

# 非上場企業における退出は効率的か

— 所有構造・事業承継との関係\* —

植 杉 威 一 郎

本稿では、中小企業を中心とする非上場企業の存続と退出が効率的に行われているか、かつ、オーナー経営者が多く事業承継が困難という非上場中小企業の特徴が、存続・退出の過程にどう影響しているかについて、延べ約3万社の企業レベルデータを用いた分析を行う。その結果、非上場企業における存続・退出の過程は概ね効率的であるとの結果を得ている。第1に、大株主経営者のいる企業も含めた非上場企業の退出確率は、労働生産性などのパフォーマンスが悪化する場合に高くなる。第2に、非上場企業における社長交代確率は、パフォーマンスが悪化する場合に高まり、企業に対するガバナンスがある程度機能していることを示唆する。一方で、非効率な部分も存在する。第1に、大株主経営者のいる企業では、廃業等の確率が低い。企業の解散で損失を被る経営者が、業績の回復が見込めない場合でも企業を存続させるインセンティブを持つことを示唆する。第2に、後継者が見つかりにくい役員数の少ない企業では、存続企業の質と退出企業の質の差は小さい。こうした企業では、自然な淘汰の程度が弱いことを示唆する。

JER Classification Codes: G32, G33

## 1. はじめに

バブル崩壊後の失われた20年とも言われる期間の中で、低い成長率にとどまる日本経済の非効率性が指摘されてきた。高度成長期に高い生産性の伸びを示した企業部門においても、パフォーマンスの低い企業が市場に残ったままの一方で、成長力のあるベンチャー企業が生まれず、経済全体を活性化する創造的破壊が少ないと言われている。

特に、大企業において創造的破壊とは反対の動きが見られた。いわゆるゾンビ企業であり、生産性が低いにもかかわらず外部からの助けを得て存続し、新規企業の参入を妨げる存在である。これらゾンビ企業は、90年代後半以降、不良債権問題に直面した金融機関により、金利減免や追い貸しの対象とされ、非効率なままでもたせられる。こうした見解に立てば、大企業における存続・退出のメカニズムは、主に金融機関側の行動により歪められたことになる。

一方、非上場中小企業でも、その存続・退出の過程は非効率なのだろうか。金・権・深尾(2008)など、近年行われている中小企業を含む大規模な事業所・企業レベルのデータを用いた検証では、効率的な企業が廃業するなど、全体

の生産性を押し下げる負の退出効果が生じていること、存続企業におけるイノベーションが全体の生産性上昇に寄与しているが、この寄与度も近年低下傾向にあることが明らかになっている。しかしながら、中小企業を含めた産業全体の新陳代謝機能の低下が生じている理由については、明らかになっていない部分が多い。金融機関の歪んだインセンティブが大きく影響したとされる大企業の場合とは異なり、中小企業における存続・退出では何が問題なのかが、必ずしも実証的に示されていない。

本稿の目的は、非上場中小企業の存続と退出に着目し、収益性や生産性の高い企業が存続し、パフォーマンスの低い企業が退出する仕組みが経済全体に備わっているか、また、効率的な企業の存続・退出のメカニズムが正常に機能していない場合には何が原因かを明らかにすることにある。今回は、社長に注目する。大企業と違ってヒト・モノ・カネといった資源に乏しい中小企業では、社長の優劣で成長や衰退が決まることが多く、そのあり方が企業の存続と退出にも大きく影響すると考えられるためである。具体的には、社長が大株主である場合が多い中小企業の所有構造や、後継者を確保するのが困難で廃業が多いと言われている中小企業の社長交

代を取り上げて、これらが存続・退出のメカニズムにどのように影響するかを分析する。

非上場中小企業における所有構造と社長交代には、上場大企業とは異なるいくつかの特徴がある。所有構造については、特に株式が市場で取引されていない非上場企業において、社長かつ大株主というオーナー経営者が多く存在する。オーナーが経営する企業は、同族企業と呼ばれる。所有と経営の分離によって経営者が私的利益を得ようとするエージェンシー問題は、経営者と大株主が一致することで解消される。一方で、同族企業では、オーナー経営者に対するコントロールやモニタリングが難しいという問題が生じる。更に、オーナー経営者は企業の借入金の連帯保証人となっており、企業が倒産する場合には経営者本人が自己破産しかねない場合が多い。こうした状況下では、経営者が、保身動機から将来性に乏しい企業を存続させて自己破産を回避することにより、企業の存続・退出に歪みが生じる可能性がある。

社長交代については、上場大企業とは異なり、社長交代をしようにも後継者の候補となる人材が不足する場合が多い。社長が高齢などの理由で引退する一方で、後継社長が見つからない場合には、企業は廃業などの形で市場から退出せざるを得ない。中小企業における社長交代(top executive turnover)は、事業承継(business succession)と呼ばれる。この呼称には、単に社長が交代するというだけでなく、後継者を選ぶことで事業自体を止めることなく次世代に継いでいくという意味が込められている。近年の日本の中小企業が直面する問題は、事業承継が難しくなっていることである。戦後の高度成長期に創業した企業の社長の多くが高齢化する中で、後継者が見つからないために、企業が退出を余儀なくされていると言われている。中小企業庁(2006)のいくつかの仮定を置いた計算によれば、1年間に生じる企業の退出の四分の一が、現在の経営者が後継社長を見つけられずに事業承継を行えないためとされている。

これらの中小企業に関する特徴を踏まえ、本稿では、以下の3点を検証する。第1に、同族企業も含めて、中小企業を中心とする非上場企業で存続・退出が効率的に行われているか、すなわち、質の高い企業が存続し低い企業が退出

する仕組みが存在するのかどうかを検証する。第2に、同族企業における存続・退出が、それ以外の企業における存続・退出とどのように異なるかを検証する。同族企業とそれ以外の企業の存続・退出のあり方が異なる場合には、これが産業全体の効率性にどのように影響するかも議論する。第3に、上場大企業を対象とする既存研究と同様に、業績と社長交代確率の関係を観察する。加えて、社長の後継者を見つけにくい企業では社長交代確率が低く退出確率が高くなるのか、業績の良い企業であっても後継者を見つけにくいために退出確率が高いのかについて検証する。

以上の点を検証するために、本稿では、2002年から2004年における非上場企業延べ約32,000社のパネルデータセットを作成する。非上場という性格上、サンプル対象の95%弱を中小企業が占める。過去に実施された政府の承認統計である中小企業庁「金融環境実態調査」の回答企業について、調査時点前後の財務諸表情報と社長氏名や大株主氏名などの企業情報を接合して作成したものである。このデータセットの特徴は、倒産、休業・廃業、解散といった色々な形態を含む企業の退出を特定できること、社長交代の時点を特定できることである<sup>1)</sup>。これらに基づいて、企業の存続・退出や社長交代の決定要因を調べることが可能となる。

本稿の主要な結論は以下のとおりである。第1に、中小企業を中心とする非上場企業の退出は、パフォーマンスを反映しない非効率なものではないかという一般的な通念とは異なり、営業利益率、自己資本比率、労働生産性が低下する企業では、倒産や廃業等の確率が有意に高まる。更に、このような企業のパフォーマンスと退出確率の関係は、経営者が大株主で外部から規律が効きにくいとされる場合にも成り立っている。存続・退出の効率性という観点からは、平均的に質の低い企業が退出し、高い企業が存続するという意味で、自然な淘汰が成り立っているとと言える。

第2に、企業の所有構造は、退出の確率や退出の形態に影響する。経営者が大株主である企業では、そうではない場合に比べて倒産確率が高くなる一方で、廃業等の確率は低下し、退出確率全体も低下する。大株主経営者は企業の借

入に個人保証を提供している場合が多いため、廃業などに伴う損失が通常の経営者よりも大きくなる。そのため、大株主経営者には、わずかでも業績が回復する見込みがあれば自主的な廃業を避けるインセンティブが働いていると考えられる。

第3に、上場大企業を対象とする既存研究の結果と同様に、中小企業を中心とする非上場企業では、業績悪化に伴い社長交代確率は高まる。一方、社長の後継者の有無は、企業の存続・退出の効率性に影響する。後継者難と考えられる役員数の少ない企業では、社長交代確率は低く、廃業等の確率は高い。加えて、これらの企業では、存続企業と退出企業における自己資本比率の差異は小さなものにとどまっている。これは、存続すべき質の高い企業と退出すべき質の低い企業があまり明確に峻別されていないという点において、自然な淘汰の程度が弱いことを示唆する。

本稿の構成は以下のとおりである。第2節では先行研究を整理しつつ、検証する仮説を示す。第3節ではデータと推計方法について説明し、第4節では推計結果を示す。第5節では結論を述べる。

## 2. 先行研究と検証する仮説

非上場中小企業における所有構造や社長の後継者の有無が、企業の存続・退出に与える影響を調べた定量的な分析は数少ない。しかしながら、企業の存続と退出を含む産業の新陳代謝についての研究、企業の所有構造が経営者の行動や企業パフォーマンスに与える影響についての研究、もしくは、社長交代の決定要因についての研究は、それぞれ数多く存在する。そこで、本節では先行研究の概要を紹介するとともに、検証する仮説を提示する。

