

我が国上場企業の事業承継における後継者属性と創業者の関与による
企業パフォーマンスへの影響に関する考察 –事業承継税制の有効性の検証–

野田 健

1. はじめに

我が国企業は、その構成の大部分を中小企業が占め、我が国経済の継続的な発展のためには、中小企業の繁栄が必須であり、そのためには事業の安定的継続が必須の条件となる。しかし、中小企業は規模にばらつきはあるものの、大企業に比べ経営資源が豊富であるとは言いつらい状況にあり、事業継続にあたっては様々な困難に直面する場面が多いと考えられる。

さらに、中小企業の安定的な事業継続においても一つ重要な問題がある。それは、中小企業には社歴の比較的浅い企業が多く存在することから、未だに当該企業を創設した創業者自身が存在している可能性があるということである。創業者は企業経営において卓越した才能の持ち主であり、我が国経済を支える財産的存在であるが故に、その創業者からの事業承継においては、創業者以外の経営者からの事業承継時よりも多くの困難が伴うものと考えられる。

我が国では中小企業の事業承継を円滑に推進するため、2009年度の税制改正で所謂事業承継税制が創設され、税制面でも中小企業の事業承継の促進を支援しているが、まだ十分な認定件数には至っていない。

そこで本研究では、我が国企業の事業承継の本質的課題を明らかにすることを目的とし、事業承継を行うにあたり最も困難を伴うものと思われる創業者からの事業承継、特にその中でも経営承継に焦点を当て、我が国上場企業の事業承継を分析対象とする。分析により、どのような事業承継の形が、事業承継アナウンス時における株価反応にポジティブな影響を与えるか、事業承継後の企業パフォーマンスを向上させることができるかを考察したい。また、後継者の属性毎に一定期間後に継続して当該企業の経営者として関与しているか否かについて生存分析を行い、属性毎に生存率に関し何らかの傾向がある場合、その要因に関しても併せて追求したい。それらの結果を踏まえ、現行の事業承継税制の適用要件の妥当性について検証したいと考えている。

2. 先行研究

後継者の属性毎の事業承継におけるメリットとデメリットを考察した研究として、Chiang and Yu (2018)、Colot and Bauweraerts (2014)、Cucculelli and Micucci (2008)やSmith and Amoako-Adu (1999)などがあるが、事業承継における同族承継の有効性に関する見解は様々であり、また、事業承継と企業パフォーマンスの関係は、後継者の属性のみではなく、多面的な要素との相互作用で決定されることなどが示されている。

事業承継後における創業者の存在意義を考察した研究として、Cucculelli and Micucci (2008)、Baek and Cho (2017)やQuigley and Hambrick (2012)などがあるが、創業者は、創業者自身が経営者として関与している時は企業価値の増加に貢献するものの、事業承継後に関与すると後継者の能力の抑制や企業パフォーマンスの低下を招き、当該企業に対しネガティブの影響を与えることなどを示している。

事業承継後の後継者生存率を示した先行研究はあまり存在せず、Ahn (2018)は、創業者が事業承継を行った企業自体の存続可能性について言及しているが、当該企業の後継者の属性毎の生存率については言及していない。

3. 仮説

先行研究での内容や我が国企業の事業承継の現状などを踏まえ、事業承継における後継者の組織への順応度及び創業者との親密度の観点を中心として、以下の3つの仮説を設定した。

【仮説1】

親族の後継者は、内部者や外部者と比べた場合、創業者からの事業承継において、事業承継アナウンス時の株価、事業承継後の企業パフォーマンス及び後継者生存率にポジティブな影響を与える。

事業承継後に創業者の関与度が高いと、事業承継アナウンス時の株価、事業承継後の企業パフォーマンス及び後継者生存率にさらに追加的にポジティブの影響を与え、関与度が低いとそれらに追加的にネガティブの影響を与える。

【仮説2】

親族以外の内部者による後継者は、親族や外部者と比べた場合、創業者からの事業承継において、事業承継アナウンス時の株価、事業承継後の企業パフォーマンス及び後継者生存率に関し親族よりは劣るが、外部者よりは良好な影響を与える。

