が多く、金融収支が良好」「保有株式が多く、受取配当金が多額」「駐車場収入や家賃収入などが営業外収益に計上されている」といった点を挙げており、その結果「保有株主や土地・建物など蓄積した資産を活用して本業外で収益を生み出している」と結論付けている。しかしながら、これらはいずれも本業の売上高に貢献する項目ではなく、効率性指標を押し下げる可能性が高い。従って、以下の仮説 H3 を導出することができる。

H3. ファミリービジネスは非ファミリービジネスと比較して効率性が低い。

H2 および H3 で述べたように、ファミリービジネスが自身の安全性を確保するためのキャッシュを豊富に保有し、また運用資産としての有価証券や有形固定資産を多く保有しているとするならば、その分成長機会に対する投資が少なくなり、結果として非ファミリービジネスよりもファミリービジネスの企業としての成長性が低くなることが考えられる。こうした点からすれば、以下の仮説 H4 が成り立つことが考えられる。

H4. ファミリービジネスは非ファミリービジネスと比較して成長性が低い。

H5 は、一族に対する報酬に関する仮説である。Anderson and Reeb [2003] では、ファミリービジネスにおいて、大きな役員報酬、配当金および関係会社との取引などを通じた利益の流出の可能性を指摘している。また、日本においては、借入れなどに際して金融機関から個人保証を求められることもありうることから、その備えとして、創業者一族の役員に対して多くの報酬を支払っている可能性も考えられる。以上より、以下の仮説 H5 を提示する。

H5. ファミリービジネスは非ファミリービジネスと比較して役員に対する報酬、配当

金が多い。

4. リサーチ・デザイン

4.1 ファミリービジネスの定義

第1節で述べたように、ファミリービジネスの定義は様々であり、統一的な見解があるわけではない。従って、先行研究におけるファミリービジネスの定義も様々である。例えば、Allouche et al. [2008] では、一族がトップマネジメントに名を連ねているか否か、一族が主要株主に名を連ねているか否かの2つの軸で企業を分類しており、それぞれのグループについて財務的特徴を分析している。また、齋藤 [2006] では、一族の持ち株比率が5%以上で、なおかつ一族出身者が社長もしくは会長を務めている会社を一族企業と定義している。茶木 [2008] においては、十大株主に創業者または創業者一族およびその関連会社または財団が名を連ねており、かつ一族が会長または社長の地位にある企業をファミリー企業としている。基準の差はあれ、これらの先行研究では一族が株主、経営トップに名を連ねている企業をファミリービジネスと定義している。

一方、これらの基準でファミリービジネスを定義すると、サンプル中に会社設立からの歴史が浅い、いわゆるベンチャー企業が数多く入ることとなる。多くのベンチャー企業では、創業者が現経営者と大株主を兼ねているためである。こうした中には、今後創業者一族によって事業が継承されていくのかが不透明な企業も多くあり、ファミリービジネスのサンプルとして適切なのかどうかについて疑問が残る。そこで、本稿ではファミリービジネスの定義として、以下の3つの基準を用いることとした。

- (1) 創業者またはその一族が十大株主に名を連ねていること。
- (2) 創業者またはその一族が社長・会長または代表取締役を務めていること。
- (3) 実質的な設立が1963年以前であること。

創業者一族が主要株主であるかどうかの基準として十大株主であるかどうかを用いた理由は、有価証券報告書において十大株主の記載が義務付けられており、基準として精度が高いと考えられるためである。また、経営トップとして社長・会長・代表取締役の3者を設定したのは、創業者一族出身の社長が会長となり、社長を退いた後も会長または代表取締役として実権を握っていると推察される例が散見されたためである。また、本稿におけるファミリービジネスサンプルについては、実質的な設立から約50年が経過した企業に限定することとした。こうすることで、より一族による事業承継の可能性が高い企業のサンプルが抽出できると考えられる。

4.2 財務指標の設定

ここでは、それぞれの仮説を検証するための財務指標の設定について述べる。なお、それぞれの指標を計算するにあたっては、連結決算が利用できる企業については連結決算データを優先し、連結決算を開示していない企業に関しては単独決算データを用いて算出した。

仮説 H1 に対応する財務指標としては、総資産営業利益率 (ROA)³ および自己資本利益率 (ROE)⁴ を用いることとする。ROA に関して、営業利益ベースの指標を採用したのは、財務構成による影響を排し、本業での収益性を比較するためである。

