

## 論説

## 日本のファミリービジネスに関する歴史的研究

—— 1935年と2015年の検討 ——

田 村 安 興

## 目次

## 序

1. 先行研究と問題の所在
2. 日本のファミリービジネスの歴史的特質
3. ファミリービジネスの統計
  - (1) 1935年のデータからみたファミリービジネス
  - (2) 2015年のデータからみたファミリービジネス
4. 2006年から2015年までの推移

## 結

## 序

本稿の目的は従来、優位にあるとされてきた日本のファミリービジネスを歴史的に検討することにある。そのために、1935年と2006年～2015年の二つの時期をデータとして用いた。1935年のデータは、日本証券取引所に上場されていた全上場企業297社である。データの出所は、第一回『会社四季報』によるものである。2006年～2015年のデータは代表的な指標とされるJPX日経インデックス400社を採用した。同インデックスは日本取引所グループとその傘下の東京証券取引所及び日本経済新聞社が共同で開発し2014年1月6日から公表が始まった。JPX日経インデックス400社は国際的にも知られており、業種ごとに日本を代表するにふさわしいとされる企業が選ばれている。以下ファミリービジネスをF.F、非ファミリービジネスをN.Fと表記する。

## 1. 先行研究と問題の所在

アダム・スミスは『国富論』第3版（1784年）において、合資会社が、銀行、保険、運河、給水事業などでは有効であるとしている<sup>1</sup>。ただし当時のイギリスの合資会社（Joint Stock Company）は今日の合資会社、合名会社（Private Company）、株式会社とも異なるイギリス的な会社であり、特権的な株主によって構成された会社を前提にしており、ファミリービジネスとは異質である。これは18世紀のイギリスの経済事情と、有限責任が明確ではない Joint Stock Company の性格を背景にした主張であった。当時のイギリスが産業革命下にあり、ファミリービジネスが爆発的に拡大していた。他方で非ファミリーによって構成された大規模企業があった。アダム・スミスは Joint Stock Company が株主の意向に左右され、排他的特権なしでは運営できず「怠慢と浪費がつねに支配的」<sup>2</sup>となると述べ、ファミリービジネスの優位性を説いた。

本稿でいうファミリービジネスとは同族企業、Family Firm とほとんど同義であるが、Family Firm には合資会社、合名会社の意味も含まれる。旧会社法では合名会社の社員は株式会社のような有限責任ではなく無限責任があった。

この問題の世界的学会誌“Family Business Review”が刊行されたのは1988年であり、年4回刊行されている。日本のファミリービジネス学会は2009年に設立された。日本のファミリービジネス研究は経営学からのアプローチが多かった。その趣意書でも「日本企業の太宗は、ファミリー企業（同族企業）であり、日本経済における役割は極めて重要である。しかしこれまでは、ファミリー企業に零細・中小企業が多いということもあり、研究調査は企業規模をベースにした中小企業論として取り上げられることが多かった」とある。

ファミリービジネスに関して法人税法では、上位3株主の持ち株比率をあわせて50%を超える会社を「ファミリー会社」として次のように定義されている。「同族会社 会社（投資法人を含む。以下この号において同じ）の株主等（そ

<sup>1</sup> Adam Smith *WEALTH OF NATIONS* pp.758

<sup>2</sup> 同上書 邦訳 第5編第1章 岩波文庫 第3巻429頁

の会社が自己の株式 投資信託及び投資法人に関する法律昭和二十六年法律第百九十八号 第二条第十四項に規定する投資口を含む）又は出資を有する場合のその会社を除く）の三人以下並びにこれらと政令で定める特殊の関係のある個人及び法人がその会社の発行済株式又は出資（その会社が有する自己の株式又は出資を除く）の総数又は総額の百分の五十を超える数又は金額の株式又は出資を有する場合その他政令で定める場合におけるその会社をいう」

この法律は法人税について、申告、納付及び還付の手続並びにその納税義務の適正な履行を確保する事が前提とされており、ファミリー会社を定義する場合にはやや狭い範囲となっている。創業者、経営者は上限75%に制限されるが、上場企業において50パーセントを創業者が保有し続けることは稀である。20%以上の株式を握られた会社は、持分法適用会社である。他方で、創業者が個人保有株が1パーセント以下でも会社の経営を掌握できる場合があるなどファミリービジネスの定義は多様である。

ファミリービジネスの定義には以下のような論点がある。1. ファミリーの親族関係に関して血縁関係がなくてもファミリーに含むのか。例えば婚養子が後継者になった場合を含むのか否か。2. 大株主であるファミリーがビジネスとどのような関係にあればファミリービジネスと言えるのか。3. 会社の所有と持株割合、創業家による経営への関与の度合い如何。4. 創業家ファミリーが社長や会長など経営のトップでなく、かつ上位10人の大株主に入っていないでも取締役、監査役等として経営を担うことがあればファミリービジネスと言えるのか。5. 創業者が引退して中継ぎの人材が一時的に経営のトップにつき、次世代の一族が後継の経営者となる場合もファミリービジネスと言えるのか。6. 創業家ファミリーが個人あるいは投資会社を通じて大量の株式を所有しているが経営には関与していない場合等がファミリービジネスの定義に関わる論点である。

先行研究ではファミリービジネスの定義に関して幅広い捉え方を行っている<sup>3</sup>。本稿で対象とするFamily Firmは広義のファミリービジネスであり、先行

<sup>3</sup> *Family firms and firm performance: Evidence from Japan* *Journal of the Japanese and International Economies* Volume 22, Issue 4, December 2008 Takuji Saito

研究にならい以下のようにファミリービジネスを定義する。

Family Firm (ファミリービジネス) とは、創業家一族および創業者一族が経営陣に入った法人が一定の株式を直接的、間接的に所有する経営、もしくは創業者一族が大株主ではなくなっても経営を実質的に支配権している企業を指す。その上でさらにファミリービジネスを以下のように区分する。(1)株式所有割合上位10人の中に創業者一族とその後継者、および創業者一族が経営陣に入った法人が含まれるが、有力な経営陣の中に創業者一族がおらず(取締役、監査役などにはいる場合を含む)経営は他者に委譲し社員がマネジメントする企業をOとする。(2)株式所有割合上位10人の中にはいないが創業者一族が株式の一定割合を保有し、創業者一族とその後継者および創業者一族が経営陣に入った法人が直接的、間接的に経営に関与している企業をMとした。(3)上場企業では株式大量所有の公表義務がある株式所有割合上位10人の中に創業者一族とその後継者、および創業者一族が経営陣に入った法人が含まれ、かつ会社の有力な経営陣(会長、社長)の中に創業者一族がいる企業をO & Mとした。

