

ドイツ財団所有企業の 理論的基礎に関する一考察

柴 田 明

要 旨

本稿では、ドイツのファミリービジネスにおいて注目されている「財団所有企業」を分析するにあたり、ファミリービジネスにおいて議論されている諸理論がどのような可能性と限界を持っているのかについて検討する。まずファミリービジネス研究において一般的に取り上げられる代表的な理論の特徴を概説し、その後でドイツの財団所有企業の概要を踏まえて、これら代表的な理論が財団所有企業をどのように分析できるのか、財団所有企業の基礎理論たり得るのかを検討する。ドイツの財団所有企業は独特なガバナンス形態を取っており、一元的なガバナンスを想定しがちなファミリービジネスに比べてこれら代表的理論の応用可能性には限界があることを指摘する。

キーワード：財団所有企業 (Foundation-owned firm)、ファミリービジネス (Family Business)、ドイツ (Germany)、エージェンシー理論 (Agency Theory)、スチュワードシップ理論 (Stewardship Theory)

I はじめに

ドイツのファミリービジネス（同族企業・同族経営）において、財団所有企業 (Stiftungsunternehmen; foundation-owned firm: FoF) が注目されている。財団所有企業とは、ファミリーが設立した財団が企業経営に関与する企業のことであるが、ドイツにおいては、ボッシュ (Bosch)、ツァイス (Zeiss)、アルディ (Aldi)、ベルテルスマン (Bertelsmann) といった有名企業が財団

所有企業である¹⁾。確かに日本においても企業財団が存在し、一部で財団が株式所有を行うケースもあり、事業継承などの目的を持っている場合もあるが、その多くは公益や助成金などの目的のために運営されているものであり、税優遇措置などがあるものの、当該企業に対する積極的なガバナンス主体として存在しているわけではない。当該企業の CSR 活動の一環と見ることもできるが、基本的には企業財団は企業経営に対して表に出ることはあまりなく、日本においてはそれほど注目されていない²⁾。

一方、ドイツの財団所有企業において、財団は当該企業の所有者であり、ガバナンス主体となるべき存在であるが、しかし財団自体は所有者はおらず、公益や私益などの固有の目的のために運営されている。利益追求組織である企業を財団が所有し、財団は企業からの配当で公益や私益などに貢献するという形で、私益と公益の交点にある「ハイブリッド組織」(Achleitner/Block 2018) であると見なすことができ、「新しい資本主義」や「ステイクホルダー資本主義」といった従来型の利益追求重視型とは異なる資本主義のあり方が求められている中で、ドイツ固有の企業形態とはいえ、日本においても注目に値するものと思われる。

本稿では、そのような財団所有企業に関する分析を進める上で、ファミリービジネスにおいて議論される諸理論が財団所有企業の分析にどの程度適用できるのかを検討する。具体的には、第2節でファミリービジネス研究において取り上げられる主要理論を検討する。続く第3節では、2節で取り上げた主要理論の観点から財団所有企業を解釈し、財団所有企業の基礎理論としての可能性を検討する。4節でまとめる。

1) ドイツ以外にも、オランダやデンマークなどの国において財団所有企業が見られ、代表的な企業にはカールスバーグ (Carlsberg) やイケア (IKEA) がある。

2) ただし、以下のサイトにおいて、「自己株式を活用した企業財団の設立」というタイトルで、ドイツの財団所有企業のしくみに似た企業財団の設立の概要が説明されている。あいわ税理士法人&あいわ Advisory ニュースレター https://www.aiwa-tax.or.jp/wp/wp-content/uploads/2022/02/%E3%83%8B%E3%83%A5%E3%83%BC%E3%82%B9%E3%83%AC%E3%82%BF%E3%83%BC_202202%E7%A4%BE%E5%9B%A3%E8%B2%A1%E5%9B%A3%E6%B3%95%E4%BA%BA.pdf (2023年10月31日閲覧) を参照。

II ファミリービジネスに関する諸理論

ファミリービジネスにおける理論的枠組みとして頻繁に取り上げられるのが、スリー・サイクル・モデル、エージェンシー理論、資源ベース理論、社会情緒資産 (Socioemotional Wealth: SEW) 理論である。また、文献によっては取引コスト理論、スチュワードシップ理論、ライフサイクル理論、社会関係資本理論、システム理論が挙げられている³⁾。本節では、その中でも多くの文献で取り上げられている、スリー・サイクル・モデル、エージェンシー理論、スチュワードシップ理論、資源ベース理論、社会情緒資産理論について検討したい。

1) スリー・サイクル・モデル

スリー・サイクル・モデルは、ファミリービジネス研究において古典的なフレームワークである (cf. Gersick et al. 1997; 奥村 2016)。所有と経営の分離を前提とする一般的な株式会社が、所有者と経営者という2つの（時に相反する）利害の観点から考察されるのに対し、ファミリービジネスにおいてはこれらに加えて家族（同族）という観点が付け加わる。スリー・サイクル・モデルにおいては、ファミリービジネスをシステム、そしてファミリービジネスを構成するこれらの側面をサブシステムととらえ、それらの相互関係からファミリービジネスをとらえようとする。浅羽／山野井（2022）によれば、以下の図1の通り、スリー・サイクル・モデルでは7種類の利害関係者が関わり、利害を調整する必要がある。所有者と経営者のツー・サイクルからなる一般の企業よりも多種多様な利害関係者が関わるため、その調整は困難となる。

このスリー・サイクル・モデルは、ファミリービジネスの基本的性格を示

3) ファミリービジネスの理論的枠組みに言及している日本の研究としては、例えば浅羽（2015）；浅羽／山野井（2022）；入山／山野井（2014）；小沢（2018）；澤田（2018）；嶋田（2012）；山田／江島／足代／藤野（2021）などがある。

すフレームワークとして直感的にわかりやすく、多くの研究において触れられているが、しかしあくまでこれはフレームワークであり、現象を説明する理論枠組みではない。この意味で、ファミリービジネス研究の基礎理論としては不十分であると言えるが、本稿では後の議論のために取り上げることとしたい。

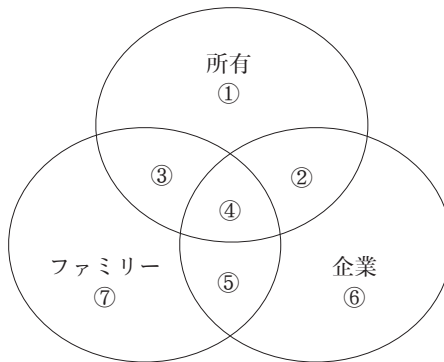


図1：スリー・サイクル・モデル（浅羽/山野井 2022, 26ページ）

2) エージェンシー理論

エージェンシー理論は、ジェンセン (M. Jensen)、ファーマ (E. F. Fama)、メックリング (W. Meckling) らによって開発された経済学アプローチであり、新制度派経済学 (組織の経済学) を構成する理論である (cf. Jensen 1986; Jensen/Meckling 1976; Fama/Jensen 1983)⁴⁾。

