

2013年10月11日アカデミックセミナー要旨

設備投資研究所

日時：2013年10月11日 15:00-17:00

講師：National University of Singapore, Yupana Wiwattanakantang 准教授

この研究は、戦後の日本におけるいわゆる「同族企業」の移り変わりについて、経営と所有の両面から分析したものである。具体的には、創業者一族が大株主であるとともに経営陣にも参加している同族企業は、時間の流れとともに所有権や経営権を手放すことがあるが、こうした現象がその企業の特性（業種、大きさ、収益性など）とどのような関係にあるかを、回帰分析を用いて調査を行ったものである。

日本における同族企業の割合（ここでは創業者一族が20%以上の株式を持っていることと定義する）は、1960年代には上場企業の40%を超えていたが、2000年には30%を割り込んでおり、この傾向は海外でも同じである。この理由を探るためにさまざまな実証研究がなされてきたが、基本的には、株式の流動性の高まり、産業ごとの特性や、外部流動性の必要性、M&A、ライフサイクル効果などにまとめることができる。

日本の同族企業は、所有と経営についてユニークな特性を持っているものが多い。たとえばCASIOは、1970年には創業者一族が株主の上位5位までを占めており、2000年にも一族は6%弱の株式を保有している。現在も榎尾一族は経営には参画中である。また、都市銀行や信託銀行がそのほかの株を安定的に保有しているのも特徴である。

一方トヨタ自動車は、1999年に社長が一族の豊田章一郎からいわゆる「サラリーマン社長」に交代したが、その後、2009年に豊田章男が社長となり、一族が経営に復帰することとなった。株主構成としては豊田自動織機が常時5%程度の株式を保有しているのが特徴的である。同じ自動車産業でも、スズキ自動車では、鈴木修が2代目社長の娘婿となり、現在では鈴木一族は上位の株主ではないものの、彼は現在もCEOの座についている。

同族企業の退出は、4つのタイプにまとめることができる。創業者一族が所有と経営を握っているのがタイプ1、経営はしているが所有権を持っていないのがタイプ2、所有権はあるが経営をしていないのがタイプ3、所有権も経営権も持たない（退出）のがタイプ4である。CASIOはタイプ1に該当し、トヨタ自動車はタイプ1→タイプ3→タイプ1という変遷をたどった。マツダは、松田一族が株式を手放し、そのしばらく後に経営の実権を手放したことから、タイプ1→タイプ2→タイプ4という道筋をたどっている。

同族企業が退出していく過程としては、一族の特性、ビジネス環境、市場環境、制度的要因などからのフィードバックを得て、企業が退出していく、ととらえることができる。では、同族支配の決定要因としてはどのようなものがあるだろうか。主なものとしては、そのほかの安定株主の存在、企業名が一族名と同じかどうか、その企業や業種の売り上げ

のボラティリティ、企業の収益性、大きさ、などが挙げられる。

データとして用いたのは、DBJの株主構成に関するデータや『東洋経済』誌、また財界の家族構成についての役員録などである。1949年から2000年にIPOを行った同族企業は2148社にのぼっており、総資産では20%-30%程度を占めている。産業別では、印刷、小売、電気機器などの割合が多い。また、一般的に、創業者一族が持つ資産の割合はIPOから15年ほどかけて逡減している。退出の動態をみると、タイプ1→タイプ2は133社、タイプ1→タイプ3は682社、タイプ1→タイプ4は27社などとなっている。タイプ2からは、マツダのようにタイプ4に移行する社が最も多く104社、タイプ3からはトヨタ自動車のようにタイプ1に戻る企業が236社にのぼっている。割合で見ると、IPOから時間がたつにつれ、タイプ1の比率が下がり、タイプ4の比率が上がっている。タイプ2、3はほぼ安定して推移している。

そこで、それぞれの移行を企業の特性に回帰して分析を行った。まず所有権についてみると、一族の所有権が小さければ企業が退出しやすいということがわかる。これは当然の結果である。一方で、そのほかの安定的な株主の存在は退出を助長する。企業の持つ負債が退出に与える影響はまちまちで、係数も小さい。CEOの任期は退出に負の影響を与える一方、CEOの年齢は退出に正の影響がある。企業のパフォーマンスをみると、ROA、トビンのQなどの指標は総じて退出に負の影響を与えている、つまり企業業績がよければ退出は行われにくくなることがわかる。

退出イベントに関してプロビット分析を行うと、前述の結果のほか、取締役会の中に一族（特に有名大学を出たエリート）が多ければ退出は行われにくくなることがわかる。また、外国人株主の存在は退出に正の影響を与える。その他に、企業名と一族名が同じであると、退出、とくにタイプ3からタイプ4への退出は行われにくくなる。また、各タイプからタイプ4への退出状況を見ると、タイプ1→タイプ4とタイプ3→タイプ4では不安定な所有形態が退出を促していることがわかる。これは興味深い結果である。タイプ1→タイプ2、タイプ1→タイプ3のような部分的な退出では、安定的な株主構成は退出の阻害要因となる。

結論として、安定的な株主構成は同族企業の退出を阻害する。また、企業の後継者については、エリートが一族にいて跡継ぎが可能な企業は退出しづらいが、有能なサラリーマンが取締役にいるのであればその会社は退出しやすい。また、企業名と一族名が同じで、一族に名声が存在する場合、退出は起こりにくくなる。さらに、高度に競争的な産業においては一族の支配はまだ残っている。パフォーマンスについては、同族企業が低パフォーマンスであることはプロフェッショナルな経営者への交代を促すし、株式の新規発行は一族の株式保有を薄めることとなる。

今後は、この結果をもとに、同族企業の退出要因についてより詳細に分析していきたい。

以上