

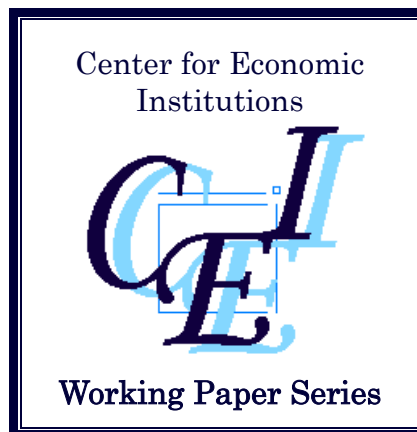
*Center for Economic Institutions*  
*Working Paper Series*

No. 2009-4

***“The Existence of Nepotism: Evidence from  
Japanese Family Firms”***

Jung-Wook Shim

*October 2009*



Institute of Economic Research  
Hitotsubashi University  
2-1 Naka, Kunitachi, Tokyo, 186-8603 JAPAN  
Tel: +81-42-580-8405  
Fax: +81-42-580-8333

# 血縁主義の弊害：日本の同族企業のデータを用いた実証分析

## **The Existence of Nepotism: Evidence from Japanese Family Firms**

一橋大学 経済研究所 制度センター

沈 政郁 (Jungwook Shim)

### 要旨

本稿では能力の有無にも関わらず血縁関係で新規経営者になるという意味での血縁主義がどのような結果をもたらすかについて、日本の同族企業のデータを用いて実証分析した。学歴を能力の代理変数として、エリートか非エリートかを区分して、非エリート親族承継をその他の様々な事業承継のタイプと比較した。単純な DD (Difference-in-Differences) 分析、幾つかの要因を制御した DD 分析の結果、非エリート親族承継は婿・婿養子承継及び非同族企業の専門経営者承継に比べて経営者交代前後で業績の悪化が生じていた。このような業績の違いが能力の不足からではなく、新規経営者になるまでの経験の差異からくる可能性を探るため、経験の経路を制御した回帰分析を行い DD 分析と同じ結果を得た。よって、業績の差異は経験の違いからではなく低い能力から生じたと判断される。最後に、事業承継がランダムイベントではないので因果関係を強く主張できない問題点を解決するために、操作変数法を用いた分析を行った。操作変数法の結果は DD 分析の結果とほぼ同じ結果を示し、より明確な因果関係として血縁主義によって経営者交代前後で企業業績の悪化が生じていた。

Keywords : 同族企業, 事業承継, 血縁主義

JEL Classification Code: G32, G34, L25, M13, O53

## 1. はじめに

もし優れた能力が遺伝されるならば過去に大きく繁栄した大帝国や大企業の衰退は生じないはずである。このことについてWarren Buffettは”choosing the 2020 Olympic team by picking the eldest sons of the gold-medal winners of the 2000 Olympics.”と例えている<sup>1</sup>。

優れた能力が遺伝されない場合、後継者選びはとても難しい作業になる。世界的にみて後継者選びの一番の基準は血縁が多くを占めている。しかし、血縁者の中から後継者を選ぶことは小さい人材プールの中での選択に陥りやすく、このことから間違った選択を行う可能性が高くなる (Shleifer and Vishny (1997))。

このような弊害に対して、日本では「売り家と唐様で書く三代目」、中国では「Wealth will not pass beyond three generations」、米国では「Shirtsleeves to shirtsleeves in three generations」のようなことわざがあり、世界的に広く認識されているようである<sup>2</sup>。

しかし、広く認識されているにも関わらず、選択のミスによる経済的弊害の大きさに関して体系的に考察した研究は多くない。このような研究の少なさはLa Porta, Lopez-de-Silanes and Shleifer (1999)以後の一連の研究によって、世界的にみて同族企業が支配的な企業形態であることが明らかになりつつあることを考慮すると少し驚きである(Claessens, Djankov and Lang (2000); Faccio and Lang (2002); Morck, Stangeland and Yeung (2000); Anderson and Reeb (2003); Villalonga and Amit (2006); Mehrotra, Morck, Shim and Yupana (2008))<sup>3</sup>。

最近になって、Perez-Gonzalez (2006)が米国、Bennedsen, Nielsen, Perez-Gonzalez and Wolfenzon (2007)がデンマーク、Cucculelli and Micucci (2008)がイタリアのデータを用いて、同族企業の事業承継と企業業績の関係を考察し縁故主義の問題を指摘した。本稿では上記の3つの論文の方法に沿って日本の同族企業のデータを用いて事業承継と企業業績の関係を考察することで、血縁主義の結果とその大きさを測ることを目的とする。

本稿の貢献としては上記の3つの論文と異なり、同族企業の上場からその後の歴史を追跡して、より詳しく同族企業の事業承継を考察している点と、新規経営者の経験の経路を考察している点を挙げることができる。既存研究では新規経営者の経験の側面を考察していないため、業績の差異が能力の欠如から生じるのか経験の欠如から生じるのかを区分していない。

一般的に認識されているように、同族企業の事業承継で問題が生じうるのは能力がないにも関わらず血縁関係で後継者としてその地位に就くことである。本稿ではこの能力の欠如を、学歴を用いて評価した。具体的には、入学が難しい大学を卒業した人をエリートと定義した<sup>4</sup>。しかし、非同族企業の事業承継においては新規経営者の学歴は問題にならない。学閥などのネットワークが事業承継に影響を及ぼす可能性はあるが、能力がないにも関わらず次期社長として選ばれることは稀であることが期待できるからである。よって、非同族企業の事業承継で、新規経営者の学歴は企業業績の悪化をもたらさないはずである。

このような論理に基づくと次のような3つの仮説がたてられる。もし能力がないにも関わらず、血縁で新規経営者になるという意味での血縁主義が存在するのであれば (1)非エリート親族承

継はエリート親族承継に比べて業績の悪化をもたらす。(2) 非エリート親族承継は非同族企業の専門経営者承継に比べて業績の悪化をもたらす。(3) 非同族企業のエリート専門経営者承継と非エリート専門経営者承継間には経営者交代前後で業績の差異はない。

上記の3つの仮説を検証するべく本稿では1949年から1970年までに上場した539社の同族企業をサンプルとして2000年までに生じた事業承継を考察した。非エリート親族承継を基準として単純なDD(Difference-in-Differences)分析を行った結果、3つの仮説が支持された。非エリート親族承継はエリート親族承継(特に婿・婿養子承継)に比べて経営者交代前後で業績の悪化を示した。また、非エリート親族承継は非同族企業の専門経営者承継に比べて業績の悪化を示した。最後に、非同族企業でのエリート専門経営者承継と非エリート専門経営者承継間には経営者交代前後で業績の差異は存在しなかった。

企業業績に影響を及ぼしうる幾つかの要因を制御した後のDD分析の結果もほぼ同じ結果を示した。さらに、新規経営者が歩んできた経験経路の差異を考慮した回帰分析を行った結果、DD分析での結果と同じ結果を得た。よって、業績の差異を生んでいるのは経験の差異ではなく能力の差異である。

最後に事業承継というイベントは地震などのような外生的なイベントではないので因果関係を強く主張することが難しい。そこでBennedsen et al. (2007)の方法に沿って操作変数推定を行った。操作変数を用いた2段階推定の結果、DD分析での結果と同じ結果が得られた。よって、業績の差異が生じたのは能力がない新規経営者が後継者として事業を受け継いだことから生じていた。

全体的にまとめると、本稿での結果は血縁主義の弊害は決して小さくなく、経済的にも大きな損失をもたらす可能性が高いことを示している。上場企業は社会の公器であり、創業者といえどもこれを私物化することは許されないの、能力の低い親族に事業承継をさせることはできる限り避けるべきといえるだろう。

第2節では本稿と関連する先行研究についてふれる。第3節では詳細なデータの説明がなされる。第4節では仮説と基本統計量が示される。第5節では仮説に対するDD分析が行われる。第6節では経験の差異を考慮した回帰分析が行われる。第7節では操作変数法推定が行われる。第8節では結果の頑健性について触れる。第9節では結論が述べられる。

## 2. 先行研究

La Porta et al. (1999)以後の一連の研究によって、Berle and Means (1932)型の企業は必ずしも一般的な企業形態ではなく、米国と英国を除くと、むしろ同族企業が世界的にみて普遍的な企業形態であることが明らかになった。

その後の同族企業に関する一連の研究は同族企業と非同族企業の業績の比較を中心として行われたが、一致した結果は得られていなく、研究によっては正反対の結果が得られている(Morck et al. (2000); Anderson and Reeb (2003); Perez-Gonzalez (2006); Villalonga and Amit (2006);

Maury (2006); Miller, Breton-Miller, Lester and Cannella (2007); Mehrotra et al. (2008); Saito (2009))。

同族企業の定義の差異、分析対象国の違い、同族企業が持つ所有と経営をどのように捉えているかによって、異なる結果が得られているが、分析手法としては基本的にクロス・セクションかパネル分析を利用している。しかし、この2つの方法では因果関係を強く主張することが難しい。もし、推定の結果、同族企業が非同族企業に比べて優れた業績を示しているとしても、それはただ単に優れた同族企業だから同族企業として存続できることを示しているにすぎない可能性があるからだ。

同族企業と非同族企業の業績の差異をより明確に捉える方法として、社長交代前後の業績の変化を同族社長交代と非同族社長交代間で比較する方法がある。この手法は内部統制メカニズムがどのように機能しているかを考察する目的で広く利用されてきた方法である。また、この方法は企業の中での業績の変化を考察するので、目には見えないが企業業績と企業の特性に影響を及ぼしうる、クロス・セクション分析では制御することができない要因を制御できるという利点を持つ。

本稿の分析と関連する社長交代と企業業績の関係を研究している論文は大きく2つに分類することができる。1つ目は社長交代の決定要因の分析である。主な結果として、企業業績が悪くなると社長交代の確率が高くなることが示されている(Coughlan and Schmidt (1985); Warner, Watts and Wruck (1988); Weisbach (1988); Kaplan and Minton (1994); Kang and Shivdsani (1995); Denis and Denis (1995))。

2つ目の内容は社長交代の結果の分析であり、CAR (累積超過株式収益率)などの株式市場での評価を利用する研究とROAなどの財務指標を利用する研究に大別できる。株式指標を利用する研究は米国を中心とするが、一致した結果は得られていない(Warner et al. (1988); Weisbach (1988); Martin and McConnell (1991); Denis and Denis (1995); Smith and Amoako-Adu (1999); Huson, Malatesta and Parrino (2004))。

財務指標を利用する研究については、ある程度一致した結果を得ており、それは通常の社長交代より強制的社長交代、または外部取締役就任の方が業績改善の効果が大きく、またメインバンクや大株主もプラスの効果を与えているというものである(Kaplan and Minton (1994); Kang and Shivdsani (1995); Denis and Denis (1995); Huson et al. (2004))。

同族企業に関する最近の関心の高さに比べて同族企業の経営者交代と企業業績の関係に関する研究は多くない。しかし、最近になって幾つかの論文がそれぞれ異なる国を対象にして分析を行っている(Smith and Amoako-Adu (1999); Perez-Gonzalez (2006); Bennedsen et al. (2007); Cuccelli and Micucci (2008))。これらの論文の基本的な結果としては、同族内部社長交代に比べて同族外部社長交代の方が経営者交代前後で優れた業績を示しているということである。拡大している同族企業分野の研究において、本稿が貢献できる点は以下である。