エージェンシー理論において、経済的取引はプリンシパル (依頼人) とエージェント (代理人) の「エージェンシー関係」からなるとされる。例えば企業において、株主は企業の所有者であり、プリンシパルとして、エージェントである経営者に経営を委託している。このようなプリンシパルとエージェントの関係は、経済取引の至るところに存在しており、高度な分業

4) エージェンシー理論に関する日本の研究としては例えば菊澤 (2016) を参照。

社会においては当然の関係であるが、エージェンシー理論においては、限定合理性や機会主義、情報の非対称性などの仮定の下に、利害が一致しないプリンシパル-エージェント関係の中で、エージェントがプリンシパルの意に反した行動を取ってしまうというエージェンシー問題を引き起こすとされる。

エージェンシー問題の典型が逆選択（アドバース・セレクション）や道徳的危険（モラルハザード）である。経営学におけるコーポレートガバナンスの枠組みにおいては、エージェントとしての経営者によるモラルハザードが問題とされる。株主は株価の上昇や配当に対する利害があるのに対し、経営者は必ずしもそのような利害を持っておらず、むしろシェアの拡大やその他自らの利益になることに対して意識を持つ。この状況で、株主と経営者との間に情報の非対称性があると仮定すると、経営者は株主の利害を無視して自らの利益を追求しようとする。これが株式会社におけるモラルハザードである。

このように、一般的な株式会社であれば、所有と経営の分離により株主と経営者が別人格となると、エージェンシー理論の想定ではエージェンシー問題が生じるが、ファミリービジネスにおいて同族の下に所有と経営が一致している場合は、上記のようなエージェンシー問題は起こらず、エージェンシーコストが節約され、結果として効率的であると見なされることになる。また、たとえ同族外の人物が経営者だったとしても、同族メンバーとの情報の非対称性が低い場合にはエージェンシーコストは節約されるだろう。同族メンバーは、ファミリービジネスにおける様々な資産を守るために、非同族企業よりも監視に強いインセンティブを持ち、またより多くの情報を獲得しようとする。そうすると、非同族の経営者は機会主義的行動のインセンティブが低くなるだろう（Felden/Hack/Hoon 2019, S. 117）。

よって、エージェンシー理論的に見れば、同族の所有比率が高ければ高いほど、ファミリービジネスの効率性が高まり、業績は上がることとなる。ただし、オーナー経営者に権限が集中しすぎると、例えば短期的な収益を追求したり、市場からのプレッシャーが希薄であることから恣意的な企業経営が

可能になってしまい、問題を引き起こしたりするなどのデメリットも生じうる。さらに、ファミリー以外の少数株主とのコンフリクト（プリンシパル－プリンシパル（PP）・コンフリクト）（浅羽／山野井2022, 31ページ；Felden/Hack/Hoon 2019, S. 118）も問題である。ここでは、多数派である同族メンバーが少数派の非同族株主の利益を犠牲にして自らの利得を最大化しようとするかもしれない。また、同族メンバーが子会社の経営者であるというようなケースで、プリンシパルであると同時にエージェントでもあるという「マルチ・エージェント・パースペクティブ」の問題も生じる可能性がある（Felden/Hack/Hoon 2019, S. 118）。

このように、エージェンシー理論的に見れば効率的と見なされる、ファミリービジネスにおける所有と経営の一致という方策も、それ自体として別の問題を引き起こす可能性もある。

3) スチュワードシップ理論

スチュワードシップ理論は、エージェンシー理論とは正反対の人間像を置く理論である。エージェンシー理論が利己的な人間像を想定し、エージェントは隙があればプリンシパルの利益を犠牲にして自らの利益を獲得しようすると想定しているのに対し、スチュワードシップ理論では、人間は本来そのような悪徳的な行動を取るのではなく、自己の潜在能力を最大限に発揮し、利己的でなく集団や組織に合わせて行動でき、成長や自己実現などの内発的動機づけを持ち、信頼などを重視すると想定されている（cf. Davis et al. 1997; Donaldson/Davis 1991）⁵⁾。

このようなスチュワードシップ理論が想定する人間に対しては、エージェンシー理論が主張するような、エージェントの利己的な行動を防ぐための制裁などによる利益相反行動の抑止や、ストックオプションなど、金銭による外発的動機づけを目指した制度的措置ではなく、権限を委譲するなどの内発

5) スチュワードシップ理論に関する日本の研究として、例えば柏木(2005)；木下(2018)などを参照。

的動機づけを目指した政策が求められる。

ファミリービジネスにおける同族出身の経営者は、事業の遂行に際し、エージェンシー理論のような利己的に振る舞うだろうか。ファミリービジネスは創業者やその家族によって作り上げられた一種の資産であり、それを自らの勝手な振る舞いによって崩壊させようとするインセンティブを持つとは考えにくいだろう。その意味で、スチュワードシップ理論はエージェンシー理論よりもファミリービジネスにおける経営者の行動原理として適切だと見なす根拠があると言える。とりわけ、ファミリービジネスは血縁や親族関係に根ざすものであり、利他的な行動を想定するスチュワードシップ理論が適合する余地があると言える (Felden/Hack/Hoon 2019, S. 120)。

また、スチュワードシップ理論のいう利他的な行動は、ファミリービジネスにおいては同族の結束を高める効果を持つだろう。その結果、例えばエージェンシー理論の想定するような情報の非対称性を削減する可能性がある。情報の非対称性が削減されれば、組織の成果にとって逆機能的なコンフリクトも減ることとなり、また参加的な意思決定の文化が促進されることとなる (Ebenda, S. 121)。

さらに、エージェンシー理論においてはプリンシパルである株主とエージェントである経営者の利害の不一致が前提とされるが、スチュワードシップ理論において、エージェントである経営者が利他的な行動を取ることで、プリンシパルとエージェントの利害が同化することとなり、監視メカニズムなどのコストが削減される。経営者が同族メンバーであれば、彼はまさに金銭的な動機づけではなく、同族やファミリービジネスに対する感情などの内発的動機づけに基づいて、ファミリーや企業の利害に沿った経営を行うようになるだろう。