仮説 H2 に対応する財務指標としては、流動比率⁵、固定比率⁶、自己資本比率⁷のほか、現金有価証券比率 (流動資産における現金と有価証券の合計額を総資産で除したもの) および手元流動性比率⁸を設定することとした。ここで、現金有価証券比率および手元流動性比率を安全

性指標として組み入れたのは、ファミリービジネスが安全性を確保する観点からキャッシュリッチになっているのではないかという点を検証するためである。

仮説 H3 については、総資産回転率⁹、有形固定資産回転率¹⁰、有形固定資産比率 (有形固定資産の金額を総資産で除したもの) を使用することとした。ここで、有形固定資産比率を併せて分析対象としているのは、帝国データバンク [2009] で指摘されているような、運用不動産を多く保有している可能性を確認するためである。

仮説 H4 については、5年平均の売上高成長率¹¹を用いて、企業の成長性を把握することとした。例えば、2008年の5年平均売上高成長率は、2003年の売上高と比較することで算出している。

仮説 H5 に対応する財務指標としては、売上高役員報酬比率 (役員報酬および役員退職慰労引当金繰入額、役員賞与引当金繰入額の合計を売上高で除したもの)、純資産配当率 (Dividends on Equity, DOE)¹² を用いた。

以上の仮説と財務指標の間の対応関係をまとめると、図表1のようになる。

5. サンプルとデータ

本稿では、まず会社四季報 (2013年3集、東洋経済新報社) を用いて、2013年5月末時点で東証一部・二部、大証一部・二部、名証一部・二部、その他地方市場および新興市場に上場する3,772社から、創業者一族が経営者 (社長・会長・代表取締役) を務めており、かつ十大株主に創業者一族・その関連会社および財団

図表1 仮説と財務指標の対応関係

仮説	財務指標
H1 (収益性)	総資産営業利益率 (ROA), 自己資本利益率 (ROE)
H2 (安全性)	流動比率, 固定比率, 自己資本比率, 現金有価証券比率, 手元流動性比率
H3 (効率性)	総資産回転率, 有形固定資産回転率, 有形固定資産比率
H4 (成長性)	売上高の5年間平均成長率
H5 (役員報酬)	売上高役員報酬比率, 純資産配当率 (DOE)

が含まれる企業を抽出した。作業としては、まず経営者自身または経営者一族とみられる人物あるいは資産管理会社と見られる会社が十大株主に名を連ねている企業を抽出し、1963年以前に（実質的に）設立された金融・証券業以外の企業を特定した。その上で、経営者が創業家に連なる人物であるかの確認を行い、十大株主中の経営者一族とみられる人物および資産管理会社・財団と思われる団体と経営者との関係を調査し、ファミリービジネスサンプルの特定を行った。

経営者が創業者一族であるかどうかの特定は、東洋経済新報社の日本会社史総覧、日経テレコン、各社 Web サイトなどを用いて行った。また、創業者と姓が違う場合でも、経営者と創業者との血族または姻族関係がこれらの資料から確認できた場合には、その経営者を創業者出身として取り扱っている。従って、創業者の娘婿が現経営者であるならば、仮に姓が創業者と異なる場合であっても、経営者が創業家一族である企業として取り扱っている。さらに、複数の人物によって創業された会社については、主だった人物を創業者としている。

また、十大株主が創業家一族あるいは創業家の資産管理会社・財団であるかどうかの判断は、上述の日本会社史総覧並びに日経テレコン、各社 Web サイトによる調査に加え、大量保有報告書・変更報告書における記載（住所、保有目的、代表者氏名など）に基づいて行った。

以上のような特定作業の結果、497社がファミリービジネスのサンプルとして抽出された。また、比較対象となる非ファミリービジネスについては、1963年以前に設立された金融・証券業以外の企業をサンプルとして抽出した。

検証に使用する財務データに関しては、日経 NEED 財務データ DVD-ROM から、暦年で2008年～2012年のデータを抽出した。財務データの抽出にあたっては、以下の(1)～(4)の基準に基づくスクリーニングを行った。

- (1) 2013年5月時点で上場している企業であること（東証、大証、名証、地方市場、

新興市場を含む）。

- (2) 決算月数が12ヶ月であること。
- (3) 実質的な設立年次が1963年以前であること。
- (4) 金融・証券業に属していないこと。

6. 実証結果

6.1 ファミリービジネスサンプルの特徴

今回のファミリービジネスおよび非ファミリービジネスの業種構成を図表2に示す。これによれば、ファミリービジネスと非ファミリービジネスのサンプル合計に占めるファミリービジネスの占める割合は26.7%となっており、上場企業に限ってみても4社に1社以上はファミリービジネスであることが分かる。地方市場も含めた全上場企業を対象としてファミリービジネスを抽出した齋藤 [2006] におけるサンプル数およびファミリービジネスが占める比率は、ファミリービジネス477社、非ファミリービジネス1,346社、ファミリービジネス比率26.2%となっている。齋藤 [2006] と本稿におけるファミリービジネスの定義および調査時期は異なるものの、その構成比は類似していることが分かる。

