

# 中小企業の事業承継における信託と生命保険 —サーベイと実証分析—

明治大学商学部准教授 浅井 義 裕

## 目 次

1. はじめに
2. 海外の事業承継の研究
  - 2.1 事業承継の理論的研究
  - 2.2 事業承継後のパフォーマンス (海外)
  - 2.3 事業承継後に起こる変化
  - 2.4 事業承継者を決める要因 (海外)
3. 日本の事業承継に関する研究
  - 3.1 事業承継後のパフォーマンス (日本)
  - 3.2 事業承継者を決定する要因 (日本)
4. データ
5. 回帰分析の結果
6. むすび

## 1. はじめに

世界の中でも、日本は、特に、少子高齢化が進んでいる。中小企業の経営者の高齢化も進んでいて、現在、多くの中小企業が事業承継のタイミングを迎えている。中小企業に蓄積されたノウハウや技術を次世代に受け継ぎ、世代交代によって、さらなる活性化を実現していくためには、事業承継は極めて重要な課題である。中小企業庁「中小企業白書・小規模企業白書」(2020年版)によれば、中小企業は、企業数で99.7%、従業員数で68.8%、付加価値額で58.9%である。つまり、日本経済の活動において、中小企業の占める割合は大きいことが確認できる。

しかしながら、中小企業庁「事業承継ガイドライン」(2016年12月)によると、1995年頃には47歳であった中小企業の経営者のボリュームゾーンが、2015年には66歳になってい

ることを指摘している。経営者の高齢化が進展して、優れた技術を持った中小企業が、経営者の高齢化という事情で廃業することになれば、日本の経済活動にも深刻な影響が発生するものと予想できる。つまり、次世代の経営者への、円滑な事業承継は喫緊の課題である。そこで、2008年には「経営承継円滑化法」の制定、2018年には「経営承継円滑化法」の改正、そして、2020年には、「中小企業成長促進法」が成立するなど、中小企業が円滑に事業承継を行うための制度が次々と整えられている<sup>(1)</sup>。

上述の「事業承継ガイドライン」では、事業承継を「親族内承継」、「従業員承継」、「社外への承継」の3つに分類して、円滑な事業承継の促進、中小企業の事業活性化、早期・計画的な準備など、事業承継支援体制の強化の方向性等を示している<sup>(2)</sup>。また、中小企業の事業承継を促進する仕組みとして、「種類株式の活用」、「信託の活用」、そして「生命

保険の活用」に注目している。中小企業の事業承継が難しいと考えられている理由は、先代社長から後継社長への経営の継承という「企業としての課題」と、親から子などへの財産の相続という「家族としての課題」が混在しているためであろう。つまり、後継者に自社株式を集中させたいが、自社株式には、「議決権」としての側面と、「家族の財産」としての側面が存在するため、事業承継時に、非承継者にも株式が分与されてしまい、後継者に自社株式を集中させることができないという問題に直面することがある。

そこで、JP コンサルタンツグループ編(2014)は、信託を活用した、円滑な事業承継が有効であると指摘している。つまり、株式の権利の中でも、議決権行使の指図権は遺留分の算定に含まれないと考えられるため、信託を利用して、議決行使権の指図権を後継者に集中させることで、事業承継を円滑に進めることができるとしている<sup>(3)</sup>。また、堂野・川西(2018)は、事業を承継させる時期を将来の一時点に決められるので、「誰に事業を承継させるかを定めるタイミング」と「実際に事業を承継させるタイミング」をずらすことができるなど、信託を用いた事業承継のメリットを挙げている<sup>(4)</sup>。一方で、Fan and Leung(2020)は、信託を設定していると、長期間にわたって株式を売ることができなくなるため、株式の所有者たちが、経営を監視する動機が薄くなり、「共有地の悲劇」が起りやすくなり、事業承継後のパフォーマンスが悪くなる可能性を指摘している。

また、生命保険も、事業承継において、重要な役割を果たす可能性がある。例えば、浅井(2015)は、経営者の退職、退職金の支払いに備えて、中小企業が生命保険を購入して、退職の際に、生命保険を解約し、利益の平準化を試みている可能性を指摘している<sup>(5)</sup>。さらに、「事業承継ガイドライン」は、死亡保険金は原則として遺産分割の対象とならないため、納税、遺産分割、遺留分の支払

いといった課題に対応するための手法として活用できる可能性を指摘している。つまり、信託に比べて、理論的な研究は進んでいないものの、生命保険も、中小企業の事業承継に役立つ可能性がある。

経営者の交代に関する、海外の研究を「事業承継に関する研究」と捉えると、事業承継について、多くの研究がある。そこで、本研究の目的は、海外の研究を中心にして、事業承継に関する、(経済学・経営学や金融論の観点からの)理論的研究や実証的研究を概観し、現在までで明らかになっていること、研究が進んでいること、研究が進められていないことを整理することにある。また、本研究では、日本の中小企業の事業承継について、金融上の準備(信託、生命保険、株式の承継)の効果、親族承継の効果について、分析を行う。

本研究によって、以下のことが明らかになった。まず、先行する研究を概観した結果、上場企業では、創業者から、創業者家族へと事業が承継されると、パフォーマンスが悪くなる傾向があることが確認できた。また、中小企業の事業承継に関する実証研究は多くはないこと、また、上場企業とは異なり、親族承継の方が、事業承継後のパフォーマンスがよくなる可能性があることが確認できた。本研究で行った分析の結果からは、事業承継を行った中小企業であっても、先代の社長が、金融上の準備(信託、生命保険、株式の承継)を行っていた企業は多くはないこと、金融上の準備は、事業承継後のパフォーマンスとは有意な関係がないことが明らかになった。さらに、親族による事業承継とパフォーマンスの間に、有意な関係を確認することはできなかった。