浅羽／山野井 (2022) によれば、「エージェンシー理論に依拠する研究者は、ファミリー企業がコア・コンピタンスや事業再生には過小投資をする傾向にあると予見するのに対し、スチュワードシップ理論に依拠する研究者は、ファミリー企業は短期的な M&A やダウンサイジングはあまり行わず、も

し事業の将来に対して懸念があれば、新設備、新工程や新製品、市場開拓といった能力に対して投資を積極的に行うと考える」(33ページ)。また、「積極的な人材育成投資とフラットで有機的で凝集性の高い組織の構築」や「外部の利害関係者と持続的な関係を結ぶ」(同上)ことをめざすことも、スチュワードシップ理論から見たファミリービジネスの特質であるという。

スチュワードシップ理論に基づけば、同族メンバーは「良き管理人」として企業をガバナンスしていくことになる(Felden/Hack/Hoon 2019, S. 123)。経営者は利他的なスチュワードとして行動するため、基本的に性悪説的な監視システムは必要なく、むしろ利他的な行動を引き起こすような非財務的目標を提示すべきであろう。ただし現実的には、例えば同族メンバーの顔ぶれが多種多様になり、同族メンバー間で利害が一致しない場合、あるいは非同族メンバーが経営陣に入っている場合、さらに経営陣の中でスチュワードシップとエージェントという2種類の行動原理が存在するなどの場合、利害のコンフリクトが発生するかもしれないし、あるいは利己的な行動によるエージェンシー問題が生じ、スチュワードシップ理論の適用の余地は小さくなるかもしれない。

4) 資源ベース理論

資源ベース理論は経営戦略に関する理論であり、企業の競争優位について、企業の外にある外部環境や構造に焦点を当てるのではなく、企業組織内部にある経営資源にその源泉があると考えられる理論である⁶⁾。例えばバーニー(J. B. Barney)は、有名なVRIOフレームワークにおいて、価値(Value)、希少性(Rareness)、模倣可能性(Immutability)、組織(Organization)の4つの観点から企業の競争優位性を議論している(cf. Barney 1991)。またプラハラード(C. K. Prahalad)とハメル(G. Hamel)は、「コア・コンピタンス」の概念を用いて企業独自の固有の能力を表現した(cf. Prahalad/Hamel 1990)。

6) 資源ベース理論の理論的展開については例えば永野(2015)を参照。

コア・コンピタンスとは、他社が模倣不可能なものであり、それゆえ競争優位をもたらすものである。さらにペトラフ (M. A. Petraf) は、持続的な競争優位を得るための条件として、資源の異質性、不完全な移動性、事前の競争制限、事後の競争制限の4つを挙げている (cf. Petraf 1993)。近年では、ティース (D. Teece) によって「ダイナミック・ケイパビリティ」が提唱されている。これはケイパビリティを動的に捉え、時間経過の中で、不確実な環境に適応するために企業内の様々な資源を再構成・再構築・再配置できる能力のことである (Teece 2007; 菊澤 2019)。

資源ベース理論における資源には物的なものだけでなく、レピュテーションなどの非物的なものや組織能力などまでが含まれ、非常に広範囲の射程を持つ理論である。ファミリービジネスにおける「資源」あるいは「能力」とは何だろうか。通常の企業において資源と見なされるもののうち、特に創設者や同族に強く結びついた資源として、例えば従業員の同族への忠誠心、社会とのつながりなどが挙げられるだろう (嶋田 2012)。また、奥村 (2016) は、「トヨタ」のような社名、あるいはファミリーのDNAとも言える家訓、「秘伝の技」などもファミリービジネスに特有の資源であるとしている。

5) 社会情緒資産 (Socioemotional Wealth: SEW) 理論

社会情緒資産理論は、ファミリービジネスにおいて、例えばファミリーの名声や評判、ファミリーの感情的結びつき、ファミリーの長きにわたる維持といった非財務的な要因が業績に重要な影響を及ぼすと考える理論である (cf. Debicki et al. 2016, Berrone et al. 2012; Brigham / Payne 2019; Gomez-Mejia et al. 2007; Gomez-Mejia et al. 2011)。社会情緒資産理論の考え方に沿えば、ファミリーは社会情緒資産が毀損されるケースでは、経済的利益を犠牲にしても社会情緒資産を守ろうとする。「資産」を考察対象とする点で資源ベース理論と類似した理論であるが、社会情緒資産理論は、特に「感情」や「情緒」に関わる資産に注目するものである⁷⁾。

社会情緒資産の理論的基礎となっているのが行動エージェンシーモデル

(Behavioral Agency Model: BAM) である (cf. Wiseman/Gomez-Mejia 1998; 浅羽/山野井 2022, 34ページ)。行動エージェンシーモデルは、近年の行動経済学や経済心理学の隆盛を踏まえて、従来のエージェンシー理論における純粋な利己主義的行動を想定するのではなく、プロスペクト理論の言う「レファレンスポイント」のような問題のフレーミングに基づいて、合理主義的な想定より、よりリスク回避的な行動を取る場合もあれば、場合によっては利他的に振る舞ったり、さらにリスク愛好的に振る舞うことさえあり得るとする。このレファレンスポイントは金銭的価値のみでなく、非金銭的な価値によっても形成されうるとされ、ファミリービジネスにおける社会情緒資産もそれに含まれるだろう。例えばファミリービジネス企業が生産場所の移転を検討する際に、経済的な観点のみでなく、従業員の感情面などの社会情緒資産もレファレンスポイントとなり、経済的観点から見れば移転すべき事態であっても、ファミリービジネスとしてはこれに基づいて移転を見送るかもしれない(Felden/Hack/Hoon 2019, S. 50-51)。

加えて、「感情混入理論 (Affect-Infusion-Theory)」も基礎となり得る (Felden/Hack/Hoon 2019, S. 51)。この理論によれば、例えば同族がファミリービジネスを運営しているということは、単に企業を所有し、利益を得るという経済的な価値以上の感情を同族メンバーに持たせる (Ebenda)。感情は、人間の体験や行動に直接的でコントロールできない影響をもたらすのである。場合によっては、標準的な合理性によってはとらえられないような行動を引き起こすこともある。感情混入理論は、ポジティブな感情やネガティブな感情の影響を記述するための統合的なアプローチを提供しているといえ、社会情緒資産理論の基礎を構成しているのである。

社会情緒資産理論において注目すべきことは、彼らがエージェンシー理論においては説明できないリスク愛好的な行動を説明しようとしたことである

7) フェルデン (B. Felden) らによれば、ファミリーや企業のみでなく、権威や利他的な動機などの個人的な欲求も社会情緒資産に含まれる (Felden/Hack/Hoon 2019, S. 50)。