続いて、業種毎にファミリービジネスの割合を見てみると、その比率は業種によってかなり大きな開きがあることが分かる。例えば、その他製造、水産、商社（卸売業）、小売業といった業種においてはファミリービジネスの割合が40%以上となっている一方で、石油、造船、鉱業、空運、通信、電力、ガスといった規模が必要な業種や公益的な性格の強い業種においては、ファミリービジネスの比率は0%となっている。こうしたことから、ファミリービジネスと非ファミリービジネスの業種構成は異なっていると考えるべきであり、財務指標の比較においてはこうした点を考慮して行う必要がある。

図表3は、ファミリービジネスと非ファミリービジネスにおける貸借対照表および損益計算書の主要項目についての比較を行った結果である。これによれば、ファミリービジネスにおける総資産、純資産、売上高、営業利益、当期純利益

図表2 サンプルの業種構成 (2012年)

日経業種コード (中分類)	業種	FBs	NFBs	総計	FB 比率
01	食品	26	65	91	28.6%
03	繊維	10	36	46	21.7%
05	パルプ・紙	5	17	22	22.7%
07	化学	44	127	171	25.7%
09	医薬品	9	25	34	26.5%
11	石油	0	9	9	0.0%
13	ゴム	5	15	20	25.0%
15	窯業	14	39	53	26.4%
17	鉄鋼	5	40	45	11.1%
19	非鉄金属	28	70	98	28.6%
21	機械	48	127	175	27.4%
23	電気機器	48	142	190	25.3%
25	造船	0	5	5	0.0%
27	自動車	14	55	69	20.3%
29	輸送用機器	1	11	12	8.3%
31	精密機器	5	25	30	16.7%
33	その他製造	38	39	77	49.4%
35	水産	2	3	5	40.0%
37	鉱業	0	4	4	0.0%
41	建設	20	111	131	15.3%
43	商社	98	139	237	41.4%
45	小売業	30	43	73	41.1%
53	不動産	3	21	24	12.5%
55	鉄道・バス	1	24	25	4.0%
57	陸運	6	21	27	22.2%
59	海運	2	13	15	13.3%
61	空運	0	4	4	0.0%
63	倉庫	4	32	36	11.1%
65	通信	0	9	9	0.0%
67	電力	0	10	10	0.0%
69	ガス	0	12	12	0.0%
71	サービス	30	68	98	30.6%
総計		496	1,361	1,857	26.7%

(注) FBsはファミリービジネス、NFBsは非ファミリービジネスである。

図表3 貸借対照表および損益計算書の主要項目の比較 (2012年)

(百万円)	FBs	NFBs	平均値の差	p 値
総資産	60,118.34	375,931.65	-315,813.31	<0.001***
純資産	30,282.63	139,710.33	-109,427.70	<0.001***
売上高	69,713.77	334,660.23	-264,946.47	<0.001***
営業利益	2,933.33	12,798.69	-9,865.36	<0.001***
当期純利益	1,451.34	4,897.55	-3,446.21	0.012**
N	496	1,359		

(注1) FBsはファミリービジネス、NFBsは非ファミリービジネスである。

(注2) ***は1%水準で、**は5%水準で統計的に有意であることを示している (両側検定)。

の各項目について、ファミリービジネスの規模は非ファミリービジネスに比べて小さく、その差は統計的にも有意であることが分かる。こうした傾向は、日本のファミリービジネスを対象とした齋藤 [2006] でも見られており、総資産、売上規模においてファミリービジネスの方が規模が小さいことが示されている。また、同じく日本企業を対象とした Allouche et al. [2008] においても、ファミリービジネスの純利益が非ファミリービジネスよりも小さいことが報告されている。本稿における結果は、これらと整合的なものであると考えられる。更に、米国企業を対象とした Anderson and Reeb [2003] においても、ファミリービジネスは非ファミリービジネスを比較して総資産規模が小さく、その平均値の差は統計的に有意であることが示されている。このことは、ファミリービジネスの規模が非ファミリービジネスと比較して小さい傾向は日米で共通して見られることを示唆している。

