

研究指導 大橋 良生 准教授

同族企業の経営者交代が業績に与える影響

—親族内交代と非親族内交代との比較—

渡邊 沙香

1. 本稿の目的

1.1 経営者の役割

経営者の役割は、多様かつ断片的な日常の仕事を通じて、次のような役割を果たしている。第一に対人関係では、代表者、リーダー、関係部門の連結者などの役割を遂行し、第二に情報伝達者としては、情報のモニター、関係者への伝達、スポークスマンなどの機能を発揮し、第三に意思決定者としては、企業者、問題処理者、経営資源配分者、社外との交渉者などの役割を發揮している。

以上のことから、経営者の交代は、企業の内部環境と外部環境に大きな影響を与えると考えられる。したがって、経営者の交代は、企業の戦略のひとつに位置づけられる。

1.2 同族企業の特徴と定義

企業経営の一つの形態である同族企業では、創業者一族（親族）が経営において実質的な支配権を行使し、経営を行う。この経営のメリットは、意思決定の迅速性、目指す方向の一貫性、カリスマ性による求心力の存在などである。一方、デメリットは、方針の間違いに対する他者の指摘の度外視、経営者による会社の私物化、コンプライアンス違反のリスクなどである。以上の同族経営のメリットがデメリットを上回るのであれば、企業業績は好ましい結果となり、対照的にデメリットが顕著であれば、業績は芳しくないものとなると予想される。

本稿においては、ファミリービジネス白書 2015年版に基づき、同族企業を「ファミリーが同一時期あるいは異なった時点において役員または株主のうち2名以上を占める企業」と定義する。ここでの「同一時期」とは、例えば兄弟あるいは親

子が同時に役員あるいは株主に名を連ねている状態を意味する。「異なった時点」とは、例えば祖父が創業した会社を子息が継いでいる状態を意味する。

1.3 本稿の目的

近年における同族企業の経営者交代の具体例として、スズキ自動車は2015年6月30日に鈴木修会長兼社長が社長を退任し、鈴木俊宏副社長が社長に昇格する人事を決定した。また、2016年1月21日にヤマダ電機の山田昇・社長兼CEO（最高経営責任者）は、桑野光正・執行役員常務を次期社長に選んだと発表した。同年4月1日、桑野氏が社長兼COO（最高執行責任者）に就任したとともに山田氏は会長に就いた。つまり、同族企業のうち、親族から親族への経営者交代を行った企業と親族から非親族へ経営者交代を行った企業が存在する。

伊藤園は、2009年に親族内交代を行い、前経営者と同様の経営戦略を展開した。その結果、業績に大きな変化はなかった（朝日新聞、2009年4月30日付）。一方、カルビーでは、同年に非親族内交代が行われ、商品戦略などが大幅に変更され、業績が向上した（日本経済新聞、2009年3月17日付）。

以上のことから、同族企業における親族への経営者交代の場合、経営上、前経営者と血縁関係が存在するので代々受け継がれてきた事業展開や戦略を引き継ぐことが多く、業績に大きな変化はないと予想される。一方、非親族への経営者交代の場合、経営上、前経営者と比べて血縁関係が存在しないので新しい戦略で事業を立ち上げたり、組織体制を変えたりなど前経営者とは異なる新

しい考えで経営が行われると考えられる。その結果、業績の変動が予想される。

以上のことを踏まえ、本稿では、同族企業の経営者交代を親族内交代と非親族内交代に区別し、それぞれの経営者交代が企業業績にどのような影響を与えるのかを検証する。経営者交代による業績の変化に2つのグループで差があることが確認された場合、新経営者を選任するにあたり、一つの指針を示すことになると考えられる。

2. 先行研究

2.1 経営者交代に関する先行研究

坂野(1990)は、日本企業を対象にして経営者交代が株式市場に及ぼす影響を実証的に分析し、その結果を米国における実証結果と比較した。その結果、経営者の出身に関して、企業の規模が小さくなるほど外部出身者の比率が高くなることなどいくつかの点においては、日本と米国でかなり似た結果を得た。それに対して、経営者交代に対する株式市場の反応に関しては、日本と米国のどちらにおいても、使用する分析方法によって大きく異なる結果が得られることを報告している。