本研究の構成は、以下の通りである。第2節では、海外の研究を中心にして、事業承継について、現在までで明らかになっていることを概観する。第3節では、日本の研究を中心にして、事業承継について、現在までで明

らかになっていることを概観する。第4節では、本研究の分析で用いるデータを紹介する。第5節では、実証分析の結果を紹介し、若干の議論を行う。最後に、本研究の結論と、今後の研究課題について議論する。

## 2. 海外の事業承継の研究

### 2.1 事業承継の理論的研究

本研究では、中小企業だけではなく、上場企業の経営者の交代も、「事業承継」と定義する。このように定義すると、事業承継は、日本固有の問題ではなく、海外でも注目されている問題である。特に、金融分野の研究では、上場企業を対象にして、経営者の交代に関する研究が行われてきている。こうした研究は、「創業者と関係のない経営者から、創業者と関係のない経営者への事業の承継」ではなく、主に、「創業者から創業者家族（ファミリー）への事業の承継」、もしくは「創業者から、創業者の家族以外の経営者への事業の承継」に注目している。つまり、「創業者家族内での事業の承継（親族内承継）」、もしくは、「創業者家族から、創業者の家族外の経営者への事業の承継（従業員への承継や、第三者への承継）」など、創業者家族を起点とした事業承継に焦点を当てている。

「ファミリービジネス」の定義として、Luan, Cheng, Huang and Wang (2018) は、先行する研究を概観して、「家族に影響された所有や経営によって意思決定される組織」、「1人、もしくはそれ以上の家族によって経営される企業」、「次の世代へ事業が承継されるもの」、「少なくとも1人以上の家族が、経営、もしくは株式を所有している企業」、「家族が株式の過半数を握り、経営を決定する企業」、「家族による所有と経営へ関与する意図を持つもの」としている<sup>(6)</sup>。「ファミリー企業」の定義も、「ファミリービジネス」と似たものであると考えてよいだろう。

従来の金融分野の研究では、大企業では、

所有と経営が分離していることを前提としていた。ところが、La Porta, Lopez-De-Silanes and Shleifer (1999) は、世界各国の所有構造を調査して、経営と所有の分離が進んでいると考えられていた、アメリカの上場企業でさえも、創業者の家族が大株主になっていること、もしくは、創業者の家族が経営者になっていることが多いことを明らかにした<sup>(7)</sup>。つまり、上場企業や大企業であっても、「ファミリービジネス・ファミリー企業」や「事業承継」の問題が無視できないものであることを指摘し、その後、「ファミリービジネス」・「ファミリー企業」に関する研究は進展することとなった。

Bertrand and Schoar (2006) は、ファミリー企業の研究をサーベイして、ファミリー企業の長所と短所を挙げている。例えば、ファミリー企業の長所としては、①長期の視点で経営を行うことができる、②法律が整備されていない国では、家族の絆が、法律の補完となりうる、③事前教育を行うことができるため、良い経営者に育てることができる、④政治的な関わりが経営に必要となる場合、経営者が創業者家族の一員であることが重要だと指摘している。一方で、ファミリー企業の短所として、縁故、遺産などといった観点から、企業の利益の最大化ではなく、家族の効用の最大化が図られる懸念を指摘している<sup>(8)</sup>。つまり、ファミリー企業では、「所有と経営の分離が進んでいない」という特徴から、上記のような長所と短所が生じる<sup>(9)</sup>。

また、事業承継に関する理論的な研究には、Burkart, Panunzi and Shleifer (2003) がある。創業者が事業を引き継ぐ相手として、「創業者の子供」と「創業者の家族以外からの後継者」を考えている。彼らは、家族外の後継者の方が、経営者として有能であると仮定していて、親族経営が起こす問題について指摘している。一方で、家族外の後継者は、経営者としては優れているものの、株式を所有していないため問題が起こる可能性を指摘して

いる。また、Bhattacharya and Ravikumar (2001) は、資本市場で株式を売ることが難しいなど、市場の不完全性が存在すると、親族内承継の確率が増えることを指摘している。Pinheiro and Yung (2015) は、後継者たちは、創業者ほどに優秀ではないと仮定した上で、経営者たちは、自分たちの経営者としての能力が分からないため、経営が過度に慎重になり、結果として、事業承継後のパフォーマンスが伸び悩むと説明している。

以上の理論的な研究は、創業者から、親族への事業承継がうまくいかない理由、また、創業者から、親族外の経営者への事業承継がうまくいかない理由を説明している。つまり、理論的な研究の結果からは、事業承継には困難が多く、事業承継後の、企業のパフォーマンスも停滞することが予想できる。

## 2.2 事業承継後のパフォーマンス (海外)

上述のファミリー企業、事業承継に関する理論的な研究に基づいて、実証的な研究が行われてきている。例えば、ファミリー企業

のパフォーマンスは悪いと思われていたが、Anderson and Reeb (2003) は、実際には、S&P500のうち、3分の1はファミリー企業で、発行済みの株式の18%を親族が所有していること、ファミリー企業のパフォーマンスはよいことを発見している。Pérez-González (2006) は、アメリカのデータを用いて、親族内承継と、親族外への承継を比較して、親族外への承継のパフォーマンスがよいことを発見している。Villalonga and Amit (2006) は、Fortune500を対象にした分析を行い、ファミリー企業のパフォーマンスがよいのは創業者がCEO (Chief Executive Officer) を務めているときで、いったん子供たちが事業を承継するとパフォーマンスが低下することを発見している。Bennedsen, Nielsen, Perez-Gonzalez and Wolfenzon (2007) は、デンマークの上場、非上場企業のデータを用いて、親族内承継した企業のパフォーマンスが悪いことを発見している。同様にして、Bertrand, Johnson, Samphantharak and Schoar (2008) は、タイのデータを用いて、