6.2 ファミリービジネスと非ファミリービジネスの財務指標比較

図表 4 に、ファミリービジネスと非ファミリービジネスの財務指標の平均値と、平均値の差の検定を行った結果を示す。決算年 (2008 ~ 2012 年) ごとに、ファミリービジネスと非ファミリービジネスの財務指標の比較を行っている。

まず、総資産営業利益率 (ROA) および自己資本利益率 (ROE) に関しては、多くの年においてファミリービジネスと非ファミリービジネスの間に統計的に有意な差は見られない。2011 年については、ROA、ROE ともにファミリービジネスの方が低くなっている (10%水準で統計的に有意)。このことから、ファミリービジネスと非ファミリービジネスの間で収益性を比較した結果からは、仮説 H1 を支持する結果は得られなかった。これは、日米における先行研究とは異なる傾向であり、本稿における結果からは、ファミリービジネスの収益性は非ファミリービジネスよりも高いとは言えない。

安全性指標に関しては、流動比率、自己資本

比率の双方においてファミリービジネスのほうが非ファミリービジネスよりも指標の平均値が高く、固定比率においてはファミリービジネスのほうが非ファミリービジネスよりも平均値が低くなり、2011 年を除いて平均値の差は統計的に有意であるという結果が得られた。これらは、ファミリービジネスは非ファミリービジネスと比較して財務的な安全性が高いことを支持する結果である。加えて、現金有価証券比率および手元流動性比率に関しても、ファミリービジネスの平均値は非ファミリービジネスに比べて高く、その差が統計的に有意であるという結果を得ている。従って、ファミリービジネスは現金および有価証券を豊富に保有しており、相対的にキャッシュリッチであることが確認できる。以上は、仮説 H2 と整合的な結果であると解釈できる。

総資産回転率、有形固定資産回転率に関しては、2009 年においてファミリービジネスの有形固定資産回転率の平均値が非ファミリービジネスに比べて低く、その差が 10%水準で統計的に有意となったほかは、統計的に有意な差は見られない。また、有形固定資産比率に関しては、ファミリービジネスの方がむしろ低いという結果となった。ここでは、仮説 H3 を支持する結果は得られなかった。

また、5年平均売上高成長率に関しても、ファミリービジネスと非ファミリービジネスの平均値の間には統計的に有意な差は見られなかった。従って、仮説 H4 を支持する結果を得ることはできなかった。

売上高役員報酬比率については、ファミリービジネスと非ファミリービジネスを比較するとファミリービジネスの平均値のほうが一貫して高く、かつその差は各年とも統計的に有意となった。これは、仮説 H5 と整合的な結果である。一方、純資産配当率 (DOE) については、ファミリービジネスにおける平均値の方が非ファミリービジネスよりも低く、その差は統計的に有意であるという結果となった。これらは、創業者一族を含む役員に対する報酬が高い一方で、配当金は低く抑えていることを示唆している。