(Gomez-Mejia et al. 2007; 浅羽/山野井 2022, 35-36ページ)。ゴメス・メジア (L. R. Gomez-Mejia) らは、スペインのオリーブオイル製造業者の協同組合への参加というケースに着目し、リスク回避的に行動するならば協同組合に参加すると考えられるところ、実際には協同組合に参加しない確率が高く、つまりリスク愛好的に振る舞っていることが明らかとなり、それは同族のコントロールができなくなるからだとした。

以上、ファミリービジネスをめぐる基礎理論として、スリー・サイクル・モデル、エージェンシー理論、スチュワードシップ理論、資源ベース理論、そして社会情緒資産理論を見てきた。スリー・サイクル・モデル以外の各理論は以下のような特徴を持っていたと言える。

	エージェンシー理論	スチュワードシップ理論	資源ベース理論	社会情緒資産理論
焦点	人間の行動	人間の行動	企業固有の資源	企業が持つ資産のうち、情緒によって規定される資産
行動仮定	利己的行動、限定合理性、機会主義、情報の非対称性	利他的行動、内発的に動機付けられた行動	企業の利潤追求 (利己的行動)	情緒に基づく行動
理論的説明	プリンシパルの利益を損ねたエージェントの行動	経営者は株主や会社の利益になるような行動を自発的に取ることができる	企業の独自資源が企業の生き残りを決定する	企業の資産のうち、情緒的な資産が企業の競争優位を決定する
理論的提言	エージェントの機会主義的行動を抑制するための制度	内発的動機を誘発するような政策を経営者に提示する	企業は他社とは異なる資源を構築すべきである	ファミリー固有の情緒的資産を構築すべきである

表1：ファミリービジネスをめぐる代表的理論の特徴

以上の特徴を踏まえて、次節ではドイツの財団所有企業について各理論がどのような可能性を持っているのかについて検討したい。

Ⅲ ドイツ財団所有企業の理論分析

本節では、理論的検討を行う前に、最初にドイツにおける財団所有企業について簡単に説明したい (cf. Achleitner et al. 2018; Block/Fathollahi 2022; Block et al. 2020)⁸⁾。

ドイツにおける財団所有企業とは、財団によって完全にあるいは部分的に所有されている企業のことを指す。財団はファミリービジネスの創設者や同族メンバーによって設立され、彼らによって拠出された資金によって、同族の財産の維持や同族の発展といった私的な利益のため、あるいは文化・芸術・社会活動といった公益のための活動を行う。前者は同族財団 (Familienstiftung)、後者は公益財団 (gemeinnützige Stiftung) となる。これらの財団は、企業からの配当金によってそれぞれの目的を果たすことになる。また同族メンバーは、財団に資金を拠出することで、事業継承問題、同族内のコンフリクト問題や買収防衛などの目的を果たすこともできる。

以上のことから、財団がファミリービジネスのガバナンス主体となる可能性があるが、ここで通常のコーポレートガバナンスと異なるのは、財団自体は所有者を持たない、すなわち残余請求権を持たない、という点にある (cf. Draheim/Franke 2018)。財団はあくまで設立者の目的に資する活動を行うのみであり、通常の企業のように企業の所有者として積極的なガバナンス行動を取ることではない。同族メンバーは、財団に資産を提供することで、受益者として企業から配当金を受け取るのみで、実質的に企業の所有権を放棄することになる。

財団は設立者によって示される目的などを規定する定款 (Satzung) がき

8) ドイツのファミリービジネスや財団の基本構造などについては例えば吉森 (2015); 柴田 (2023) を参照。吉森 (2015) においては、財団所有企業について詳細に検討されている。

わめて重要となる。財団は定款に沿って運営されねばならず、それを変更することはきわめて難しい。また財団は原則的に解散できず、株式を売却することも難しい。よって、財団所有企業は他の一般的な企業に比べ、保守的でリスク回避的な傾向、あるいは長期的な志向性を持つ可能性があるが (cf. Draheim/Franke 2018; Thomsen et al. 2018)、定款は公開する必要はなく、財団自体のガバナンスが不透明になり得るため、財団所有企業が株式上場する場合には一般株主がどのように評価するのかという問題がある (Achleitner et al. 2018, p. 462)。

以下の図 2 は財団所有企業の典型的な構造を示したものである (cf. Block/Fathollahi 2022)。

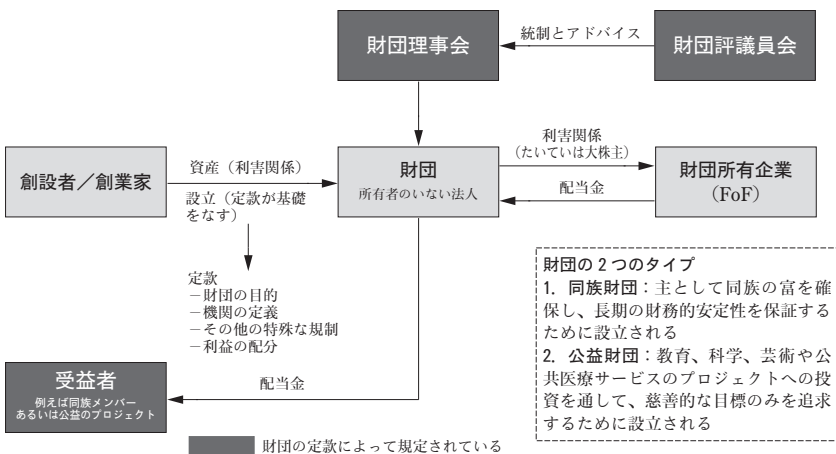


図 2：ドイツの財団所有企業の基本構造 (Block/Fathollahi 2022)

以上の基本的な定義に従い、2 節で検討した諸理論が財団所有企業の分析に対してどのように貢献できるのかを見ていこう。

1) スリー・サイクル・モデル

ここでは、スリー・サイクル・モデルの観点から財団所有企業を分析したホセイニ (F. Hosseini) らの議論 (Hosseini/Jarchow 2018) に基づいて見て

いくことにする⁹⁾。

ホセイニらは、財団所有企業を4つのタイプに分け、スリー・サイクル・モデルの観点から分析している。

タイプⅠは、当該企業が財団の所有状態にあり、その財団の理事会メンバーの過半数を同族メンバーが占めており、さらに企業の経営陣にも過半数同族メンバーを送り込んでいるケースである。このケースは、財団と企業ともに同族メンバーが支配権を持っているといえ、構造的には従来のファミリービジネスの状況に最も近いと言える。ここで同族は事業遂行への影響力をも持つことができ、企業の配当も自由に使えるため、財団を介していることの負の側面は最大限弱められていると言える。ホセイニらはこのタイプの財団所有企業を以下の図3のように表している。ドイツ企業では例えばベルテルスマン (Bertelsmann) がこのタイプに属する。