既存の多くの研究ではある時期に絞ってデータの収集を行っている。それに対して本稿では日本の株式市場の特性を利用して、短い期間に上場した多くの同族企業を対象にして彼らのその後の歴史を詳しく分析している。これによって、同族企業の変遷過程をより詳しく考察すること

ができる<sup>5</sup>。

Perez-Gonzalez (2006)では本稿と同じく同族承継を学歴によって、エリート承継と非エリート承継に分けているが操作変数を利用した分析までは行っていないので因果関係を強く主張することが難しい。それとは逆に、Bennedsen et al. (2007)では操作変数法を利用して因果関係をより明確にした結果を得ているが、同族承継をエリート承継と非エリート承継に分けてはいない。よって、本稿の分析はこれらの先行研究の統合と位置づけることができる。

また、同族企業の社長交代と企業業績を考察した先行研究では新規経営者の経験の違いを明示的に考慮していない。本稿では、新規経営者の経験の違いを明示的に考慮することで非エリート親族承継(血縁主義)が問題になるのは経験不足からではなく、能力の欠如からくることを示している。

### 3. サンプルと分析の枠組み

#### 3.1 サンプルの選択

同族企業の事業承継と業績の関係を考察するために本稿では以下のようにしてデータを構築した。Perez-Gonzalez (2006)でも述べているが、一番望ましいデータの構築方法は各同族企業について上場後の企業の歴史を追っていく方法である。本稿ではこの方法に沿ってデータを収集した。

一般的に同族企業の経営者交代は頻繁には生じないので、上場後ある程度の歴史を持っている企業をサンプルとして選択する必要がある<sup>6</sup>。そのために、DBJ企業財務データバンクの中から1970年までに上場した643社を分析の対象として選択した。ここから、役員データが得られない企業、同族企業の子会社、分析の期間中に経営者交代が生じなかった企業を除くと、最終的に539社が分析の対象として残った。分析の期間は1955年から2000年までであるが、約45年間に26企業においては経営者交代が生じておらず、同族企業の経営者がいかに長い間経営に携わっているかを垣間見ることができる。表1にサンプルの選出過程と上場企業の年ごとの分布をまとめている。

[表 1 挿入]

#### 3.2 同族企業経営の分類

さきにも述べたが、本稿では同族企業を、創業者を含めた創業者一族(血、結婚または養子)が株式を所有しているか、または最高経営責任者として企業をコントロールしている企業と定義する<sup>7</sup>。同族企業経営は所有と経営の2つの側面を組み合わせることで表2のように分類することができる。創業者経営は文字通り、その企業の創業者が経営をしている同族企業である<sup>8</sup>。親族経営は、創業者を除く血でつながった同族メンバーが経営をしている同族企業である。さらに親族経営はメンバーがエリートか非エリートかによって、エリート親族経営と非エリート親族経

営に再分類できる。本稿ではエリートの基準として学歴を採用する。婿・婿養子経営は外からの新しい血である婿・婿養子が経営をしている同族企業である。同族専門経営者経営は同族のメンバーではない専門経営者が経営をしているが、同族が株式を所有している同族企業である。元同族企業は同族企業のメンバーではない専門経営者が経営をしていて、かつ同族のメンバーが株も持っていない企業である。同族メンバーが株も所有しておらず、経営もしていないとなれば、本稿の定義上その企業は非同族企業になる。上場した時には、同族企業であったがある時点を境にして非同族企業になるので元同族企業と定義した<sup>9</sup>。

## [表 2 挿入]

### 3.3 エリートの基準

人の能力を測るのは容易なことではないが、本稿では Perez-Gonzalez (2006)に従って、どの大学を卒業したかを経営者の能力の代理変数として利用する。入学が難しい学校に入ることができた人は優秀であると判断する。

入学の難しさに関しては偏差値を利用する方法がある。しかし、本稿のサンプルではこの方法を利用することができない。本稿で利用するサンプルには昔に生まれた人が多く含まれている。新しく就任する経営者の生年月日の平均は1929年で一番遅く生まれた人が1961年生まれである。日本では、第二次世界大戦後に学制改革が施行されたので本稿のサンプルには学制改革以前の教育システムの中で教育を受けた人が多く含まれる。

本稿では間接的な資料を用いてこの問題に対処する。(竹内, 1997, 204 項)と(橘木, 松浦, 2009, 22 項)には戦前に有名企業に入社した新入社員の初任給のデータが収録されている。各企業によって多少の差異は存在するが、主な内容は帝大卒の卒業生の初任給が一番高く、2大高等商業学校(現・一橋大学と神戸大学)が帝大と同じか少し少ない初任給を受け取っていて、その他の大学はそれ以下の初任給を受け取っていたということである。

高い初任給が能力の高さを反映していると捉えるならば、この初任給の差を能力の差と解釈できる。よって、本稿ではこの初任給の差に基づいて、エリートと非エリートを定義した<sup>10</sup>。これに属する大学は、東京帝国大学、京都帝国大学、東北帝国大学、九州帝国大学、北海道帝国大学、京城帝国大学、台北帝国大学、大阪帝国大学、名古屋帝国大学と旧帝国大学ではないが東京商科大学(現・一橋大学)と神戸商業大学(現・神戸大学)である。

### 3.4 事業承継(経営者交代)の定義

同族企業の事業承継を分析している先行研究では社長交代を経営者交代として利用している。しかし、本稿では単なる社長交代をもって経営者交代とはみなさないこととする。同族企業の性質上、先代の経営者が社長の椅子を新規経営者に渡したとしても、依然として企業に力を及ぼす可能性があるからである。このような可能性を考慮するために、本稿では一番影響力を持った人がいつそれを失うかを考察している。影響力を失う時点としては代表権を失う時点と定義し

ている。例えば、創業者が息子に社長の座を渡して、会長として、または相談役として代表権を維持しているのであれば、その企業は創業者経営に分類される。その後、ある時点を経境にして維持していた代表権を失えば、その時点を経営者交代と定義している。

しかし、企業の経営者交代の背景はケース・バイ・ケースであり、これを正確にデータに反映させることは至難の技である。よって、上述の定義でバイアスが生じるのは避けられない。しかしながら、事前にバイアスがどちらの方向に生じるのかを推測することができない点、本稿では多くの企業を分析の対象にしているためバイアスは平均して小さくなることが期待される点、単なる社長交代では同族企業経営の実態を捉えることができない点などを考慮すると、上述の定義を利用した方が単に社長交代を利用する場合に比べてバイアスは小さくなると思われる。

### 3.5 事業承継の分類

表2の同族企業経営の分類に基づいて、事業承継のタイプを考察すると表3のように分類することができる。同族企業の場合、退任経営者はみな同族メンバーであり、新規経営者によって5つの事業承継に分類される。このうち3つが同族承継で、残りの2つは非同族承継である。3つの同族承継はそれぞれ、エリート親族承継、非エリート親族承継、婿・婿養子承継である。2つの非同族承継はそれぞれ、同族専門経営者承継と元同族企業承継である。

本稿ではPerez-Gonzalez (2006)に従って非同族企業に対しても同じく事業承継を考察している。ここでいう非同族企業とは元々は同族企業であったがある時期を境にして非同族企業に変わった企業である。非同族企業の場合には退任経営者はみな専門経営者である。新規経営者によって2つの事業承継が考えられ、それぞれエリート専門経営者承継と非エリート専門経営者承継に分類される。

本稿では事業承継前後の3年間を考察している。よって、事業承継を含んで7年間の間に他の事業承継が生じない場合だけをイベントとして考察している。このことによって、特に非同族企業において多くのイベントが失われている。問題となりうるのは悪い業績から経営者交代が頻繁に生じているケースが落とされることである。もちろん同族企業においても同じことが言えるが落とされるイベントの数は非同族企業の方が多いため非同族企業の結果にはある程度のバイアスが存在している。

[表 3 挿入]

## 4. 仮説及び基本統計量

もし能力がないにも関わらず、血の繋がりで経営者になって、そのことによって企業業績の悪化をもたらすという意味での血縁主義が生じていたならば以下の仮説が成立することが期待される。

血縁主義が顕著に表れるのは表3の非エリート親族承継の場合である。もし競争や公正な評



価のプロセスを経ていたならば一番選択されない可能性が高いからである。学校のレベルが同族企業メンバーの能力の代理変数になるのであれば、能力の高いエリート親族承継は能力の低い非エリート親族承継に比べて経営者交代前後に業績の改善を示すことが期待できる。また、婿・婿養子は退任経営者が優秀であると思われる外からの新しい血を取り入れることが主な目的なので非エリート親族承継に比べて経営者交代前後に優れた業績を示すことが期待される<sup>11</sup>。

仮説 1：非エリート親族承継はエリート親族承継及び婿・婿養子承継より経営者交代前後に業績の悪化を示す。

非同族企業の経営者交代には、能力がないにも関わらず、何らかの繋がりで経営者になることは期待できない。もちろん学閥や地縁などの繋がりは無視できないが、同族企業のように能力が大きく劣るにも関わらず、新規経営者になる確率は小さいことが期待できる。よって、新規経営者に選ばれること自体がその人の能力の評価であるので、その人がどのような大学を出ているかは問題にならないはずである。よって、どのような大学を卒業したのかが問題になるのは同族企業における経営者交代のみである。このことから以下の仮説 2 と仮説 3 が導かれる。

仮説 2：非エリート親族承継は非同族企業の専門経営者承継より経営者交代前後に業績の悪化を示す。

仮説 3：非同族企業におけるエリート専門経営者承継及び非エリート専門経営者承継間では経営者交代前後に業績の差異は生じない。

表 4 は事業承継時の企業特性と経営者特性に対する基本統計量と平均の差異に対する T テストの結果である<sup>12</sup>。詳しい変数の定義は付録 1 に収録している。

表の左辺は同族企業の中での同族承継と非同族承継の比較である。右辺は同族承継の中での婿・婿養子承継と親族承継の比較である。

1 行目は総資産の自然対数で企業規模を示している。企業規模が大きい企業で非同族承継がより多く生じていることがわかる。その違いは統計的にも 5% 水準で有意である。しかし、親族承継と婿・婿養子承継では企業規模でみた差異はない。

2 行目は ROA で、営業利益を総資産で割った変数で社長交代を分析した既存研究でもよく使用されている変数である(Denis and Denis (1995), Huson et al. (2004), Perez-Gonzalez (2006), Bennedsen et al. (2007))。非同族承継と同族承継をみるとそれぞれ、3.3%と 4.6%でその差異は 1.3%で統計的にも 1%水準で有意である。しかし、親族承継と婿・婿養子承継では差異はない。同族承継は非同族承継に比べて業績が良い時に起きやすいといえる。

3 行目は産業調整後 ROA の結果を示している。産業調整後 ROA は DBJ 企業財務データバ

ンクに収録されている全ての企業を利用して毎年ごとの産業平均を求めて各企業の値から産業平均を引いて求めている。また、産業平均を求めるとき各企業自身の値を除いて求めている。産業の区分はDBJ企業財務データバンクの2ケタ分類に基づいている。産業調整後ROAの結果は、ROAの結果が産業の影響ではないことを示している。同族承継は非同族承継に比べて業績が良い時に生じている。しかし、同族承継と非同族承継とも産業平均より業績が悪い時に生じている点は同じである。親族承継と婿・婿養子承継では差異はない。