図表4 ファミリービジネスと非ファミリービジネスの財務指標比較

財務指標	2008			2009			2010			2011			2012		
	N	平均値	p値	N	平均値	p値	N	平均値	p値	N	平均値	p値	N	平均値	p値
ROA	497	0.0493	0.372	496	0.0252	0.868	494	0.0261	0.294	496	0.0405	0.094*	496	0.0388	0.990
NFBs	1,357	0.0515		1,363	0.0257		1,356	0.0290		1,358	0.0441		1,355	0.0389	
FBS	497	0.0345	0.296	496	-0.0653	0.826	494	0.0307	0.219	496	0.0117	0.079*	496	0.0298	0.622
NFBs	1,357	0.0482		1,363	-0.0807		1,357	0.0113		1,359	0.0441		1,356	0.0352	
流動比率	497	1.9941	<0.001***	496	2.1874	<0.001***	494	2.1969	<0.001***	497	2.2047	<0.001***	496	2.1877	<0.001***
NFBs	1,359	1.7315		1,363	1.8766		1,358	1.8928		1,359	1.8883		1,359	1.9087	
FBS	497	1.1185	<0.001***	496	1.2841	0.081*	494	1.1949	0.003***	497	1.3513	0.776	496	1.0396	<0.001***
NFBs	1,359	1.3698		1,363	1.6568		1,358	1.4759		1,359	1.3947		1,359	1.3481	
自己資本比率	497	0.5036	<0.001***	496	0.5094	<0.001***	494	0.5131	<0.001***	497	0.5130	<0.001***	496	0.5129	<0.001***
NFBs	1,359	0.4523		1,363	0.4514		1,358	0.4600		1,359	0.4647		1,359	0.4632	
FBS	497	0.1498	<0.001***	496	0.1653	<0.001***	494	0.1812	<0.001***	497	0.1840	<0.001***	496	0.1856	<0.001***
NFBs	1,359	0.1161		1,363	0.1300		1,358	0.1435		1,359	0.1479		1,359	0.1454	
FBS	497	0.1664	<0.001***	497	0.1893	<0.001***	495	0.2309	<0.001***	496	0.2213	<0.001***	496	0.2247	<0.001***
NFBs	1,358	0.1293		1,364	0.1469		1,361	0.1803		1,360	0.1762		1,358	0.1794	
FBS	497	1.1972	0.398	496	1.1923	0.444	494	1.0878	0.192	496	1.1247	0.324	496	1.1144	0.245
NFBs	1,357	1.1686		1,363	1.1655		1,357	1.0459		1,359	1.0926		1,356	1.0778	
FBS	497	6.9084	0.171	496	6.3534	0.097*	494	5.8215	0.421	495	6.0453	0.328	495	6.2021	0.344
NFBs	1,357	8.1834		1,363	7.7886		1,357	6.6075		1,359	7.1363		1,356	7.1858	
FBS	497	0.3080	0.045**	496	0.3240	0.019**	494	0.3151	0.009***	497	0.3084	0.007***	496	0.3027	0.017**
NFBs	1,359	0.3252		1,363	0.3445		1,358	0.3377		1,359	0.3317		1,359	0.3234	
FBS	491	0.0632	0.177	491	0.0367	0.200	489	0.0040	0.355	493	-0.0103	0.623	494	-0.0175	0.974
NFBs	1,352	0.0505		1,357	0.0249		1,352	-0.0056		1,352	-0.0088		1,357	-0.0176	
FBS	497	0.0058	<0.001***	497	0.0052	<0.001***	495	0.0051	<0.001***	496	0.0047	<0.001***	496	0.0048	<0.001***
NFBs	1,358	0.0033		1,364	0.0029		1,361	0.0029		1,360	0.0030		1,358	0.0030	
FBS	455	0.0177	<0.001***	441	0.0160	<0.001***	425	0.0154	0.002***	446	0.0155	<0.001***	443	0.0159	0.001***
NFBs	1,195	0.0209		1,144	0.0185		1,101	0.0174		1,157	0.0181		1,176	0.0179	

(注1) FBSはファミリービジネス、NFBsは非ファミリービジネスである。

(注2) ***は1%水準で、**は5%水準で、*は10%水準で統計的に有意であることを示している(両側検定)。

株主への配当よりも、安全性を確保するための内部留保を優先したいというファミリービジネスの経営姿勢が現れた結果ではないかと解釈できるだろう。

6.3 業種平均値控除後の財務指標

6.2においては、ファミリービジネスと非ファミリービジネスの財務指標の平均値を単純に比較したが、6.1で述べたように、ファミリービジネスの業種構成は非ファミリービジネスを含めた全体の業種構成と比較して偏りが見られるため、こうした業種構成の偏りが実証結果に影響を与えている可能性がある。そこで、ここではファミリービジネスにおける財務指標から、同業種に属する非ファミリービジネスにおける財務指標の単純平均値を控除した値を用いて、ファミリービジネスの業種構成の偏りの影響を排除した検証を行うこととする¹³。

業種平均値控除後のファミリービジネスにおける財務指標を検定値0との間でt検定を行った結果が図表5である。ここでも、決算年(2008から2012年)ごとに検討を行った結果を示している。

まず、ROA、ROEについては、ファミリービジネスにおける指標は統計的に有意な値とならなかった。従って、ここでも仮説H1を支持する結果を得ることができなかった。これは、前述のようなファミリービジネスの潜在的ベネフィットと潜在的コストが相殺してしまっているためではないかと解釈することができる。

次いで、流動比率、固定比率、自己資本比率といった安全性指標について見てみると、流動比率および自己資本比率に関しては統計的に有意なプラスの値、固定比率に関しては2011年を除いて統計的に有意なマイナスの値となっている。更に、現金有価証券比率および手元流動性比率についても全ての年で統計的に有意なプラスとなり、ファミリービジネスのキャッシュリッチである傾向がここでも確認できた。以上のことから、仮説H2を概ね

図表5 ファミリービジネスにおける財務指標(非ファミリービジネスの業種平均値控除後)