宮島ほか(2002)は、経営者の任期が長期化することに伴ってエントレンチメント・コストが増加する可能性を提示し、企業のガバナンス構造がこの問題にどのような影響を与えているのかを分析した。その結果、エントレンチメント・コストの解消や抑制は、パフォーマンスの向上に直結するため、適正な経営者交代を促すことのベネフィットは非常に大きく、ガバナンス上の重要なテーマのひとつであることが示唆された。経営者交代は就任期間や経営パフォーマンスを考慮し、社長自身の決断または取締役会の総意で決まるものと考えられるが、機関投資家や大株主によるモニタリングといった間接的なガバナンスの影響を受けている可能性があるとも示唆された。

清水(2009)は、経営者の若返りが企業のパフォーマンスにプラスの影響を与えるという仮説を検証した。その結果、経営者の若返りと企業評価

の間には、有意な関係がないと示した。

2.2 同族企業に関する先行研究

沈(2009)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企業業績にどのような影響をもたらすのかについて、日本企業を対象とした分析を行っている。経営能力の有無を学歴で測定した結果、能力がない後継者への事業継承は、その後の企業業績に大きな負の影響を及ぼし、経済的にも大きな損害になりうると指摘した。

中原(2014)は、同族企業の持つ財務上の特性について、複数の収益性尺度、リスク尺度を設定することにより多面的に分析を行った。その結果、同族企業の収益性は非同族企業と比較して、使用する収益性尺度に依存して高い場合と低い場合が存在することが確認された。一方、リスクに関しては、多くの尺度について同族企業のリスクは相対的に低く、そうした傾向は統計的にも有意なものであったとした。

以上の先行研究では、同族企業の経営者交代は、企業業績に大きな負の影響を及ぼすことや経営者の若返りが企業のパフォーマンスにプラスの影響を与えないことなどが判明した。これらの先行研究に対し、本稿では、同族企業における経営者交代を親族内交代と非親族内交代に区別し、それぞれが業績へ与える影響を検証する。この点が先行研究に対しての新規性である。

3. 分析方法と結果

3.1 サンプルと分析期間

分析対象企業は、2014年に経営者交代が行われた全上場企業のうちの金融業を除く同族企業とする。サンプルを収集する際に、ファミリービジネス白書 2015年版を用いて、親族内で経営者交代を行った企業と非親族への交代を行った企業を抽出した。その結果、サンプルは親族内交代を行った企業数は39社、非親族内交代を行った企

業数は 41 社、合計 80 社となった。

分析期間は、交代が行われた年を 2014 年とし、交代実施 1 年前の 2013 年と交代実施 1 年後の 2015 年とする。

3.2 分析方法

分析に用いる指標は、使用総資本当期純利益率 (ROA) と自己資本当期純利益率 (ROE) である。ROA は、事業に投下されている総資本が利益をどれだけ獲得したかを示す指標である。ROE は、株主の持分である自己資本に対してどれだけの利益が生み出されているかを示す指標である。両方の指標とも収益性を測るために用いられる。

分析手順は、以下の通りである。まず、経営者交代実施 1 年前の 2013 年から実施 1 年後の 2015 年の各指標の値を計算する。次に、2014 年と 2015 年の各値から 2013 年の値を差し引き、平均値を算出する。そして、それぞれのグループの平均値について、t 検定を行う。算出された t 値から有意差、すなわち同族企業の経営者交代が企業業績に対し、影響しているのかを検証する。

次に、同族企業の経営者交代では、親族内交代と非親族内交代のどちらが適しているかを検証するために、各グループの平均値について、差の検定を行う。算出した t 値から有意差、すなわち同族企業の経営者交代の違いによって経営者交代の効果が異なるかを判断する。

3.3 分析結果

はじめに、同族企業における経営者交代の効果の分析結果を述べる。表 1 は、各グループの収益性分析の結果を示している。はじめに、親族内交代 39 社の結果をみていくと 2013 年の ROA は平均 2.963% であり、2014 年では 4.628%、2015 年では 3.591% となっており、それぞれ 2013 年よりも好ましい値となっていた。一方、2013 年の ROE は平均 5.583% であり、2014 年では 4.888%、2015 年では 5.967% となっており、2014 年では 2013 年よりも好ましくない値となったが 2015 年では、