4行目は産業調整後Qの結果である。Qは負債に市場価値資本を足した値を総資産で割って求めている、市場指標のみ企業価値と言える。(Anderson and Reeb (2003), Villalonga and Amit (2006))。ROAと同じく同族承継は非同族承継に比べて市場評価が良い時に生じているが産業平均よりは低い時に生じている。親族承継と婿・婿養子承継では差異はない。

5行目は企業年齢で設立からの年数で定義している。各グループ間で有意な差はない。

6行目と7行目は退任経営者と新規経営者の年齢で同族承継と非同族承継では明確な違いを示す。同族承継の方が非同族承継よりも経営者の退任年齢は約5.5歳高く、新規経営者は約8.6歳若い。その差異は統計的にも1%水準で有意である。企業特性では差異を示さなかった親族承継と婿・婿養子承継でも多少の差異を示していて、親族承継の方が婿・婿養子承継より退任経営者の年齢が高く、新規経営者は若い。

要約すると、同族承継は非同族承継より、規模が小さく業績が良く、退任経営者の年齢が高く、新規経営者が若い時に生じている。親族承継と婿・婿養子承継では企業特性では差異はないが親族承継の方が婿・婿養子承継より退任経営者の年齢が高く、新規経営者は若い時に生じている。以上の結果は、Perez-Gonzalez (2006), Bennedsen et al. (2007)の結果と合致するものであり、同族承継と非同族承継はランダムに発生しているとは言い難く、同族承継と非同族承継の結果を単純に比較するだけでは結果にバイアスが生じる可能性を示唆している。

#### [表 4 挿入]

本格的な分析に入る前に各事業承継に対して企業業績の変遷をグラフで示す。変数は産業調整後のROAである。0時点は事業承継が生じた時点である。非エリート親族承継を除くと事業承継時点を底とするU字型のグラフになっている。非エリート親族承継は右下がりのグラフになっていて業績の改善が見られない。これらの結果から、本稿の3つの仮説をグラフから読み取ることができる。しかし、これは単なる事実であり因果関係ではない。以下の節では計量的手法を用いてグラフの結果に意味づけをしていく。

#### [図 1 挿入]

## 5. Difference-in-Differences 分析

### 5.1 推定方法

経営者交代が企業業績に及ぼす影響を考察する一番簡単な方法は、経営者交代前後の業績を比較してその変化を経営者交代の結果であると解釈することである。この方法は同じ企業の中での変化を考察するので、観察不可能な企業特有の影響を制御できる利点を持つ。しかし、企業の外部で生じる産業全体の動きや経済全体の動きなどを制御できないという弱点も持っている。

弱点を持つてはいるが、まずベースとなる結果としてシンプルな Difference-in-Differences 分析を行う。業績変数としては産業調整後 ROA を用いる。標準的な DD 分析の推定式に沿って、推定式は以下のように表わすことができる。

$$\text{業績} = \alpha_0 + \beta_1 \text{時間ダミー} + \beta_2 \text{事業承継タイプ} + \beta_3 (\text{時間ダミー} \times \text{事業承継タイプ}) + \mu \quad (1)$$

$\beta_3$  の値が DD の結果である。事業承継のタイプは表 3 の分類に従っている。仮説を検証するために比較の基準としては非エリート親族承継を利用する。

同一の同族企業から複数のイベント(婿・婿養子承継、親族承継など)が作られるので本稿のサンプルは互いに独立で同一の分布に従う(i.i.d.)という条件を満たさない。同一の同族企業から作られた婿・婿養子承継、親族承継は、何か(多くの場合観察不可能な)共通の要素から影響を受けているので互いに相関を持っている。そこで、本稿では Huber-White-Sandwich-Estimator を利用してこの相関関係を制御している。

### 5.2 推定結果

表 5 は産業調整後 ROA を被説明変数とした場合の結果を示している。経営者交代前後の期間として 3 年間を利用している<sup>13</sup>。事業承継が生じた年は除いている。行の差は事業承継の中での承継前後の業績の変化である。列の差は各事業承継間の業績の差を意味している。

左側のグループが比較基準である。1 行目の左辺は同族企業の中での同族承継と非同族承継の比較を行っている。経営者交代が生じる前は、非同族承継と同族承継とも産業平均より低い状態であった。非同族承継は同族承継よりも悪い状態とその差は統計的にも 1% で有意であった。企業の中の変化をみると非同族承継と同族承継とも業績は回復していない。DD は同族承継が非同族承継に比べて正になるが統計的にはほとんど有意ではなく、同族新規経営者と非同族新規経営者間では経営者交代によって業績の差異を示さない。

しかし、非同族承継と同族承継を詳細に分けてみると様子はまったく異なる。まず、婿・婿養子承継と親族承継を考察する(1 行目の右辺)。経営者交代が生じる以前、婿・婿養子承継は産業平均より高い水準、親族承継は産業平均より低い水準であるが、2 つのグループ間で差異はなかった。しかし、企業内の変化をみると大きな差がみられる。婿・婿養子承継の場合、経営者交代前後で統計的には有意ではないが業績の改善がみられる。これに対して親族承継の場合、経営

者交代前後で業績の悪化がみられ、5%で統計的にも有意である。その結果、DD は婿・婿養子承継が親族承継に比べて正になるが統計的には有意ではなかった。

2 行目の左辺は親族承継をエリート親族承継と非エリート親族承継に分けた場合の結果であり、より明確な差異を示している。エリート親族承継は経営者交代前後で統計的には有意でないが業績の悪化がみられる。これに対して非エリート親族承継は経営者交代前後で大幅な業績の悪化が生じており統計的にも 1%水準で有意である。その結果、DD はエリート親族承継が非エリート親族承継に比べて正になるが統計的には有意ではなかった。

右辺は、婿・婿養子承継と非エリート親族承継を比較した結果であり、DD は婿・婿養子承継が非エリート親族承継に比べて正になり、統計的には 10%程度で有意になる。強い結果ではないが非エリート親族承継は婿・婿養子承継に比べて経営者交代前後で業績悪化が生じているといえるだろう。

この結果は概ね仮説 1 を支持している。ただし、企業業績に影響を及ぼしうるその他の要因を制御していない分析であり、統計的にも 10%程度の有意性なので強い結果とは言えない。

3 行目の左辺は、非エリート親族承継と非同族企業の専門経営者承継を比較している。専門経営者承継は経営者交代前後で統計的には有意ではないが業績の改善を示している。その結果、DD は 1%で有意になり、非同族企業の専門経営者承継は非エリート親族承継に比べて経営者交代の前後で業績の改善を示している<sup>14</sup>。よって、仮説 2 が支持される。

3 行目の右辺は非同族企業のエリート専門経営者承継と非エリート専門経営者承継を直接比較した結果であり、DD は統計的に 2 つのグループ間では違いがないことを示している。よって、仮説 3 が支持されている。

結果をまとめると、単純に同族企業の中での非同族承継と同族承継を比較するだけでは差異をみることができなかつたが、それぞれを区分することで全く違う結果が得られ、婿・婿養子承継では経営者交代前後で業績の改善が、エリート親族承継では経営者交代前後で業績の変化が生じず、非エリート親族承継では経営者交代前後で業績の悪化が生じていた。また非同族企業においてはエリート専門経営者承継と非エリート専門経営者承継とも経営者交代前後で業績の改善が生じていた。DD の結果概ね、仮説 1, 2, 3 が支持されたといえるだろう。

[表 5 挿入]

### 5.3 DD 分析の拡張

前節の分析では各事業承継が生じる時間的差異を制御していなかった。また、企業業績に影響を及ぼしうるその他の要因も制御していなかった。

そこで、この節では時間的差異は年度ダミーで、潜在的に企業業績に影響を及ぼしうる要因として企業規模、負債比率、企業年齢、同族持株比率を制御した後での DD の結果を求めた。推定式の定式化としては数式(1)に上記の 4 つの制御変数と年度ダミーが追加されたものとなる。業績変数としては ROA、産業調整後 ROA、産業調整後 Q を考察している。

表 6 は年の影響と企業規模、負債比率、企業年齢、同族持株比率を制御した後での DD の結果である。各事業承継の列の結果は経営者交代前後の結果であり、差異は DD の結果である。

1 行目の左辺は非エリート親族承継とエリート親族承継の結果である。非エリート親族承継は経営者交代前後において ROA、産業調整後 ROA、産業調整後 Q、という 3 つの業績指標に対して悪化を示している統計的にもすべての変数に対して 5% または 10% 水準で有意である。エリート親族承継は経営者交代前後において産業調整後 Q を除いて業績の改善を示しているが統計的には有意ではない。DD の結果、エリート親族承継は非エリート親族承継に比べて 3 つの指標とも経営者交代前後において業績改善を示しているが統計的には有意ではない。

1 行目の右辺は非エリート親族承継と婿・婿養子承継の結果である。婿・婿養子承継はエリート親族承継と同じく産業調整後 Q を除いて業績の改善を示している。DD の結果、婿・婿養子承継は非エリート親族承継に比べて産業調整後 Q を除いて経営者交代前後において業績改善を示している統計的にも 10% 水準で有意である。1 行目の結果から年度の影響と企業業績に影響を及ぼしうる幾つかの要因を制御した後でも強くではないが仮説 1 が支持されているといえる。

2 行目の左辺は非エリート親族承継と非同族企業の専門経営者承継を比較した結果である。専門経営者承継は経営者交代前後において 3 つの業績指標に対して業績の改善を示している統計的にも有意である。DD の結果、非同族専門経営者承継は非エリート親族承継に比べてすべての業績指標に対して経営者交代前後において業績改善を示している統計的にも 1% または 5% 水準で有意である。よって、仮説 2 が支持されているといえる。

2 行目の右辺は非同族企業のエリート専門経営者承継と非エリート専門経営者承継を比較した結果であり DD は 2 つのグループ間で差異を示さない。すなわち、仮説 3 が支持されている。

要約すると、時間の差異や企業業績に影響を及ぼしうる幾つかの要因を制御した後でも、3 つの仮説は支持される。能力がないにも関わらず、血のつながりで事業承継を行うと、大きな経済的弊害が生じる可能性が高いことを示しているといえるだろう。

[表 6 挿入]

#### 5.4 その他の可能性の検証

前節では、グループ間で、経営者交代の前後で業績の違いが生まれるのは新規経営者の経営能力の欠如から生じると解釈した。しかし、この差異は他の要因によっても生じうる。

Shleifer and Summers (1988) は新規経営者が既存の暗黙的契約を破棄することで何らかの便益を得ることができることを示した。暗黙的契約の内容を捉えることは容易ではないが、本稿では従業員の解雇の可能性を考察する。言い換えると、非同族企業の新規経営者は同族企業の非エリート新規経営者に比べてより積極的に従業員の解雇を進めることで業績改善を得ているかもしれない。産業調整後の従業員増加率でこの可能性を考察する。

二番目の可能性は長期的な経営姿勢である。同族経営者は非同族経営者より長い間経営者として企業に携わっている場合が多く、このことから同族経営者は非同族経営者に比べてより長期

的な視点から投資を行うことができる (Stein 1988, 1989)。よって、非エリート親族新規経営者は非同族企業の新規経営者より投資を多くすることで短期的に業績の悪化を経験している可能性がある。産業調整後資本支出の変数でこの可能性を考察する。