事業承継後に創業者の関与度が低いと、事業承継アナウンス時の株価、事業承継後の企業パフォーマンス及び後継者生存率に追加的にポジティブの影響を与え、関与度が高いとそれらに追加的にネガティブの影響を与える。

【仮説3】

外部者による後継者は、親族や内部者と比べた場合、創業者からの事業承継において、事業承継アナウンス時の株価、事業承継後の企業パフォーマンス及び後継者生存率にネガティブな影響を与える。

事業承継後に創業者の関与度が低いと、事業承継アナウンス時の株価、事業承継後の企業パフォーマンス及び後継者生存率に追加的にポジティブの影響を与え、関与が高いとそれらに追加的にネガティブの影響を与える。

4. 分析の視点及び分析方法

4.1 定義

「創業者」：当該企業を創設した者及び共同創業者を指す。

「事業承継」：現行の事業承継税制の適用要件を参考として、創業者が当該企業の代表権を喪失した時点と定義する。

「親族」：創業者と血族や姻族等の親族関係にある後継者を指す。

「内部者」：創業者と親族関係にないものの、当該企業に事業承継前の一定期間（役員経験者：3年、それ以外：10年）所属し企業内部の状況に精通した後継者を指す。

「外部者」：「親族」、「内部者」以外の後継者を指す。

「所有の関与」：事業承継実施年度末に、創業者が当該企業の株式を所有している状態をいう。

「経営の関与」：創業者が事業承継後に経営に関与している状態をいう。

4.2 分析データ

分析データは市場規模を問わず全上場企業を対象とし、日経バリューサーチより2007年から2015年に発生した代表者異動事例9,985件を抽出した。その中で、本研究の定義に合致する創業者からの事業承継事例は239件存在したため、当該事例を各分析における基礎データとした。

4.3 独立変数及びコントロール変数

(1) 独立変数

① 後継者属性ダミー

事業承継実施時点における後継者の属性に関し、本研究の定義に当てはめ、i) 親族、ii) 内部者、iii) 外部者、の3つに分類し、ダミー変数化し独立変数とする。

② 創業者経営関与ダミー

事業承継実施時点における創業者の経営への関与について、i) 取締役等の代表権のない役員として関与、ii) 会長や相談役等の役員以外のアドバイザー的立場として関与、iii) 関与しない、の3つに分類し、それぞれダミー変数化し独立変数とする。

③ 創業者株式所有割合

事業承継実施年度末における創業者の事業承継対象企業の株式所有割合（共同保有者所有分も含む）を独立変数とする。

④ 交差項

上記①と②及び①と③に関する交差項を独立変数とすることで、後継者の属性毎に、創業者の事業承継後の経営への関与のパターン毎における追加的効果、創業者の事業承継後の株式所有における追加的効果の存在及び程度を検証する。

(2) コントロール変数

先行研究を参考に、①創業者株式所有割合（事業承継直前事業年度）、②企業年齢・企業規模、③取締役会規模・独立取締役比率、④ROS・ROE、⑤成長率、⑥現金保有比率・流動比率、⑦固定資産比率、⑧財務レバレッジ・有利子負債比率、⑨年度ダミー、⑩上場市場ダミー、⑪業種ダミー、⑫地域ダミーとした。

4.4 分析方法

(1) イベントスタディ法による株価反応の分析

創業者からの事業承継アナウンス時における株価への短期的な影響を分析するために、Brown and Warner (1980)、Brown and Weinstein (1985)、Mackinlay (1997)及び Smith and Amoako-Adu (1999)の手法を参考として、イベントスタディ法を用いて分析を行う。

(2) 重回帰分析による企業パフォーマンスへの影響の分析

創業者からの事業承継後における、後継者の属性及び創業者の関与程度毎による企業パフォーマンスに与える影響を Tsuruta (2020)、Chiang and Yu (2018)の手法を参考として分析する。

従属変数である企業パフォーマンスは、Tsuruta (2020)、Chiang and Yu (2018)の企業パフォーマンスの測定方法と同様とし、トービンのQ及びROAにより測定し、事業承継直前事業年度の数値と、事業承継後3年間の数値の平均値との差分とする。