表1 親族承継とパフォーマンスの計測 (海外)

	パフォーマンスを計測する指標	対象国、サンプル数、データ期間など	親族、親族承継の定義など
Anderson and Reeb (2003)	ROA、トービンのQ	アメリカ、403社、1992年から1999年	創業者、婚姻、子供が社長、役員。創業家が株式を所有。
Pérez-González (2006)	ROA の変化、Market to Book ratio、R&D/資産比率、株価	アメリカ、335社、そのうち122社が親族承継。	創業者、創業者家族、企業の大株主との婚姻による承継。
Villalonga and Amit (2006)	トービンのQ	アメリカ、Fortune500、1994年から2000年	創業者の家族、婚姻関係がある者が、社長、役員。創業家が5%以上の株式を所有。
Bennedsen, Nielsen, Perez-Gonzalez and Wolfenzon (2007)	ROA、総資産純利益率、資産、売上高	デンマークの上場、非上場企業、事業承継のあった5,334社、1994年から2002年	子供、もしくは結婚によって操業家。操作変数法。DD。
Bertrand, Johnson, Samphantharak and Schoar (2008)	ROA の残差	タイの大企業・上場企業、1996年、2,153社	創業者、配偶者、子供。創業者の兄弟の子供も含む。
Fan and Leung (2020)	配当、設備投資、トービンのQ	香港の上場企業、216社、1990年から2008年	

創業者の男の子供が事業承継した場合、創業者が亡くなった後に、特に、企業のパフォーマンスが悪くなることを発見している<sup>(10)</sup>。

以上では、海外における、事業承継とパフォーマンスの関係を中心にして、先行する研究を概観してきたが、事業承継後の「企業のパフォーマンス」といっても、様々な計測の仕方があり得るだろう。そこで、表1では、海外の先行研究における、「親族承継後の企業パフォーマンスを計測する指標」、「対象国、サンプル数、データ期間」、「親族の定義など」について紹介している。海外の先行する研究の多くは、まず、ROAの変化、もしくは1時点のROAによって、事業承継と企業のパフォーマンスの関係を計測しようと試みていることが確認できる。

これらの先行する実証研究の結果をまとめると、「創業者が経営するファミリー企業のパフォーマンスは優れているが、家族内で事業承継した、創業者以降のファミリー企業のパフォーマンスは劣る」と解釈できそうである<sup>(11)</sup>。つまり、理論的な研究の予測と同様に、海外の事業承継に関する実証研究の結果も、創業者から、次の経営者への事業承継は難しいと評価していることが確認できた。

## 2.3 事業承継後に起こる変化

2.1節、2.2節で見てきたように、La Porta, Lopez-De-Silanes and Shleifer (1999) や Claessens, Djankov and Lang (2000) が、上場企業であっても、創業者やその家族による株式の所有割合が多いことを指摘して以来、2000年代には、ファミリー企業のパフォーマンスと事業承継の結果についての研究が進められてきた。そして、その結果、「創業者企業のパフォーマンスは優れていること」、「創業者から、その子供たちに事業が承継された企業のパフォーマンスは劣っていること」が明らかになってきた。

2010年代に入ると、「事業承継後に、その企業にどのような変化が生じるのか？」

に、研究の関心が移っていった。例えば、Amore, Minichilli and Corbett (2011) は、イタリアの事業承継を分析して、親族外承継が行われた場合、負債比率が高くなる傾向があることを発見している。Eklund, Palmberg and Wiberg (2013) は、親族外承継者の方が、事業承継後に、企業価値を高める投資を行う傾向があることを発見している。Bach and Serrano-Velarde (2015) は、親族内承継の場合、事業承継後の従業員の解雇、給料の増加が少ないことを発見している。

Bennedsen, Fan, Jian and Yeh (2015) は、中国の事業承継の事例、217社を分析して、事業承継後に、大幅に株価が低下する傾向があることを発見している。Pan, Weng Nianhang and Chan (2018) は、慈善活動など、社会と繋がる活動を行っている、事業承継による企業価値の低下を抑えることができることを明らかにしている。Andres, Fernau and Theissen (2014) は、ドイツの事例を分析して、CEOが退職した後に、監督者として社内に残ると、株式市場の評価はプラスであることを発見している。Jalal and Prezas (2012) は、他業種ではなく、同業種からのCEOが就任した場合の方が、株式市場の評価が高いことを明らかにしている。つまり、近年の研究は、事業承継後に起こる企業の変化、そして、どうしたら事業承継後のパフォーマンスの落ち込みを減らすことができるかを明らかにしている。

## 2.4 事業承継者を決める要因 (海外)

2.3節では、事業承継後の、企業における変化を見てきたが、2010年代には、事業承継において、親族内承継、親族外承継が選ばれる理由を明らかにしようという研究も進んでいる。例えば、Luan, Chen, Huang and Wang (2018) は、ファミリー企業の経営者は、親族内承継を選ぶ傾向があることを発見している。Ansari, Goergen and Mira (2014) は、イギリス、フランス、ドイツの企業を分