三番目の可能性は資産売却の可能性である。同族経営者は企業を同族の資産として認識している場合が多く、このことから非同族経営者に比べて資産売却に消極的になる可能性がある。よって、非同族企業の新規経営者は同族企業の非エリート親族新規経営者に比べてより積極的に不要資産を売却することで業績の改善を経験している可能性があるので、産業調整後企業規模でこの可能性を考察する。

最後に産業調整後売上高成長率を考察する。

表 7 はその結果である。各事業承継の列の結果は経営者交代前後の結果であり、差異は DD の結果である。

1 行目の左辺は非エリート親族承継とエリート親族承継の結果である。非エリート親族承継は、経営者交代前後において産業調整後従業員増加率、産業調整後資本支出、産業調整後企業規模、産業調整後売上高成長率の 4 つの指標に対して悪化を示している。エリート親族承継は経営者交代前後において産業調整後資本支出を除くと業績の改善を示している。

1 行目の右辺は非エリート親族承継と婿・婿養子承継の結果である。婿・婿養子承継が非エリート親族承継に比べて経営者交代前後において業績の改善を示すのは従業員の解雇、資産売却、過少投資の結果ではなく売上高成長率の増加に起因しているといえる。よって、間接的ではあるが婿・婿養子承継がもたらす業績の改善は実質的な経済効果といえるだろう。

2 行目の左辺は非エリート親族承継と非同族企業の専門経営者承継を比較した結果である。婿・婿養子承継と同じことが言える。右辺は非同族企業のエリート専門経営者承継と非エリート専門経営者承継を比較した結果であり、エリート専門経営者承継と非エリート専門経営者承継の産業調整後従業員増加率で 5% 程度の差異を観察できるが、際立った違いは見られない。

要約すると、非エリート親族承継に比べて婿・婿養子承継、非同族企業専門経営者承継が経営者交代前後で優れた業績を示すのは従業員の解雇、資産売却、過少投資の結果ではなく、非エリート親族新規経営者の経営能力の欠如から生じていると捉えることができる。

[表 7 挿入]

## 6. 経験経路の差異

### 6.1 経験に対する基本統計量

前節までの DD の結果、非エリート親族承継に比べて婿・婿養子承継、非同族企業専門経営者承継が経営者交代前後で優れた業績を示した。そして、この結果は幾つかの要因を制御した後も成立していたし、従業員の解雇、資産売却、過少投資の結果でもなかった。

もう一つの可能性としては Smith and Amoako-Adu (1999) が指摘している経験不足である。非

エリート親族新規経営者は他の新規経営者と比べて違う経験を積んだ可能性があり、能力の違いではなくこの経験の違いがこの業績差異を生んでいる可能性である。そこで各グループの新規経営者間にどのような経験の違いが存在するかを考察した。入社後役員になるまでの期間、役員になった時の年齢、役員になって新規経営者に就くまでの期間、入社前に他の会社で働いていたかに関するダミー変数の4つの変数に対して基本統計量と各グループ間の平均に対するTテストの結果を表8にまとめている。

まず、非エリート親族とエリート親族の結果を考察すると、入社前に他の会社で働いていたかに関するダミー変数を除くと差異はない。同じく非エリート親族と婿・婿養子と比較すると役員になった時の年齢で多少の違いが生じ、非エリート親族が婿・婿養子に比べて約2.5歳若くして役員に就任している。非エリート親族新規経営者は一番若い時に役員になり、役員になった後、一番短い期間で新規経営者に就任し、他の会社での経験も一番少ないとまとめられる。

同族の中での比較ではそれほど差異を発見できなかったが、非エリート親族と非同族専門経営者を比較すると大きな差異を観察できる。入社後役員になるまでの期間は非エリート親族の方が約3歳若い。この差が予想より小さいのは、非同族専門経営者の約65%が外部就任新規経営者であり、入社と同時に役員になる場合が多いことに起因する。役員になった時の年齢では大きな差異があり、非エリート親族の方は約34歳で役員になるのに対して非同族専門経営者は約53歳になっている。役員になって新規経営者に就くまでの期間では逆に、非同族専門経営者の方が非エリート親族より短い期間で新規経営者になっている。これは上述したように、非同族専門経営者の場合には、内部昇進型の経営者就任というよりは、外部派遣型の経営者就任が多いことに起因している。このことは次の、入社前に他の会社で働いていたかに関するダミー変数の結果をみると明らかである。非エリート親族の場合は、約3割以下しか経営者になる前に他の会社で働いていないのに対して非同族専門経営者は約6割以上が経営者になる前に他の会社で働いていた<sup>15</sup>。

これらの結果から、全体のイメージとして、同族承継は内部昇進型が多く、比較的若い時に役員になり、また比較的若い年齢で新規経営者になるといえる。それに比べて非同族専門経営者承継は外部就任型が多く、親会社からの就任が多いと要約できる。

[表8 挿入]

## 6.2 経験の差異を考慮した回帰分析

表8から非エリート親族と非同族企業専門経営者は全く異なる経験を積んでいることが示された。よって、DDの結果得られた業績の差異は能力の差異ではなく、経験の差異から生じている可能性がある。そこで本節ではこの違いを制御した後も業績の差異が残るかどうかを回帰分析手法で検証した。推定式は以下のようになる。

$$\text{業績差異} = \alpha_0 + \beta_1 \text{事業承継ダミー} + \beta_{2-3} \text{経験変数} + \beta_{4-9} \text{制御変数} + \mu \quad (2)$$

事業承継ダミーは非エリート親族の場合 0 の値を、それ以外のグループの場合 1 の値をとるダミー変数である。それぞれのグループに対して別々の推定を行っている。

業績の変数としては Perez-Gonzalez (2006) に従って、経営者交代後 3 年間の平均から経営者交代前の 3 年間の平均を引いた ROA を利用する。経験変数としては、外部就任者か否かを意味するダミー変数と、役員に就任してから新規経営者になるまでの期間の 2 つの変数を利用して経験の差異を制御する。

その他の制御変数としては、企業規模、負債比率、企業年齢、1 期前 ROA、売上高成長率、同族持株比率の 6 つの要因を制御する。経営者交代前の利益水準は Barber and Lyon (1996)、Perez-Gonzalez (2006) で指摘している Mean-Reversion (平均収束) を制御するために用いている<sup>16</sup>。変数は 1 期前の ROA を用いる。

表 9 は推定の結果である。第 1 列の結果は非エリート親族とエリート親族を比較した結果である。エリート親族は非エリート親族に比べて正の符号を示すが統計的には有意にはならない。婿・婿養子承継、エリート専門経営者承継、非エリート専門経営者承継はみな非エリート親族承継に比べて優れた業績を示し、統計的にも 5% または 1% 水準で有意である。

表 9 の結果を要約すると、新規経営者の経験の差異や、平均収束 (Mean-reversion) や企業業績に影響を及ぼしうる幾つかの要因を制御した後も仮説 1 や 2 が支持されているといえる<sup>17</sup>。

[表 9 挿入]

## 7. 操作変数法

### 7.1 操作変数の候補

6 節までに単純な DD 分析、幾つかの要因を制御した DD 分析、経験の差異と平均収束を考慮した推定を行い血縁主義の弊害を示した。最後に残された課題は血縁主義の弊害を因果関係として捉えることができるかである。

Bennedsen et al (2007) が指摘しているが、DD 分析の結果が因果関係を有するためには、イベントの選択が結果によって影響を受けないことが望ましい。本稿の枠組みでは事業承継の意思決定が企業業績に影響を受けないことが必要になる。しかし、表 4 が示しているように企業業績が事業承継の意思決定に影響しないことを排除できず、よって本稿の事業承継のイベントはランダムイベントとはいえない。

本稿ではこの因果関係の問題に対処するために Bennedsen et al (2007) に従って操作変数法を用いる。Bennedsen et al (2007) では操作変数として初めて生まれた子供の性を利用している。しかし、本稿ではこの変数を利用することができない。退任経営者の子供の数の情報は入手できるが、すべての子供の生年月日は入手できず、長男と長女ではどちらが先に生まれたかを区別でき



ないからである。

そこで、3つの操作変数を利用する。基準とする事業承継は非エリート親族承継が望ましいが、この意思決定と関係を有する操作変数を探すのは難しいので、婿・婿養子承継を比較の基準とする。またこの分析では非同族企業の事業承継は利用できない。非同族企業の事業承継においては退任経営者の子供の数などは意味を持たず、同族企業の事業承継とは違う要因によって意思決定が行われているからである<sup>18</sup>。よって、この節での分析は同族企業の中での事業承継の比較である。

操作変数の候補は婿・婿養子承継とは強い関係を持つが企業業績とはあまり相関を持たないものといえる。

1つ目は退任経営者の息子がいなくて娘しかいないダミーである。婿・婿養子を得るためには当然娘は必要である。事業承継させる息子がいないとなると当然婿・婿養子を得ようとする確率は上がる。しかし息子がいなくて娘しかいないことが直接企業業績とは強い関係を有しないことが期待されるので操作変数の候補になる。

2つ目は企業の婿・婿養子の伝統である。各同族企業の歴史を様々なデータ源から読み、その企業が上場をする前に婿・婿養子をとった経験があるか否かを調べ、経験がある企業に1の値を持つダミー変数を作成した。過去に、そのような経験がある企業は企業文化として婿・婿養子を利用することが期待され、婿・婿養子を得ようとする確率は上がると期待できる。しかし、過去に婿・婿養子の経験があることが事業承継時の企業業績とは強い関係を有しないことが期待されるので操作変数の候補として使う<sup>19</sup>。

3つ目は退任経営者の息子の数である。息子の数が多いほど選択できる人材プールが増えるので婿・婿養子を取る確率は低くなることが期待される。

## 7.2 推定式

推定式は(3)式と(4)式になる。(3)式は1段階目の推定式である。操作変数を用いて各事業承継が選択される確率を計算する。推定方法としては多項ロジット方法を利用する。事業承継グループはエリート親族承継、非エリート親族承継、婿・婿養子承継、同族専門経営者承継、元同族企業承継の5つである<sup>20</sup>。基準は婿・婿養子承継である。年次ダミーと産業ダミーを用いて経済全体の影響や産業の影響を制御している。

$$\text{事業承継ダミー} = \alpha_0 + \beta_{1-3} \text{操作変数} + \mu \quad (3)$$

$$\text{業績差異} = \alpha_0 + \beta_{1-4} \text{事業承継予測値} + \beta_{5-10} \text{制御変数} + \mu \quad (4)$$

(4)式は2段階目の推定式である。1段階で得られた各事業承継に対する予測確率を用いて推定を行う。基本的な方法は6.2節での推定方法と同じである。業績はROAである。期間は経営者交代前後の3年と2年を使う。

制御変数としては前節と同じく企業規模、負債比率、企業年齢、1期前ROA、同族持株比

率の5つの要因を制御する。

### 7.3 推定結果

表10は第1段階目の推定結果である<sup>21</sup>。予想のとおり娘しかいないダミー変数と婿・婿養子企業文化ダミー変数に対して婿・婿養子承継はすべての事業承継と比べて高い確率を示している。

表11は第2段階目の推定結果である。左辺は経営者交代前後の3年間を用いた結果であり、右辺は2年間を用いた結果である。婿・婿養子承継に比べて非エリート親族承継はROAと売上高成長率に対して統計的に有意に業績悪化を示している。しかし、婿・婿養子承継はエリート親族承継に対しては統計的に有意に優れた業績を示していない。