### 2.1 企業の存続・退出の決定要因、効率性の評価に係る先行研究

企業の存続・退出を観察し、産業において質の低い企業が退出して高い企業が存続しているかという点を検証する研究は、日本を対象にしたものを含めていくつも存在する。倒産などのデフォルトを退出と定義して、その確率、もしくは、デフォルトに至るまでの期間の決定要因

を分析したものとしては、福田・粕谷・中島(2006)、胥・鶴田(2006)がある。いずれも中小企業や非上場企業の個票データを使用し、企業属性、取引先金融機関の属性や破綻の有無といった変数を説明変数とした推計を行っている。ただし、企業の存続・退出について得られた推計結果を踏まえて、効率的に企業の存続・退出が行われているかどうかという点の検証は行われていない。

一方、企業の存続・退出の過程が効率的かどうかを議論した研究の例として、Sakai, Uesugi, and Watanabe(2010)、金・権・深尾(2008)がある。これらの研究はいずれも、Peek and Rosengren(2005)、Caballero, Hoshi, and Kashyap(2008)が、日本の上場大企業について行った検証を踏まえたものである。Peek and Rosengrenなどは、大企業の中にはパフォーマンスが悪いにもかかわらず金融機関から追い貸しや金利減免を受けたものがおり、退出すべき大企業が市場に残ったという点で、企業の淘汰が非効率であったと主張している。これに対して、Sakai, Uesugi, and Watanabe は、CRD (Credit Risk Database)の中小企業データを用いて存続企業とデフォルト企業の金利や利益率が有意に異なっているかを調べた。彼らは、質の低い企業が金融機関から高い金利支払を求められた上でデフォルトを余儀なくされており、中小企業における存続・退出の過程は効率的であることを示している。金・権・深尾は、工業統計調査における事業所レベルの個票データを用いて、存続事業所、退出事業所、参入事業所が産業全体の生産性を向上するのに寄与しているか、それとも生産性を押し下げているかについて検証している。彼らは、事業所の退出が全体の生産性を低下させるという負の退出効果が、金融機関の不良債権問題が顕在化する以前から存在することを示した。これらの研究は、中小企業も含めた検証を行い、いずれも、金融機関が不良債権問題の処理を先送りしたために不自然な淘汰が起きたという仮説に否定的な見方を示している。もっとも、産業全体の生産性や利益率の変化を調べるこれらの研究では、産業における企業の存続・退出が、どのような要因で(非)効率的になっているかを必ずしも明らかにしていない。

## 2.2 企業の株式所有構造と存続・退出の関係

ここでは、非上場中小企業の存続・退出に、企業の株式所有の構造がどのように影響するかを整理する。非上場企業が発行する株式は、一部の株主が集中して保有しており、上場大企業とは構造が大きく異なっている。福田・粕谷・中島(2006)は、日本の非上場企業における株主に関する情報を収集し、株主数や筆頭株主の持株比率を集計している。非上場企業における筆頭株主の持株比率は上場企業のそれと比べて格段に高く、10%の企業が大半で60%を超える企業も少なくないこと、筆頭株主の持株比率が100%という企業も分析対象非上場企業の2割弱を占めていることを示している。

特筆すべきは、集中して株式を保有する大株主が当該企業の経営者である場合が、非上場中小企業の大半を占めている点である。このように大株主が経営者であることが、エージェンシー問題軽減のためには重要という見方は、Jensen and Meckling(1976)によって示されている。所有と経営が分離している場合、経営者は、企業の倒産リスクを低下させ自らの経営者の地位を保全するなど、自己の便益を増加させるが株式所有者の利益最大化にはならない方策を採る可能性がある。こうしたエージェンシー問題は、経営者が保有する株式の比率を増やすことで軽減される。経営者自身の利益のうちで株主として得られる利益の割合が高まるために、経営者の利益と外部株主の利益との間で対立が生じにくくなり、結果として企業のパフォーマンスが改善する、企業価値が高まるといった効果が生まれる<sup>2)</sup>。

しかしながら、経営者が大株主であることには弊害もある。Stulz(1988)が示すように、経営者が企業をコントロールする力が高まりテイクオーバーが起りにくく、外部からのモニタリングやコントロールが機能しにくくなる。特に、非上場中小企業で大株主が経営者となる場合には、筆頭株主の持株比率が高く外部株主などのステークホルダーによるコントロールが困難となる上、非対称情報の程度が大きいため債権者などによるモニタリングも難しい。この結果、業績が悪化しているにも関わらず、外部からの規律付けが弱いために、存続している企業も多いと考えられる。この場合には、業績

と退出確率の間に有意な相関はなくなると予想される。こうした点を踏まえると、大株主経営者のいる企業については以下のような仮説を設定できる。

**仮説1:** 大株主経営者のいる非上場中小企業では、外部株主や債権者によるモニタリングやコントロールが機能しにくくなるため、退出(倒産、廃業等)が企業業績とは関係なく決まる。

非上場中小企業における大株主経営者の特徴としては、保有する個人資産の相当程度が自らの経営する企業に関連した資産となっていることが挙げられる。中小企業庁(2007)は、株式会社である中小企業の経営者において、自らの個人資産のどの程度の割合が自社株式で占められているかを調査し、おおよそ3割という結果を得ている。その他にも、企業活動に使われる不動産や動産が個人資産の4割程度存在しており、経営者の個人資産の大半が企業に関連したものとなっていることが分かる。

更に、非上場中小企業における大株主経営者のもう1つの特徴として、企業の借入金に対する個人保証の提供が挙げられる。中小企業のオーナー経営者は、そうではない経営者に比して、企業が借入を行う際の個人保証を金融機関から求められることが多い。中小企業における担保や個人保証提供の決定要因を分析したOno and Uesugi(2009)でも、企業の代表者が大株主か否かを示すダミー、代表者の家族が大株主になっている人数といった変数が、経営者本人による保証提供確率に有意に正に影響することを示している。

非上場中小企業の大株主経営者では、自らの個人資産の大半が企業に関連するものとなっており、企業が廃業・倒産することにより大きな損失を被る。彼らは、経営者として得ていた給与所得、自社株式の配当収入だけでなく、自社株式の元本分の価値を失う。更に、清算時に企業自身で借入金の返済ができなければ、連帯保証人である大株主経営者に返済義務が生じる。この場合、彼らは個人資産を失うだけでなく、個人資産の売却でも借入金の返済ができなければ自己破産する。

このように、企業の廃業・倒産により、経営

者自身が大きなコストを負担する場合には、リスク回避的な大株主経営者は、自ら経営する企業をできるだけ退出させないような慎重な行動をとることが合理的となる。もちろん、企業の退出・存続は経営者個人が全ての裁量で決めるものではなく、外部の利害関係者から求められて退出を余儀なくされる場合も多い。例えば、金融機関や仕入先企業など当該企業への債権者が返済を求め、返済が不可能である場合には、銀行取引停止処分や破産、会社更生法や民事再生法の申請などの倒産に至る。一方で、廃業、休業、解散のように、債権者などの外部利害関係者から直接求められているわけではないが、企業の自主判断として行う退出も存在する。現在の企業パフォーマンスが悪くても将来において回復の見込みがあれば、大株主経営者は、廃業をはじめとする退出をできるだけ避けるような行動をとると予想される。

ただし、一時的に廃業を避けても、パフォーマンスの悪化が続き、債権者などの外部利害関係者による返済要求などにより、最終的には倒産という形での退出を余儀なくされることも考えられる。この場合には、廃業などの形態での退出を避けても、倒産という形での退出が増加することになる。これらの点を踏まえると、大株主経営者のいる企業の退出形態については、以下のような仮説を立てることができる<sup>3)</sup>。

**仮説 2:** 大株主経営者のいる非上場中小企業では、全体の退出確率は小さい。一方で、廃業確率に比して倒産確率は高くなる。

## 2.3 企業の社長交代・事業承継と存続・退出の関係

ここでは、非上場中小企業の存続・退出に、企業の社長交代・事業承継がどのように影響するかを整理する。企業における社長交代については、コーポレートガバナンスの観点から、多くの研究が行われている。米国やドイツ、日本などを対象にしたこれらの分析の多くでは、業績の悪化によって社長交代確率が高まっていることが見出されている<sup>4)</sup>。日本に関する分析を最初に行ったのは、Kaplan and Minton(1994)とKang and Shivdasani(1995)である。Kaplan and Minton(1994)は、取締役会外からのメン

バー選任の確率を分析し、業績悪化時には、銀行や他の事業会社出身の取締役会メンバーが選任される確率や社長交代確率が高まることを示している。一方で、Kang and Shivdasani(1995)は、企業業績と社長交代確率の関係を分析し、社長交代確率は、業種調整後の総資産収益率、超過株価収益率や、負の営業利益率ダミーといった変数と有意に関係していることを示している。