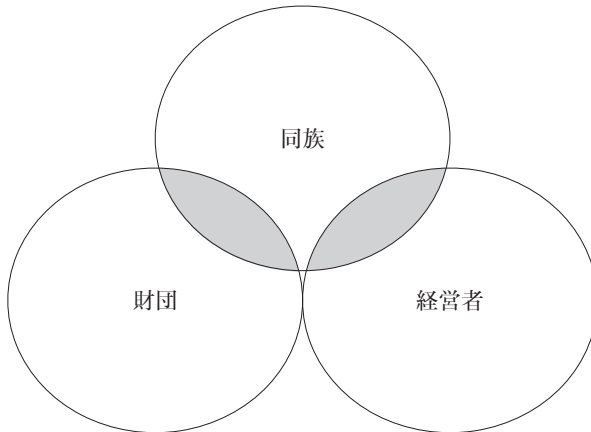


図3：タイプⅠ (Hosseini/Jarchow 2018, S. 42)

タイプⅡは、企業側で同族メンバーが支配的でないケースである。よって、企業側で同族メンバーは重要な意思決定権を持たないことになる。しかし、

9) 以下の分析は Hosseini/Jarchow (2018) によるものである。詳細な引用注は省略する。

同族は財団理事会での多数派を占めているため、企業に対しては間接的には影響力を持つ。ただし、財団が公益財団の場合は、設立者が定款に定めた公益性が重視され、また配当も同族財団より制限されるため (Hosseini/Jarchow 2018, S. 43)、同族の影響は制限されるだろう。このことから、財団の非同族メンバーと同族、同族と経営陣との間にコンフリクトが発生する可能性がある。このタイプの財団所有企業を示したのが以下の図4である。このタイプの実例はロバートボッシュ有限会社 (Robert Bosch GmbH) である。

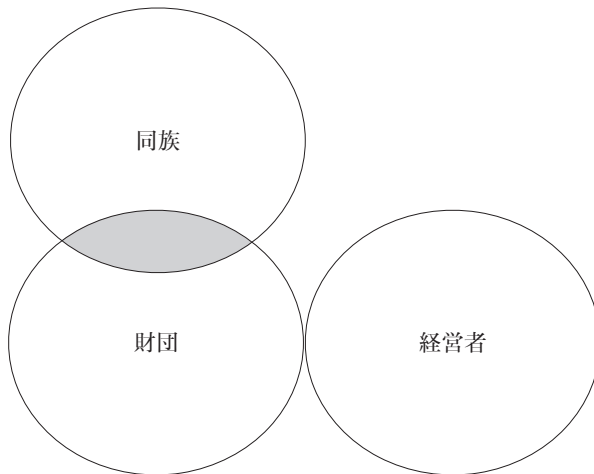


図4：タイプII (Hosseini/Jarchow 2018, S. 43)

タイプIIIは、公益財団所有の企業に該当するものであり、財団の機関に同族メンバーがおらず、したがって財団を通じたコントロールができないが、企業側で同族メンバーの執行役員が1人以上いるというケースである。所有を通じた監査役会によるコントロールはできない。同族メンバーが執行役会におり、非同族の財団メンバーによってコントロールされるため、コンフリクトが起こる可能性が高い。財団のメンバーは公益活動に関する知識は有するが、企業経営の能力には乏しいため、公益活動の手段としてしか企業を見ない可能性があるからである。また、本来の同族企業のような、内発的動機

づけにも欠ける。このタイプを表したものが以下の図5であるが、実際にはまれである。

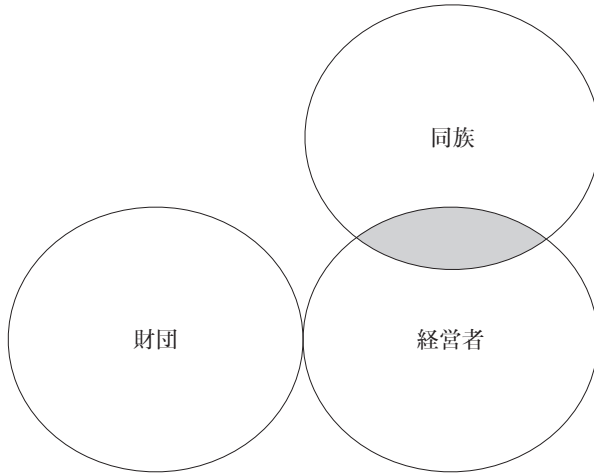


図5：タイプⅢ (Hosseini/Jarchow 2018, S. 44)

タイプⅣは、同族メンバーが財団にも企業の経営陣にもいないタイプであり、典型的なファミリービジネスとはもっとも異なるものである。このタイプに属する企業として、例えばカール・ツァイス (Carl Zeiss)、フレゼニウス (Fresenius)、ティッセン・クルップ (thyssenkrupp) があり、いずれもドイツでは大企業で株式上場企業である¹⁰⁾。このような株式上場企業では他の株主も存在し、彼もコントロール主体となり得るので、財団側、あるいは経営側とのコンフリクトをもたらす可能性がある (図6参照)。

以上の4つのタイプをまとめたのが図7である。縦軸は財団に対する同族の影響度合いを表し、横軸は経営陣に対する同族の影響度合いを表す。タイプⅠはどちらも強く、タイプⅡは財団への影響が強く、経営陣への影響は弱い、タイプⅢは経営陣への影響は強いが財団への影響は弱い、タイプⅣは両