析して、家族所有が多い企業ほど、創業者であるほど、CEOが親族内で選ばれる傾向があることを発見している。また、社外者の株式所有が多い企業ほど、海外で上場している企業ほど、親族外承継が選択される傾向があることを発見している。Shen and Su (2017)は、中国のデータを用いて、仏教徒は、親族内承継を選択する傾向があることを発見している。同様に、中国のデータを分析して、Xu, Yuan, Jiang and Chan (2015)は、政治的コネクションが強い創業者ほど、2代目にも親族を選ぶ傾向があることを明らかにしている。つまり、政治的コネクションは親族外への引き継ぎが難しいことを示しているものと解釈している。Cao, Cumming and Wang (2015)は、一人っ子政策によって、中国の企業の多くが、適切な後継者がいないという、人的資源の制約 (Human capital constraints) に直面しているとしている。そして、実際に、一人っ子だと、子供が事業を承継する確率が減少することを発見している。また、R&Dが減少し、将来企業を上場させたいという希望も減少することを明らかにしている。すなわち、一人っ子政策は、企業経営に、負のインパクトをもたらしていると解釈している。

### 3. 日本の事業承継に関する研究

#### 3.1 事業承継後のパフォーマンス (日本)

日本においても、事業承継に関する実証研究の蓄積は進んでいて、海外の研究と同様に、「事業承継後のパフォーマンス」、「親族内承継が選択される要因」、「事業承継後の企業における変化」といった観点から、実証的な研究が進んでいる<sup>(12)</sup>。

それでは、はじめに、「事業承継後のパフォーマンス」に関する研究を見ていこう。日本でも、上場企業の事業承継に関する研究が行われている。例えば、Mehrotra, Morck, Shim and Wiwattanakantang (2013)は、養

子が事業を承継した企業において、パフォーマンスが優れていることを指摘している。さらに、Chang and Shim (2015)は、特に創業者家族から、創業者家族以外への承継を行った企業のパフォーマンスが改善することなどを指摘している。

中小企業の事業承継についても、研究は進んでいる。例えば、安田 (2005)は、東京商工リサーチが2003年に実施した、『後継者教育実態調査』で得られた1,194社のデータを用いて、事業承継後のパフォーマンスについて分析を行っている。そして、その結果、承継時の規模、承継時の年齢、高等教育ダミー、他社勤務ダミー、先代の退任理由を説明変数として採用して、承継時の企業規模が小さいほど、承継後の年数がたっているほど、そして、事業承継者の教育水準が高いほど、承継後のパフォーマンスがよいことを明らかにしている<sup>(13)</sup>。同様に、佐々木 (2019)は、日本政策金融公庫総合研究所が、2018年8月に実施した、「事業承継への取り組みに関するアンケート」を利用して、事業承継後のパフォーマンスの決定要因を明らかにしようと試みている。被説明変数は、「累積黒字企業であれば1」を取り、「累積赤字企業であれば0」を取る、ロジットモデルを採用している。説明変数には、「後継者の属性」、「企業の属性」、「後継者の準備」、「後継者の経営」、「業種ダミー」を採用している。その結果、事業承継後に、累積黒字企業となる傾向がある企業は、後継者が先代社長の親族であること、後継者が承継前にプロジェクトを遂行している傾向があることを明らかにしている<sup>(14)</sup>。また、日本政策金融公庫総合研究所 (2010)は、日本政策金融公庫総合研究所が、2009年7月に実施した、「中小企業の事業承継に関するアンケート」の結果に基づいて、経営革新を試みた企業 (小企業) であっても、事業承継後には、「経営が悪化した企業」は38.2%、「経営が改善した企業」の割合は43.8%と、ほぼ同じ程度になることを指

摘している。また、経営革新を試みなかった企業（小企業）では、事業承継後に、経営が悪化したと回答している企業の割合が57.0%で、経営が改善した企業は17.5%と大きな差があることを指摘している。

日本の事業承継に関する研究の結果を概観すると、上場企業は、海外の研究結果と同様の結果を示しているが、中小企業に関しては、「親族内承継の方が、パフォーマンスがよい」と解釈できる結果も示されている。これらの違いが、上場企業と中小企業の違い、分析する国の違い、パフォーマンスを計測する指標の違いから生じているのか、今後、検証を進めていく必要があるだろう。

表2は、日本の先行研究における、「親族承継後の企業パフォーマンスを計測する指標」、「対象国、サンプル数、データ期間」、「親族の定義など」について紹介している。日本の研究でも、ROA、OROA（営業利益/資産）を用いているものがある一方で、従業員数成長率・売上高成長率や累積黒字ダミー変数によって、事業承継後のパフォーマンスを計測しようと試みている研究もあることが確認できる。

本研究では、海外や日本での、事業承継の研究を概観してきた。海外や日本の上場企業については、「創業者がトップを務める企業

では、パフォーマンスがよいこと」、「創業者の子供などの親族が後継者となった企業のパフォーマンスはよくないこと」、「創業者の親族が事業を承継しない、第三者承継のパフォーマンスはよいこと」などが確認できたと言えるだろう。一方で、中小企業については、親族が事業を承継した場合、その他の場合に比べて、パフォーマンスがよいと解釈できる研究結果も示されている。

### 3.2 事業承継者を決定する要因（日本）

次に、「親族内承継が選択される要因」に関する研究を見ていこう。たとえば、安田（2005）は、親族内承継が選択される要因を明らかにしようと試みている。説明変数に、企業年齢、企業規模、承継時収支基調、先代の退任理由、業種を採用している。その結果、先代が高齢であるほど、企業規模が小さいほど、子供達への事業承継が行われる確率が高くなることを発見している。また、社内外から退任を迫られた場合には、親族外承継が選択される確率が高くなることを明らかにしている。