F.F (ファミリービジネス) を以上の3つに類型化し、非ファミリービジネスであるN.Fの経営と比較した。さらにファミリーの株式保有割合、非ファミリービジネスも企業の性格や歴史によっていくつか分類した。

先行研究ではファミリービジネスの定量的研究が多く、中でもニューヨーク市場のデータによる研究が多い。日本の上場企業のデータによるファミリービジネスの研究は経営学からの接近が多い。日本の上場企業に関するファミリービジネス研究は倉科(2003)とJosé Alloucheらによる共同研究(2008)がある。その他、Takuji Saito(2008)による日本の上場企業を比較した研究がある。同論文は1990年から1998年にかけてのF.Fの動態を分析した。これら先行研究の多くは、筆者と同様にF.Fを3区分し、N.Fと比較した経営の優位性を検討

---

*The Impact of Family Control on the Performance and Financial Characteristics of Family Versus NoN.Family Businesses in Japan: A Matched-Pair Investigation* José Allouche, Bruno Amann, Jacques Jaussaud and Toshiki Kurashina *Family Business Review* 2008; 21

倉科敏材『ファミリー企業の経営学』2003.7東洋経済新報

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

入山章栄・山野井順一「世界のファミリー経営の潮流」『組織科学』48巻1号 2014

図表1-1 対象企業の内訳 (%)

	本稿	先行研究(倉科)
NF	56.5	57.3
O&M	27.0	36.8
O	7.3	4.7
M	9.3	1.2

倉科 (2003) José Allouche (2008) の  
データと本稿データ (2015) 比較

している。先行研究のデータの出所も『会社四季報』（東洋経済）であるがリーマン危機以前のデータである。本稿は過去80年間の変化を視野に入れる。

筆者作成と倉科氏の F.E, N.F 区分とその内訳を以下に示した。なお倉科氏が用いたデータの出所は2000年『会社四季報』であり、筆者が使用するデータは1935年『会社四季報』創刊号と2006年『会社四季報』から2015年『会社四季報』（第3期）及び企業公表資料である。いずれも各年の通期決算が反映されている。

日本以外のファミリービジネスの先行研究はアメリカの S&P500 を使ったものが比較的多い。本稿で用いる1935年のデータは日本の全上場企業297社のものを使用、2015年のデータはJPX 日経インデックス400社に選定されている企業のデータを採用した。ただし、第2次世界大戦前の日本のファミリービジネスの財務に関する先行研究はほとんどない。OKAZAKI Tetsuji (2001) は戦前の財閥系企業の ROE 分析に関する優れた研究である。ただし、財閥系企業をファミリービジネスとして捉えてはいない。

先行研究の多くはファミリービジネスが非ファミリービジネスより経営的に優位にあることが指摘されているが、いずれもその平均値を比較したものであり、分散は検討されていない。

かつての日本の巨大ファミリービジネスは明治期から形成された財閥であった。財閥本社は戦後占領軍によって廃止の対象となり、財閥系ファミリービジネスは全て非ファミリービジネスとなった。戦前の企業は旧植民地に軸足を置く企業が多く、軍需に依存する企業が多かった。また繊維やゴム、製糖、植民地経営の企業が少なくなかった。1935年と2015年とは産業構造も大きく異なっ

ている。一方で経営が連続している企業も多い。近年のファミリービジネスに関する研究は少なくないが、あえて80年間の間隔をあけた財務資料を比較するような試みは従来なされなかった。本稿は先行研究を踏まえ、80年間を経たF.Fを比較したものである。

## 2. 日本のファミリービジネスの歴史的特質

日本のファミリーの事例でしばしば取り上げられる企業は、宮大工から始まった株式会社金剛組である。同社の創業は西暦578年とされており、世界最古の企業とされている。ただし日本は世界で最も長寿のF.Fが多いという見解があるが、それが妥当か否かが明らかになっているわけではない。一定の規模を有する会社は西洋社会の方が長い企業が多い。日本の大財閥の1つである住友財閥は銅精錬で成功した。その歴史は400年以上前にさかのぼり最古の歴史をもつ財閥である。住友本家の当主は住友本社（住友合資会社）の総理事と契約書を交わして任命し、事業は総理事に委任した。他の財閥のように本社や傘下事業の役員にも名を連ねることはなかった。

財閥解体以降も旧財閥系の求心力は強く、住友系の企業に就職した新入社員は入社にあたって今日でも住友本家創業地や記念施設を訪問する。渋沢家は今日でも100人を超える同族が一堂に会する行事が続けられている。一方で三菱財閥は岩崎弥太郎・弥之助兄弟や同族が築いた。ただし、明治時代以来土佐の自由党と対立してきた三菱系企業では、土佐の岩崎家を社員が訪問する事は少なかった。かつての旧財閥本家と社員との関係を窺うことができる。

日本の株式市場は、1878（明治11）年に東京株式取引所が売買立会を開始して以来、戦中戦後の一時期を除いて約130年の歴史がある。戦時統制経済の下の1943年、日本証券取引所に統合され、終戦とともに停止された。戦後4年を経た1949年4月1日に東京証券取引所が再建されたために同年に上場された企業が多い。

近代日本の巨大ファミリービジネスである財閥コンツェルンの多くは、明治前期において明治維新期の政権と深い関係を保ってきたために、財閥の拠点は

政治の中心であった東京であったが、当時は繊維産業が盛んであった大阪にも上場企業が多かった。また地方においても藩政時代から続いた、資産を有する特権的な商人は1870年代から数多くの企業を創業した。しかし、明治初年の士族授産事業や華族による創業はビジネスの素人が担ったために、ビジネスとして成功する者は少なく、倒産するかM&Aの対象となり、彼らはその後も投資家になるにとどまった。

中央、地方の財閥本家は合名会社、合資会社として株式非公開の持株会社を設立し、同族が主要な企業を支配した。日本の財閥はF.Fが巨大化したものである。四大財閥は明治の起業期において幅広い分野においてコンツェルンとなった。明治期に形成された日本の財閥は資本草創期であったので産業分野をまたがったコンツェルンとなることは自然の流れであった。