操作変数法の結果は仮説1を支持している。仮説2と3を検証できない弱点もあるが操作変数を利用することでより明確な因果関係を示すことができた。能力がないにも関わらず、血の繋がりによって経営者となり、そのことによって企業業績の悪化をもたらすと意味での血縁主義は実際に生じていたと結論づけることができる。

[表10 挿入]

[表11 挿入]

## 8. 結果の頑健性

### 8.1 同族企業の定義

本稿での同族企業の定義は一番広義の定義である。そこで同族企業の定義をより狭めることが結果にどのような影響を及ぼすかを考察した。同族企業の定義を同族持株比率が5%以上の場合と、10%以上の場合に変更して上記の分析をやり直した。

同族持株比率が5%以上の場合、すべての結果は変わらなかった。同族持株比率が10%以上の場合、サンプル数の減少によって統計的有意性が低くなった。その結果、仮説2と3だけが支持された。

### 8.2 退任経営者の問題

Miller et al. (2007)とCucculelli and Micucci (2008)は同族企業が優れた業績を示すのは創業者の影響であるとし、創業者の影響を除くと同族企業の優位性はなくなると主張した。もし、これが正しいならば退任経営者が創業者の場合に企業業績の大幅な悪化が予想され、非エリート親族承継において退任経営者が創業者の場合が大多数を占めるならば、本稿で発見した結果は、創業者の影響である可能性がある。

そこで非エリート親族承継の278個のイベントに対して退任経営者が創業者の場合を数えた。その数は96個であり、退任経営者が創業者の場合が大多数を占めてはいなかった。さらに、

非エリート親族承継に対して退任経営者が創業者の場合とそうでない場合に分けて DD 分析を行った。退任経営者が創業者の場合と創業者でない場合は同等の結果を示し、2つのグループ間で有意な差を発見することはできなかった。よって、非エリート親族承継の業績悪化は退任経営者が創業者であることの影響ではないと判断される。

### 8.3 能力の指標の問題

最後の問題点はすでに述べているが学校を能力の指標として利用することである。本稿のサンプルには学制改革以前の教育システムとその後の教育システムで教育を受けた人が混在している。本稿の区分では特に学制改革後の教育システムの下で教育を受けた人が問題になる。

この問題点に対応するために、新規経営者の生年月日の平均である 1929 年以前の生まれとその後の生まれに分けて 2つのグループを用いて同じ分析を繰り返した<sup>22</sup>。

予想とは異なり非エリート親族承継を 1929 年以前の生まれとその後の生まれに分けた場合、両グループとも経営者交代前後で業績の悪化を示すが、1929 年以後に生まれたグループの方が業績の悪化が大きい。本稿の基準が学制改革前の資料に基づいて能力の区分を行ったので学制改革後に教育を受けた人に対してバイアスが生じると予想されたが、結果はそうでないことを示している。よって、本稿で利用した学校の区分は学制改革前と後でも適用でき、能力の指標としてうまく機能していた<sup>23</sup>。

## 9. 結論

本稿では能力がないにも関わらず血縁に基づき、事業承継が起きると企業業績の悪化をもたらすと意味での血縁主義が実際に生じているのかを 539 社の日本の同族企業を用いて検証した。

もし血縁主義が実際に生じているならば以下の 3つの仮説が成り立つはずである。非エリート親族承継はエリート親族承継や婿・婿養子承継より業績が落ち、また非エリート親族承継は非同族企業での専門経営者承継より業績が落ち、また非同族企業でのエリート専門経営者承継と非エリート専門経営者承継間では業績の差異がない。

この 3つの仮説を本稿では単純な DD 分析、幾つかの要因を制御した後での DD 分析、新規経営者の経験の差異を制御した回帰分析、事業承継をランダムイベント化した操作変数推定を利用して検証した。

いずれの方法を用いても 3つの仮説は成立していた。よって、能力がない後継者に事業承継を行うことはその後の企業業績に大きな負の影響を及ぼし、これは経済的にも大きな損害になりうるといえるだろう。

---

<sup>1</sup> New York Times, February 14, 2001

<sup>2</sup> 最近の日本の政治において世襲制を廃止しようとする動きもこれと通じるところがある。

<sup>3</sup> 本稿では同族企業を、創業者を含めた創業家一族(血, 結婚または養子)が株式を所有しているか, または最高経営責任者として企業をコントロールしている企業と定義する。この定義は Anderson and Reeb (2003)や Villalonga and Amit (2006), Mehrotra et al. (2008)と同じものであり, 一番広義な定義といえる。

<sup>4</sup> これに属する大学は, 東京帝国大学, 京都帝国大学, 東北帝国大学, 九州帝国大学, 北海道帝国大学, 京城帝国大学, 台北帝国大学, 大阪帝国大学, 名古屋帝国大学と旧帝国大学ではないが東京商科大学(現・一橋大学)と神戸商業大学(現・神戸大学)である。その根拠については後の節で述べる。

<sup>5</sup> 日本では 1949 年に戦後初めて株式市場が再開された。GHQ(連合国軍最高司令官総司令部)の政策の影響でこの時期に上場した企業のほとんどは非同族企業であった。その後, 1961 年に第 2 部市場が新設された。1961 年から 1964 年にかけて多くの企業が上場をするが, 半分以上が同族企業であった。日本の上場企業数のより詳しい歴史の変遷に関する情報は Shim, Okamuro and Yupana (2008)を参照。

<sup>6</sup> Mehrotra et al. (2008) に本稿と同じサンプルに対して計算された各同族企業経営者の在任期間の結果が収録されている。創業者の平均は約 30 年, 親族は約 18 年, 婿・婿養子も同じく約 18 年であった。

<sup>7</sup> 家系図を含めた家族内部の情報は(東洋経済新報社, 1995), (財界研究所, 1979, 1983), (時評社, 1977, 1978, 1980), (常磐書院, 1977), 各企業の社史, (人事興信所, 1995, 1997, 1999)などから得た。

<sup>8</sup> 本稿で使用する経営の意味は最高経営責任者として企業をコントロールしていることを指す。

<sup>9</sup> 全ての定義の基準は 2000 年時点最後の時点として定義しているので, 実際と異なる可能性がある。2000 年後に, 同族が再び株をもったならば元同族企業は同族専門経営者経営に定義を変更しないとイケない。また, 本稿で利用している所有データは上位 10 位大株主情報なので, 同族メンバーが上位 10 位以下に位置している場合, これを捉える事ができない問題もある。しかし, 10 位の大株主の持株比率の平均は 1%未満なので, 結果に大きな影響を及ぼすとは思わない。

<sup>10</sup> 本稿のすべてのサンプルに対してこの基準を適用できない問題点が残る。この問題に対しては学制改革後の世代とそれ以前の世代を比較することで対処した。より詳しい結果は頑健性の節を参照。

<sup>11</sup> Mehrotra et al. (2008)では婿・婿養子制度の機能について考察していて, 婿・婿養子経営は創業者経営と同等の高い業績を示していて, 婿・婿養子制度は同族企業が抱える問題点を解決できるすぐれた制度であることを示した。

<sup>12</sup> この表では 7 節での操作変数法との対応で同族企業の中での同族承継と非同族承継の基本統計量を示している。同族企業の中での非同族承継の代わりに, 非同族企業の事業承継を用いても

---

結果はほぼ同じである。

<sup>13</sup> 結果は示さないが、期間を2年間で分析してもほぼ同じ結果を得ている。

<sup>14</sup> 専門経営者をエリートと非エリートに分けて別々に推定しても結果は変わらない。

<sup>15</sup> 外部就任者に対してどこから来るのかを考察した。大きく分けて金融機関、政府、企業を含むその他に分類した。外部就任者147人に対して、金融機関20人、政府3人、企業124人であった。企業が圧倒的に多いのは本稿のサンプルの非同族企業とは同族企業から非同族企業に変わった企業であることに起因する。非同族企業になる場合として買収を考えることができる。そのような場合、非同族企業の専門経営者は親会社からの役員派遣がその多くを占めるだろう。実際のデータを観察すると、そのようなケースが大多数を占めており、その結果非同族企業の専門経営者は企業からの場合がそのほとんどを占めているのである。

<sup>16</sup> **Mean-reversion** とは時間とともに平均に近づくことを指していて、ここでは業績の平均に近づくことを意味している。経営者交代前の企業業績が悪かった場合、何もしなくても自然に業績が上向き、または経営者交代前の企業業績が良かった場合、何もしなくても自然に業績が下降気味になることと関連する。このような新規経営者の能力とは無関係な動きを制御するために本稿では1期前の業績変数を用いて経営者交代前利益水準を制御している。

<sup>17</sup> 結果は示さないが、非同族企業のエリート専門経営者承継と非エリート専門経営者承継を比較した場合、2つのグループ間で差異はなかった。よって、仮説3も支持されている。

<sup>18</sup> 同族企業事業承継と非同族企業事業承継の決定要因の差の分析は興味深いテーマではあるが本稿の範囲を超えているので今後の研究に委ねる。

<sup>19</sup> 創業者自身が婿養子である場合がその一例である。また代表的な例としてスズキを挙げることができる。スズキは創業者以後、婿養子が代々経営を受け継いでいるユニークな企業である。

<sup>20</sup> 上述したが操作変数法を用いる分析では非同族企業で生じる経営者交代を利用することができない。よって、仮説1しか検証することができない。

<sup>21</sup> 総観察数が580から393に減っている。これは正確な家族構成の情報を得ることができない同族企業がいることに起因する。家族構成の情報は様々なデータソースを利用しているが、ある程度有名な企業ほど情報を得やすいので操作変数法の分析で使用するサンプルは規模が大きく、比較的知られている企業である。

<sup>22</sup> 同じ分析を1927, 1928, 1930, 1931を基準にして行った。結果は変わらなかった。

<sup>23</sup> 非同族企業の専門経営者に対してもうまく機能していた。学制改革前と後の2つのグループとも非同族企業の専門経営者はエリート専門経営者承継と非エリート専門経営者承継両方で、経営者交代前後で業績の改善を示した。

---

参考文献

Anderson, R., Reeb, D., "Founding-family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500," *Journal of Finance*, 58 (3), 1301-1328, 2003.

Barber, B. M., Lyon, J. D., "Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics," *Journal of Financial Economics*, 41 (3), 359-399, 1996.

Berle, A., Means, G., "*The Modern Corporation and Private Property*," Mac-Millan New York, New York, 1932.

Bennedsen, M., Nielsen, K., Perez-Gonzalez, F., Wolfenson, D., "Inside the Family Firm: the Role of Families in Succession Decisions and Performance," *Quarterly Journal of Economics*, 122 (2), 647-691, 2007.

Claessens, S., Djankov, S., Lang, L. H. P., "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," *Journal of Financial Economics*, 58 (1), 81-112, 2000.

Coughlan, A. T., Schmidt, R. M., "Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance: An Empirical Investigation," *Journal of Accounting and Economics*, 7 (1), 43-66, 1985.

Cucculelli, M., Micucci, G., "Family Succession and Firm Performance: Evidence from Italian Family Firms," *Journal of Corporate Finance*, 14 (1), 17-31, 2008.

Denis, D. J., Denis, D. K., "Firm Performance Changes Following Top Management Dismissals," *Journal of Finance*, 50 (4), 1029-1057, 1995.

Faccio, M., Lang, L. H. P., "The Ultimate Ownership of Western European Corporations," *Journal of Financial Economics*, 65 (3), 365-395, 2002.