また、井上（2020）は、2015年に実施した「中小企業の事業承継に関するインターネット調査」と、2019年に実施した「中小企業の事業承継に関するインターネット調査」に基づい

表2 親族承継とパフォーマンスの計測（日本）

	パフォーマンスを計測する指標	対象国、サンプル数、データ期間など	親族、親族承継の定義など
安田（2005）	従業員数成長率	日本、中小企業1,194社、1997年から2001年	第三者承継ダミー
Mehrotra, Morck, Shim and Wiwattanakantang (2013)	ROA、トービンのQ、売上高成長率、従業員数成長率	日本の上場企業、1367社、1962年から2000年	養子
Chang and Shim (2015)	ROA、OROA	日本の上場企業3,457社、1949年から2004年	商業者家族が株式保有割合5%以上、保有株式上位10位以内
佐々木（2019）	累積黒字ダミー	日本、日本政策金融公庫融資先、2,523社	親族ダミー

た分析結果を比較して、2019年は、2015年に比べて、業績が悪い企業で後継者が決まりにくくなったこと、高齢で経営者が就任した企業ほど、後継者が決まりにくくなる傾向があることを明らかにしている。また、従業員数の少ない企業、業績の良くない企業、男の子がいない企業では、後継者が決まりにくくなる傾向があることは、2015年でも、2019年でも共通であることを発見している。

事業承継を伴う、中小企業のM&Aについては、日本政策金融公庫総合研究所（2016）が分析を行っている。分析のもととなるデータは、2015年9月に、帝国データバンクのインターネット調査モニターとして登録されている中小企業のうち、「直近10年以内にM&Aを実施している」、「従業員規模が30人以上」のいずれかに該当する2,000社の中小企業を対象にして、878社から回答を得ている（回収率43.9%）。その結果、M&Aは、既存取引先などであることが多いこと、売り手から働きかけを行っていること、売り手と買い手の友好的な関係で成立する傾向があることを発見している。以上の結果からは、親族内承継では、企業と経営者の属性が重要であり、M&Aについては、既存の取引先が重要な役割を果たしていることが確認できる。

さらに、近年では、家森（2020）が、兵庫県信用保証協会から保証を受けている企業を対象にして、事業承継を行った企業と、行っていない企業を対象にしてアンケート調査を行い、事業承継済みの企業の傾向、事業未承継の企業の傾向などを報告している。今後、こうしたアンケート調査をもとにした実証分析が進展して、事業承継と金融機関の役割などが明らかになっていくことが期待できる。

海外と日本の、事業承継の先行研究を概観してきた結果、いくつかのことが確認できた。第1に、海外の研究の多くは、上場企業や大企業の事業承継に焦点を当てていて、中小企業の研究については、検証は進んでいない。第2に、先行研究の結果は、事業承継を行う

ことで、企業業績の悪化することでコンセンサスが得られつつあるが、事業承継による経営悪化を緩和する要因が存在することを示している。つまり、先行する研究を概観すると、「中小企業のデータを用いた分析を進めること」が必要であることが分かる。また、「事業承継後の経営状況の悪化を緩和することができる要因」を明らかにしていく必要があることが確認できる。そこで、本研究では、中小企業のデータを用いて、事業承継後のパフォーマンスに影響を与える要因を明らかにしようとする。具体的には、「信託や生命保険を準備しておけば、事業承継をスムーズに進められて、事業承継後のパフォーマンスもよくなるのではないかと」予想して、第5節で分析を進めていく。

#### 4. データ

日本の中小企業のデータを準備して、事業承継における、信託や生命保険の準備の有効性を検討するため、日本の中小企業による事業承継の状況を分析するために利用するデータを紹介していく。

まず、はじめに、本研究の分析には、企業向けアンケート「企業の事業承継に関する実態調査」の調査結果を利用する。同調査は、2018年12月から2019年1月にかけて、過去20年間に事業承継を経験したと考えられる、中小企業を対象にして実施された<sup>(15)</sup>。浅井（2019）のアンケート調査で尋ねていて、かつ、先行する研究でも分析に用いられているパフォーマンスの指標を用いて分析を進めていく<sup>(16)</sup>。同調査の質問は、全部で55問から成り立っていて、「回答企業および回答者の状況」、「中小企業における生命保険の状況」、「事業承継の準備」、「金融機関や会計事務所との関係」の4つの観点からの質問を行っている。

調査の対象企業は次のように選定した。まず、特定の産業をサンプルにすることとし、

具体的には、製造業（業種中分類：09～32）の中小企業を対象とした。さらに、財務データを用いた分析を可能にするため、東京商工リサーチに「最新期業績決算書」を提出している企業を対象を絞った。それでも、予算超過になるため、東京商工リサーチが無作為に抽出した2,000社に対して、郵送によってアンケート回答の依頼状を発送した（2018年12月18日）。その後、回答があり、2019年1月10日までに回答のあった企業は275社であった。期限後に回答が到着した企業が17社あったため、最終的には292社から回答があった

（回答率14.6%）。以下では、この292社を母サンプルとして回答結果を説明していく。なお、一部の質問に無回答、該当しない場合などがあるので、総回答数は変動する。

表3は、本研究の分析に用いる、被説明変数と説明変数についての記述統計である<sup>(17)</sup>。被説明変数には、Mehrotra, Morck, Shim and Wiwattanakantang (2013) も、パフォーマンスの計測に用いている「売上高変化率」を用いる。事業承継後の変化を被説明変数とすることで、因果関係の問題などを緩和しようと試みている。売上高変化率（1年あたり）