明治初期に形成された財閥が財閥本家の持ち株会社となり幅広い業種のコンツェルンとなった要因は起業の早期性にある。全く競合する同業種企業がなかった国内市場において、西洋からあらゆるベンチャーモデルが移入された起業ブームであったことに起因する。

これに対して大正、昭和初期に形成された新興財閥は特定の業界と関連する分野において大きな強みを発揮する財閥であった。地方でも鉄道、電力、繊維などを中心とする財閥が生まれた。また渋沢グループを典型として、起業と投資を主たる目的とするグループも形成された。

鈴木商店を除いて四大財閥は金融グループを抱えており、経済情勢によって破綻することはなかった。渋沢家のように多くの株式会社を設立するが、創業者はほとんど経営に関与しなかったグループもあった。

戦前の財閥系コンツェルンにはいくつかのタイプがある。財閥ファミリーが非上場の持株会社株式を所有するがファミリーは経営に関与せず幹部社員に経営を委任する住友型、ファミリーが持株会社だけではなく個人名で株式を所有し、かつファミリーが一部の会社の経営にも関与する三井、三菱型、株式会社の設立に関与するが経営には直接関与しない渋沢型があった。これに対して、鮎川、森、大川、藤村などの新興財閥は創業者が経営のトップに立った。鉄道、電力を中心にして大都市圏周辺には有力な財閥も生まれた。地方財閥は財閥解

体が及ばなかったがために戦後も存続したものが多い。

日本のF.Fが諸外国と比較して大きく異なった点は財閥解体後において旧財閥系N.F集団へと再編されたことである。創業者グループからの支配がなくなった後も銀行商社を中核とする企業集団として長く維持されてきたことは日本の特筆すべき特徴である。

第二次大戦後日本を占領した連合国は、財閥が軍国主義を制度的に支援したとみなし、財閥本社である三井合名、安田保善社、三菱合資、住友を加えた4財閥本社の解散と三井、岩崎、住友、安田4家構成員、持株会社取締役・監査役を産業界から追放した。解散命令は富士産業株式会社（旧・中島飛行機）など兵器産業や新興財閥にも及び、以下の新興コンツェルンや産業で独占・寡占的地位にあった企業を対象とした。大倉鉱業株式会社（大倉財閥）浅野財閥、古河財閥、渋沢財閥、野村合名、日産コンツェルン、日曹コンツェルン、理研コンツェルン、日窒コンツェルン、昭和電工株式会社（森コンツェルン）などであった。財閥解体（1945年より1952年）によって財閥系ファミリーによって所有されていた財閥本社が解体した。本稿では旧財閥系企業は例外なくすべて非ファミリービジネスとみなす。1947年11月に成立した「財閥同族支配力排除法」によって成立した持株会社整理委員会は占領軍当局の指令を受けて財閥家族の範囲を決めた<sup>4</sup>。

ただし財閥による企業支配は無くなったが企業グループは分社化されて存続したものも多い。また財閥解体によってファミリー企業であった日本の財閥本社は解体されたが、財閥系メインバンクを中心にして財閥系企業グループは再編された。ただし、旧ファミリー企業グループの中心にあったファミリーは大株主ではなく、かつ経営陣の中にも存在しなくなった。旧財閥ファミリーは創業の精神的支柱として残るグループもあるが、銀行、商社を中心とした緩やかな企業グループとなった。第二次大戦前は財閥持株会社や財閥個人大株主の所有から戦後は企業グループ間の株式持合いの関係へと変質した。しかし日本では、持株会社たる会社の設立及び既存の会社の持株会社化が禁止されたが、実

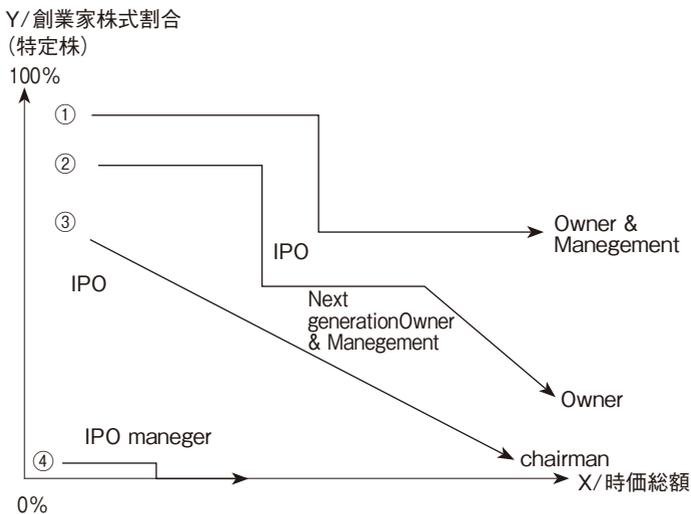
<sup>4</sup> ①財閥家族姓を名乗る尊卑族三親等および婚姻関係を含まない家族 ②所有金融資産一定額 ③所有不動産 ④持株比率10%以上の株式

質的な企業グループは継承されてきた。その後半世紀を経て、金融ビッグバンの一環で1997年に同法改正によって純粋持株会社が解禁された。その後多くの持株会社が上場されたものの、旧財閥グループの中核であった金融も再編されかつての財閥グループの中核となるような持株会社は見られない。

その結果一定の期間ではあるが、富の集中を排除することに繋がった。近年ベンチャービジネスによって新たなF.Fが台頭して創業家に富が集中する傾向がある。日本のように財閥解体によって強制的にF.Fが終焉させられなくても、一般にF.Fは時間の経過とともに創業者の持株比率が低下し、N.Fへと変化する。

図表2-1に歴史的経過からみた、F.Fの創業家持株比率と企業規模が拡大するいくつかのモデルを示した。①創業家が世代を超えて経営を営む場合。②は創業家が持株の一定割合を保持するが経営は社員が行う場合。③創業家が株主主ではなくてはいるが経営は創業家が行う場合。④創業家が持株すべてを売却してN.Fとなった場合。以上F.Fが大規模化するモデルには大きく分類すれば4類型がある。