また、分析結果に対する内生性の問題に対処するため、操作変数法及び傾向スコアマッチング法に基づいて重回帰分析結果の補完を行う。

(3) ロジット・モデルによる後継者の生存率分析

創業者からの事業承継後の一定期間後に、後継者が引き続き経営者として存在しているかを後継者の属性毎に分析するために、事業承継による後継者の生存率をロジット・モデルにより分析する。

従属変数は、事業承継実施年度から3年後における後継者の生存率とし、当該時点において経営者として生存していれば1、経営者が交代していたら0とするダミー変数を作成し、

従属変数とする。

5. 分析結果及び考察

5.1 分析結果

(1) 基本統計量

サンプル数は 239 件であり、定量値について、上限 99%超、下限 1%未満を異常値と判断し、異常値を除外した残りの数値を正常値とするための異常値処理を行っている。

(2) イベントスタディ法による株価反応の分析

創業者からの事業承継実施時点における事業承継アナウンスによる CAR について t 検定を行い、検定の結果、CAR 全体としては t 値が 1.64 となっており、統計的に有意であることを確認した。サブサンプルである各ダミー変数毎の CAR について、創業者経営関与ダミーに関する CAR はいずれも t 値が高い水準で確認されており、統計的に有意に生じている。

CAR に関し重回帰分析を行った結果、創業者は事業承継後に、役員として経営に関わることや株主として影響力を保つことは事業承継アナウンス時点の株価にポジティブな影響を与え、統計的に有意な値となっているケースが多く観測された。

この結果より、創業者からの事業承継に関するアナウンスにあたっては、株式市場は特に創業者の事業承継後の動向について注視して投資判断を行っていることが推察され、創業者が継続的に関与することの安心感から生ずるプレミアムの存在を確認することができる。

(3) 重回帰分析による企業パフォーマンスへの影響の分析

分析結果は、表 1 及び表 2 のとおりである。

トービンの Q を従属変数としたケースでは、外部者に事業承継した場合、事業承継後における創業者の関与の仕方に関わらず係数はいずれもマイナスの値となっており、統計的に 5% もしくは 1%水準で有意な値となっているケースが多く確認できる。また、創業者が事業承継後に相談役等のアドバイザー的な立場で経営に関与するケースを確認すると特徴的な結果が表れ、後継者が外部者のケースにおける追加的効果は 1%水準で統計的に有意な値となっており、当該プラスの係数は外部者が事業承継することによるマイナスの係数と合算しても符号は変わらずプラスのままとなっており、創業者が事業承継後にアドバイザー的な立場で間接的に経営に関与することによる大きな追加的効果の存在を確認できる。

ROA を従属変数としたケースでは、企業外部者に事業承継した場合、分析結果はトービンの Q の分析結果とほぼ同様の傾向を示しており、事業承継後における創業者の関与の仕方に関わらず係数はいずれもマイナスの値となっており、5%もしくは 1%水準で統計的に有意な値となっているケースが多く確認できる。また、事業承継後の創業者の関与スタンスの ROA への影響について確認すると、後継者が外部者のケースでは、創業者が事業承継後に役員で残り経営に関与することにより、プラスの統計的に有意な追加的効果が認められたが、係数の大きさはトービンの Q の分析結果におけるアドバイザーとして関与することの追加的効果よりは小さなものとなっている。

(4) 操作変数法による補完

Smith and Amoako-Adu (1999)が示したように、後継者のうち属性が企業外部者については、パフォーマンスの悪い状況などにおいて事業承継が行われるケースが多いと推察されることから、事業承継を検討している企業のパフォーマンスの良し悪しが後継者の属性を選定するという逆の因果性が生じる可能性がある。そこで、分析結果からその影響を排除するため、

外部者の後継者属性ダミー変数については内生変数として取り扱い、操作変数法により重回帰分析の検討結果を補足する。

操作変数には、事業承継対象企業の本社所在地と近隣の我が国の主要都市（東京、大阪、名古屋）からの直線距離を使用する。これは、大都市圏に本社を構える企業であれば、親族に限らず幅広く有能な人材を選定でき、地理的優位性から後継者人材の選定に関し比較的有利であろうという仮定に基づくものである。