表3 記述統計

	定 義	サンプル数	平 均	中央値	最大値	最小値
被説明変数						
売上高変化率 (1年あたり)	2018年の売上高から、事業承継時点での売上高を引いたものを、事業承継時点からの年数で割ったもの	195	0.142	0.004	8.719	-0.990
従業員数変化率 (1年あたり)	2018年の従業員数から、事業承継時点での従業員数を引いたものを、事業承継からの年数で割ったもの	239	0.137	0.000	21.000	-73.000
説明変数						
生命保険準備	前の社長が、事業承継に備えて、生命保険を購入していた場合は1、そうでない場合は0を取る	36	0.134	0.000	1.000	0.000
株式承継準備	前の社長が、事業承継に備えて、株式承継を準備していた場合は1、そうでない場合は0を取る	126	0.470	0.000	1.000	0.000
親族承継	現在の社長が、前の社長の親族である場合は1、そうでない場合は0を取る	183	0.683	1.000	1.000	0
承継理由(年齢)	前の社長が、退任した理由が年齢である場合は1、そうでない場合は0を取る	159	0.593	1.000	1.000	0.000
代表権のある 役員	前の社長が、代表権のある会長、もしくは役員になっている場合は1、そうでない場合は0を取る	63	0.235	0.000	1.000	0.000
大 卒	大学を卒業している場合は1、そうではない場合は0を取る変数	162	0.638	1.000	1.000	0.000
交代後年数	現在の社長が就任してからの年数	262	9.031	9.000	31.000	0.000
事業承継時の 規模	事業承継時の資産の対数	190	4.598	4.602	6.079	2.279
前社長の 退任年齢	前の社長が退任した年齢	262	68.778	70.000	94.000	31.000

は、2018年の売上高から、事業承継時点での売上高を引いたものを、事業承継時点からの年数で除したものである。例えば、現在の社長が就任したのが2014年で、その時の売上高が5,000万円、2018年の売上高が7,000万円だとすると、1年あたりの平均的に500万円程度の売上が増加しているものと考えられる。実際には、増加だけではなく、減少も起こりうる。年数で除しているのは、事業承継から長い年月が経った企業の方が、増加や減少が大きくなる可能性があると考えられるためである。上場企業であれば、株価、トービンのQなどが考えられるが、中小企業では、株価の利用は困難であるため、売上高の増減が、事業承継後のパフォーマンスを計測する指標になると考えられる。

安田 (2005)、Mehrotra, Morck, Shim and Wiwattanakantang (2013) は、事業承継後のパフォーマンスを計測する指標として、従業員数の変化を用いている。そこで、本研究でも、「従業員数変化率」を被説明変数に採用する。売上高変化率（1年あたり）は、2018年の従業員数から、事業承継時点での従業員数を引いたものを、事業承継からの年数で除したものである。

続いて、本研究で用いる、説明変数について見ていこう。本研究の主たる関心である、信託と生命保険について、現社長への事業承継で、「信託を準備した事業承継を行った」という回答が0社であった。つまり、JP コンサルタンツグループ編 (2014)、堂野・川西 (2018) が指摘する信託の有用性にも関わらず、信託を利用した事業承継は、中小企業で普及していなかったことが確認できる<sup>(18)</sup>。そこで、本研究では、事業承継に備えて、生命保険を準備している企業が、事業承継後のパフォーマンスが優れているのではないかと考えて、「生命保険準備」という変数を準備した。生命保険準備は、前の社長が、事業承継に備えて、生命保険を購入していた場合は1、そうでない場合は0を取る変数である。

信託の代わりに準備した「株式承継準備」は、前の社長が、事業承継に備えて、株式承継を準備していた場合は1、そうでない場合は0を取る変数である。

また、海外の先行する研究は、「親族承継」と「親族外承継」のパフォーマンスの違いに注目してきた。そこで、本研究でも、「親族承継」という変数を採用している。現在の社長が、前の社長の子供である場合は1、そうでない場合は0を取る変数である。また、Bertrand, Johnson, Samphantharak and Schoar (2008) や Andres, Fernau and Theissen (2014) は、事業承継後に、前社長が、どのような役割を果たすのかについて注目している。そこで、本研究でも、「代表権のある役員」という変数を準備している。具体的には、前の社長が、代表権のある会長、もしくは役員になっている場合は1、そうでない場合は0を取る変数である。

その他の変数について、見ていこう。安田 (2005) は、事業承継の理由、交代後年数、前社長の退任年齢、学歴、事業承継時の企業規模が、承継後のパフォーマンスに影響を与えているとしている。そこで、本研究でも、「承継理由（年齢）」、「交代後年数」、「前社長の退任年齢」、「企業規模」、「学歴」を説明変数として採用している。承継理由は、前の社長が、退任した理由が年齢である場合は1、そうでない場合は0を取る変数である。交代後年数は、現在の社長が就任してからの年数であり、事業承継後の経過年数である。前社長の退任年齢は、前の社長が、社長を退任した年齢である。企業規模には、事業承継時の総資産の対数を取る。また、学歴は、現社長が大学を卒業している場合は1、そうでない場合は0を取る変数である。