10) ただし、タイプⅣの企業が必ず上場していなければならないということではない (Hosseini/Jarchow 2018, S. 45)。

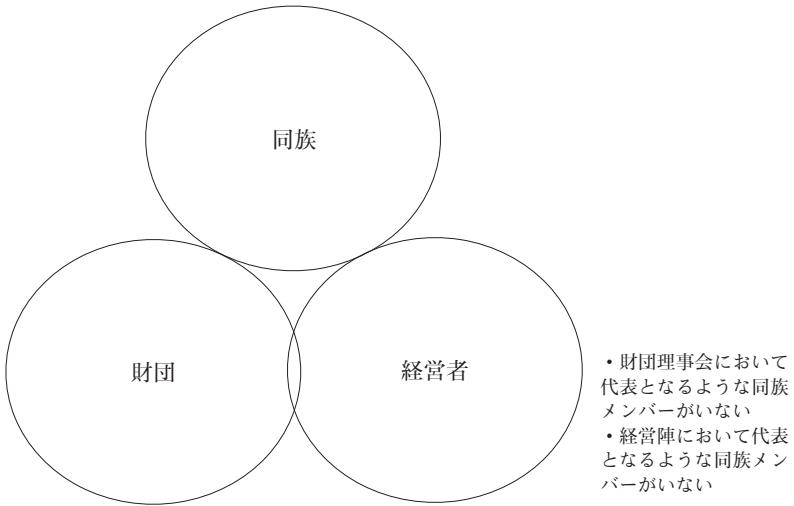


図6：タイプIV (Hosseini/Jarchow 2018, S. 45)

同族の財団に対する影響度

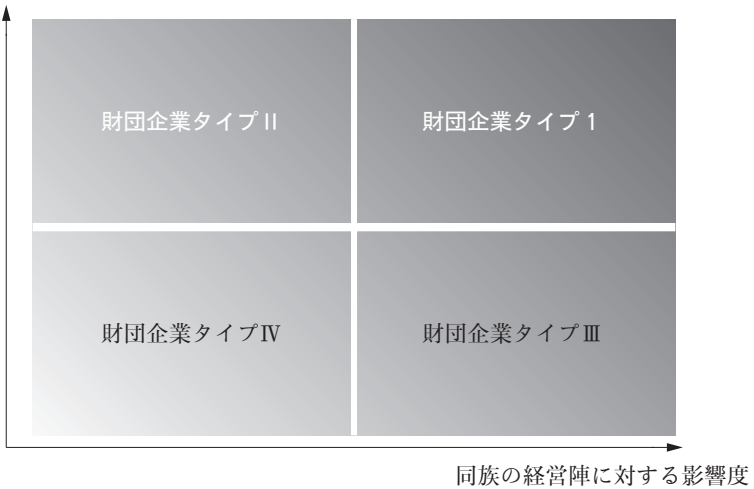


図7：スリー・サイクル・モデルからみたドイツ財団所有企業の4つのタイプ (Hosseini/Jarchow 2018, S. 45)

方とも弱い。

Ⅱ節で述べたとおり、スリー・サイクル・モデルは理論ではないため、この分析により何らかの説明や予測を導出することはできないが、財団所有企業を同族の影響度という観点から分類したものであり、理論導出や経験的な研究の出発点となる可能性はある。とりわけ、ホセイニらの分析は典型的なファミリービジネスと財団所有企業との違いを、同族メンバーの財団や経営陣への影響度という観点から分類しており、財団という存在がどのようにファミリービジネスに影響を与えるのかを考える上での1つのフレームワークとなるだろう。

2) エージェンシー理論

先に見たとおり、ファミリービジネスは所有と経営を一致させ、エージェンシー問題を解消する一方で、一致しているがゆえの問題が起ころうとされている。

財団所有企業についてエージェンシー理論の観点から考察すれば、プリンシパルが財団、エージェントが企業の経営者となるが、財団が所有者になることで、所有と経営の一致という状態はかなり変容することになる。というのも、同族が財団に資金を拠出し、財団は企業の株式を所有しているという点で、財団は確かにプリンシパルにあたるが、先述べたとおり、財団自体は所有者、残余請求権者がいない存在であり、一般の株主とは行動が異なると想定されるからである。財団は定款に記された目的を実現するための組織であり、私益を追求する組織ではないため、自己利益を追求する、通常の企業の株主とは異なる。よってファミリービジネスが、所有と経営を一致させる、あるいは所有者として強力な支配力を行使することでエージェンシー問題を解決し、企業の効率性を達成するというエージェンシー理論の観点からすれば、財団所有企業は財団によるガバナンスが効きにくく、よって経営者による利己的な行動というエージェンシー問題を引き起こし、非効率性をもたらすこととなる。

他方、エージェンシー理論は効用最大化や機会主義の想定などの経済学的想定を受け継いでおり、プリンシパルもエージェントも自己利益を追求する存在である。しかし、財団は残余請求権者ではなく、また財団は設立者の意思が最大限尊重され、目的が定款で定められているため、目的に寄与しないような行動は取ることができない。さらに、そもそも財団を設立する動機は、円滑な事業継承や同族財産の保持、あるいは創業者の理念の実現などであり、自己利益の追求を前提とするエージェンシー理論の適用できる余地は限界があるように思われる。

他方、エージェントとしての企業経営者は、同族メンバーである場合もそうでない場合もある。同族メンバーの場合は、同族との結びつきを重視して、機会主義的な行動を抑制する可能性がある。非同族メンバーの場合は、同族メンバーよりも機会主義的行動を取る可能性はある。これについては、当該企業の監査役会や執行役会の構成、また財団の理事会メンバーの構成などが経営者の行動に影響すると思われる。

また、同じ財団でも公益財団と同族財団では行動が異なる可能性はある。公益財団の目的はまさに公益であり、公益に寄与しない行動は取ることができない。他方、同族財団の場合は同族の利害が重視されるため、同族の利害に沿うかどうかが重要視される。財団には運営上の大きな制約があり、ファミリー固有の利害を無制限に追求できるわけではないため、純粋なファミリービジネスにおける所有と経営の一致の状況とは異なるが、同族財団においては限定的にエージェンシー理論の想定が有効となる可能性がある。

3) スチュワードシップ理論

上で見たとおり、スチュワードシップ理論はエージェンシー理論とは正反対の想定をとり、プレイヤーは利他的で内発的動機に基づく行動を取るとされる。ここでは、財団における理事会メンバーと企業の経営陣のいずれもがスチュワードシップ的行動を取ると想定される。ここで企業側の経営陣は、財団側からの積極的なガバナンスがないとしても、利他的な行動として、財

団の定款に定められた目的に適うよう企業を経営しようとするだろう。財団の理事会メンバーも、同様に財団が目的を達成するように財団を運営するだろう。

上で検討したように、スチュワードシップ理論からみたファミリービジネスにおいて、ファミリー間に利害コンフリクトがあることで場合によってはスチュワードシップが機能しないケースもあり得るが、財団の設立は同族の利害対立の解消も1つの動機であり、その意味で、企業の経営陣がスチュワードシップを発揮できる余地は、典型的なファミリービジネスよりも大きいと思われる。