操作変数法の結果に関し、頑健性は確認できなかったものの、トービンの Q を従属変数としたケースにおいては、外部者の後継者属性ダミー変数の係数の値に関し、10%水準で統計的に有意な値となっており、外部の後継者の選定に関する逆の因果性は必ずしも起こるものではないと推測される。

(5) 傾向スコアマッチング法による補完

重回帰分析の結果では、事業承継にあたり外部者が後継者となった場合、創業者が関与すると企業パフォーマンスが改善するという結果であった。これは、もともと創業者が業績の良好な企業には事業承継後も引き続き関与したいとの誘因が働き、その結果として創業者が関与した企業のパフォーマンスが良く見えるのではないかという内生性の懸念が生じる。

これに対処するために、傾向スコアマッチング法により事業承継前のサンプル属性をコントロールした上で、創業者の事業承継後の関与が何らかの効果を有するかを検討する。

分析にあたっては、創業者が事業承継後に役員若しくはアドバイザーなどのマネジメントとして残る場合を 1、そうでない場合を 0 とするダミー変数を従属変数としたロジット・モデルによる回帰分析を実施する。

ロジット・モデルに使用する共変量は、従属変数である創業者の事業承継後におけるマネジメント関与の有無の意思決定に重要な影響を与えると想定される変数を使用し、具体的には事業承継直前事業年度におけるトービンの Q、企業年齢、取締役会規模、財務レバレッジとした。

傾向スコアを元に、傾向スコアマッチング法によるロジット・モデルにより、創業者の事業承継後におけるマネジメント関与の有無によるトービンの Q への影響を確認した結果、創業者がアドバイザーとして事業承継後に関与する企業はそうでない企業に比べ、事業承継後におけるトービンの Q の成長率が高く、平均処置効果（ATE）に関し 10%水準で統計的に有意な値であることを確認した。また、共変量のバランスチェックを行い有効にマッチングされていることを確認した。

本分析の結果は、内生性を考慮しても、なお事業承継後における創業者による経営関与の追加的な効果は存在することを示唆している。

(6) ロジット・モデルによる後継者の生存率分析

企業の内部者及び外部者に事業承継するケースにおいて、事業承継後の生存率は創業者の親族に事業承継した場合に比べ相対的に低くなっており、外部者においてその傾向が顕著となっている。表 3 は、後継者生存ダミーを従属変数としたロジット分析により事業承継後の後継者の生存率分析の結果を示したものであり、内部者及び外部者の後継者属性ダミー変数の係数に関し、5%もしくは 1%水準で統計的に有意な値となっているケースが多い。生存率の限界効果について、独立変数を平均値で固定して算定した結果は表 4 のとおりであり、限界効果で生存率を分析すると、創業者の事業承継後におけるサポートがない場合、表 4 の列 (1) に示すように、内部者では約 20%、外部者では約 32%、それぞれ親族の後継者の生存率よ

り低くなっている。

ただし、外部者に事業承継するケースにおいて、創業者が相談役等のアドバイザー的な立場で間接的に経営に関与することにより生存率を相対的に改善させ、それは限界効果で見た場合、創業者の親族に事業承継した場合より生存率を高める結果となっている。

5.2 考察

5.1 の分析結果より、創業者からの事業承継後の企業パフォーマンスについては、基本的には仮説のとおり親族に事業承継をすることが、企業内部者や外部者へ事業承継する場合に比べ、良好な結果となっている。ただし、企業外部者への事業承継した場合には、仮説に反して創業者が役員もしくは相談役等のアドバイザーの形で事業承継後も一定期間関与することが、事業承継を成功させる要因の一つになっている。特にアドバイザーという経営に間接的に関わる形での関与の形態のほうが企業パフォーマンスに対しより強いポジティブな効果が見られる。