## 5. 回帰分析の結果

本節では、回帰分析の結果について見ていこう。表4の左側の回帰式は、「売上高変化

率」を被説明変数とした分析の結果を示している<sup>(19)</sup>。本研究で採用している、独自の説明変数は、「生命保険準備」と「株式承継準備」である。信託や生命保険といった、前の社長による、事業承継の準備が、事業承継後のパフォーマンスに影響を及ぼすのではないかと予想した。「信託で事業承継に備えていた」と回答する企業が存在しなかったため、「生命保険準備」の結果を見ているが、符号はプラスで予想と一致しているが、有意ではない。事業承継後に、親族内などで、株式が分散していると、事業承継後の経営がうまくいかないことが予想される。そこで、前社長が、株式の承継を進めていたとすると、事業承継がスムーズになり、事業承継後のパフォーマンスがプラスになると予想した。しかしながら、本研究の結果は、「株式承継準備」は、売上高変化率にマイナスの影響を及ぼす符号を示しているが、これも有意ではない。

さらに、本研究では、海外の先行する研究が注目している、「親族が事業承継したらパフォーマンスは低下するのか？」という関心についても、実証分析の結果を示そうと試み

ている。本研究の結果は、親族が事業承継をすると、パフォーマンスにプラスではあるが、有意ではないことを示している。つまり、親族による事業承継とパフォーマンスの間に、有意な関係を確認することはできなかった。

Bertrand, Johnson, Samphantharak and Schoar (2008) や Andres, Fernau and Theissen (2014) は、事業承継後に、前社長が、どのような役割を果たすのかについて注目しているため、本研究でも、前の社長が、代表権のある、会長や役員として、企業内に留まった場合の影響について、分析しようとしている。その結果、売上高変化率に対して、プラスに有意な結果であることを発見している。先行する研究でも、前社長が企業内に留まることは、企業のパフォーマンスにプラスであることを発見していて、本研究の結果も、こうした先行する研究の結果と整合的である。

残りの変数は、安田 (2005) や井上 (2020) などで利用されている説明変数であり、本研究でも、先行する研究の変数を採択している。前社長の、交代後年数後の係数は、マイナス

表 4 事業承継後のパフォーマンスの決定要因

変数	売上高変化率			従業員数変化率		
	係数	標準偏差	t 値	係数	標準偏差	t 値
定数項	1.192	0.882	1.351	-10.376	5.484	-1.892 *
生命保険準備	0.149	0.233	0.641	0.488	1.375	0.355
株式承継準備	-0.224	0.167	-1.342	0.815	1.021	0.798
親族承継	0.041	0.188	0.220	-0.060	1.148	-0.053
代表権のある役員	0.477	0.207	2.299 **	0.566	1.215	0.465
承継理由 (年齢)	-0.188	0.174	-1.080	0.095	1.075	0.088
交代後年数	-0.023	0.013	-1.724 *	0.094	0.078	1.210
前社長の退任年齢	-0.009	0.010	-0.895	0.130	0.060	2.151 **
事業承継時の規模	-0.030	0.135	-0.224	0.057	0.819	0.069
学歴	0.044	0.168	0.262	-0.178	1.040	-0.171
サンプル数	162			175		
Adjusted-R <sup>2</sup>	0.101			0.042		

(注) \*, \*\*, \*\*\* はそれぞれ、有意水準10%、5%、1%を示している。

で、有意であることを示している。つまり、前社長の交代から年数が経つほど、売上高が減少する傾向があることを示している。上記の、前の社長が代表権を持って企業内に残ると売上高変化率にプラスという結果と合わせて考えてみると、前社長の影響が減っていくと、企業の売上高も減少していくと解釈することができるかもしれない。他には、前社長の退任理由、前社長の退任年齢、事業承継時の企業規模、現社長の学歴を説明変数としているが、いずれの変数も有意ではなかった。

表4の右側の回帰式は、「従業員数変化率」を被説明変数とした分析の結果を示している。生命保険準備と株式承継準備の係数はプラスだが、有意ではない。子供による事業承継である親族承継の係数はマイナスだが、これも有意ではない。また、売上高変化率では、プラスに有意であった、前社長が代表権を持って会社に残るという、代表権のある役員の係数も、プラスではあるが有意ではない。つまり、本研究が関心をもって、独自に採用した変数、海外の先行研究で注目されてきた変数は、従業員数変化率を説明する要因として、有意なものでは確認できなかった。

安田(2005)や井上(2020)が利用している、その他の変数では、前社長の退任年齢の係数が、プラスで有意である。つまり、前社長が高齢で退職した場合、事業承継後には、従業員の数が増加する傾向があることを示している。こうした傾向は、高齢社長の下で、若い従業員の採用人事が進まなかったが、新社長の下で人員補充が進んだ結果であると推測できる。その他の、交代後年数、事業承継時の規模、現社長の学歴の係数は、いずれも有意ではない。

表4では、売上高と従業員数の推移という観点から、事業承継後のパフォーマンスの変化を明らかにしようとして試みてきた。創業者などである、前社長の影響が大きい間は、企業のパフォーマンスがよいことを示唆する結果は、海外の先行する研究と整合的であるが、

2つの回帰式で、同様の傾向を確認できなかった。高齢の社長が勇退すると同時に、従業員の採用を始めていることを示唆する結果も示しているが、採用している被説明変数の違いで、有意となる変数も異なっていて、結果は一貫したものではない。今後、回帰式の変数の検討を進める余地は残されている。

## 6. むすび

本研究では、事業承継に関する、先行する研究をサーベイした上で、日本の中小企業の事業承継の分析を行った。

先行する研究の結果をサーベイすることで、ファミリー企業の研究では、「創業者が経営している企業のパフォーマンスは優れている」、「事業承継を行うと、企業のパフォーマンスが低下する」、「上場企業では、創業者の息子など、子供たちが事業を承継すると、特にパフォーマンスが悪くなる」という研究結果が多いことが確認できた。また、2018年12月から2019年1月にかけて、過去20年間に事業承継を経験した中小企業を対象にして実施した、中小企業向けアンケート(企業の事業承継に関する実態調査)の調査結果を利用して、簡単な分析も行った。その結果、売上高変化率については、前社長が代表権を持って会社に残った場合、プラスに有意であったことが明らかになった。また、前社長が交代したあと年数が経つほど、マイナスで有意であったことが分かった。また、従業員数変化率については、経営者が高齢で退任した場合、プラスに有意であることが確認できた。

