

## M&Aの売り手としてのファミリー企業に注目した、近年における実証研究の例

2023年3月9日

第2回「中小企業の成長経営の実現に向けた研究会」参考資料

作成者：大阪公立大学 林 侑輝 (yukihys@omu.ac.jp)

### “The Persistence of Family Firms” (Symeonidou et al. 2021)<sup>1</sup>

- ファミリー企業 (FB) である場合、**低業績でも市場に残存しやすい**傾向が非ファミリー企業 (nFB) の場合よりも強い。
  - 1) FBはnFBよりも業績のアスピレーション水準が低く、
  - 2) その影響により、FBはnFBよりも撤退の可能性が低い。
- SEW (社会情緒資産) の視点からは、第三者承継 (売却) は「失敗」と映ってしまう。

### “To Merge, Sell, or Liquidate?” (Chirico et al. 2020)<sup>2</sup>

- スウェーデンの登記データと国勢調査データを用いた分析 (対象：従業員11名以上の非公開企業)。
- 業績 (Zスコア=倒産確率) は出口戦略にどのような影響を与えるか? (nFBとのマッチペア分析)
  - 1) 業績が悪いほど、FBは撤退 (譲渡 or 解散) しにくいだけでなく、
  - 2) 業績が悪いほど、FBは撤退 (譲渡 or 解散) よりも合併存続を選択しやすい。
  - 3) 業績に関わらず、FBではそもそも売却が好まれない。
  - 4) FBの出口戦略の選好順序は「合併存続 > 解散 > 譲渡」で、nFBではその逆順。
- 解釈
  - できることならば、多少弱い立場に置かれてでも**共同扶養のパートナー**を見付けたい。
  - それが無理ならば、**我が子を二束三文で売**るのではなく、**いっそ自らの手で引導を渡**したい。
  - こうした傾向がある限り、FBは買収ターゲットとして魅力が低い (なのでFBへの啓蒙が必要、と著者らは提言)。

---

<sup>1</sup> Symeonidou, N., DeTienne, D. R., & Chirico, F. (2021). The Persistence of Family Firms: How Does Performance Threshold Affect Family Firm Exit? *Small Business Economics*. <https://doi.org/10.1007/s11187-021-00482-9>

<sup>2</sup> Chirico, F., Gómez-Mejía, L. R., Hellestvedt, K., Withers, M., & Nordqvist, M. (2020). To Merge, Sell, or Liquidate? Socioemotional Wealth, Family Control, and the Choice of Business Exit. *Journal of Management*, 46(8), 1342-1379. <https://doi.org/10.1177/0149206318818723>

### 「同族企業における事業承継の不確実性と長期的投資行動」(井口 2020)<sup>3</sup>

- 事業承継に関する見通しは、長期的投資（海外進出、R&D、新製品開発）の積極性に影響を及ぼす。
  - 1) 後継者出現に関する主観的確率の高さは、長期的投資を促進する。
  - 2) 候補者が子以外である場合の方が効果大。
- 方法
  - 2016, 2018年における2段階調査
  - 東京23区内の中小製造企業15,111社のうち、410社から回答
  - 操作変数「社長に息子が存在するか否か」で内生性に対処

### “Retirement of Entrepreneurs” (Morris et al. 2020)<sup>4</sup>

- 企業家の引退意向、出口戦略、引退準備の関係について分析。
- 予備調査から見た企業家の性質
  - 引退の意思決定は自発的なものであり、大きな自由度を行使できるものであると捉えている。
    - サンプルの偏りに影響されている可能性があるため、日本の中小企業の文脈で妥当するかは不明。
  - 引退を遅らせようとする傾向がある。
  - 部分的・段階的な引退プロセスを望む。
- アメリカの3大学のアルムナイに対する調査（有効回答161）に基づく実証分析の結果
  - 1) 企業家的アイデンティティが強いと、引退意向は弱い。
  - 2) 引退意向が強いと、財務ベースの出口戦略（損得勘定に基づく意思決定）を愛好しがち。
  - 3) 財務ベースの出口戦略に対する選好が強いと、退出準備にも積極的。
    - 引退後の生活費を稼がないと、引退したくてもできない恐れがあるため。
    - 逆に、非財務ベースの出口戦略の場合、続けること自体が目的化しやすいので、引退準備に消極的。
- 依拠している先行研究で提唱された命題の中には、未検証のものが多く残る<sup>5</sup>。
  - 例えば、「企業から企業家個人に対する依存度が高いと、引退意向が弱くなる」という仮説など。

<sup>3</sup> 井口 衡（2020）「同族企業における事業承継の不確実性と長期的投資行動」『組織科学』53(3), 4-17. [https://doi.org/10.11207/soshikikagaku.53.3\\_4](https://doi.org/10.11207/soshikikagaku.53.3_4)

<sup>4</sup> Morris, Michael H., Soleimanof, Sohrab, & White, Rebecca J. (2020). Retirement of Entrepreneurs: Implications for Entrepreneurial Exit. *Journal of Small Business Management*, 58(6), 1089-1120. <https://doi.org/10.1111/jsbm.12476>

<sup>5</sup> Soleimanof, S., Morris, M. H., & Syed, I. (2015). The Role of Retirement Intention in Entrepreneurial Firm Exit. In *Research Handbook of Entrepreneurial Exit* (Chap. 7; pp. 157-183). Edward Elgar. <https://doi.org/10.4337/9781782546979.00015>