財務指標 (NFBs業種平均値控除後)	2008			2009			2010			2011			2012		
	N	平均値	p値	N	平均値	p値	N	平均値	p値	N	平均値	p値	N	平均値	p値
ROA	497	-0.0008	0.664	496	-0.0005	0.819	494	-0.0014	0.557	496	-0.0022	0.228	496	-0.0001	0.976
ROE	497	-0.0103	0.085	496	0.0168	0.550	494	0.0291	0.173	496	-0.0315	0.232	496	-0.0115	0.330
流動比率	497	0.2475	<0.001***	496	0.2869	<0.001***	494	0.2862	<0.001***	497	0.2901	<0.001***	496	0.2611	<0.001***
固定比率	497	-0.1841	<0.001***	496	-0.2093	0.025**	494	-0.2146	0.005***	497	0.0234	0.918	496	-0.2038	<0.001***
自己資本比率	497	0.0474	<0.001***	496	0.0516	<0.001***	494	0.0495	<0.001***	497	0.0446	<0.001***	496	0.0466	<0.001***
現金有価証券比率	497	0.0297	<0.001***	496	0.0309	<0.001***	494	0.0337	<0.001***	497	0.0329	<0.001***	496	0.0365	<0.001***
手元流動性比率(年)	497	0.0412	<0.001***	497	0.0483	<0.001***	495	0.0577	<0.001***	496	0.0530	<0.001***	496	0.0515	<0.001***
総資産回転率(回)	497	-0.1163	<0.001***	496	-0.1266	<0.001***	494	-0.0977	<0.001***	496	-0.1080	<0.001***	496	-0.1039	<0.001***
有形固定資産回転率(回)	497	-3.8037	<0.001***	496	-4.1200	<0.001***	494	-3.2426	<0.001***	495	-3.8979	<0.001***	495	-3.7699	<0.001***
有形固定資産比率	497	0.0096	0.141	496	0.0080	0.232	494	0.0048	0.475	497	0.0047	0.489	496	0.0075	0.264
5年平均売上高成長率	491	0.0165	0.228	491	0.0160	0.267	489	0.0133	0.384	493	0.0019	0.377	494	0.0021	0.376
売上高役員報酬比率	497	0.0025	<0.001***	497	0.0024	<0.001***	495	0.0022	<0.001***	496	0.0018	<0.001***	496	0.0019	<0.001***
DOE	455	-0.0034	<0.001***	441	-0.0028	<0.001***	425	-0.0022	<0.001***	446	-0.0028	<0.001***	443	-0.0024	<0.001***

(注1) NFBs業種平均値控除後とは、非ファミリービジネスにおける業種平均値を差し引いた値であることを示している。
 (注2) ***は1%水準で、**は5%水準で、*は10%水準で統計的に有意であることを示している(両側検定)。

支持する結果が得られたと考えられる。

総資産回転率および有形固定資産回転率に関しては、各年とも統計的に有意なマイナスの値となった。6.2においては、ファミリービジネスの効率性は非ファミリービジネスと比較して必ずしも低くないという結果であったが、業種平均値控除後の財務指標による結果では、ファミリービジネスの効率性が低いという結果であり、仮説 H3 を支持するものである。6.2 と異なる結果が得られた理由としては、ファミリービジネスの業種構成の偏りが、6.2 における実証結果に影響を与えていたことが考えられる。一方、有形固定資産比率に関しては、統計的に有意な結果は得られなかった。

5年平均売上高成長率は、各年とも統計的に有意な値とはならなかった。業種平均値控除後の財務指標を用いた検証においても、仮説 H4 を支持する結果を得ることは出来なかった。

役員報酬比率については、各年ともに統計的に有意なプラスの値、純資産配当率については逆に各年ともに統計的に有意なマイナスの値となった。これは、6.2 で得られた結果と整合的である。役員報酬に関しては仮説 H5 を支持する結果が得られたものの、配当についてはファミリービジネスの方が非ファミリービジネスと比較して少ないという結果であり、ここでもファミリービジネスは内部留保を重視している傾向が明らかとなった。

以上をまとめると、業種平均値控除後の財務指標を用いた検証では、仮説 H2 (安全性)、H3 (効率性)、H5 (役員報酬) を支持する結果を得ることが出来た。ファミリービジネスでは、配当金を抑え、内部留保を厚くすることによって自己資本比率を引き上げるとともに、資産サイドでは現金・有価証券として保有することで高い安全性を実現している状況が示唆されている。その一方で、資産の効率性は非ファミリービジネスと比較して低く、高い安全性と引き換えに効率性が犠牲となっていると考えられる。また、役員報酬に関しては、ファミリービジネスの方が非ファミリービジネスに比べて高いことから、報酬によって利益が創業家一族に