大企業上場企業を対象にしたDenis, Denis, and Sarin(1997)は、社長交代確率は社員や管理職における持株比率と負の関係にあることを示している。また、Kang and Shivdasani(1995)は、大株主と銀行の役割に焦点を当て、メインバンクが存在する企業では、それ以外の企業に比して、業績悪化に対する社長交代の感応度がより高くなることを示している。彼らは、外部大株主やメインバンクを有する企業では、後継社長が社外から来る可能性が高まるという点も指摘している。更にKaplan and Minton(1994)は、業績が悪化した企業では、銀行や非金融事業会社から取締役を選任する可能性が高まるとして、銀行や企業株主の果たす役割を強調している。

以上の先行研究での検証内容を日本の非上場中小企業に当てはめる場合には、非上場中小企業に関するいくつかの特徴を考慮に入れる必要がある。まず、前項で述べたように、非上場中小企業の大半で経営者本人が大株主になっていることが、社長交代の決定要因に影響を及ぼす可能性がある。Denis, Denis, and Sarinが内部株主の持株比率が社長交代確率と負の関係にあることを示しているように、経営者が大株主であることによって、外部からのモニタリングやコントロールが機能しにくくなる。モニタリングやコントロールが機能しなくなる場合の一つの可能性は、経営者が保身につながる行動をとるというものである。例えば、Shleifer and Vishny(1989)は、経営者自らが他社よりも価値を高めることのできる投資案件(manager-specific investment)を実施し、自らの交代確率を引き下げた上で、高い報酬を得たり企業経営に大きな裁量を有したりするに至る可能性を指摘した。この場合には、外部株主をはじめとするステークホルダーにも現在の経営者を代える

インセンティブは生まれにくいし、企業業績が悪化しても社長交代確率は有意に高まらない。これらの点を踏まえると、以下の仮説が考えられる。

**仮説3:** 大株主経営者のいる非上場中小企業では、外部からのモニタリングやコントロールが機能しにくくなるため、社長交代が企業の業績とは関係なく決まる。

第2に、非上場中小企業の社長交代に際しては、後継者となる人材が不足している点を考慮に入れる必要がある。中小企業では、企業規模が小さいために後継者となるべき適当な人材が現在の役員や従業員の中にいない、もしくは、社外を探しても適当な後継者候補を見つけることができないと言われる。現在の経営者が高齢となり引退する一方で、後継者を見つけることができない場合には、企業は廃業などの形で市場から退出せざるを得ない。中小企業における社長交代(top executive turnover)は、事業承継(business succession)と呼ばれる。これは、社長交代が、経営者を交代させるだけでなく企業が行っている事業自身を絶やさずに後世に伝えていくという性質を持っており、社長交代ができなければ企業の存続が不可能なることを端的に示している。

社長の後継者となる人材が少ない非上場中小企業では、事業承継に失敗し、パフォーマンスが良いにもかかわらず廃業などの形で退出を余儀なくされる可能性がある。特に、同族による経営を続けてきて、後継者となる人材を経営者の親族に限る企業では、社長の後継者候補となる人材の対象が更に狭くなり、事業承継に失敗する可能性が増すと考えられる。こうした点を踏まえると、以下の仮説が考えられる。

**仮説4:** 社長交代のための人材が少ない非上場中小企業では、パフォーマンスが良い企業であっても、社長交代確率が低く、廃業などの退出確率が高くなる。

第3節以降では、本節で示された4つの仮説について、企業レベルのデータを用いて検証する。

### 3. データと推計方法

#### 3.1 データセットの構築

本節以降では、日本の非上場企業に係るパネルデータセットを作り、企業の存続・退出の決定要因や、社長交代も含めた企業の存続・退出の決定要因を分析する。我々のデータセットは、中小企業庁が2001年から2003年に実施した金融環境実態調査に回答した企業から構成されている。回答した各企業について、東京商工リサーチによって収集された2001年から2004年までに関する企業情報を加えている。含まれている情報は、企業属性に関するものと、企業の貸借対照表や損益計算書に関するものに大別される。前者の企業属性に関するデータには、企業代表者の氏名、生年月日、就任年月、退出の有無と種類、年月、大株主の名称(企業名もしくは個人名)、取引先金融機関の名称、当該企業の上場の有無などの情報が含まれている。企業の退出と社長交代は、2002年から2004年に起きたものを対象にしている。

このデータセットの特徴の一つは、企業の退出の種類に関する情報を得られる点である。倒産、廃業、休業、解散、行方不明、被合併、回答拒否といった退出の種類を特定できるデータを用いた分析は、日本国内外を見ても数少ない。倒産には会社更生法、民事再生法、破産、銀行取引停止などの形態が含まれる。廃業をはじめとするそれ以外の区分については、東京商工リサーチの調査員による調査結果に基づいている。分析に際しては、これら全ての退出の形態を合計して、退出という変数を作る場合と、倒産と廃業等というように退出の状態を2つに区分する変数を作る場合の2通りを試みる。倒産と廃業等の最も大きな違いは、倒産が、債権者から借入金の返済を求められるなど企業の意味とは関係なく起こる非自発的な退出である一方で、廃業をはじめとするその他の退出は、基本的には企業側の自発的な判断に決定が委ねられている点である<sup>5)</sup>。

以上の操作に加えて、ROA、自己資本比率、労働生産性、支払金利について上端と下端0.5%分に相当する異常値を取り除いた結果得られたサンプルには、延べ32,316社が含まれる。これは、2002年12,012社、2003年10,582

表 1. 被説明変数と説明変数の定義

Variable	Definition
<b>Firms' State</b>	
SURVIVE	1 if the firm survives in the year, 0 otherwise.
TURNOVER	1 if a new top executive assumes presidency of the firm in the year, 0 otherwise.
DEFAULT	1 if the firm goes bankrupt in the year, 0 otherwise.
SHUT_DOWN	1 if the firm shut down in the year, 0 otherwise.
<b>Firm Performance</b>	
ROA( $t-1$ )	Ratio of pre-tax operating profits to total assets.
CAP( $t-1$ )	Ratio of capital to total assets.
LP( $t-1$ )	Ratio of value added (calculated based on BOJ's method) to number of employments. In million yen.
<b>Credit Availability</b>	
SHORT( $t-1$ )	Ratio of short-term loans (loans with more than 1 year maturity) to total assets.
LONG( $t-1$ )	Ratio of long-term loans (loans with less than 1 year maturity) to total assets.
CASH( $t-1$ )	Ratio of cash and deposit holdings to total amounts
RATE( $t-1$ )	Ratio of interest expense to total loan amount.
<b>Other Firms' Characteristics</b>	
FIRMAGE( $t-1$ )	Number of years since the establishment of the firm.
FIXED( $t-1$ )	Ratio of fixed tangible assets to total assets.
AGE( $t-1$ )	Age of the top executive.
lnEMP( $t-1$ )	Log of the number of employees.
<b>Governance</b>	
OWNERSHIP	1 if the surname of the firm's CEO is identical to one of surnames of major shareholders.
NBOARD	Number of board members of the firm.
NBANK	Number of bank relationships of the firm.
NSUPPLIER	Number of suppliers of the firm.
NCUSTOMER	Number of customers of the firm.
NSHAREHOLDER	Number of shareholders of the firm.
<b>Dummies</b>	
Industry 1-Industry 9	1: construction, 2: manufacturing, 3: electric, gas, heat-supply; ICT; transportation, 4: wholesale, retail, 5: finance, insurance, 6: real estate, 7: accommodation, restaurant, 8: services, 9: others incl. agriculture, fishery, mining
Region 1-Region 10	1: Hokkaido, 2: Tohoku, 3: Kanto, 4: Koshinetsu, 5: Hokuriku, 6: Tokai, 7: Kinki, 8: Chugoku, 9: Shikoku, 10: Kyushu
Year 2002-Year 2004	Year dummies, for years 2002, 2003, and 2004.