Huson, M. R., Malatesta, P. H., Parrino, R., "Managerial Succession and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, 74 (2), 237-275, 2004.

Kang, J.K., Shivdasani, A., "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan," *Journal of Financial Economics*, 38 (1), 29-58, 1995.

---

Kaplan, S. N., Minton, B. A., "Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers," *Journal of Financial Economics*, 36 (2), 225-258, 1994.

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*, 54 (2), 471-517, 1999.

Martin, K. J., McConnell, J. J., "Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover," *Journal of Finance*, 46 (2), 671-687, 1991.

Maury, B., "Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations," *Journal of Corporate Finance*, 12 (2), 321-341, 2006.

Mehrotra, V., Morck, R., Shim, J. W., Wiwattanakantang, Y., "Adoptive Expectations: Rising Son Tournaments in Japanese Family Firms," *Hitotsubashi University, COE/RES Discussion Paper Series No. 232*, 2008.

Miller, D., Breton-Miller, I. L., Lester, R. H., Cannella, A., "Are Family Firms Really Superior Performers?," *Journal of Corporate Finance*, 13 (5), 829-858, 2007.

Morck, R., Stangeland, D. A., Yeung, B., "Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease?," In: *Concentrated corporate ownership*. University of Chicago Press, NBER Conference Report series, Chicago and London, 319-69, 2000.

Perez-Gonzalez, F., "Inherited Control and Firm Performance," *American Economic Review*, 96 (5), 1559-1588, 2006.

Saito, T., "Family Firms and Firm Performance: Evidence from Japan," *Journal of The Japanese and International Economies*, 22 (4), 620-646, 2008.

Shim, J. W., Okamuro, H., Wiwattanakantang, Y., "Nihon Kigyouno Syoyukouzouno Hattennkatei (The Evolution of Ownership Structure in Japan (1950-2004))," *Hitotsubashi University, COE/RES Discussion Paper Series*, No.265, 2008.

Shleifer, A., Summers, L., "Breach of Trust in Hostile Takeovers," in Auerbach, A. J., Ed.: *Corporate Takeovers: Causes and Consequence*, University of Chicago Press, Chicago, 65-88, 1988.

---

Shleifer, A., Vishny, R. W., “A Survey of Corporate Governance,” *Journal of Finance*, 52 (2), 737-783, 1997.

Smith, B. F., Amoako-Adu, B., “Management Succession and Financial Performance of Family Controlled Firms,” *Journal of Corporate Finance*, 5 (4), 341-368, 1999.

Stein, J., “Takeover Threats and Managerial Myopia,” *Journal of Political Economy*, 96 (1), 61-80, 1988.

Stein, J., “Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior,” *Quarterly Journal of Economics*, 104 (4), 655-669, 1989.

Villalonga, B., Amit, R., “How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?,” *Journal of Financial Economics*, 80 (2), 385-417, 2006.

Warner, J. B., Watts, R. L., Wruck, K. H., “Stock Prices and Top Management Changes,” *Journal of Financial Economics* 20 (1), 461-492, 1988.

Weisbach, M. S., “Outside Directors and CEO Turnover,” *Journal of Financial Economics*, 20 (1), 431-460, 1988.

White, H., “A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity,” *Econometrica* 48 (4), 817-830, 1980.

Wooldridge, J. M., “*Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*,” Cambridge, MA: MIT Press, 2002.

現代名士家系譜刊行会編，『財界家系譜大観』，東京，常磐書院，1977年。

財界研究所編，『会社役員録』，財界研究所，1979，1983年。

人事興信所編，『人事興信録』，東京，人事興信所，1995，1997，1999年。

竹内洋，『立身出世主義：近代日本のロマンと欲望』，東京，日本放送出版協会，1997年。

橘木俊詔・松浦司，『学歴格差の経済学』，東京，勁草書房，2009年。



---

東洋経済新報社編、『日本会社史総覧』，東京，東洋経済新報社，1995年。

「日本の経営者」編集グループ編、『日本の経営者』，東京，時評社，1977, 1978, 1980年。

表 1 サンプルの選出過程と上場の分布

| 選出過程                                 | 数   | 同族企業 |
|--------------------------------------|-----|------|
| DBJデータバンクの中で1949年から1970年までに上場をした企業の数 | 643 | 643  |
| 役員データを手に入れることができない企業                 | 66  | 577  |
| 同族企業の子会社または関連会社                      | 12  | 565  |
| 事業継承がなかった企業                          | 26  | 539  |
| サンプル企業                               | 539 | 539  |

| 上場の分布 |      |
|-------|------|
| 年度    | 同族企業 |
| 1949  | 92   |
| 1950  | 11   |
| 1951  | 1    |
| 1952  | 8    |
| 1953  | 5    |
| 1954  | 7    |
| 1955  | 6    |
| 1956  | 3    |
| 1957  | 5    |
| 1958  | 1    |
| 1959  | 1    |
| 1960  | 2    |
| 1961  | 171  |
| 1962  | 109  |
| 1963  | 66   |
| 1964  | 28   |
| 1965  | 1    |
| 1966  | 0    |
| 1967  | 3    |
| 1968  | 4    |
| 1969  | 5    |
| 1970  | 10   |
| 総数    | 539  |

表 2 同族企業経営の分類

| 企業のタイプ | 経営者の分類    | 説明                                    |
|--------|-----------|---------------------------------------|
|        | 創業者経営     | 創業者が経営をしている同族企業                       |
|        | エリート親族経営  | 創業者を除く血でつながったエリートの同族メンバーが経営をしている同族企業  |
| 同族企業   | 非エリート親族経営 | 創業者を除く血でつながった非エリートの同族メンバーが経営をしている同族企業 |
|        | 婿・婿養子経営   | 外からの新しい血である婿・婿養子が経営をしている同族企業          |
|        | 同族専門経営者経営 | 専門経営者が経営, 同族メンバーは株式所有                 |
| 非同族企業  | 元同族企業     | 専門経営者が経営, 同族メンバーは株式を所有しない             |

表 3 事業承継の分類

| 退任経営者 | 事業承継の種類                | 分類           | サンプル | 事業承継のタイプ   |
|-------|------------------------|--------------|------|------------|
|       | 同族経営 → エリートでない親族経営     | 非エリート親族承継    | 278  |            |
|       | 同族経営 → エリートの親族経営       | エリート親族承継     | 67   | 同族承継       |
| 同族企業  | 同族経営 → 婿, 婿養子経営        | 婿・婿養子承継      | 56   |            |
|       | 同族経営 → 同族専門経営者経営       | 同族専門経営者承継    | 94   | 非同族承継      |
|       | 同族経営 → 元同族企業経営         | 元同族承継        | 85   |            |
| 総数    |                        |              | 580  |            |
| 非同族企業 | 専門経営者 → エリートの専門経営者経営   | エリート専門経営者承継  | 98   | 非同族専門経営者承継 |
|       | 専門経営者 → エリートでない専門経営者経営 | 非エリート専門経営者承継 | 142  |            |
| 総数    |                        |              | 240  |            |

表 4 事業承継時の企業特性と個人属性(基本統計量)

| 変数       | 事業承継タイプ <sup>a</sup> |                  |                  |                       | 差異               | 事業承継タイプ <sup>a</sup> |                      | 差異 |
|----------|----------------------|------------------|------------------|-----------------------|------------------|----------------------|----------------------|----|
|          | 全て                   | 同族承継             | 非同族承継            | 差異                    |                  | 親族承継                 | 婿・婿養子承継              |    |
|          | I                    | III              | II               |                       |                  | (III-II)             | V                    |    |
| 企業規模     | 17.2682<br>[580]     | 17.1610<br>[401] | 17.5085<br>[179] | -0.3475**<br>(2.39)   | 17.1513<br>[345] | 17.2205<br>[56]      | -0.0692<br>(0.28)    |    |
| ROA      | 4.2219<br>[580]      | 4.6278<br>[401]  | 3.3127<br>[179]  | 1.3151***<br>(3.03)   | 4.5877<br>[345]  | 4.8745<br>[56]       | -0.2867<br>(0.46)    |    |
| 産業調整後ROA | -0.0088<br>[580]     | -0.0056<br>[401] | -0.0160<br>[179] | 0.0103***<br>(2.61)   | -0.0051<br>[345] | -0.0088<br>[56]      | 0.0037<br>(0.60)     |    |
| 産業調整後Q   | -0.0476<br>[565]     | -0.0249<br>[393] | -0.0993<br>[172] | 0.0744**<br>(2.32)    | -0.0264<br>[338] | -0.0157<br>[55]      | -0.0107<br>(0.21)    |    |
| 企業年齢     | 44.8396<br>[580]     | 44.8678<br>[401] | 44.7765<br>[179] | 0.0912<br>(0.06)      | 45.2782<br>[345] | 42.3392<br>[56]      | 2.9389<br>(1.26)     |    |
| 退任経営者年齢  | 71.3210<br>[570]     | 73.0152<br>[394] | 67.5284<br>[176] | 5.4868***<br>(6.01)   | 73.3764<br>[340] | 70.7407<br>[54]      | 2.6357*<br>(1.74)    |    |
| 新規経営者年齢  | 53.3448<br>[580]     | 50.6783<br>[401] | 59.3184<br>[179] | -8.6401***<br>(14.03) | 50.1159<br>[345] | 54.1428<br>[56]      | -4.0269***<br>(3.09) |    |

この表は事業承継時の企業特性と経営者特性を非同族承継と同族承継に分けて比較している。詳しい変数の定義は表2, 3と附録1を参照。括弧の中の数字はT値の絶対値である。四角い括弧の中の数字は観測数である。\*はそれぞれ、統計的に1% (\*\*\*)、5% (\*\*)、10% (\*)で有意であることを意味している。産業調整は2ヶ分類に従っている。欠損値によって観測数は異なる。

図 1 事業承継時の業績の変化

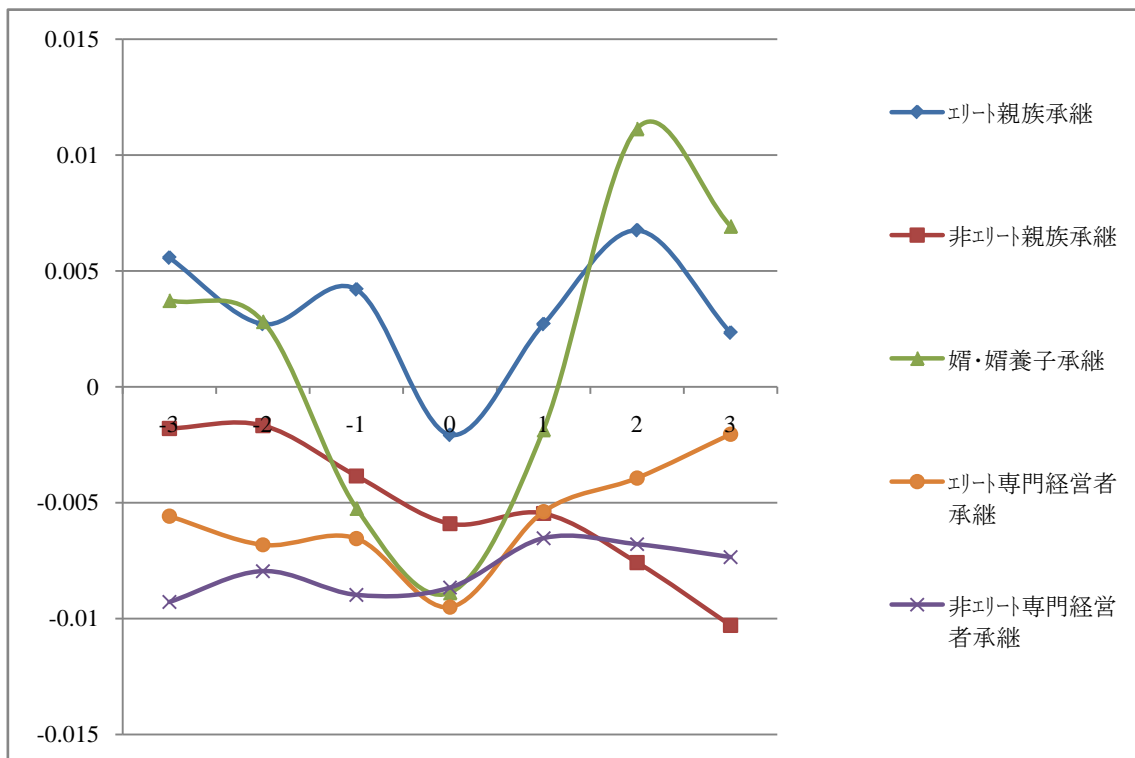


表 5 Difference-in-Differences の結果(制御変数無し)

