

## 2011年12月 アカデミックセミナー 要旨

設備投資研究所

講師：慶應義塾大学 小幡績氏

演題：“What is a family firm? Good or Bad? An Empirical Analysis of Corporate Behavior and Performance of Family Firms”

日時：12月14日(水) 15:30～17:30

### 要旨

同族企業という企業形態は企業のパフォーマンスにどのような影響を与えるであろうか。過去の事例や実証研究によれば同族経営は経営者の自信過剰(**empire building**)に起因する過剰投資や不適切な分野への投資(**diversification**)を通じて負の影響を与えるというのが通説であるが、近年はこの考え方が見直されつつある。その理由として同族経営の場合大株主(プリンシパル)がエージェントとなるためエイジェンシー問題が発生しないこと、また長期間当該企業にコミットできるという利点があげられ、例えば最新の研究のひとつである **Wiwattanakantang et al. (2011)**ではわが国の上場同族企業はROA、トービンのq、売上の伸び率等で高い値をとっていることが示されている。

本研究では同族形態が企業パフォーマンスに与える影響について、わが国の百貨店を対象にして再検証を行う。ここで、分析対象を百貨店としたのは以下の理由による。第一に百貨店業界は古い歴史を持っており、高度経済成長期・バブル期・バブル崩壊後と成長サイクルの全てを経験していると考えられるからである。その結果、各々の期における企業のダイナミックな企業行動を把握することができる。第二に、百貨店はその性質上常に比較的巨額の投資を行う必要があるため、分析に適しているという点である。そのほか、同族・非同族という企業形態のバランスが良いこと、常に他社との厳しい競争に晒されていること、政府からのサポート・介入がないということも挙げられる。

本研究では、60年～97年における17の(上場・非上場を含めた)百貨店を対象に実証分析を行った。ここで、同族企業の定義は5%以上の株式を創業者一族が保有しているもしくは創業者一族が最高経営責任者に就任していることとする。その上で同族形態が資産成長率、レバレッジ、ROA、PBRへ与える影響に加え上場開始前に200年以上の歴史を持つ「老舗」、経営者に創業者一族が就任していることによる影響も併せて分析した。その結果、以下のことが明らかになった。第一に、同族企業は全ての期において過剰投資傾向にあるということに加え、高レバレッジ傾向にあるということである。結果として株式市場からの評価(PBR)は低くなっており、これは同族企業は長期的な視点で経営を行うという予想に反するものである。しかし一方で老舗企業は高成長期にはレバレッジを抑えつつ積極的な投資を行い低成長期には投資を抑えるという傾向が見られた。このことにより、老舗効果はPBRを押し上げることがわかった。

以上