社, 2004年9,722社からなるサンプルである。

### 3.2 推計手法, 変数の定義, 集計統計

推計には, 被説明変数に用いる結果の状態の数によって, ロジットモデルもしくは多項ロジットモデルを用いる。存続と退出のように被説明変数における結果の状態が2つに限られている場合にはロジットモデルを, 存続, 倒産, 廃業等のように結果の状態が3つ以上ある場合には多項ロジットモデルを用いる。社長交代についても含める場合には, 結果の状態が, 存続, 社長交代, 倒産, 廃業等の4つになる。

表1では, 被説明変数と説明変数の定義について述べている。被説明変数に用いられる結果の状態として, 存続(SURVIVE), 社長交代(TURNOVER), 倒産(DEFAULT), 廃業・休業・解散・被合併・行方不明・回答拒否(SHUT DOWN)を用いる。

説明変数は, 企業のパフォーマンスを示す変数, 資金アベイラビリティを示す変数, その他

の企業属性を示す変数, ガバナンスを示す変数に大別される。いずれも存続・退出・社長交代について決まる1期(1年)前の値を用いる。パフォーマンス変数としては, 総資産営業利益率(ROA), 自己資本比率(CAP), 労働生産性(LP)を用いる。総資産営業利益率と労働生産性はフローで見た企業のパフォーマンス, 自己資本比率はストックでみた企業の質を表す変数である。なお, 株主構成は内生的に決定されるのではないかとの指摘がある。企業業績が良好であるほど外部の株主による株式保有比率が高まる一方で, 業績が悪い企業ほど同族で株式を保有する状況が続く可能性がある。このような要素も考慮して, 企業のパフォーマンスに係る変数を導入している。

資金アベイラビリティを示す変数としては, 短期借入金比率(SHORT), 長期借入金比率(LONG), 現預金比率(CASH), 支払金利(RATE)を用いる。その他の企業属性を示す変数としては, 企業年齢(FIRMAGE), 有形固定

資産比率(FIXED), 社長年齢(AGE), 従業員数の対数値(lnEMP)を用いる。ガバナンスを示す変数として最も重要なものは、企業の経営者が大株主かどうかを示すダミー変数(OWNERSHIP)である。企業の退出や社長交代が起こる前の時点における代表者氏名と、大株主情報における株主氏名を照合し、苗字が一致する場合には代表者大株主企業であると見なす。ここでは、苗字が一致すれば代表者大株主企業であると見なしているが、その大多数が、代表者氏名が大株主氏名と一致する場合である。代表者氏名と大株主情報における氏名が一致する場合のみを代表者大株主企業と見なす場合には、該当する企業数が約 26,000 社から約 24,000 社に減少する。それ以外のガバナンス変数としては、役員数(NBOARD), 取引金融機関数(NBANK), 仕入先数(NSUPPLIER), 販売先数(NCUSTOMER), 大株主数(NSHAREHOLDER)をそれぞれ用いている。取引金融機関数については最大 10 行, 役員数, 仕入先数, 販売先数, 大株主数については最大 24 社(人)まで記入できるとされている。取引金融機関数, 仕入先数, 販売先数, 大株主数については、数が小さいほど個々のステークホルダーと企業との関係が深いという解釈が可能である。

被説明変数と説明変数の集計統計は表 2 で示されている。企業の存続・退出に関する変数を見ると、このサンプルにおいては、翌年まで存続する企業の比率は全体の 98% 程度である。社長交代を行わずに存続する企業は全体の 93% 程度, 社長交代して存続する企業は 5% 強である。一方、倒産と廃業等を合わせた退出は 2% 程度である。退出のうち、倒産と廃業等の全体に占める比率はそれぞれ 1% 弱であるが、廃業等の企業比率が倒産企業の比率よりも若干高い。日本全国の企業を網羅している総務省「事業所・企業統計」によれば、個人事業主を除いた企業の退出率は 4~5% 程度である。このサンプルに含まれる企業は、中小企業が 95% 弱を占めるとは言え、従業員数の中位値が 35 人とかなり大きい。日本全体の中でも比較的大きな中小企業を多く含んでおり、そのために退出率が日本全体の企業に関する平均より低いと考えられる。

ガバナンスに関連した変数を見ると、大株主

経営者であると定義された企業の比率は約 8 割に上っており、対象となるサンプル企業の大部分で経営と所有が一致していると推測できる。大株主経営者の企業にはどのような特徴があるかを、OWNERSHIP=1 という条件を満たすサンプル企業に限って調べたものが表 3 である。社長交代をせずに存続するという企業の比率が高いこと、廃業などよりも倒産によって退出するという企業の比率が、全サンプルにおけるものよりも若干ではあるが高くなっていることが分かる。

#### 4. 推計結果

本節では、非上場中小企業の所有構造と存続・退出についての仮説 1, 仮説 2 を検証した後、社長交代と存続・退出についての仮説 3, 仮説 4 を検証する。

##### 4.1 企業の株式所有構造と存続・退出の関係

最初に、被説明変数における結果の状態が存続と退出の 2 つに限られるロジットモデルを用いた結果を表 4 の左パネルで示す。ここでは、倒産や廃業などが全て一つにまとめられ退出として扱われ、退出確率が推計されている。まず、 $t$  期における非上場企業の退出には、 $t-1$  期における彼らのパフォーマンスが有意に影響していることが分かる。パフォーマンスを示す変数である ROA や自己資本比率, 労働生産性はいずれも負の有意な係数を得ている。大株主経営者の企業も含めた推計を行っても、企業業績の悪化は退出確率を有意に上昇させることが分かる。また、この推計では大株主経営者である場合のダミー変数が、負の有意な係数を得ている。経営者が大株主である場合には退出確率が低くなる。資金アベイラビリティに関連する変数を見ると、短期借入金や長期借入金など有利子負債比率が大きい企業では退出確率が高い、現預金比率が小さく流動性が不足する企業では退出確率が高い、支払利率が高い企業では信用リスクが高いことを反映してか退出確率が高いといった結果が観察される。有形固定資産比率が低い企業では退出確率が高い。これは、企業の持つ資産の担保価値が低いことによるものと解釈できる。従業員数が少なく規模が小さい企業でも退出確率が高い。



表 2. 集計統計表(全サンプル)

	NOB	Mean	Median	Std. Err.	Min	Max
<b>Firm's State</b>						
SURVIVE	32316	0.9282	1.0000	0.2581	0.0000	1.0000
TURNOVER	32316	0.0537	0.0000	0.2255	0.0000	1.0000
DEFAULT	32316	0.0082	0.0000	0.0900	0.0000	1.0000
SHUT_DOWN	32316	0.0099	0.0000	0.0989	0.0000	1.0000
<b>Firm Performance</b>						
ROA( $t-1$ )	32316	0.0171	0.0178	0.0566	-0.4429	0.2815
CAP( $t-1$ )	32316	0.2298	0.1979	0.2177	-1.2903	0.9214
LP( $t-1$ )	32316	2.1350	1.0740	3.5219	-8.1237	35.7591
<b>Credit Availability</b>						
SHORT( $t-1$ )	32316	0.1647	0.1216	0.1646	0.0000	1.6425
LONG( $t-1$ )	32316	0.2508	0.2131	0.2032	0.0000	1.9626
CASH( $t-1$ )	32316	0.1667	0.1373	0.1248	0.0000	0.8949
RATE( $t-1$ )	32316	0.0269	0.0243	0.0173	0.0000	0.2482
<b>Other Firm's Characteristics</b>						
FIRMAGE( $t-1$ )	32316	33.9562	34.0000	16.2104	2.0000	114.0000
FIXED( $t-1$ )	32316	0.3058	0.2849	0.2049	0.0000	0.9567
AGE( $t-1$ )	32316	58.1066	58.0000	9.4934	23.0000	102.0000
lnEMP( $t-1$ )	32316	3.6480	3.5553	1.3347	0.0000	10.9708
<b>Governance</b>						
OWNERSHIP	32316	0.7928	1.0000	0.4053	0.0000	1.0000
NBOARD	32086	5.2270	4.0000	2.9207	0.0000	21.0000
NBANK	32086	4.2674	4.0000	2.1538	1.0000	10.0000
NSUPPLIER	32086	6.0333	6.0000	2.2451	1.0000	11.0000
NCUSTOMER	32086	6.2683	7.0000	2.7036	1.0000	13.0000
NSHAREHOLDER	32086	3.2244	3.0000	1.4717	1.0000	11.0000
Industry 1	32316	0.2342	0.0000	0.4235	0.0000	1.0000
Industry 2	32316	0.2810	0.0000	0.4495	0.0000	1.0000
Industry 3	32316	0.0588	0.0000	0.2352	0.0000	1.0000
Industry 4	32316	0.2762	0.0000	0.4471	0.0000	1.0000
Industry 5	32316	0.0042	0.0000	0.0645	0.0000	1.0000
Industry 6	32316	0.0366	0.0000	0.1879	0.0000	1.0000
Industry 7	32316	0.0013	0.0000	0.0365	0.0000	1.0000
Industry 8	32316	0.1000	0.0000	0.3001	0.0000	1.0000
Industry 9	32316	0.0076	0.0000	0.0866	0.0000	1.0000
Region 1	32316	0.0725	0.0000	0.2594	0.0000	1.0000
Region 2	32316	0.1217	0.0000	0.3269	0.0000	1.0000
Region 3	32316	0.2487	0.0000	0.4322	0.0000	1.0000
Region 4	32316	0.0800	0.0000	0.2712	0.0000	1.0000
Region 5	32316	0.0406	0.0000	0.1974	0.0000	1.0000
Region 6	32316	0.0926	0.0000	0.2898	0.0000	1.0000
Region 7	32316	0.1456	0.0000	0.3527	0.0000	1.0000
Region 8	32316	0.0768	0.0000	0.2662	0.0000	1.0000
Region 9	32316	0.0428	0.0000	0.2023	0.0000	1.0000
Region 10	32316	0.0789	0.0000	0.2696	0.0000	1.0000
Year 2002	32316	0.3717	0.0000	0.4833	0.0000	1.0000
Year 2003	32316	0.3275	0.0000	0.4693	0.0000	1.0000
Year 2004	32316	0.3008	0.0000	0.4586	0.0000	1.0000