非説明変数:産業調整後ROA

| 期間         | 事業承継タイプ              |                   |                      | 事業承継タイプ              |                  |                     |
|------------|----------------------|-------------------|----------------------|----------------------|------------------|---------------------|
|            | 同族承継                 | 非同族承継             | 差                    | 親族承継                 | 婿・婿養子承継          | 差                   |
| 事業承継前3年間平均 | -0.0009<br>[1202]    | -0.0107<br>[537]  | 0.0098***<br>(2.92)  | -0.0011<br>[1035]    | 0.0004<br>[167]  | -0.0016<br>(0.24)   |
| 事業承継後3年間平均 | -0.0039<br>[1203]    | -0.0143<br>[537]  | 0.0103***<br>(3.30)  | -0.0055<br>[1035]    | 0.0054<br>[168]  | -0.0109**<br>(2.17) |
| 差          | -0.0030*<br>(1.76)   | -0.0036<br>(1.40) | 0.0006<br>(0.18)     | -0.0043**<br>(2.43)  | 0.0050<br>(0.91) | -0.0093<br>(1.63)   |
|            | 非エリート親族承継            | エリート親族承継          | 差                    | 非エリート親族承継            | 婿・婿養子承継          | 差                   |
| 事業承継前3年間平均 | -0.0024<br>[834]     | 0.0041<br>[201]   | -0.0066<br>(1.01)    | -0.0024<br>[834]     | 0.0004<br>[167]  | -0.0029<br>(0.43)   |
| 事業承継後3年間平均 | -0.0077<br>[834]     | 0.0039<br>[201]   | -0.0117**<br>(2.10)  | -0.0077<br>[834]     | 0.0054<br>[168]  | -0.0132**<br>(2.57) |
| 差          | -0.0053***<br>(3.05) | -0.0002<br>(0.04) | -0.0051<br>(0.88)    | -0.0053***<br>(3.05) | 0.0050<br>(0.91) | -0.0103*<br>(1.81)  |
|            | 非エリート親族承継            | 非同族専門経営者承継        | 差                    | エリート専門経営者承継          | 非エリート専門経営者承継     | 差                   |
| 事業承継前3年間平均 | -0.0024<br>[834]     | -0.0077<br>[720]  | 0.0053*<br>(1.74)    | -0.0063<br>[294]     | -0.0087<br>[426] | 0.0024<br>(0.56)    |
| 事業承継後3年間平均 | -0.0077<br>[834]     | -0.0056<br>[720]  | -0.0022<br>(0.72)    | -0.0037<br>[294]     | -0.0068<br>[426] | 0.0031<br>(0.64)    |
| 差          | -0.0053***<br>(3.05) | 0.0021<br>(1.11)  | -0.0075***<br>(2.88) | 0.0025<br>(0.83)     | 0.0018<br>(0.77) | 0.0007<br>(0.18)    |

この表は事業承継タイプ別にDifference-in-Differences分析を行った結果である。詳しい変数の定義は表2、3と附録1を参照。括弧の中の数字はT値の絶対値である。T値はHuber-White-Sandwich-Estimatorで調整されている。四角い括弧の中の数字は観測数である。\*はそれぞれ、統計的に1% (\*\*\*)、5% (\*\*), 10% (\*)で有意であることを意味している。産業調整は2ケタ分類に従っている。

表 6 Difference-in-Differences の結果(制御変数と年度ダミー有り)

| 非説明変数    | 事業承継タイプ             |                   | 差異                | 事業承継タイプ             |                   | 差異                 |
|----------|---------------------|-------------------|-------------------|---------------------|-------------------|--------------------|
|          | 非エリート親族承継           | エリート親族承継          |                   | 非エリート親族承継           | 婿・婿養子承継           |                    |
| ROA      | -0.0048**<br>(2.27) | 0.0048<br>(0.78)  | -0.0060<br>(1.02) | -0.0048**<br>(2.27) | 0.0065<br>(1.04)  | -0.0101*<br>(1.66) |
| 産業調整後ROA | -0.0045**<br>(2.25) | 0.0087<br>(1.50)  | -0.0082<br>(1.41) | -0.0045**<br>(2.25) | 0.0071<br>(1.09)  | -0.0101*<br>(1.69) |
| 産業調整後Q   | -0.0380*<br>(1.79)  | -0.0238<br>(0.55) | -0.0167<br>(0.46) | -0.0380*<br>(1.79)  | -0.0715<br>(1.45) | 0.0603<br>(1.45)   |

| 非説明変数    | 事業承継タイプ             |                     | 差異                   | 事業承継タイプ          |                   | 差異                |
|----------|---------------------|---------------------|----------------------|------------------|-------------------|-------------------|
|          | 非エリート親族承継           | 非同族専門経営者承継          |                      | エリート専門経営者承継      | 非エリート専門経営者承継      |                   |
| ROA      | -0.0048**<br>(2.27) | 0.0059**<br>(2.35)  | -0.0075***<br>(2.65) | 0.0064<br>(1.44) | 0.0052<br>(1.59)  | -0.0000<br>(0.01) |
| 産業調整後ROA | -0.0045**<br>(2.25) | 0.0065***<br>(2.67) | -0.0080***<br>(2.94) | 0.0064<br>(1.51) | 0.0062*<br>(1.97) | -0.0006<br>(0.15) |
| 産業調整後Q   | -0.0380*<br>(1.79)  | 0.0448**<br>(2.00)  | -0.0530**<br>(2.05)  | 0.0262<br>(1.00) | 0.0484<br>(1.39)  | -0.0074<br>(0.21) |

この表は事業承継タイプ別にDifference-in-Differences分析を行った結果である。各事業承継列の結果は経営者交代前後の結果であり交代後3年間の平均から交代前3年間の平均を引いて求めている。差異の列はDifference-in-Differencesの結果である。詳しい変数の定義は表2、3と附録1を参照。括弧の中の数字はT値の絶対値である。T値はHuber-White-Sandwich-Estimatorで調整されている。四角い括弧の中の数字は観測数である。\*はそれぞれ、統計的に1% (\*\*\*)、5% (\*\*)、10% (\*)で有意であることを意味している。産業調整は2ヶ  
 分類に従っている。



表 7 Difference-in-Differences の結果(その他の仮説の検証)

| 非説明変数       | 事業承継タイプ             |                    | 差異                 | 事業承継タイプ             |                     | 差異                   |
|-------------|---------------------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|----------------------|
|             | 非エリート親族承継           | エリート親族承継           |                    | 非エリート親族承継           | 婿・婿養子承継             |                      |
| 産業調整後従業員増加率 | -0.0082**<br>(2.06) | 0.0191**<br>(2.02) | -0.0179*<br>(1.82) | -0.0082**<br>(2.06) | 0.0109<br>(0.86)    | -0.0120<br>(0.97)    |
| 産業調整後資本支出   | -0.0079<br>(1.59)   | -0.0036<br>(0.51)  | -0.0046<br>(0.68)  | -0.0079<br>(1.59)   | -0.0046<br>(0.61)   | -0.0069<br>(0.82)    |
| 産業調整後企業規模   | -0.0300<br>(0.70)   | 0.0364<br>(0.30)   | -0.0084<br>(0.11)  | -0.0300<br>(0.70)   | -0.0999<br>(1.20)   | 0.0368<br>(0.59)     |
| 産業調整後売上高成長率 | -0.0143**<br>(2.22) | 0.0251*<br>(1.75)  | -0.0233<br>(1.54)  | -0.0143**<br>(2.22) | 0.0464***<br>(3.41) | -0.0500***<br>(3.27) |

| 非説明変数       | 事業承継タイプ             |                   | 差異                  | 事業承継タイプ          |                   | 差異                 |
|-------------|---------------------|-------------------|---------------------|------------------|-------------------|--------------------|
|             | 非エリート親族承継           | 非同族専門経営者承継        |                     | エリート専門経営者承継      | 非エリート専門経営者承継      |                    |
| 産業調整後従業員増加率 | -0.0082**<br>(2.06) | -0.0004<br>(0.08) | -0.0096*<br>(1.69)  | 0.0065<br>(1.05) | -0.0041<br>(0.60) | 0.0178**<br>(1.98) |
| 産業調整後資本支出   | -0.0079<br>(1.59)   | -0.0013<br>(0.37) | -0.0077<br>(1.28)   | 0.0008<br>(0.17) | -0.0036<br>(0.70) | -0.0002<br>(0.02)  |
| 産業調整後企業規模   | -0.0300<br>(0.70)   | 0.0586<br>(1.20)  | -0.0265<br>(0.81)   | 0.0218<br>(0.31) | 0.0279<br>(0.44)  | -0.0792<br>(1.43)  |
| 産業調整後売上高成長率 | -0.0143**<br>(2.22) | 0.0093<br>(1.13)  | -0.0216**<br>(2.36) | 0.0032<br>(0.30) | 0.0128<br>(1.16)  | 0.0011<br>(0.09)   |

この表は事業承継タイプ別にDifference-in-Differences分析を行った結果である。各事業承継列の結果は経営者交代前後の結果であり交代後3年間の平均から交代前3年間の平均を引いて求めている。差異の列はDifference-in-Differencesの結果である。詳しい変数の定義は表2, 3と附録1を参照。括弧の中の数字はT値の絶対値である。T値はHuber-White-Sandwich-Estimatorで調整されている。四角い括弧の中の数字は観測数である。\*はそれぞれ、統計的に1% (\*\*\*)、5% (\*\*)、10% (\*)で有意であることを意味している。産業調整は2カテゴリに従っている。