図表2-1 F.Fの諸類型



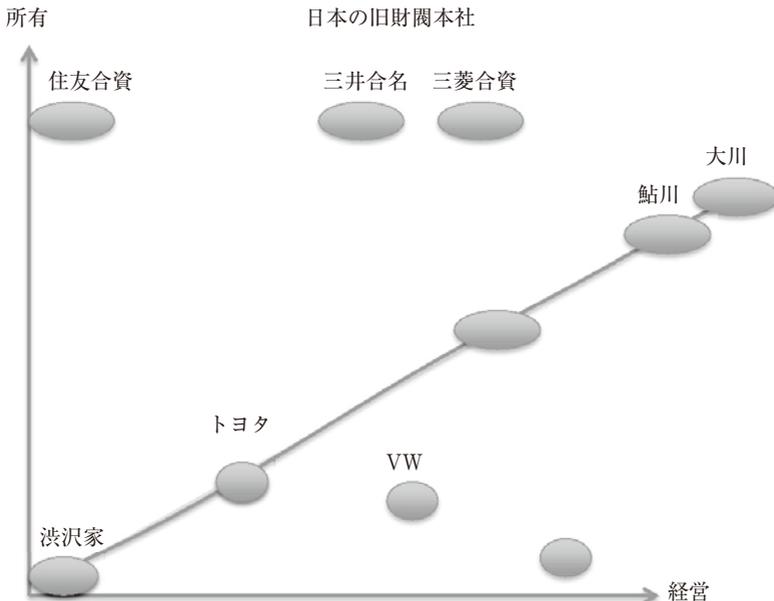
一般に、F.Fは相続やIPOによって持ち株比率が低下し、ファミリーの影響力は低下傾向をとる。在来業界の衰退と新しい産業分野への投資の遅れによってF.F創業家の影響力は低下する。またファミリー間の抗争、後継者難、人事の停滞によってN.Fとなる傾向もある。

F.Fの資産が拡大する場合は以下のような事例がある。①F.Fがコンサルティング化して持ち株会社となりグループ企業の規模が拡大する。②F.Fがトラスト化して特定業種の寡占化が進む。

F.FがN.Fとなる場合には以下の事例がある。F.FがM&AによってN.Fの経営傘下に入りN.Fとなる場合、財閥本社が廃業し、傘下の会社がN.Fとなる場合である。また、多くの投資家の共同出資により設立した企業や公的資金が投入された企業は設立当初からN.Fとなる事例が多い。

財閥を中心としたF.Fの所有割合と経営への関与度合いを図表2-2に示した。株式非公開であった旧財閥本社はファミリーの株式所有割合は多いが、旧財閥

図表2-2 ファミリービジネスにおける所有と経営



になるほど本家が経営への関与する度合いは低下する。新興財閥はその逆であった。明治初期以降最も多くの企業創設に関与した渋沢家は会社には出資するが、直接的な経営への関与は少なかった。第二次大戦後に急成長した企業グループには経営と所有のバランスがとれた企業がある。

### 3. ファミリービジネスの統計

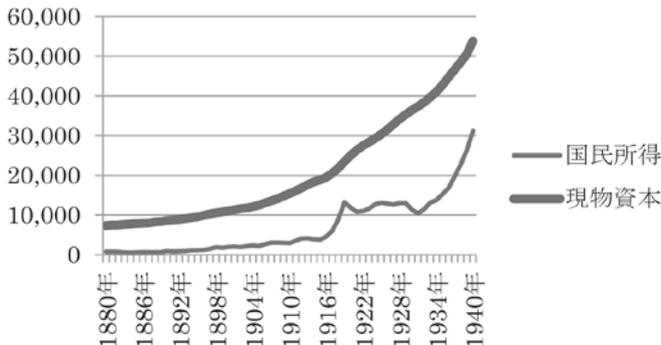
#### (1) 1935年のデータからみたファミリービジネス

日本経済は第一次大戦期の好況によって急成長した。その時期において大陸への企業進出とイノベーションによる起業ブームはあったが、1909年以降の不況によって長い低迷期を迎えていた。

第一次大戦後15年に及ぶ不況、恐慌の期間、国民所得は停滞するが現物資本は漸増する。資本の漸増を支えたのはアジアへの経済進出であった。特に中国市場への投資が資本市場を活性化させた。その中心には常に満鉄の存在があった。

日本経済は1929年の世界大恐慌下で実質経済成長がマイナスとなりデフレが進行したが、1930年代前半にデフレ脱却を果たした。その要因の一つは財政政策に支えられた自律的な経済成長というよりも満洲事変による特需によるとこ

図表3-1 日本の国民所得と現物資本（百万円）



『日本長期統計総覧』（日本統計協会）

ろが大きかった。関東軍は満洲全土を占領し、軍事的にはまれに見る成功を収めた。この後の軍事費増大によってインフレが進み、日本の資本による大陸進出がさらに増加した。満洲国の建国により中国市場に関心を持つアメリカから他の列強との対立も深刻化した。

2.26事件後において日本の株価は暴落したが、短期に回復し、1936年をピークとして実質経済成長は20パーセントを突破した。以後、事件後に台頭した統制派が陸軍主流となり、軍事関連産業中心に統制経済が進んだ。1937年以降において市場経済は変調し、戦時インフレ下で実質GNPは低迷した。その結果軍事関連以外の産業は低迷した。本稿が対象とする1935年は戦時経済体制に入る前の日本経済が比較的安定期である。

『会社四季報』第一回が刊行されたのは1936年であり、同書には上場企業の1935年の財務内容が記載されている。同資料によって、企業創業年別とF.F, N.F別企業数を図表3-2に示した。297社の中で非F.Fは77社、F.Fは220社であり、財閥関連のF.Fは120社である。

図表3-3は1935年の上場企業の業種別内訳である。55社が繊維関係であり、全上場企業の約20パーセントを占める。ほとんどが旧満州から原料供給を受けている。電力、鉄道など資本が大きい企業の上場数が多い。

図表3-4に示した企業は1935年時において海外に本社、主力工場がある上場企業一覧であり、47社に及び、上場企業数の約16パーセントである。日本市場はすでに東アジア、東南アジア経済圏と一帯となっていた。

今日と比較して株主構成の大きな違いは個人株主の割合が高いことである。第二次大戦前における上場企業の大株主の多くは個人株主であった。図表3-5に示すように1935年におけるF.Fのトップ10人中の大株主中の個人大株主は