次に、被説明変数における結果の状態を存続、倒産、廃業等の3つに分け、多項ロジットモデルを用いた推計結果を表4の右パネルで示す。多項ロジットモデルにおいては、比較の基準となる結果との関係での効果を計測しているので、係数の符号と、説明変数の増加が結果の得られる確率にもたらす変化の符号が一致しない場合がある。そこで、限界効果の欄における符号を見る必要がある。

パフォーマンスと大株主経営者ダミーの係数

が、左パネルで退出確率をロジットモデルで推計した場合と異なっている。まず、パフォーマンス変数のうち、ROAは廃業等ではロジットモデルで推計したのと同様に負に有意になっているが、倒産では係数が有意ではなくなっている。一方、自己資本比率は倒産では引き続き負に有意になっているが、廃業等では有意ではない。労働生産性は倒産、廃業等のいずれの状態でも有意に負の係数を得ている。倒産確率にはフローの利益率よりもストックである正味資産

表3. 集計統計表(OWNERSHIP=1)

	NOB	Mean	Median	Std. Err.	Min	Max
<b>Firm's State</b>						
SURVIVE	25620	0.9519	1.0000	0.2140	0.0000	1.0000
TURNOVER	25620	0.0314	0.0000	0.1744	0.0000	1.0000
DEFAULT	25620	0.0093	0.0000	0.0957	0.0000	1.0000
SHUT_DOWN	25620	0.0075	0.0000	0.0860	0.0000	1.0000
<b>Firm Performance</b>						
ROA( $t-1$ )	25620	0.0163	0.0173	0.0572	-0.4429	0.2815
CAP( $t-1$ )	25620	0.2325	0.2006	0.2171	-1.2687	0.9214
LP( $t-1$ )	25620	2.0830	1.0915	3.3230	-7.9703	35.7591
<b>Credit Availability</b>						
SHORT( $t-1$ )	25620	0.1592	0.1172	0.1606	0.0000	1.3803
LONG( $t-1$ )	25620	0.2705	0.2381	0.2013	0.0000	1.3575
CASH( $t-1$ )	25620	0.1759	0.1478	0.1260	0.0000	0.8092
RATE( $t-1$ )	25620	0.0276	0.0250	0.0166	0.0001	0.2482
<b>Other Firm's Characteristics</b>						
FIRMAGE( $t-1$ )	25620	33.3184	33.0000	15.8217	2.0000	114.0000
FIXED( $t-1$ )	25620	0.3042	0.2842	0.1992	0.0000	0.9519
AGE( $t-1$ )	25620	57.4324	57.0000	9.8139	23.0000	102.0000
lnEMP( $t-1$ )	25620	3.4413	3.3322	1.2363	0.0000	9.0038
<b>Governance</b>						
NBOARD	25486	4.7354	4.0000	2.4079	0.0000	20.0000
NBANK	25486	4.2295	4.0000	2.1244	1.0000	10.0000
NSUPPLIER	25486	6.0777	6.0000	2.2314	1.0000	11.0000
NCUSTOMER	25486	6.3319	7.0000	2.6908	1.0000	13.0000
NSHAREHOLDER	25486	3.3930	3.0000	1.4142	1.0000	11.0000
Industry 1	25620	0.2600	0.0000	0.4386	0.0000	1.0000
Industry 2	25620	0.2792	0.0000	0.4486	0.0000	1.0000
Industry 3	25620	0.0456	0.0000	0.2085	0.0000	1.0000
Industry 4	25620	0.2819	0.0000	0.4499	0.0000	1.0000
Industry 5	25620	0.0023	0.0000	0.0483	0.0000	1.0000
Industry 6	25620	0.0327	0.0000	0.1780	0.0000	1.0000
Industry 7	25620	0.0014	0.0000	0.0380	0.0000	1.0000
Industry 8	25620	0.0892	0.0000	0.2851	0.0000	1.0000
Industry 9	25620	0.0076	0.0000	0.0869	0.0000	1.0000
Region 1	25620	0.0761	0.0000	0.2652	0.0000	1.0000
Region 2	25620	0.1286	0.0000	0.3347	0.0000	1.0000
Region 3	25620	0.2240	0.0000	0.4169	0.0000	1.0000
Region 4	25620	0.0822	0.0000	0.2747	0.0000	1.0000
Region 5	25620	0.0422	0.0000	0.2009	0.0000	1.0000
Region 6	25620	0.0986	0.0000	0.2981	0.0000	1.0000
Region 7	25620	0.1447	0.0000	0.3518	0.0000	1.0000
Region 8	25620	0.0820	0.0000	0.2744	0.0000	1.0000
Region 9	25620	0.0450	0.0000	0.2073	0.0000	1.0000
Region 10	25620	0.0767	0.0000	0.2661	0.0000	1.0000
Year 2002	25620	0.3727	0.0000	0.4835	0.0000	1.0000
Year 2003	25620	0.3265	0.0000	0.4690	0.0000	1.0000
Year 2004	25620	0.3007	0.0000	0.4586	0.0000	1.0000

の大小が影響すること、廃業等の判断には正味資産の大小よりも現時点における事業の収益性が影響することが分かる。

大株主経営者ダミーの係数は、倒産では符号が正で有意になるのに対して、廃業等では符号が負で有意になる。特に、廃業等での負の係数や限界効果の絶対値が、倒産等での正の係数や限界効果のそれらよりも大きくなっている。経営者が大株主であることで、業績の良し悪しにかかわらず廃業せずに企業を存続させようとい

うインセンティブが働いていると推測することができる。表4の左パネルでも経営者大株主ダミーが負で有意になっており、経営と所有が一致することによって、退出確率が全体として低下することが分かる。一方で、経営者が大株主の場合に倒産確率が高まるという点は、廃業を選択しなかった結果、外部の債権者などから倒産を迫られたためと解釈できる。

更に、表4におけるベースライン推計に加えて、多項ロジットモデルを用いて変数を追加し

表4. ベースライン推計(ロジットモデル, 多項ロジットモデル)

Logit estimation		Multinomial logit estimation	
Dependent variable: 1: survive(base outcome), 2: exit		Dependent variable: 1: survive(base outcome), 2: default, 3: shut down	
Coef.	z-value	Coef.	z-value
Marginal Effect		Marginal Effect	
ROA	-1.341	-0.548	-0.530
CAP	-0.877	-1.317	-3.620**
LP	-0.061	-0.062	-2.350**
SHORT	1.042	1.315	3.350**
LONG	1.119	1.379	3.580**
CASH	-3.930	-6.135	-7.980**
RATE	10.477	13.777	5.310**
FIRMAGE	-0.002	0.001	0.320
FIXED	-1.486	-1.721	-4.880**
AGE	0.005	0.005	0.670
lnEMP	-0.268	-0.249	-3.750**
OWNERSHIP	-0.533	0.650	2.950**
constant	-2.100	-3.609	-4.570**
Industry dummy	yes	yes	yes
Regional dummy	yes	yes	yes
Year dummy	yes	yes	yes
NOB	32,316	32,316	32,316
LRchi2	499,070	640,760	640,760
Prob > chi2	0.000	0.000	0.000
Pseudo R <sup>2</sup>	0.086	0.097	0.097
Log likelihood	-2,668,995	-2,999,659	-2,999,659

Note: \*\*, \* represent the significance levels of the 1%, 5%, and 10%, respectively.

た推計を行う。第1に、大株主経営者がいる場合に企業のパフォーマンスが倒産確率や廃業等に関する決定にどのように影響するかを知るために、大株主経営者ダミーとROAや自己資本比率との交差項を含めた推計を行う。これは仮説1の検証を目的としたものである。第2に、大株主経営者ダミー以外の企業のステークホルダーに関する変数を追加し、大株主経営者の存

在により廃業等確率低下と倒産確率上昇が見られるという表4の結果がどのように変わるかを調べる。結果は、それぞれ、表5と表6に示されている。ROA\_OWN, CAP\_OWNは、それぞれROA, CAPとOWNERSHIPとの交差項を示している。

表5の多項ロジットモデルによる推計結果を見ると、大株主経営者のいる企業の方でむしろ、企業業績を反映して倒産や廃業等確率が決まっている場合があることが分かる。倒産では、自己資本比率が有意な負の係数や負の限界効果を得ており、自己資本比率の低下が有意に倒産確率を高める。しかしながら、この効果は、大株主経営者の存在有無を問わずに見られる傾向である。廃業等では、ROA、自己資本比率単独ではいずれも有意な係数を得られないが、大株主経営者の場合にはROAの低下が、廃業等の確率を高めていることが分かる。大株主経営者がいるからといって、業績を無視して企業の存続・退出が決まっているわけではない。むしろ、廃業等の選択においては、それ以外の専門経営者の場合よりも利益率に反応して廃業等の決定を行っていると言える。これらは仮説1に基づく予測とは異なる結果である。