流出している可能性がある。但し、前述のように、創業家一族は借入れなどに際して個人保証を求められることも考えられることから、その分高い報酬を受け取っているという解釈も可能である。

7. 実証結果から得られる示唆と今後の課題

本稿では、日本におけるファミリービジネスの財務的特徴について、定量的な財務指標を用いて検証を行ってきた。その結果、以下の4点が明らかとなった。

まず第1に、2013年5月時点において日本国内で上場しており、実質的な会社設立から約50年が経過している企業1,857社のうち、ファミリービジネス(経営者、十大株主共に創業家一族が名を連ねている企業)は496社であり、企業数ベースで全体の4分の1以上(約26%)がファミリービジネスで占められているということが明らかとなった。これは、日本の上場企業においても、創業家一族が主要株主として経営を行っている企業が多数存在していることを示している。

2点目として、ファミリービジネスの業種構成には偏りがあることが明らかとなった。その他製造、水産、商社(卸売業)、小売業といった業種ではファミリービジネスの占める割合が大きいのにに対し、石油、造船、鉱業、空運、通信、電力、ガスといった業種では、ファミリービジネスのサンプルは1社も存在しなかった。従って、ファミリービジネスの財務的特徴を明らかにするにあたっては、この業種構成の偏りを考慮する必要がある。

更に、ファミリービジネスの規模を、貸借対照表および損益計算書の主要項目で確認したところ、概ねファミリービジネスは非ファミリービジネスと比較して規模が小さいことが示された。先行研究も踏まえると、ファミリービジネスの規模が小さい点は日米に共通して見られる傾向であることが明らかとなった。

最後に、ファミリービジネスの財務指標を分

析したところ、本稿における仮説 H2（ファミリービジネスは非ファミリービジネスに比べて安全性が高い）、仮説 H3（ファミリービジネスは非ファミリービジネスに比べて効率性が低い）、仮説 H5 の一部（ファミリービジネスは非ファミリービジネスに比べて役員に対する報酬が多い）を支持する検証結果を得た。その一方で、仮説 H1（ファミリービジネスは非ファミリービジネスと比較して収益性が高い）、仮説 H4（ファミリービジネスは非ファミリービジネスと比較して成長性が低い）、仮説 H5 のうち配当に関する部分（ファミリービジネスは非ファミリービジネスと比較して配当金が多い）を支持する結果を得ることはできなかった。特に配当金については、ファミリービジネスにおける純資産配当率の方が非ファミリービジネスに比べて低いという結果であり、仮説での想定とは逆の結果となった。これは、配当金による創業者一族への利益配分よりも、安全性を確保するための内部留保を重視しているためではないかと推測される。また、創業者一族以外の株主への利益の外部流出を抑えるためであると見ることでもできる。従って、ファミリービジネスにおいては、配当金を抑えることで利益の外部流出を防ぎ、内部留保を厚くすることによって、自己資本比率を引き上げるとともに、資産面では現預金および有価証券を多く保有することによって企業としての安全性を高めていることが推測される。一方で、キャッシュリッチであるがゆえに資産の効率性は非ファミリービジネスに比べて低い状況となっている。一方、ファミリービジネスにおける役員報酬は非ファミリービジネスと比較して高く、役員報酬という形で創業者一族に利益が配分されている様子が伺える。収益性、成長性に関してはファミリービジネスと非ファミリービジネスの間に差はなく、両者の状況はほぼ同等であると考えられる。

このような結果を踏まえると、次のような示唆を得ることができる。まず、ファミリービジネスにおいては、基本的に事業を創業者一族により継承することがある程度前提とされているが故に、企業としての永続性が重要視されてい

るということである。これには、Anderson and Reeb [2003] が指摘するような、会社の業績が一族の評価に連動しているという側面も影響しているように思われる。従って、ファミリービジネスにおいては企業としての安全性確保が最重要課題となっており、その結果として資産の効率性がやや損なわれる傾向となっている。結果として、ROA や ROE といった資本収益性の指標に関してはファミリービジネスと非ファミリービジネスの間で優劣がつかない状況となっているが、ある程度の安全性を確保しながら、保有する豊富な現預金・有価証券を投資機会に配分することによって、より高い収益性、成長性を実現することができる可能性がある。つまり、企業としての永続性と深い関係のある安全性と、企業としての発展に関わる効率性・収益性・成長性を上手くバランスさせることが、ファミリービジネスの経営のあり方を検討する上で、非常に重要であると結論付けることができるだろう。