図表3-2 創業年別とF.F, N.F別企業数

	19世紀創業	20世紀創業	total
F.F	42	178	220
N.F	22	55	77
total	64	233	297

1935年『会社四季報』、各企業資料による

図表3-3 1935年全上場企業の業種別内訳

業種	企業数	業種	企業数
紡績	26	セメント	16
人絹	15	化学	26
羊毛	8	洋紙	1
製糸	6	ビール	4
電力	32	製粉	3
瓦斯	7	製糖	10
鉄道	33	タバコ	2
海運	5	皮革	2
陸運	2	建築	2
空運	2	農業	2
通信	3	ゴム	8
鉄鋼	9	映画	4
軽金属	3	百貨店	5
機械	26	水産	2
造船	4	木材	1
炭鉱	8	紙	1
石油	2	ホテル	1
産金銅	3	取引所	13
		計	297

1935年『会社四季報』により作成

6名以上であった。また個人大株主が経営陣に入っている人数は平均2.74名であった。これに対して2015年のトップ10人中の大株主の中の個人大株主、ならびに大株主が経営陣に入っている人数は約1名しかおらず、F.Fといえども法人が大株主であり、個人株主は創業家の1名強以外には経営陣にほとんど入っていない。2015年におけるF.Fは非F.Fのように法人、投資組合による株式所有が大半である。また、投資法人を通じて外資による株式所有が増加しているのも近年の特徴である。

海外に本社、主力工場がある上場企業47社の総資産31億8,367万円は、全上場企業297社の総資産は44億4,416万円の72%である。そのうち満鉄が50%、東拓が10%であり、台湾製糖、大日本製糖など国が株式を所有する企業の資産が多い。

図表3-6図表3-7は1935年上場企業が2015年まで存続した企業の内訳とその割合である。その内訳はF.Fが87社、N.Fは27社であるが、F.FがそのままF.F

図表 3-4 海外に本社、主力工場がある上場企業（1935年）

	業種	社名	本社	工場	有力株主	総資産(千円)
1	紡績	同興紡織	上海	上海		18,033
2	紡績	長崎紡織	長崎	長崎堺青島	三菱	14,282
3	紡績	朝鮮紡織	朝鮮釜山	釜山		15,444
4	羊毛	満蒙毛織	奉天	奉天	松岡洋右	8,655
5	製糸	帝国製麻	東京	釜山	安田	28,086
6	製糸	日満亜麻	東京	富山/満州	豊田	3,342
7	電力	台湾電力	台北	台北		135,014
8	電力	京城電気	釜山	釜山	渋沢	21,360
9	電力	朝鮮瓦斯電気	釜山	釜山		9,568
10	瓦斯	南満州瓦斯	大連	大連	満鉄	11,368
11	鉄道	朝鮮鉄道	朝鮮	朝鮮	大川	41,011
12	鉄道	金剛山電鉄	朝鮮	朝鮮		18,741
13	鉄道	南満州鉄道	大連	大連	松岡洋右	1,559,410
14	機械工作	満州工廠	奉天	満州		4,235
15	通信	満州電電	新京	新京		57,816
16	肥料化学	満州化学	満州	満州	満鉄、三菱、三井、住友	27,556
17	炭鉱	鳳泉無煙炭鉱	朝鮮	朝鮮		3,526
18	石油	北樺太石油	東京	樺太	日石、日産、三菱、三井	24,208
20	肥料化学	日本ペイント	大阪	奉天		6,967
21	肥料化学	三共	東京	大連		21,385
22	ビール	満州ビール	奉天	満州		2,059
23	製糖	台湾製糖	台湾	台湾	三井物産	105,885
24	製糖	明治製糖	台湾	台湾		92,162
25	製糖	大日本製糖	東京	ジャワ	藤山同族	114,023
26	製糖	塩水港製糖	台湾	台湾		87,244
27	製糖	帝国製糖	台湾	台湾	松方	32,822
28	製糖	南洋興発	サイパン	サイパン		24,678
29	タバコ	東亜タバコ	東京	奉天		12,469
30	タバコ	満州タバコ	新京	新京		5,594
31	皮革	日本皮革	東京	上海	大倉組	9,767
32	建築	満州興業	満州	満州		4,089
33	農業	東洋拓殖	東京	朝鮮	大蔵大臣	288,389
34	農業	朝鮮興業	東京	朝鮮	渋沢、尾高	6,184
35	ゴム	熱帯産業	東京	スマトラ	三井合名	6,251
36	ゴム	日本産業ゴム	東京	スマトラ	日本産業	6,874
37	ゴム	南亜公司	東京	スマトラ	松方	3,427
38	ゴム	スマトラ興業	東京	スマトラ	明治製糖	2,188
39	ゴム	ボルネオゴム	東京	ボルネオ		2,224
40	ゴム	マレーゴム	東京	マレー	マレー人	5,126
41	ゴム	南国産業	東京	ジャワ	三井物産	4,539
42	ゴム	南洋ゴム	東京	スマトラ		2,530
43	百貨店	三越	東京	朝鮮、中国	三井合名	45,378
44	水産	日口漁業	東京	樺太		72,192
45	水産	大日本製塩	東京	台湾		6,570
46	取引所	大連取引所	大連	大連		3,525
47	取引所	大連信託取引所	大連	大連		6,126
	計					3,186,671

1935年『会社四季報』により作成

図表3-5 F.Fの個人大株主（トップ10人中）と創業者一族の経営者数

年	個人大株主	経営者
1935	6.09	2.74
2015	1.17	1.18

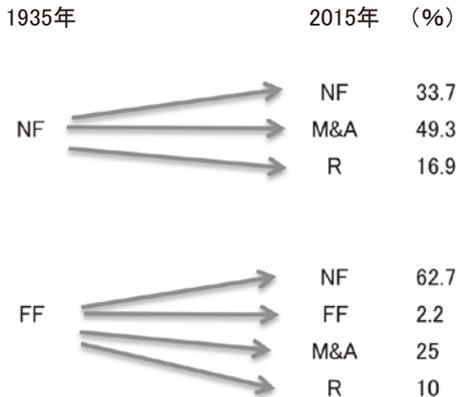
1935年, 2015年『会社四季報』による

図表3-6 1935年上場企業の中で2015年まで存続した企業数（M&amp;Aを除く）

	19世紀創業	20世紀創業	total
F.F	28	59(4)	87
N.F	9	17	27
total	37	76	113

1935年, 2015年『会社四季報』により作成 カッコはF.Fとして存続,  
その他旧F.FはN.Fとして存続

図表3-7 1935年の企業と2015年に存続した企業の割合



1935年, 2015年企業公表データにより作成

として存続した企業はわずか4社にすぎない。4社以外で存続した企業はN.Fに移行している。持ち株会社であった財閥系企業が廃止対象となった旧F.FはすべてN.Fに移行している。ちなみに旧財閥系企業115社のうち65社がN.Fとして存続した。1935年次においてF.Fであった企業の存続率は65.7パーセントであり、N.Fの存続率33.7パーセントより多い。日本の場合、旧F.Fが戦争によって企業資産の破壊、財閥解体という激動期を経たために、100年を越して