表6の推計結果を見ると、役員数、取引銀行数、仕入先数、販売先数、大株主数といった変数を導入しても、大株主経営者ダミーが倒産で有意な正の係数、廃業等で有意な負の係数を得るという結果には変化がない。特徴的なのは、取引銀行数や仕入先数といった債権者の数が多くなる場合に、倒産確率が有意に高くなり、廃業等確率が有意に低くなる点である。債権者が多くなるということは、個々の

表 5. 多項ロジットモデル推計(大株主経営者との交差項を含む)

Multinomial logit estimation						
Dependent variable: 1: survive(base outcome), 2: default, 3: shut down						
	Coef.	z-value	Marginal Effect	Coef.	z-value	Marginal Effect
	2: default			3: shut down		
ROA	1.133	0.380	0.005	0.086	0.050	0.001
CAP	-1.746	-2.620***	-0.007	-0.012	-0.030	-0.000
LP	-0.063	-2.370**	-0.000	-0.060	-3.060***	-0.000
ROA_OWEN	-1.884	-0.620	-0.008	-3.385	-1.870*	-0.022
CAP_OWEN	0.494	0.750	0.002	-0.699	-1.360	-0.005
SHORT	1.322	3.380***	0.006	0.774	2.090**	0.005
LONG	1.374	3.570***	0.005	0.837	2.250**	0.005
CASH	-6.159	-8.000***	-0.025	-2.401	-4.180***	-0.016
RATE	13.866	5.330***	0.056	6.909	2.500**	0.045
FIRMAGE	0.002	0.320	0.000	-0.005	-1.300	-0.000
FIXED	-1.727	-4.890***	-0.007	-1.319	-4.020***	-0.009
AGE	0.005	0.700	0.000	0.005	0.780	0.000
lnEMP	-0.250	-3.760***	-0.001	-0.258	-4.710***	-0.002
OWNERSHIP	0.650	2.930***	0.003	-1.007	-6.520***	-0.007
constant	-3.610	-4.570***	-0.015	-2.590	-3.490***	-0.017
Industry dummy	yes					
Regional dummy	yes					
Year dummy	yes					
NOB	32316					
LRchi2	648.940					
Prob>chi2	0.000					
Pseudo R <sup>2</sup>	0.098					
Log likelihood	-2995.566					

Note: \*\*\*, \*\*, \* represent the significance levels of the 1%, 5%, and 10%, respectively.

表 6. 多項ロジットモデル推計(ステークホルダーの数を含む)

Multinomial logit estimation						
Dependent variable: 1: survive(base outcome), 2: default, 3: shut down						
	Coef.	z-value	Marginal Effect	Coef.	z-value	Marginal Effect
	2: default			3: shut down		
ROA	-0.649	-0.620	-0.002	-1.477	-1.500	-0.009
CAP	-1.331	-3.550***	-0.005	-0.515	-1.440	-0.003
LP	-0.072	-2.660***	-0.000	-0.048	-2.160**	-0.000
SHORT	1.277	3.190***	0.005	0.903	2.360**	0.005
LONG	1.339	3.390***	0.005	0.842	2.170**	0.005
CASH	-6.118	-7.850***	-0.023	-2.316	-3.940***	-0.014
RATE	13.754	5.220***	0.051	6.709	2.320**	0.039
FIRMAGE	0.001	0.130	0.000	-0.002	-0.540	-0.000
FIXED	-1.685	-4.710***	-0.006	-1.374	-3.980***	-0.008
AGE	0.005	0.760	0.000	0.006	0.870	0.000
lnEMP	-0.340	-4.190***	-0.001	-0.106	-1.600	-0.001
OWNERSHIP	0.404	1.780*	0.002	-1.122	-7.660***	-0.007
NBOARD	-0.067	-1.730*	-0.000	-0.082	-2.670***	-0.000
NBANK	0.132	3.680***	0.000	-0.103	-2.910***	-0.001
NSUPPLIER	0.095	3.080***	0.000	-0.083	-2.950***	-0.000
NCUSTOMER	-0.001	-0.030	-0.000	-0.054	-2.290**	-0.000
NSHAREHOLDER	0.043	0.980	0.000	0.032	0.770	0.000
constant	-3.968	-4.850***	-0.015	-1.735	-2.250**	-0.010
Industry dummy	yes					
Regional dummy	yes					
Year dummy	yes					
NOB	32086					
LRchi2	681.040					
Prob>chi2	0.000					
Pseudo R <sup>2</sup>	0.107					
Log likelihood	-2845.233					

Note: \*\*\*, \*\*, \* represent the significance levels of the 1%, 5%, and 10%, respectively.

表 7. 社長交代を含む多項ロジットモデル推計

Multinomial logit estimation									
Dependent variable: 0: survive (base outcome), 1: turnover, 2: default, 3: shut down									
	Coef.	z-value	Marginal effect	Coef.	z-value	Marginal effect	Coef.	z-value	Marginal effect
	1: turnover			2: default			3: shut down		
ROA	-1.089	-2.030**	-0.034	-0.599	-0.580	-0.002	-2.224	-2.340**	-0.015
CAP	-0.326	-1.860*	-0.010	-1.324	-3.640***	-0.005	-0.432	-1.220	-0.003
LP	0.002	0.310	0.000	-0.062	-2.350**	-0.000	-0.058	-2.970***	-0.000
SHORT	-0.352	-1.830*	-0.029	1.304	3.320***	0.006	0.745	2.010**	0.006
LONG	-0.915	-4.590***	-0.011	1.347	3.500***	0.005	0.803	2.150**	0.005
CASH	-0.298	-1.170	-0.008	-6.152	-7.990***	-0.026	-2.443	-4.250***	-0.017
RATE	1.081	0.760	0.031	13.848	5.330***	0.058	7.173	2.600***	0.049
FIRMAGE	-0.003	-1.680*	-0.000	0.001	0.290	0.000	-0.005	-1.290	-0.000
FIXED	0.148	0.930	0.005	-1.719	-4.870***	-0.007	-1.305	-3.970***	-0.009
AGE	0.082	26.070***	0.003	0.008	1.100	0.000	0.010	1.580	0.000
lnEMP	0.146	6.370***	0.005	-0.243	-3.650***	-0.001	-0.251	-4.560***	-0.002
OWNERSHIP	-1.286	-22.060***	-0.040	0.553	2.520**	0.003	-1.213	-9.240***	-0.008
constant	-7.104	-18.020***	-0.224	-3.653	-4.620***	-0.014	-2.733	-3.680***	-0.017
Industry dummy	yes								
Regional dummy	yes								
Year dummy	yes								
NOB	32316								
LRchi2	2502.860								
Prob>chi2	0.000								
Pseudo R <sup>2</sup>	0.125								
Log likelihood	-8800.654								

Note: \*\*\*, \*\*, \* represent the significance levels of the 1%, 5%, and 10%, respectively.

取引銀行や仕入先企業による企業に対するコントロールが弱まることを意味する。こうした状況下では、大株主経営者が廃業を避け、企業の存続を図ろうとする政策を採用しても、外部のステークホルダーがこれを抑制することが難しくなると考えられる<sup>6)</sup>。

以上の結果をまとめると、中小を中心とする非上場企業においては、倒産や廃業等が企業のパフォーマンスを反映する形で決定されていること、外部からのモニタリングやコントロールが働きにくい大株主経営者の企業でも、平均的には質の低いものが退出し、高いものが存続する傾向があることが分かる。一方、大株主経営者の存在は、退出の形態に影響する。すなわち、大株主経営者がいる企業では、企業属性や他のステークホルダーに係る情報をコントロールした上でも、廃業等の確率が低く倒産確率が高くなる。個人資産の多くを自社株で保有し、企業の借入金を個人保証することが多い大株主経営者にとっては、廃業という選択肢を避けられるのであれば避けたいというインセンティブが働いていると考えられる。

#### 4.2 企業の社長交代・事業承継と存続・退出の関係

中小非上場企業における社長交代・事業承継の決定要因を分析する際には、事業承継ができずに廃業する、他社に合併されることを選択するといった企業の存続・退出を同時に考慮する必要がある。そこで、前項で行った存続、倒産、廃業等という結果の状態のうち存続を、社長交代を行わない存続と社長交代に分け、多項ロジットモデルによる推計を行う。得られた結果を表7に示す。表4のベースライン推計と比較すると、結果の状態が1つ増えているが、倒産、廃業等の状態における係数の値や有意性については大きな変化はない。そこで、社長交代に影響する要因を調べると、ROAや自己資本比率は負の有意な係数を得ている一方で、労働生産性は係数が有意ではない。長期借入金比率は負の有意な係数である。社長年齢、企業規模は正の有意な係数と正の限界効果を得ており、社長が高齢になるほど、また企業規模が大きくなるほど、社長の交代確率が高まることを意味する。一方、大株主経営者が存在する場合には、社長交代確率は大きく低下する。得られた結果を見る限りでは、ROAや自己資本比率が低くなれ

表 8. 社長交代を含む多項ロジットモデル推計(役員数ダミーとの交差項を含む)