以上の点から、スチュワードシップ理論の観点から財団所有企業を分析することは、現実の説明可能性という点で大きなメリットがあるかもしれない。ただし、通常のファミリービジネスに比べ、財団が介在していることで、ファミリーの目的、企業の目的に加え、財団の目的を考慮しなければならないため、アクターが何を目的に行動するのかが不明瞭になり、企業の成果という点でマイナスの影響を及ぼす可能性もあるだろう。

4) 資源ベース理論

資源ベース理論は、有形無形の経営資源の構築に競争優位性があると考えられる理論であった。この理論を財団所有企業に応用する際に考慮すべき「資源」としてまず挙げられるのは「レピュテーション」であろう。とりわけ公益財団の場合、公益財団が実施する様々な社会的公益活動は、当該企業のイメージアップにもつながり、レピュテーションを高める作用を持つ可能性がある。財団と企業で社会活動の役割分担ができることは、通常のファミリービジネスに比して財団所有企業のメリットとなり得るかもしれない。

また、いくつかの実証研究において、財団所有企業はそれ以外の企業に比べ、従業員志向あるいはステイクホルダー志向を持つことが指摘されている (cf. Børsting/Thomsen 2017)。これを踏まえれば、財団所有企業は従業員という経営資源により投資を行い、競争優位をもたらそうとしているとも言

える。しかし当然ながら、従業員への投資がそれ以外の資源への投資を減じさせれば、それは競争劣位となり得るだろう。

5) 社会情緒資産理論

社会情緒資産理論は、とりわけファミリーの情緒に関わる資産にファミリービジネスの特質を見出す理論である。最近の行動経済学等の知見を踏まえ、情緒にまつわるファミリービジネスの様々な行動を説明できるとされていた。

財団所有企業に関して社会情緒資産理論の観点から検討すれば、通常ファミリービジネスに比べ、財団を介していることで、ファミリーの社会情緒的な行動は様々な意味で中和される可能性がある。財団所有企業において、財団は解散できない永続的存在でなければならず、よって企業側の経営陣は財団の継続性を危険にさらすような行動は抑制されると想定される。社会情緒資産理論では、行動エージェンシーモデルを基礎として、場合によってはリスク愛好的な行動などの非合理的な行動が想定されるが、ファミリーが権力を持つファミリービジネスの場合、ファミリーの非合理的行動がダイレクトに企業経営に影響を及ぼす可能性がある一方で、財団所有企業の場合、財団設立により、家族間の対立などの負の要素が一定程度抑制されている。よって、社会情緒資産に対する同族メンバーの負の行動は一定程度抑制されるといえよう。逆に、社会情緒資産に対するポジティブな投資に関しても抑制される可能性があるとも言え、アンビバレントな状況を引き起こす可能性もあるだろう。この意味で、社会情緒資産理論については財団所有企業の基礎理論としての可能性は低いと言えるかもしれない。

6) まとめ

以上、ファミリービジネスを説明する代表的な基礎理論について、財団所有企業の説明可能性について検討してきた。現状、財団所有企業の分析においては、エージェンシー理論の説明枠組みに適合しない企業形態として分析

されることが多い (Franke/Draheim 2015)。エージェンシー理論では、所有者が残余請求権を持つがゆえに、経営者をコントロールするインセンティブを持ち、結果企業の効率性が高くなると想定するため、残余請求権を持たない財団が所有する企業の効率性は低いと想定されるのである。しかしながら、いくつかの実証研究によれば、財団所有企業の業績について、著しく低いという状況にはない (Herrmann/Franke 2002; Block et al. 2020)。よって、エージェンシー理論の説明可能性は高くないと言える。

他方、財団は、株式を売却することができないし、定款の変更も難しいため、財団所有企業としてはリスクを取った果敢な戦略を取りづらく、むしろ保守的な経営を行う可能性を持つと言える。その意味で、スチュワードシップ理論や社会情緒資産理論による、ファミリー重視の積極的な行動を説明する余地も低いと言える。

以上のことから、ファミリービジネスの代表的な基礎理論は、「ハイブリッド組織」である財団所有企業に対して、その説明力に限界があると言えるが、しかし本稿はあくまでその可能性について指摘するにとどまっており、今後のさらなる理論的検討と実証研究の進展が待たれるところである。

IV おわりに

以上、本稿ではドイツの財団所有企業を説明するための基礎理論について検討してきた。財団所有企業の研究において、ファミリービジネスの基礎理論に焦点を当てて検討を行っている研究はほとんどない。他の経営学分野と同様、財団所有企業に関する分析においても実証研究が主流となってきている。そこではエージェンシー理論の枠組みが前提とされることが多いが、しかしながらファミリービジネスに関する理論にはエージェンシー理論以外にも様々な理論があり、それらが財団所有企業に対してどのような可能性を持つのか、今後の検討が待たれると言えよう。

(筆者は慶應義塾大学商学部教授)

【参考文献】

- Achleitner, A.-K. / Bazhutov, D. / Betzer, A. / Block, J. / Hosseini, F. (2020), Foundation ownership and shareholder value: an event study, in: *Review of Managerial Science* 14., pp. 459-484.
- Achleitner, A.-K. / Block, J. (2018), Hybride Organisation an der Schnittstelle zwischen Gewinn- und Gemeinwohlorientierung, in: Achleitner, A.-K. / Block, J. / Strachwitz, R. G. (Hrsg.), *Stiftungsunternehmen: Theorie und Praxis. Grundlagen, Perspektiven, Fallbeispiele*, Springer Gabler, Wiesbaden, S. 3-20.
- Barney, J. B. (1991), Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, in: *Journal of Management*, Vol. 17. No. 1. pp. 99-120.
- Berrone, P. / Curuz, C. / Gomez-Mejia, L. R. (2012), Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research, in: *Family Business Review*, Vol. 25(3), pp. 258-279.
- Block, J. / Fathollahi, R. (2022), Foundation ownership and firm growth, in: *Review of Managerial Science* (2022), published online.
- Block, J. / Jarchow, S. / Kammerlander, N. / Hosseini, F. / Achleitner, A.-K. (2020), Performance of foundation-owned firms in Germany: The role of foundation purpose, stock market listing, and family involvement, in: *Journal of Family Business Strategy*, Vol. 11. Issue 4., pp. 1-12.
- Børsting, C. / Thomsen, S. (2017), Foundation ownership, reputation, and labour, in: *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 33, No. 2, pp. 317-338.
- Brigham, K. H. / Payne, G. T. (2019) "Socioemotional Wealth (SEW): Questions on Construct Validity", in: *Family Business Review*, Vol. 32(4) ,326-329.
- Davis, J. H. / Schoorman, F. D. / Donaldson, L. (1997), Toward a Stewardship Theory of Management, in: *Academy of Management Review* Vol. 22, No. 1. pp. 20-47.
- Debicki, B. J. / Kellermanns, F. W. / Chrisman, J. J. / Pearson, A. W. / Spencer, B. A. (2016), Development of a socioemotional wealth importance (SEWi) scale for family firm research, in: *Journal of Family Business Strategy*, Vol. 7. pp. 47-57.
- Donaldson, L. / Davis, J. H. (1991), Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns, *Australian Journal of Management*, Vol 16. No. 1. pp. 49-64.
- Draheim, M. / Franke, G. (2018), Employee orientation and financial performance of foundation owned firms, in: *Schmalenbach Business Review*, Vol. 70, pp. 375-410.
- Fama, E. F. / Jensen, M. C. (1983), Separation of Ownership and Control, in: *Journal of Law and Economics*. Vol. 26, No. 2, pp. 301-325.
- Felden, B. / Hack, A. / Hoon, C. (2019), *Management von Familienunternehmen. Besonderheiten – Handlungsfelder – Instrumente*. 2. Aufl. (1. Aufl. 2014), Wiesbaden.
- Franke, G. / Draheim, M. (2015), Foundation owned firms in Germany. A field experiment for agency theory, in: *Beiträge zur Jahresgestaltung des Vereins für Socialpolitik 2015:*