F.Fとしての経営を維持できた企業は極めて稀であった。戦後上場企業のF.Fはこの4社以外全て戦後上場された会社である。日本ではF.Fが長寿であるという通説は必ずしも正鵠を射ていない。

図表3-7は全企業の存廃率を示した。1935年創業期別上場企業の中で2015年まで存続した企業の内訳をみると、廃業(R), M&AはN.Fの方がF.Fより多い。1935年のF.Fが2015年において存続した会社は4社を除きN.Fとなっている。

1935年財閥系企業の2015年までの推移は、80年を経て存続した企業は約56パーセントであり、非財閥系企業の存続率とほぼ同数である。旧財閥系企業の中では、三井、三菱、大川、渋沢系企業の存続率が高い。

図表3-9は1935年上場企業の財務データである。F.F, N.Fをさらに財閥系、非財閥系、国営系に区分しており、財閥系はF.Fに、非財閥系、国営系はN.Fの内数に含まれる。平均値を比較すると、ROE, ROAともにF.FがN.Fより

図表3-8 財閥系上場企業数の1935年、2015年の推移

	三井	三菱	住友	大倉	浅野	大川	渋沢	古河	大原	鮎川	森	野口	利光	小林	穴水	藤山	根津	五島	豊田	寺田	計
廃業	6	2	2	4	1	1	2	0	0	1	1	0	0	0	1	1	0	1	1	0	24
存続	13	8	3	2	3	6	8	3	2	1	1	2	1	3	3	1	2	1	1	1	65
M&A	1	3	0	0	3	7	3	0	3	1	1	0	2	0	0	0	0	0	1	1	26
計	20	13	5	6	7	14	13	3	5	3	3	2	3	3	4	2	2	2	3	2	115

1935年、2015年『会社四季報』により作成

図表3-9 1935年上場企業の財務データ

1935年		総資産(千円)	経常利益率(%)	ROA(%)	ROE(%)	n
財閥系(内数)	$\mu$	45,524	19.2	5.8	8.7	117
非財閥系(内数)	$\mu$	48,635	18.2	5.8	8.6	179
FF	$\mu$	34,332	19.5	6.8	10.2	220
NF	$\mu$	84,143	15.9	3.2	4.7	76
国営系(内数)	$\mu$	500,787	11.1	1.3	2.3	6
財閥系	$\delta$	92,838	10.7	6.0	9.3	117
非財閥系	$\delta$	132,576	11.9	7.9	11.4	179
FF	$\delta$	73,218	11.8	7.7	11.3	220
NF	$\delta$	191,444	9.7	4.7	7.2	76
国営系	$\delta$	561,156	5.0	0.9	1.3	6

1935年『会社四季報』により作成

高いが、財閥系、非財閥系間で差異はない。経常利益率はN.Fの数値が低く、国営系の6社は全ての数値が低い。総資産は国営系 > N.F > F.Fの順である。ROE, ROAの標準偏差はF.FがN.Fより数値が高い。

図表3-9は1935年上場企業の財務内容である。国が大株主の企業は6社である。その内訳は、満鉄およびその子会社が4社、その他は朝鮮半島の国策会社である東洋拓殖株式会社と日本製鉄所である。日本製鉄所はかつては国営企業であったが、その後三菱合資などが大株主となった。いずれも国が所有する株式が多くを占める。これら国が大株主となっている企業はROA, ROE, 経常利益率ともに他の企業を大幅に下回っているが、総資産は多い。

後に外相となる松岡洋右はこの時期には代議士を退き、1935(昭和10)年8月には満鉄総裁に就任しており満鉄系企業の大柱主に名を連ねた。

## (2) 2015年のデータからみたファミリービジネス

2015年は第一回『会社四季報』(1935年)が刊行されてから80年後になる。『会社四季報』2015年の中からJPX日経インデックス400社のデータを抽出した。JPX日経インデックス400は2014年1月から公表が始まった指数である。東京証券取引所に上場を行っている企業3400社の中から、投資家に魅力の高い銘柄

図表3-10 1934(昭和9)-1935(昭和10)年上場企業と国営系企業の経営

	n	株主資本			売上額			利益額		
		9年下	10上	10年下	9年下	10上	10年下	9年下	10上	10年下
上場企業	297	7,851,600	8,293,875	8,558,351	2,560,199	2,667,638	2,818,099	599,060	612,064	629,534
国営系	6	1,604,526	1,767,329	1,847,698	454,208	486,124	509,137	64,018	76,120	73,605
上場企業	$\mu$	26,436	27,926	28,816	8,620	8,982	9,489	2,017	2,061	2,120
国営系	$\mu$	267,421	294,555	307,950	75,701	81,021	84,856	10,670	12,687	12,267

1935年『会社四季報』により作成(千円)

図表3-11 上場国営系企業一覧

会社名	本社出張所	外国工場	大株主	うち経営陣	大株主	財閥名	創業年
満蒙毛織	奉天	奉天	11	1	松岡洋右		1918
南満州瓦斯	大連	大連	8	7	満鉄		1911
南満州鉄道	大連	大連	1	0	松岡洋右	内蔵頭	1906
日本製鉄	東京		0	0	大蔵省	三菱合資・重工・鉱業	1934
満州化学	満州	満州	0	0	満鉄	三菱 三井 住友	1933
東洋拓殖	東京	朝鮮	3	0	大蔵大臣、		1908

図表3-12 2015年対象企業の業種別業績 (%)