表 8 新規経営者の経験経路の差異に対する基本統計量

| 変数の説明               | 同族企業            |                |                | 非同族企業           |                   | 差異                 |                       |
|---------------------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|-------------------|--------------------|-----------------------|
|                     | 非エリート親族         | エリート親族         | 婿・婿養子          | 専門経営者           |                   |                    |                       |
|                     | I               | II             | III            | V               | [I]-[II]          | [I]-[III]          | [I]-[V]               |
| 入社後役員になるまでの期間       | 6.277<br>[277]  | 6.029<br>[67]  | 6.571<br>[56]  | 9.320<br>[228]  | 0.248<br>(0.28)   | -0.293<br>(0.26)   | -3.042***<br>(3.36)   |
| 役員になった時の年齢          | 34.440<br>[277] | 35.567<br>[67] | 36.946<br>[56] | 53.166<br>[228] | -1.126<br>(1.13)  | -2.505**<br>(2.01) | -18.726***<br>(24.61) |
| 役員になって新規経営者につくまでの期間 | 15.148<br>[277] | 17.000<br>[67] | 17.196<br>[56] | 5.684<br>[228]  | -1.851<br>(1.42)  | -2.048<br>(1.43)   | 9.463***<br>(12.53)   |
| 入社前に他の会社での経験あり      | 0.277<br>[277]  | 0.388<br>[67]  | 0.303<br>[56]  | 0.640<br>[228]  | -0.110*<br>(1.67) | -0.0255<br>(0.37)  | -0.362***<br>(8.68)   |

この表は新規経営者の経験の経路に関する統計量と各グループに対する平均の差のT-testの結果である。括弧の中の数字はT値の絶対値である。四角い括弧の中の数字は観測数である。\*はそれぞれ、統計的に1% (\*\*\*)、5% (\*\*), 10% (\*)で有意であることを意味している。

表 9 回帰分析の結果

| 非説明変数               | (事業承継後3年間平均)-(事業承継前3年間平均) |                      |                      |                      |
|---------------------|---------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
|                     | ROA                       |                      |                      |                      |
| エリート親族承継ダミー         | 0.0065<br>(1.04)          |                      |                      |                      |
| 婿・婿養子承継ダミー          |                           | 0.0130**<br>(2.42)   |                      |                      |
| エリート専門経営者承継ダミー      |                           |                      | 0.0179***<br>(3.70)  |                      |
| 非エリート専門経営者承継ダミー     |                           |                      |                      | 0.0123***<br>(3.09)  |
| 入社以前に他の企業での経験ダミー    | -0.0074*<br>(1.86)        | -0.0068*<br>(1.79)   | -0.0090**<br>(2.52)  | -0.0056*<br>(1.76)   |
| 役員就任から新規経営者になるまでの期間 | 0.0002<br>(0.84)          | 0.0003<br>(1.59)     | 0.0003<br>(1.25)     | 0.0002<br>(1.25)     |
| 企業規模                | -0.0006<br>(0.36)         | -0.0026*<br>(1.66)   | -0.0028**<br>(2.18)  | -0.0001<br>(0.07)    |
| レバレッジ               | 0.0448*<br>(1.93)         | 0.0204<br>(0.83)     | 0.0333<br>(1.51)     | 0.0002<br>(0.01)     |
| 企業年齢                | 0.0001<br>(0.44)          | 0.0002<br>(1.03)     | 0.0001<br>(0.43)     | -0.0001<br>(0.76)    |
| 1期前ROA              | -0.2640***<br>(4.20)      | -0.2825***<br>(4.58) | -0.2115***<br>(3.00) | -0.3017***<br>(5.24) |
| 売上高成長率              | 0.0365*<br>(1.87)         | 0.0451***<br>(2.96)  | 0.0477***<br>(3.11)  | 0.0406***<br>(2.96)  |
| 同族持株比率              | 0.0001<br>(0.63)          | 0.0001<br>(0.33)     | 0.0001<br>(0.88)     | 0.0001<br>(1.11)     |
| 定数項                 | -0.0409<br>(1.44)         | 0.0196<br>(0.70)     | 0.0001<br>(0.00)     | -0.0483**<br>(2.18)  |
| 観測数                 | 336                       | 323                  | 363                  | 407                  |
| 決定係数                | 0.4130                    | 0.4238               | 0.4128               | 0.3726               |
| 年次ダミー               | 有                         | 有                    | 有                    | 有                    |
| 産業ダミー               | 有                         | 有                    | 有                    | 有                    |

この表は経験の違いを制御した後で、非エリート親族承継とそれぞれのグループを比較した結果である。業績変数は経営者交代後3年間の平均から交代前3年間の平均を引いたものである。詳しい変数の定義は付録1を参照。括弧の中の数字はT値の絶対値である。T値はHuber-White-Sandwich-Estimatorで調整されている。\*はそれぞれ、統計的に1% (\*\*\*)、5% (\*\*)、10% (\*)で有意であることを意味している。

表 10 第 1 段階推定結果

| 比較事業承継          | エリート親族承継             | 非エリート親族承継             | 同族専門経営者承継            | 元同族企業承継              |
|-----------------|----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|
| 娘しかいないガミ        | -4.9564***<br>(3.16) | -4.4143***<br>(3.71)  | -4.0188***<br>(3.18) | -4.4082***<br>(3.54) |
| 婿・婿養子企業文化ガミ     | -4.6270***<br>(4.84) | -3.8530***<br>(5.40)  | -3.9683***<br>(4.50) | -3.3341***<br>(3.98) |
| 退任経営者の息子の数      | -0.4333<br>(1.28)    | -0.4139<br>(1.32)     | -0.8205**<br>(2.30)  | -0.8991**<br>(2.50)  |
| 定数項             | 3.1293<br>(0.98)     | 27.5918***<br>(11.05) | 4.6336<br>(1.32)     | 1.4579<br>(0.37)     |
| 観測数             |                      |                       | 393                  |                      |
| $\chi^2$ 乗      |                      |                       | 402.89               |                      |
| 確率 $> \chi^2$ 乗 |                      |                       | 0.0000               |                      |
| 疑似決定係数          |                      |                       | 0.3709               |                      |
| 年次ガミ            |                      |                       | 有                    |                      |
| 産業ガミ            |                      |                       | 有                    |                      |

この表は2段階推定法の第1段階の推定結果である。詳しい変数の定義は付録1と本文を参照。括弧の中の数字はT値の絶対値である。T値はHuber-White-Sandwich-Estimatorで調整されている。\*はそれぞれ、統計的に1% (\*\*\*)、5% (\*\*)、10% (\*)で有意であることを意味している。

表 11 第 2 段階推定結果

| 非説明変数         | (事業承継後3年間平均)-(事業承継前3年間平均) |                      |                      |                      | (事業承継後2年間平均)-(事業承継前2年間平均) |                     |                      |                      |
|---------------|---------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------------|---------------------|----------------------|----------------------|
|               | ROA                       | Q                    | 売上高成長率               | 従業員増加率               | ROA                       | Q                   | 売上高成長率               | 従業員増加率               |
| コト親族承継の予測値    | -0.0191<br>(0.69)         | 0.2474<br>(1.18)     | -0.1166<br>(1.14)    | 0.0145<br>(0.30)     | -0.0048<br>(0.17)         | 0.3295<br>(1.42)    | -0.0985<br>(0.92)    | -0.0033<br>(0.05)    |
| 非コト親族承継の予測値   | -0.0185*<br>(1.79)        | -0.0486<br>(0.49)    | -0.0808**<br>(2.00)  | -0.0425*<br>(1.72)   | -0.0253**<br>(2.36)       | -0.0968<br>(1.04)   | -0.1241***<br>(2.79) | -0.0387<br>(1.58)    |
| 同族専門経営者承継の予測値 | -0.0359**<br>(2.17)       | -0.1094<br>(0.76)    | -0.0503<br>(0.83)    | -0.0415<br>(0.97)    | -0.0518***<br>(3.11)      | -0.1699<br>(1.37)   | -0.1016*<br>(1.65)   | -0.0618<br>(1.35)    |
| 元同族企業承継の予測値   | -0.0224<br>(1.11)         | 0.1124<br>(0.75)     | 0.0296<br>(0.53)     | 0.0127<br>(0.31)     | -0.0220<br>(1.06)         | 0.1260<br>(0.74)    | 0.0857<br>(1.39)     | -0.0143<br>(0.36)    |
| 企業規模          | 0.0011<br>(0.82)          | 0.0103<br>(0.63)     | 0.0088*<br>(1.76)    | 0.0036<br>(1.07)     | 0.0005<br>(0.35)          | 0.0051<br>(0.33)    | 0.0037<br>(0.68)     | 0.0053<br>(1.45)     |
| レバレッジ         | 0.0093<br>(0.39)          | -0.6563***<br>(3.02) | -0.0215<br>(0.26)    | -0.0967<br>(1.53)    | 0.0178<br>(0.73)          | -0.4568**<br>(2.29) | 0.0644<br>(0.66)     | -0.0669<br>(0.91)    |
| 企業年齢          | 0.0001<br>(0.64)          | 0.0007<br>(0.53)     | -0.0001<br>(0.29)    | 0.0001<br>(0.40)     | 0.0001<br>(0.47)          | 0.0004<br>(0.36)    | -0.0005<br>(1.05)    | -0.0001<br>(0.31)    |
| 同族持株比率        | 0.0002<br>(1.14)          | -0.0008<br>(0.51)    | -0.0000<br>(0.02)    | 0.0007<br>(1.64)     | 0.0002<br>(1.58)          | -0.0013<br>(0.83)   | -0.0001<br>(0.15)    | 0.0004<br>(0.96)     |
| 1期前ROA        | -0.4489***<br>(7.19)      | -0.2226**<br>(2.18)  | -0.3094***<br>(4.47) | -0.3068***<br>(5.54) | -0.5076***<br>(7.47)      | -0.1387<br>(1.34)   | -0.4828***<br>(5.84) | -0.4332***<br>(7.29) |
| 定数項           | 0.0066<br>(0.15)          | -0.1235<br>(0.35)    | -0.0987<br>(0.95)    | -0.0816<br>(1.20)    | -0.0118<br>(0.27)         | -0.0367<br>(0.11)   | -0.0600<br>(0.37)    | -0.1302<br>(1.25)    |
| 観測数           | 386                       | 359                  | 382                  | 382                  | 386                       | 373                 | 386                  | 386                  |
| 決定係数          | 0.4492                    | 0.4487               | 0.4129               | 0.3756               | 0.4547                    | 0.4173              | 0.4845               | 0.3520               |
| 年次ダミー         | 有                         | 有                    | 有                    | 有                    | 有                         | 有                   | 有                    | 有                    |
| 産業ダミー         | 有                         | 有                    | 有                    | 有                    | 有                         | 有                   | 有                    | 有                    |

この表は2段階推定法の第2段階の推定結果である。詳しい変数の定義は表2,3と附録1を参照。括弧の中の数字はT値の絶対値である。T値はHuber-White-Sandwich-Estimatorで調整されている。\*はそれぞれ、統計的に1% (\*\*\*)、5% (\*\*), 10% (\*)で有意であることを意味している。予測値は第1段階で操作変数を利用して得られた期待確率である。

---

付録 1 変数の定義

---

|        |                               |
|--------|-------------------------------|
| ROA    | 営業利益/総資産                      |
| Q      | (負債+市場価値資本)/総資産               |
| 企業規模   | 総資産の自然対数の値                    |
| レバレッジ  | 長期借入金/総資産                     |
| 売上高成長率 | (今期売上高 - 前期売上高)/(前期売上高)       |
| 従業員増加率 | (今期従業員数 - 前期従業員数)/(前期従業員数)    |
| 資本支出   | (固定資産 - 前期固定資産 + 今期減価償却費)/売上高 |
| 企業年齢   | 設立からの年数                       |
| 同族持株比率 | 上位10位大株主の内, 同族持株比率の合計         |

---