- Ökonomische Entwicklung – Theorie und Politik. Session: Financial Economics IV.*
- Gersick, K. E. / Davis, J. A. / Hampton, M. M. / Lansberg, I. (1997), *Generation to Generation. Life Cycles of the Family Business*. Harvard Business School Press. (岡田康司監訳、犬飼みずほ訳『オーナー企業の存続と継承：15年を超える実地調査が解き明かすオーナー企業の発展法則とその実践経営』流通科学大学出版、1999年。)
- Gomez-Mejia, L. R. / Cruz, C. / Berrone, P. / De-Castro, J. (2011), The bind that ties: Socio-emotional wealth preservation in family firms, in: *Academy of Management Annals*, Vol. 5, No. 1, pp. 653-707.
- Gomez-Mejia, L. R. / Haynes, K. T. / Nunez-Nickel, M. / Jacobson, K. J. L. / Moyano-Fuentes, J. (2007), Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms. Evidence from Spanish olive oil mills, in: *Administrative Science Quarterly*, Vol. 52. No. 1. pp.106-137.
- Herrmann, M. / Franke, G. (2002), Performance and Policy of Foundation-owned Firms in Germany, in: *European Financial Management*, Vol. 8, No. 3, pp. 261-279.
- Hosseini, F. / Jarchow, S. (2018), Familien- und Stiftungsunternehmen – same, same but different, in: Achleitner, A.-K. / Block, J. / Strachwitz, R. G. (Hrsg.), *Stiftungsunternehmen: Theorie und Praxis. Grundlagen, Perspektiven, Fallbeispiele*, Springer Gabler, Wiesbaden, S. 37-48.
- Jensen, M. C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: *American Economic Review*, 76, pp. 323-329.
- Jensen, M. C. / Meckling, W. (1976), A Theory of the Firm, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
- Petrař, M. A. (1993), The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource-Based View, in: *Strategic Management Journal*, Vol. 14. No. 3, pp. 179-191.
- Prahalad, C. K. / Hamel, G. (1990), The Core Competence of the Corporation, in: *Harvard Business Review*, Vol. 68, No. 3, pp. 79-91.
- Teece, D. J. (2007), Explicating Dynamic Capabilities. The Nature and Microfoundations of (Sustainable) Enterprise Performance, in: *Strategic Management Journal*, Vol. 28, No. 13, pp. 1319-1350.
- Thomsen, S. / Poulsen, T. / Børsting, C. / Kuhn, J. (2018), Industrial foundations as long-term owners. in: *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 26, Issue 3, pp. 180-196.
- Wiseman, R. M. / Gomez-Mejia, L. R. (1998), A behavioral agency model of managerial risk taking. in: *Academy of Management Review*, No. 23., pp. 133-153.
- 浅羽茂 (2015)、「日本のファミリービジネス研究」『一橋ビジネスレビュー』63巻2号秋号。
- 浅羽茂／山野井順一 (2022)、『ファミリー企業の戦略原理』日本経済新聞出版。
- 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巻第1号、25-37ページ。

- 奥村昭博（2016）、「ファミリービジネスの理論」ファミリービジネス学会編、奥村昭博／加護野忠男編著『日本のファミリービジネス—その永続性を探る』中央経済社、19-39ページ。
- 小沢貴史（2018）、「ファミリービジネスの永続性—経営行動科学からの視座—」大阪市立大学『季刊経済研究』第38巻第1・2号、51-71ページ。
- 柏木仁（2005）、「スチュワードシップ理論：性善説に基づく経営理論—理論の解説，先行研究の整理，今後の研究の方向性—」『経営行動科学』第8巻第3号、235-244ページ。
- 菊澤研宗（2016）、『組織の経済学入門—新制度派経済学アプローチ【改訂版】』有斐閣。
- 菊澤研宗（2019）、『成功する日本企業には「共通の本質」がある—ダイナミック・ケイパビリティの経営学』朝日新聞出版。
- 木下靖朗（2018）、「なぜ投資家・経営者間の対話は失敗に終わるのか—コーポレートガバナンス理論を踏まえた一考察—」経営哲学学会『経営哲学』第15巻第1号、4-17ページ。
- 澤田貴之（2018）、「同族企業・ファミリービジネスをめぐる研究潮流と財閥・コングロマリット—ニュースリーサークルの視点から—」名城大学経済・経営学会『名城論叢』第19巻第2・3号、31-45ページ。
- 柴田明（2023）、「ドイツのファミリービジネスにおける財団の役割に関する研究：準備的考察」慶應義塾大学商学会『三田商学研究』第66巻第4号掲載予定、ページ数未定。
- 嶋田美奈（2012）、「ファミリービジネスに関する主な理論」後藤俊夫編著『ファミリービジネス—知られざる実力と可能性』白桃書房、51-61ページ。
- 永野寛子（2015）、『資源ベース論の理論進化—企業における硬直化を巡る分析—』中央経済社。
- 山田幸三／江島由裕／足代訓史／藤野義和（2021）、「社会情緒的資産概念によるファミリーアントレプレナーシップ分析の課題」『DISCUSSION PAPER SERIES』ECONOMIC RESEARCH SOCIETY OF SOPHIA UNIVERSITY, ERSS J20-1.
- 吉森賢（2015）、『ドイツ同族大企業』NTT出版。