2013 年よりも好ましい値となっていた。ただし、両方の指標とも統計的には有意な差ではなかった。次に、非親族内交代を行った企業の分析結果をみていくと、2013 年の ROA は平均 2.912% であり、2014 年では 1.702%、2015 年では 3.317% となっており、2014 年では 2013 年よりも好ましくない値となったが 2015 年では、2013 年よりも好ましい値となっていた。一方、2013 年の ROE は平均 5.098% であり、2014 年では 4.376%、2015 年では 4.853% となっており、それぞれ 2013 年よりも好ましくない値となっていた。ただし、t 検定で有意差は確認されなかった。以上のことは、親族内交代と非親族内交代においても業績の変化はなかったと意味している。

次に、経営者交代の効果に対する経営者交代の形態の影響についての分析結果を述べる。表 2 は、その結果である。両グループの間には、統計的に有意な差は示されなかった。このことは、新経営者を選任するにあたり、親族であるか否かは、業績に影響を及ぼしていないことを示唆している。

4. 結論と課題

本稿の目的は、同族企業における経営者交代を親族内交代と非親族内交代に区別し、それらが業績に与える影響を検証することであった。分析の結果、収益性分析において親族内交代と非親族内交代のそれぞれに有意な差が認められなかった。また、親族内交代と非親族内交代の比較で有意差が確認されなかった。これらの結果から、親族内交代と非親族内交代の両方とも交代直前・直後では、業績への影響はないと結論づけられる。

以上のことから、同族企業の新経営者の選任について、1.2 に示したメリット・デメリットが、業績に対して顕著な影響を及ぼしていないと判断できることから、血縁関係を考慮しないで決議する必要があるといえよう。

最後に、本稿における課題を提示する。第一に、分析期間である。本稿では、親族内交代と非親族内交代が企業業績にもたらす影響を短期間で検

証した。しかし、より長期的に検証する場合、親族内交代と非親族内交代が業績にもたらす影響が鮮明に判断できると考えるので、経営者交代実施前後3年間の財務データを用いて研究する必要がある。第二に、非親族内交代に関することである。非親族内交代の場合、非親族者が外部登用なのか内部登用なのかを考慮しなければならないと考える。これらの課題を考察・検証することで親族内交代と非親族内交代が業績に与える影響がはっきりと分かるだろう。

参考文献

1. 坂野友昭 (1990) 「経営者交代に対する株式市場の反応」『早稲田商学』342号 pp. 141-pp. 184
2. 宮島英昭・青木英孝・新田敬祐 (2002) 「経営者の交代とガバナンスの影響：経営者のエン
3. トレンチメント・コストからの接近」『早稲田大学ファイナンス総合研究所』 pp. 1-pp. 36
4. 清水一 (2010) 「経営者の交代と企業経営：経営者の若返り効果を中心として」『高松大学・高松短期大学研究紀要』52・53号、pp. 71-pp. 78
5. 沈政郁 (2009) 「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」『一橋大学経済研究所制度センター』 pp. 1-pp. 37
6. 竹原均 (2014) 「同族経営企業の収益・リスク特性」『経営財務研究』Vol. 34、No. 1-2、pp. 53-pp. 71
7. 後藤俊夫 (2014) 『ファミリービジネス白書 2015年版』同友館 pp. 1-pp. 424
8. 塩次喜代明・高橋伸夫・小林敏男 (2011) 『経営管理』有斐閣アルマ pp. 193

表1 収益性分析

		親族内交代 (N=39)			非親族内交代 (N=41)		
		平均値 (%)	2013年との差 (%)	t 値	平均値 (%)	2013年との差 (%)	t 値
ROA	2013	2.963	—	—	2.912	—	—
	2014	4.628	+1.665	+0.788	1.702	-1.210	-1.182
	2015	3.591	+0.628	+0.572	3.317	+0.405	+0.710
ROE	2013	5.583	—	—	5.098	—	—
	2014	4.888	-0.695	-0.497	4.376	-0.722	-0.400
	2015	5.967	+0.384	+0.179	4.853	-0.245	-0.998

表2 2つのグループにおける収益性の変化の比較

		親族内交代 (N=39) (%)	非親族内交代 (N=41) (%)	平均値との差 (%)	t 値
ROA	2014	+1.665	-1.210	-2.875	-1.243
	2015	+0.628	+0.404	-0.224	-0.183
ROE	2014	-0.695	-0.722	-0.027	-0.011
	2015	+0.384	-0.246	-0.630	-0.259