事業承継後の後継者の生存状況については、親族への事業承継が相対的に良好であり、内部者及び外部者への事業承継では芳しくなく、特に外部者への事業承継においては生存率の不良が著しい。外部者への事業承継では、創業者がアドバイザーのような比較的影響力の低い状況で当該企業に事業承継後も継続的に関与を行うと生存率を改善する効果があり、その追加的効果を加味すると親族に事業承継した場合の生存率を上回る状況となっている。一方で、株主等の影響力の強い状況での関与を行うと生存率の更なる悪化を招く結果となる。

今まで我が国において事業承継といえば同族企業における親族を後継者とした事業承継や、企業内部者への事業承継が中心であった。しかし、今後は、企業活動の多様化や国際化、少子高齢化の進展により、企業内部での経営資源では後継者を探すことが困難な状況になることが少なくないと思われる。事業承継の形態も個人間の承継から M&A による企業グループの再編等に伴う事業承継がより活発になることが想定され、それに伴い企業外部者への事業承継の割合が今後もさらに高まっていくことが想定される。よって、本研究の結果は今後の事業承継のあるべき方向性の検討にあたり一定の示唆を与えるものであると考える。

6. 結論

事業承継において、後継者が事業承継後長く経営者として存続することはもちろん望ましいことではあるが、あくまで事業承継の本質的な目的は事業ひいては企業の存続である。事業承継税制について、創業者の事業承継後の位置付け及び後継者の要件について制度上さらに現実的な内容とすることで、より一層我が国中小企業の事業承継の円滑な促進を支援する制度となり、実効性が高まるものとする。

本研究の結果より、創業者からの事業承継にあたっては後継者の属性や創業者の関与の仕方により、事業承継後の当該企業のパフォーマンス等について大きく影響を受けることが明らかとなったが、民族性や組織文化、創業者の企業理念や経営哲学などの他の要因も十分に考慮すべき要素である。我が国企業の事業承継を円滑に進めるためには、我が国独自のあるべき方法が存在し、我が国企業に合った日本的事業承継の仕組み作りが必要だと思われるため、本研究の内容が、今後の我が国における事業承継税制のより一層の有意義な変革、及び、我が国企業の円滑な事業承継の進展に少しでも寄与すれば幸いである。

表 1. 重回帰分析結果（トービンのQ）

変数	従属変数：トービンのQ（差分）				
後継者属性ダミー（内部者）	0.0731 (0.158)	0.177 (0.184)	0.0790 (0.155)	0.289 (0.246)	0.0743 (0.155)
後継者属性ダミー（外部者）	-0.473** (0.211)	-0.412* (0.218)	-0.619*** (0.213)	-0.407* (0.219)	-0.895*** (0.281)
創業者経営関与ダミー（役員）	0.254* (0.152)	0.259* (0.152)	0.248* (0.150)	0.270* (0.153)	0.266* (0.149)
創業者経営関与ダミー（アドバイザー）	0.300 (0.187)	0.461* (0.238)	0.0993 (0.196)	0.482** (0.240)	0.0986 (0.196)
創業者株式所有割合（t期）	-1.583** (0.784)	-1.489* (0.788)	-1.211 (0.780)	-1.144 (0.936)	-1.446* (0.793)
後継者属性ダミー（内部者） ×創業者経営関与ダミー（アドバイザー）		-0.340 (0.308)		-0.352 (0.309)	
後継者属性ダミー（外部者） ×創業者経営関与ダミー（アドバイザー）			1.204*** (0.412)		1.272*** (0.413)
後継者属性ダミー（内部者） ×創業者株式所有割合（t期）				-0.545 (0.794)	
後継者属性ダミー（外部者） ×創業者株式所有割合（t期）					1.426 (0.954)