ROE	FF	NF		ROA	FF	NF	
鉱業	-	2.7	-	鉱業	-	1.7	-
医薬品	6.5	2.0	○	医薬品	4.7	7.2	×
化学	11.6	11.4	○	化学	6.7	5.6	○
ガラス土石	10.9	8.9	○	ガラス土石	6.1	2.5	○
ゴム	15.5	15.8	×	ゴム	7.6	5.8	○
繊維	-	8.8	-	繊維	-	4.7	-
建設	10.3	12.1	×	建設	3.3	4.1	×
食品	7.1	9.2	×	食品	3.8	4.9	×
金属製品	9.1	9.9	×	金属製品	4.0	4.5	×
機械	10.9	11.2	×	機械	5.7	5.0	○
鉄鋼	-	10.7	-	鉄鋼	-	3.9	-
電機機器	13.8	14.6	×	電機機器	7.9	5.5	○
精密機器	22.5	7.1	○	精密機器	9.6	3.3	○
非鉄金属	13.7	9.8	○	非鉄金属	6.3	4.1	○
輸送機器	10.7	13.5	×	輸送機器	5.0	5.0	-
紙パルプ	-	6.4	-	紙パルプ	-	1.4	-
石油	-	-3.4	-	石油	-	-0.8	-
空運	-	5.1	-	空運	-	1.7	-
倉庫運輸	-	2.0	-	倉庫運輸	-	5.4	-
銀行	12.1	7.1	○	銀行	0.8	0.5	○
証券先物	13.7	13.4	○	証券先物	1.8	3.5	○
その他金融	7.7	10.9	-	その他金融	1.0	1.0	-
保険	-	6.7	-	保険	-	0.7	-
電力ガス	-	8.5	-	電力ガス	-	3.3	-
不動産	16.0	11.7	○	不動産	5.0	3.1	○
陸運	8.0	9.0	×	陸運	2.8	2.4	○
海運	-	6.2	×	海運	-	1.9	-
サービス	18.5	15.9	○	サービス	8.9	10.2	×
小売	14.4	8.2	○	小売	7.2	3.5	○
卸売	10.4	8.5	○	卸売	4.7	2.4	○
情報通信	20.0	12.7	○	情報通信	8.4	6.3	○
その他	19.8	12.2	○	その他	11.7	7.0	○
○			13	○			15
×			9	×			5

2015年『会社四季報』により作成 2015年JPX日経インデックス400のデータより  
 FFがNFを上回る場合は○ 下回る場合は× データなし-

400社を指数とした。銘柄構成は1部に加え2部及びマザーズ、ジャスダックなどの新興市場も含まれる。これら上場企業の中から特設注意銘柄、過去3年間で連続赤字や債務超過の状態にある企業は除かれる。

2015年JPX日経インデックス400社を筆者が行った区分によって分類すると、F.F176社、N.F224社である。F.Fの内訳はO&Mが大半である。ただしファミリーの保有株の平均は20パーセントにみえない。

図表3-12は対象企業の業種別業績である。業種別にみるとF.FがN.FよりROEの数値が高い業種は13業種、低い業種は9業種である。ROAが高い業種は15業種、低い業種は5業種であり、いずれの数値も平均ではF.Fの優位性を示している。

図表3-13の経営指標によるとN.FはN.FよりROA、ROEともにN.Fより高い数値を示しているが、標準偏差はF.FがN.Fより多い。時価総額、総資産の平均はN.FがF.Fより高いが、標準偏差は逆にN.Fが多い。また、経常利益率にはF.FとN.Fの差は認められない。

図表3-14には2015年F.F持株割合別経営を示した。ファミリーによるF.Fの持株割合が50パーセントを超える企業の業績は良くなく、20パーセントから50パーセントの企業が最も業績が良い。

図表3-13 2015年経営指標

		n	$\mu$	$\sigma$
時価総額 (億円)	FF	176	9,625	21,230
	NF	224	11,556	16,906
総資産 (億円)	FF	176	12,419	41,335
	NF	224	67,573	264,812
ROA	FF	176	6.31	5.08
	NF	224	3.98	3.74
ROE	FF	176	13.11	6.80
	NF	224	10.53	6.74
経常利益率	FF	176	13.66	11.77
	NF	224	12.57	10.63

2015年『会社四季報』により作成

図表3-14 2015年 F.F 持株割合別経営指標 (%)

F.F株数	ROA	ROE	母集団構成比
50%以上	5.64	10.87	1.8
20%以上	7.07	16.81	9.8
20%未満	6.14	12.19	32.2

2015年『会社四季報』

2015年JPX日経インデックス400のデータより集計

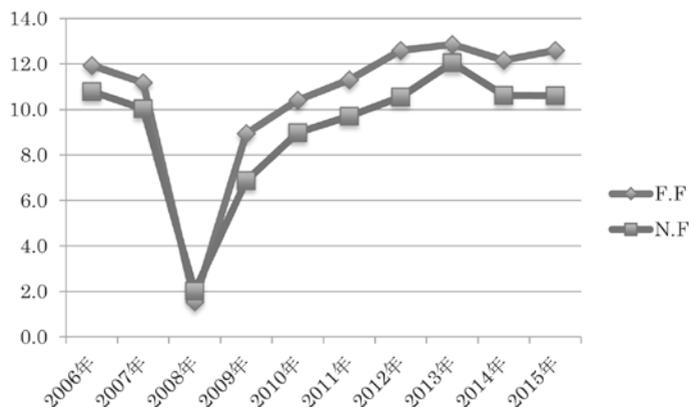
#### 4. 2006年から2015年までの推移

2006年からリーマンショックをはさんだ2015年までの経営の推移を検討した。データ数は2015年JPX日経インデックス400社の中で2006年においても上場されていた365社である。残る35社は2006年から2015年までに上場された企業である。

JPX日経インデックス400社の経常利益率平均の推移を図表4-1に示した。リーマンショックの時期をはさんでF.FがN.Fを上回っている。

経営分類別ROAの推移を図表4-2, 図表4-3に示した。F.F・O&Mが最もROAの数値が高いがF.F・Mは低い。ただし分散は多い。非F.Fの中では旧

図表4-1 経常利益率の推移 (%)



2006年～2015年『会社四季報』により作成

図表4-2 ROA の推移 (%)