Multinomial logit estimation									
Dependent variable: 0: survive(base outcome), 1: turnover, 2: default, 3: shut down									
	Coef.	z-value	Marginal effect	Coef.	z-value	Marginal effect	Coef.	z-value	Marginal effect
	1: turnover			2: default			3: shut down		
ROA	-1.191	-2.200**	-0.037	-0.517	-0.490	-0.002	-2.254	-2.370**	-0.015
CAP	-0.653	-2.610***	-0.020	-3.958	-4.510***	-0.014	-0.335	-0.440	-0.002
LP	0.003	0.360	0.000	-0.057	-2.190**	-0.000	-0.051	-2.590**	-0.000
CAP_BOARD 1	0.862	2.610***	0.027	3.052	3.350***	0.011	0.335	0.420	0.002
CAP_BOARD 2	0.814	2.240**	0.025	3.390	3.470***	0.012	-0.297	-0.330	-0.002
CAP_BOARD 3	-0.041	-0.130	-0.001	1.784	1.810*	0.007	-1.092	-1.230	-0.007
LONG	-0.880	-4.390***	-0.028	1.437	3.720***	0.005	0.718	1.930*	0.005
SHORT	-0.362	-1.880*	-0.012	1.382	3.510***	0.005	0.709	1.910*	0.005
CASH	-0.327	-1.270	-0.009	-6.153	-7.990***	-0.023	-2.387	-4.150***	-0.016
RATE	1.319	0.930	0.038	13.830	5.220***	0.051	6.640	2.370**	0.043
FIRMAGE	-0.003	-1.780*	-0.000	0.002	0.480	0.000	-0.004	-0.960	-0.000
FIXED	0.141	0.880	0.005	-1.733	-4.910***	-0.006	-1.256	-3.810***	-0.008
AGE	0.082	25.980***	0.003	0.008	1.100	0.000	0.012	1.810*	0.000
lnEMP	0.142	5.460***	0.004	-0.196	-2.620***	-0.001	-0.134	-2.200**	-0.001
OWNERSHIP	-1.287	-21.820***	-0.040	0.503	2.260**	0.002	-1.290	-9.640***	-0.008
BOARD 1	-0.291	-2.410**	-0.009	0.249	0.900	0.001	0.829	3.300***	0.006
BOARD 2	-0.140	-1.130	-0.004	0.125	0.440	0.000	0.236	0.870	0.002
BOARD 3	0.164	1.590	0.005	0.452	1.690*	0.002	0.517	2.080**	0.003
constant	-7.033	-17.240***	-0.219	-3.952	-4.730***	-0.014	-3.575	-4.550***	-0.022
Industry dummy	yes								
Regional dummy	yes								
Year dummy	yes								
NOB	32316								
LRchi2	2578.780								
Prob>chi2	0.000								
Pseudo R <sup>2</sup>	0.128								
Log likelihood	-8762.692								

Note: \*\*\*, \*\*, \* represent the significance levels of the 1%, 5%, and 10%, respectively.

ば、社長交代確率が有意に高まることとなる。この点では、中小を中心とする非上場企業においても、社長交代が企業のパフォーマンスを反映した形で行われていると言える。

次に検証するのは、仮説4の内容、すなわち、社長交代の候補となる人材が少ないために、業績にかかわらず企業が退出する傾向が見られるかという点である。これを調べるためには、社長の後継候補が少ない企業を何らかの形で特定する必要がある。ここでは、役員数が少ない企業では社長の後継候補となる人材が少ないと仮定する。外部から後継候補を選べるということであれば社内の人的資源の多寡は問題にはならないが、日本、特に中小企業の経営者の流動性は乏しいと考えられることがその理由である。そこで、表6の推計に用いられている変数に加えて、企業の役員数を四分位毎に分けたダミー変数を導入する。ここでは、役員数の少ない順にBOARD 1~4と定義し、これらと自己資本比率などのパフォーマンスを示す変数との交差

項を加えた推計を行う。

結果を示しているのが表8である。表8ではBOARD 1~4を用いて自己資本比率との交差項を加えている。いくつか共通する結果が得られている。まず、人材の少なさの代理変数であるBOARD 1において、社長交代で有意な負の係数を得ている。これは、後継社長候補の人材プールに乏しい企業ほど社長交代しないことを意味する。一方で、廃業等ではBOARD 1が有意な正の係数と正の限界効果を得ている。役員数が少ない企業においては、社長交代確率が低下する一方で、廃業等の確率が高まると言える。

加えて、BOARD 1や2といった変数と自己資本比率の交差項が、社長交代、倒産でそれぞれ有意に正の係数を得ている。自己資本比率の係数は負で有意な場合が多いので、人材プールに乏しい企業ほど、自己資本が低下しても、倒産確率、廃業等確率はいずれもそれ以外の企業ほどには高くない。これまで、企業パフォーマンスに係る変数は倒産や廃業等において負

の有意な係数を得ていたが、役員数や従業員数の小さい企業では負の程度が小さくなる。これは、人材プールに乏しく社長交代確率が低い企業において、自己資本の低下などの財務悪化は倒産の引き金とはならないこと、したがって、他の企業グループよりも存続企業と退出企業の質に差がないことを意味する<sup>7)</sup>。

以上の結果をまとめると、非上場企業においても社長交代が1期前の業績と負の有意な相関を持ち、上場企業と同様に業績に感応的に社長交代を行っていること、すなわち、仮説3は成り立たないことが分かる。また、質の高い企業でも事業承継に失敗して退出しているのではないかという点については、役員数が小さく社長の後継者候補が見つかりにくいと考えられる企業で、社長交代確率が低く廃業等の確率が高くなること、業績が悪化していない場合でも廃業などが起きる可能性が高まることが示されている。これらの点から、質の高い企業ほど事業承継に失敗して廃業に踏み切るという不自然な淘汰が起きているわけではないが、自然な淘汰の程度が弱まっていると言える。

## 5. おわりに

本稿では、非上場中小企業の存続と退出に焦点を当て、かつ、企業の所有構造と社長交代に注目して、パフォーマンスの低い企業が退出する仕組みが経済全体に備わっているかどうかを分析した。

「中小企業は経済を支える屋台骨である」などと、中小企業の経済的な重要性が強調されることは多い。その一方で、中小企業では所有と経営が分離されておらず、外部からのモニタリングやコントロールが効かないために、社長が非効率的な経営を行っているのではないかという認識も根強い。よし悪しはともかくとして、用いることのできる資源の少ない中小企業では、社長によって企業の成長・衰退が決まるといっても過言ではない。それだけ社長の持つ意味が重いために、有能な後継者を見つけて社長交代を円滑に行うことが、事業を円滑に次世代に承継することを意味する。

そこで、今回は、中小企業経営者の持つ重要性に着目し、その存在が、中小企業の自然な淘汰を通じて経済全体の生産性を向上するのに役

立っているかを調べた。得られた結果のうち、企業の退出や社長交代が全体の効率性を高める方向に機能している点は以下のとおりである。まず、非上場企業の退出、特に大株主経営者のいる企業の退出は、パフォーマンスを反映しない非効率なものではないかという一般的な通念とは異なり、営業利益率、自己資本比率、労働生産性が低下する企業では、倒産や廃業等の確率が有意に高まる。この点で非上場中小企業における淘汰は自然であり、生産性を高めるものと評価できる。また、非上場企業における社長交代は、上場企業と同様に企業のパフォーマンスの悪化に伴って生じており、企業に対するガバナンスがある程度は機能している可能性がある。

一方で、非効率な部分も存在する。まず、大株主経営者のいる企業では、廃業等によって退出する確率が低い。大株主経営者が企業の退出に伴う個人の損失を避けるために廃業の先延ばしをしているということであれば、非効率性が生じていると言える。退出に伴う経営者の負担を少なくする政策は、モラルハザードを起ささない限りにおいて、パフォーマンスの悪い企業の早期退出を促し全体の生産性を上げるためにも必要と言える。限度額や保証期限を定めずに個人保証を求める包括根保証の撤廃や、個人破産時における自由財産の拡大などの方策は、企業の早期退出を促す方向に働くことが期待できる。

また、後継者が見つかりにくい役員数の少ない企業では、存続企業の質は退出企業の質よりも高いものの、その差は小さなものにとどまっている。これは、社長交代のための人材が少ない企業ではパフォーマンスが良くても退出確率が高いということであり、存続するべき質の高い企業と退出するべき質の低い企業があまり明確に峻別されていないという点において、自然な淘汰の程度が弱いことを示唆する。現在、日本では、事業承継を円滑に行うための税制措置などが導入されている。これらの制度によってパフォーマンスの良い企業で社長交代が多く実現するかどうか、注視が必要である。

最後に、本稿では取り扱うことができなかつたいくつかの点を今後の課題として述べておく。まず、分析結果の定量的な評価が求められる。日本における企業の退出率は、事業所・企業統計によれば毎年5%前後であり、10%前後の