括弧内は標準誤差

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

表 2. 重回帰分析結果（ROA）

変数	従属変数：ROA（差分）				
後継者属性ダミー（内部者）	0.00707 (0.0198)	0.00823 (0.0196)	0.00599 (0.0195)	0.00708 (0.0194)	0.00583 (0.0195)
後継者属性ダミー（外部者）	-0.0421 (0.0264)	-0.0864** (0.0333)	-0.100*** (0.0343)	-0.131*** (0.0383)	-0.0932*** (0.0355)
創業者経営関与ダミー（役員）	0.00944 (0.0190)	-0.00757 (0.0205)	0.0132 (0.0188)	-0.00147 (0.0204)	0.0133 (0.0188)
創業者経営関与ダミー（アドバイザー）	0.00368 (0.0234)	0.00203 (0.0232)	0.00599 (0.0231)	0.00436 (0.0230)	0.0126 (0.0246)
創業者株式所有割合（t期）	-0.000146 (0.0980)	-0.000329 (0.0971)	-0.0556 (0.0989)	-0.0500 (0.0984)	-0.0662 (0.1000)
後継者属性ダミー（外部者） ×創業者経営関与ダミー（役員）		0.0806** (0.0375)		0.0677* (0.0375)	
後継者属性ダミー（外部者） ×創業者経営関与ダミー（アドバイザー）					-0.0404 (0.0521)
後継者属性ダミー（外部者） ×創業者株式所有割合（t期）			0.309** (0.119)	0.277** (0.120)	0.299** (0.120)

括弧内は標準誤差

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

表 3. ロジット・モデル分析結果（後継者生存率）

変数	従属変数：後継者生存ダミー				
後継者属性ダミー（内部者）	-1.171** (0.483)	-1.245** (0.503)	-1.161** (0.487)	-1.159** (0.487)	-1.262** (0.510)
後継者属性ダミー（外部者）	-1.846*** (0.623)	-2.419*** (0.674)	-0.686 (0.816)	-0.348 (0.934)	-1.350 (0.859)
創業者経営関与ダミー（役員）	0.128 (0.427)	0.108 (0.446)	0.0667 (0.440)	0.198 (0.473)	0.0469 (0.459)
創業者経営関与ダミー（アドバイザー）	-0.0829 (0.538)	-0.766 (0.592)	-0.150 (0.537)	-0.137 (0.535)	-0.832 (0.597)
創業者株式所有割合（t期）	0.140 (2.082)	1.080 (2.163)	1.060 (2.158)	0.969 (2.160)	1.928 (2.241)
後継者属性ダミー（外部者） ×創業者経営関与ダミー（役員）				-0.651 (0.874)	
後継者属性ダミー（外部者） ×創業者経営関与ダミー（アドバイザー）		4.012*** (1.330)			3.846*** (1.313)
後継者属性ダミー（外部者） ×創業者株式所有割合（t期）			-6.300** (2.980)	-5.983** (2.973)	-5.828* (3.020)

括弧内は標準誤差

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

表 4. 後継者生存率限界効果

変数	後継者生存ダミー限界効果					
後継者属性ダミー（内部者）	係数	-0.209089	-0.2119987	-0.2022952	-0.2013672	-0.2106978
	z値	-2.53	-2.58	-2.48	-2.48	-2.59
後継者属性ダミー（外部者）	係数	-0.32965	-0.4117896	-0.1195824	-0.0605276	-0.2254508
	z値	-3.16	-3.97	-0.84	-0.37	-1.6
創業者経営関与ダミー（役員）	係数	0.0228342	0.018315	0.011631	0.03432	0.0078246
	z値	0.3	0.24	0.15	0.42	0.1
創業者経営関与ダミー（アドバイザー）	係数	-0.0147963	-0.1304478	-0.0262284	-0.0238116	-0.1388639
	z値	-0.15	-1.31	-0.28	-0.26	-1.41
創業者株式所有割合（t期）	係数	0.0250879	0.1838437	0.1846828	0.1683815	0.3219425
	z値	0.07	0.5	0.49	0.45	0.86
後継者属性ダミー（外部者） ×創業者経営関与ダミー（役員）	係数				-0.1131665	
	z値				-0.75	
後継者属性ダミー（外部者） ×創業者経営関与ダミー（アドバイザー）	係数		0.6829888			0.642221
	z値		3.23			3.12
後継者属性ダミー（外部者） ×創業者株式所有割合（t期）	係数			-1.098079	-1.039389	-0.97316
	z値			-2.19	-2.07	-1.98