ROA		2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	
$\mu$	F.F	FF.O&M	6.2	5.2	4.9	2.6	3.3	5.2	5.2	5.6	6.2	6.5
		F.M	5.2	5.5	5.4	2.3	4.7	4.8	4.1	5.3	5.6	4.7
		F.O	4.7	4.7	4.6	2.8	3.3	4.1	3.8	4.2	4.6	5.6
	N.F	A	3.1	4.1	4.4	-0.4	1.7	2.6	3.7	3.4	4.1	4.6
		B	3.8	3.5	3.9	0.8	1.6	3.2	3.0	3.6	4.4	3.2
		C	4.5	4.7	4.4	2.4	3.5	4.5	4.1	4.7	4.9	3.5
$\sigma$	F.F	F.F	6.7	3.9	5.7	6.1	5.2	4.2	4.6	4.9	5.1	
	N.F	N.F	3.5	3.7	4.7	5.3	3.7	3.6	3.6	3.3	3.1	3.7

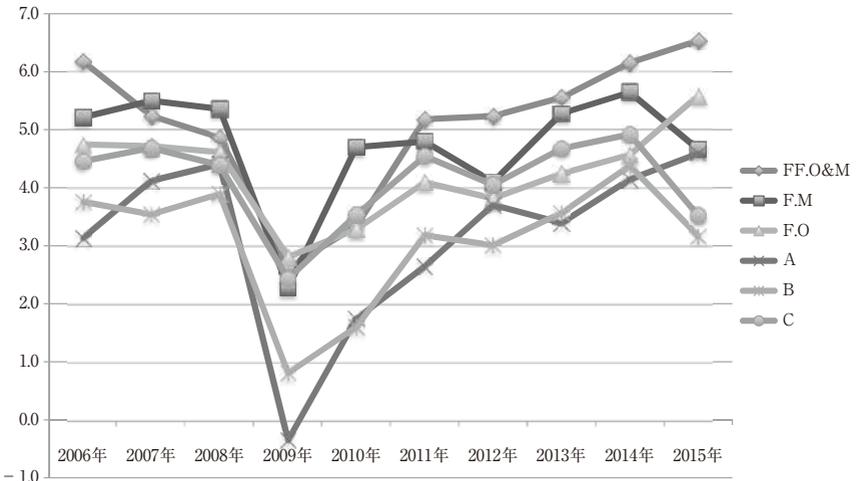
2006年～2015年『会社四季報』により作成

N.F・A：戦前にはF.Fであったが戦後N.Fへ移行した企業。

N.F・B：戦前は旧財閥の傘下にあった企業がN.Fに移行した企業。

N.F・C：旧国営系企業。

図表4-3 ROA の推移 ( $\mu$ ・%)



2006年～2015年『会社四季報』により作成

国営系、財閥系企業が低い数値を示している。

経営分類別 ROE の推移を図表4-4に示した。ROA 同様に、平均値ではF.F・O&M が最も ROE の数値が高いがF.F・M は低い。N.F の中では旧国営系が

図表4-4 ROEの推移(%)

ROE	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	
$\mu$	FF.O&M	12.01	8.47	4.67	3.51	8.63	10.72	11.34	12.56	13.03	12.97
	F.M	9.84	11.45	10.72	-0.41	1.76	3.76	5.86	7.27	11.15	11.79
	F.O	11.36	12.26	12.28	4.61	5.65	10.16	9.59	9.56	10.40	11.07
	N.F	10.45	10.42	10.22	-0.14	4.22	8.15	6.25	8.76	10.19	11.40
$\sigma$	A	29.99	7.46	7.67	-2.49	3.67	3.70	7.07	9.51	10.44	10.52
	B	21.87	11.78	11.02	-3.10	4.74	8.51	7.28	7.67	9.76	10.14
	C	9.71	8.87	9.91	5.89	4.34	7.55	7.40	9.26	8.90	9.52
	F.F	7.27	14.38	33.02	20.05	12.41	14.99	9.55	8.84	7.10	6.80
	N.F	76.30	6.80	6.06	18.32	10.45	6.82	11.61	5.95	5.43	6.74

2006年～2015年『会社四季報』により作成

安定的な数値である。近年、株主利益を上げる傾向にあり、旧国営系企業には株主利益率を配慮する必要がない事を反映したものであろう。ただし、分散は個別企業の年別変動幅が大きく、不定である。

## 結

本稿は上場企業によって公表された1935年と21世紀初頭の財務データに基づき、ファミリービジネスに関する特徴を比較検討した。この両年は、1935年は昭和恐慌から、2015年はリーマン危機から経済が回復過程にある、比較的日本経済が堅調であった年である。1935年、2015年ともにデータの平均値はファミリービジネスは非ファミリービジネスより財務上優れているという結果がでた。2006年からリーマンショックをはさんだ2015年までの経営の推移は、経常利益率、ROA、ROEの平均はF.FがN.Fを上回っている。しかしROAの分散の数値は、ファミリービジネスは非ファミリービジネスより高い数値を示している。ROEの数値は不定であり、ファミリービジネスの経営が優位であるとは断定できない。

1935年と2015年を比較するとファミリー企業には相違がみられる。1935年の企業は個人が主要な大株主であるが、2015年には法人大株主が主流となった。また、1935年には財閥系のF.Fの他に、N.Fである南満州鉄道株式会社、東洋

拓殖会社、台湾製糖株式会社など、アジア市場に拠点がある巨大国策企業が上場企業の総資産の多くを占めていた。その他、鉄道、電力、繊維などの上場会社が多かったが、輸送機械、航空機、化学、電気機械などの当時のベンチャー部門におけるF.Fの存在感は薄かった。この後、日本市場は急速に統制経済と戦時体制に進むが、上場企業の広がり弱さが統制経済政策に帰結した要因もそこにあった。

### 参考文献

*Adam Smith* WEALTH OF NATIONS

*Takuji Saito* Family firms and firm performance: Evidence from Japan *Journal of the Japanese and International Economies* Volume 22, Issue 4, December 2008

*José Allouche, Bruno Amann, Jacques Jaussaud and Toshiki Kurashina*

*The Impact of Family Control on the Performance and Financial Characteristics of Family Versus non Family Businesses in Japan* *Family Business Review* 2008 21

*OKAZAKI Tetsuji* The Role of Holding Companies in Pre-War Japanese Economic Development *Social Science Japan Journal* Vol.4 No.2 2001

倉科敏材『ファミリー企業の経営学』2003.7東洋経済新報

後藤俊夫『ファミリービジネス：知られざる実力と可能性』2012年白桃書房