米国などに比べて低い。退出による産業全体における生産性の変化の重要性は、他国のそれよりも低い可能性がある。しかしながら、パフォーマンスが悪化したままの大株主経営者のいる企業が早期に退出することによる生産性改善の程度や、質が高いが後継者候補の少ない企業が存続することによる効果の程度を知ることは、非効率な企業の退出を促し、効率的な企業の存続を助ける政策の必要性を吟味する上でも重要である。また、今回は、倒産や廃業、解散といった企業が退出する局面を扱い、質の高い企業が残る質の低い企業が市場から去るかという問題に焦点を絞っている。このような、どちらかという後ろ向きの議論に加えて、成長力の高い新規参入企業をどのようにして生み出すか、イノベーションを通じて存続企業の生産性をどのようにして高めるかといった前向きな分析を併せた上で、企業の生産性を高めるための方策を議論する必要がある。これらは、今後取り組むべき課題である。

(一橋大学経済研究所)

## 注

\* 本稿は、“Top Executive Turnover in Japanese Non-listed Firms: Causes and Consequences”(一橋大学経済研究所 PIE/CIS DP Series)をその内容を踏まえつつ全面的に改訂したものである。旧稿に対するものも含めて、胥鵬先生、神林龍先生、加藤隆夫先生、蟻川靖浩先生、堀敬一先生、坂井功治先生、経済研究所定例研究会、東京大学金融教育研究センター・日本銀行調査統計局共催コンファレンス、日本経済学会秋季大会、金融学会関西西部会、経済産業研究所金融・産業ネットワーク研究会、法政大学新展開研究会の参加者から有益なコメントを頂いたことに感謝する。旧稿の共著者である齊藤有希子氏に加えて、内野泰助先生、篠塚友吾氏によるリサーチアシスタントに感謝する。なお、今回の研究には、社団法人日本内部監査協会の助成が与えられたことに感謝する。

1) 企業は、倒産、廃業など様々な形で市場から退出するが、本稿では、それらを「退出」と総称する。また、退出を「倒産」と、廃業、休業、解散、被合併などの「廃業等」に区分する。

2) 経営者による株式保有比率と企業の市場価値、企業の成長性との関係については、多くの実証分析が存在する。Morck, Schleifer, and Vishny(1988)は、米国のフォーチュン誌に掲載されたトップ企業を対象にして、トービンの $q$ と経営者の株式保有割合の関係に係る実証分析を行い、経営者が保有する株式比率が5%になるまではトービンの $q$ が上昇するが、株式保有比率がそれを超える場合には $q$ が低下することを

示している。McConnell and Servaes(1990)でも、米国における上場企業データを用いて、経営者による株式保有比率が上昇するにつれて $q$ が上昇すると結果を得ている。日本のデータを用いた研究としては、Litchenberg and Pushner(1994)がある。彼らは日本の製造業企業を対象にして全要素生産性を計測し、経営者の株式保有比率が生産性にプラスに寄与することを明らかにしている。

3) この仮説に加えて、企業が有する負債に関連して、大株主経営者がとる行動と企業の退出確率との間には、いくつかの可能性がある。第1は、債権者と利害が対立する大株主経営者が、資産代替、すなわち成功した場合には株主に利益の多くが帰着し、失敗した場合には債権者に多くの損失が帰着するようなリスクの高い投資を選択する結果、企業の倒産確率が高まるという可能性である。この場合、負債での調達が多い大株主経営者企業ほど、資産代替を行う程度が大きく、倒産確率もより高まると予想される。第2は、シグナリング均衡の下で、高い将来期待キャッシュフローを有する大株主経営者が、廃業・倒産によるコストの高い負債での資金調達を多く行う一方で、低いキャッシュフローを有する大株主経営者は、負債での資金調達を少なくするという可能性である。この場合、平均的に高いキャッシュフローを得て倒産確率が低い大株主経営者の企業ほど、負債での調達が多いという関係が予想される。これら、企業の負債による資金調達と企業行動との関係に関する理論的な可能性は、実証的な検証対象となりうる興味深いものである。しかし、本稿における関心は、それ以外の企業と比較した大株主経営企業の特徴であり、大株主経営企業における負債調達の多寡がもたらす影響ではないため、これらの点の検証は今後の課題としたい。

4) 米国についての分析はDenis, Denis, and Sarin(1997)などを、ドイツについてはKaplan(1994)などを参照のこと。

5) 廃業等の中でも、被合併は廃業や休業などとは異なる退出の仕方ではないかとの指摘を受け、廃業等から被合併を除いたサンプルを用いた検証も行った。推計手法はprobitやmultinomial probitモデルを用いており、multinomial logitモデルを当てはめた場合に必要なIIA(Independence of Irrelevant Alternatives)の仮定を置く必要はない。被合併をサンプルから除いても、本文表4から表8に示される推計結果から得られる結論を変えるものではないことが分かった。

6) この点については、債権者数の増加は、自己資本比率の低下を通じて倒産確率の上昇に影響しているのではないかと指摘があった。しかし、推計上は自己資本比率を説明変数に含めており、こうした経路の可能性をコントロールした上でも、債権者数の増加に伴う廃業確率の低下、倒産確率の上昇が観察される。

7) なお、BOARD 1-4のうち同族役員ほど後継者としてみなされやすい可能性を考慮し、同族役員数について同様のダミー変数(BOARD\_SAME\_FAMILY)を作成して追加的な検証を行ったところ、係数や限界効果の符号において定性的に同様の結果を得た。



## 参考文献

- 中小企業庁(2006)『中小企業白書 2006 年版』, ぎょうせい.
- 中小企業庁(2007)『中小企業白書 2007 年版』, ぎょうせい.
- 福田慎一・粕谷宗久・中島上智(2006)「非上場企業におけるコーポレート・ガバナンス」, 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ, No.06-J-05.
- 金榮慤・権赫旭・深尾京司(2008)「産業の新陳代謝機能」, 深尾京司・宮川努編『生産性と日本の経済成長』第8章, 東京大学出版会.
- 清田耕造・滝澤美帆(2008)「退出の予兆:「突然」か「必然」か」, 深尾京司・宮川努編『生産性と日本の経済成長』第7章, 東京大学出版会.
- 森川正之(2008)「同族企業の実証分析」, RIETI Discussion Paper Series, No.08-J-029.
- 胥鵬・鶴田大輔(2006)「経営不振に陥った中小企業の存続期間と債務者構成」, RIETI Discussion Paper Series, No.06-J-009.
- Ahn, S., K. Fukao and H. U. Kwon (2004) "The Internationalization and Performance of Korean and Japanese Firms: An Empirical Analysis Based on Micro Data," *Seoul Journal of Economics*, Vol. 17, No. 4, pp. 439-482.
- Brunninge, O., M. Nordqvist and J. Wiklund (2007) "Corporate Governance and Strategic Change in SMEs: The Effects of Ownership, Board Composition and Top Management Teams," *Small Business Economics*, Vol. 29, No. 3, pp. 295-308.
- Caballero, R., T. Hoshi, and A. Kashyap (2008) "Zombie Lending and Depresses Restructuring in Japan," *American Economic Review*, Vol. 98, No. 5, pp. 1943-1977.
- Denis, D., D. Denis, and A. Sarin (1997) "Ownership Structure and Top Executive Turnover," *Journal of Financial Economics*, Vol. 45, No. 2, pp. 193-221.
- Disney, R., J. Haskel and Y. Heden (2003) "Entry, Exit and Establishment Survival in UK Manufacturing," *Journal of Industrial Economics*, Vol. 51, No. 1, pp. 91-112.
- Foster, L., J. C. Haltiwanger and C. J. Krizan (2001) "Aggregate Productivity Growth. Lessons from Microeconomic Evidence," NBER Chapters, in: *New Developments in Productivity Analysis*, pp. 303-372, National Bureau of Economic Research.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Kang, J. and A. Shivdasani (1995) "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan," *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, No. 1, pp. 29-58.
- Kaplan, S. (1994) "Top Executives, Turnover and Firm Performance in Germany," *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 10, No. 1, pp. 142-159.
- Kaplan, S. and B. Minton (1994) "Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers," *Journal of Financial Economics*, Vol. 36, No. 2, pp. 225-258.
- Lichtenberg, F. R., and G. P. Pushner (1994) "Ownership Structure and Corporate Performance in Japan," *Japan and the World Economy*, Vol. 6, No. 3, pp. 239-261.
- McConnell, J. and H. Servaes (1990) "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, No. 2, pp. 595-612.
- Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny (1988) "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-315.
- Ono, A. and I. Uesugi (2009) "The Role of Collateral and Personal Guarantees in Relationship Lending: Evidence from Japan's SME Loan Market," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 41, No. 5, pp. 935-960.
- Peek, J. and E. S. Rosengren (2005) "Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan," *American Economic Review*, Vol. 95, No. 4, pp. 1144-1166.
- Sakai, K., I. Uesugi, and T. Watanabe (2010) "Firm Age and the Evolution of Borrowing Costs: Evidence from Japanese Small Firms," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 34, No. 8, pp. 1970-1981.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1989) "Management Entrenchment: The Case of Marager-specific Investment," *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, No. 1, pp. 123-139.
- Stulz, R. M. (1988) "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 25-54.