本稿における実証研究により、上記のようなことが明らかとなったが、本稿で得られた証拠は未だ初期的なものである。従って、今後研究を進める上での課題についても言及しておきたい。

まず、ファミリービジネスの財務的特徴を明らかにするにあたって、本稿ではファミリービジネスの業種構成の偏りが影響しないように財務指標の調整を行ったが、これ以外にもコントロールしておかなければならないパラメータを分析モデルに組み入れる必要がある点である。特に、大株主のモニタリングによる効果が財務指標に大きく影響しているとするならば、主要株主の持ち株比率をコントロールした上で、主要株主に創業者一族が入っているか否かが財務指標に影響をあたえるのか否かを検証する必要がある。また、これ以外にも、企業規模の差異などもコントロール変数に加えたモデルによる分析も行っていくことで、さらに精度の高い検証結果が得られるものと考えられる。

また、本稿における結果はあくまで日本の上場企業に限ったものである。世界各国における

ファミリービジネスの財務的特徴についての比較研究を行い、ファミリービジネスの財務指標に見られる傾向が共通のものなのか、それとも差異があるのかといった点についても明らかにすることで、ファミリービジネスの経営の特徴をより浮き彫りにすることができると考えられる。こうした点については、今後の研究上の課題としたい。

注

- 1 後藤 [2009], 10 頁。
- 2 後藤 [2009], 12 頁。
- 3 ROA = 営業利益 / 総資産。
- 4 ROE = 当期純利益 / 自己資本。本稿では、自己資本の定義に関して金融庁や東京証券取引所が公表している規則等に従い、自己資本 = 純資産 - 新株予約権 - 少数株主持分とした。
- 5 流動比率 = 流動資産 / 流動負債。
- 6 固定比率 = 固定資産 / 自己資本。
- 7 自己資本比率 = 自己資本 / 総資本。
- 8 通常、手元流動性比率は流動資産の現預金および有価証券を 1 ヶ月当たり売上高で除した値 (単位: ヶ月) を用いることが一般的だが、本稿では年間売上高で現預金および有価証券を除した値 (単位: 年) を用いている。
- 9 総資産回転率 = 売上高 / 総資産。
- 10 有形固定資産回転率 = 売上高 / 有形固定資産。
- 11 売上高 5 年平均成長率は、(当期売上高 / 5 期前売上高) の 5 乗根から 1 を差し引いたものである。
- 12 純資産配当率 = 配当金 / 純資産。
- 13 業種については、日経業種コード (中分類) に基づいて分類を行った。

参考文献

Allouche, J., B. Amann, J. Jaussaud and T. Kurashina, "The Impact of Family Control on the Performance and Financial Characteristics of Family Versus Nonfamily Business in Japan: A Matched-Pair Investigation," *Family*

Business Review, Vol. 21, No. 4, 2008, pp. 315-329.

Anderson, R. C. and D. M. Reeb, "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500," *The Journal of Finance*, Vol. 58, No. 3, 2003, pp. 1301-1328.

Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 1976, pp. 305-360.

Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, "Tunneling," *American Economic Review*, Vol. 90, No. 2, 2000, pp. 22-27.

Lee, J., "Family Firm Performance: Further Evidence," *Family Business Review*, Vol. 19, NO. 2, 2006, pp. 103-114.

McConaughy, D. L., M. C. Walker, G. V. Henderson, C. S. Mishra, "Founding Family Controlled Firms: Efficiency and Value," *Review of Financial Economics*, Vol. 7, No. 1, 1998, pp. 1-19.

Shleifer, A. and R. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, 1997, pp. 737-783.

倉科敏材 『オーナー企業の経営 - 進化するファミリービジネス -』中央経済社, 2008 年。

後藤俊夫 『三代, 100 年潰れない会社のルール - 超長寿の秘密はファミリービジネス -』プレジデント社, 2009 年。

後藤俊夫 『ファミリービジネス - 知られざる実力と可能性 -』白桃書房, 2012 年。

齋藤卓爾 「ファミリー企業の利益率に関する実証研究」『知的財産法制研究』第 7 号, 2006 年, 171-185 頁。

茶木正安 「我国ファミリー企業のパフォーマンスについて - 収益性と市場価値についての実証分析 -」『日本経営品質学会誌』第 3 巻第 1 号, 2008 年, 2-16 頁。

帝国データバンク 『百年続く企業の条件 - 老舗は変化を恐れない -』朝日新聞出版, 2009 年。