本研究では、中小企業の事業承継に関するサーベイを行い、日本の中小企業の事業承継に関する実証分析を進めてきた。そして、今後の研究上の課題も明らかになってきた。まず、第1に、本研究では、事業承継を行った企業を対象にしている。将来の見込みがある企業ほど、事業承継を行う可能性があるが、事業承継を行った企業を対象を限定すること

で、事業承継を行った企業の間での差に注目することができた。しかし、事業承継に至る前に、廃業してしまった企業、事業承継を進められないでいる企業を対象とすること、様々な企業から回答を得ること、偏りのないサンプルから、より多くのことが明らかにできるかもしれない。第2に、本研究では、対象が製造業に限られている。製造業以外の企業の事業承継も含めて分析を進めていく必要があるだろう。第3に、事業承継の回数など、適切にサンプルを分割し、分析を進めることで、より多くのことが明らかにできるだろう。第4に、事業承継における、生命保険の役割について、理論的な考察を進める必要があるだろう。Fan and Leung (2020) は、「共有地の悲劇」の考え方をを用いることで、事業承継における信託の役割を説明することに成功している。中小企業の事業承継における、生命保険の役割について、同様の考察を進めていく必要があるだろう。第5に、信託を利用して、前社長から現社長への事業承継を行ったという企業は0社で、現社長による、信託を利用した事業承継の準備も3社と数が少ない。税制の改正などで、今後も、信託の利用は増加が予想されるが、今までも、実際には信託を利用していたが、回答者に「信託を利用している」という認識がなかった可能性もある。つまり、質問票の設計が適切ではなく、調査が、実際の信託の利用者を拾い切れていない可能性がある。今後、アンケート調査を実施する場合は、信託の利用の有無について、質問票の設計を工夫する必要もあるだろう。最後に、先行する研究は、トービンのQ、ROA、株価などを用いていて、企業のパフォーマンスを計測している。こうした計測指標の違いが、結論の違いをもたらしている可能性があり、さらに分析を積み重ねていく必要があるだろう。

### 【参考文献】

(邦文文献)

- 浅井義裕 (2015) 「中小企業金融における生命保険解約の実証分析」『生命保険論集』第192号 pp.31-48。
- 浅井義裕 (2019) 「中小企業の事業承継と生命保険・信託に関する実態調査—アンケート調査の集計結果—」『生命保険論集』第209号 pp.115-163。
- 井上孝二・山田貴之 (2017) 「廃業時における経営資源の引き継ぎの実態と支援の必要性—「経営資源の譲り渡しに関するアンケート」から—」『日本政策金融公庫 調査月報』NO.108 pp.4-35。
- 井上孝二 (2020) 「後継者の決定状況にみられる改善の兆し」『日本政策金融公庫 調査月報』NO.142 pp.4-17。
- 今川嘉文 (2017) 「事業承継における民事信託の活用提案と実務・法制上の課題検討」『信託研究奨励金論集』第38号 pp.162-184。
- 佐々木真佑 (2016) 「M&A に取り組む中小企業の実態と課題」『日本政策金融公庫 調査月報』NO.99 pp.4-37。
- 佐々木真佑 (2019) 「事業承継後の企業パフォーマンスの決定要因」『日本政策金融公庫論集』第45号 pp.19-34。
- JP コンサルタンツグループ編 (2014) 「信託を活用したケース別相続・贈与・事業承継対策」日本法令。
- 鈴木龍司 (2018) 「中小企業における事業承継の現状と支援策」『信託フォーラム』第9号 pp.54-58。
- 堂野達之・川西満 (2018) 「地域社会・経済再生 (事業承継) に向けた専門家による支援と信託」『信託フォーラム』第9号 pp.59-62。
- 日本政策金融公庫総合研究所 (2010) 「中小企業の事業承継」『日本公庫総研レポート』NO.2009-2。
- 日本政策金融公庫 (2013) 「日本進む中小企業の海外展開—国内事業とともに成長する

- グローバル戦略—」第4回 日本公庫シンポジウム報告書。
- 日本政策金融公庫総合研究所 (2016) 「M&A に取り組む中小企業の実態と課題」『日本公庫総研レポート』No.2016-4。
- 安田武彦 (2005) 「中小企業の事業承継と承継後のパフォーマンスの決定要因—中小企業経営者は事業承継に当たり何に留意すべきか—」創刊号『中小企業総合研究』pp.62-85。
- 山本昌弘 (2018) 「事業承継ガイドラインを読む—国の中小企業政策とその活用に向けて—」経済法令研究会。
- 山本昌弘 (2020) 「中小M&Aガイドラインの概要について(上)・(下)」『銀行法務21』2020年6月・7月合併号、8月号。
- 家森信善編 (2020) 『地域金融機関による事業承継支援と信用保証制度』中央経済社。
- (英文文献)
- Amore, Mario Daniele, Alessandro Minichilli and Guido Corbett (2011) “How do managerial successions shape corporate financial policies in family firms”, *Journal of Corporate Finance* 17 (4), pp.1016-1027.
- Anderson, Ronald C. and David M. Reeb (2003) “Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500”, *Journal of Finance* 58 (3), pp.1301-1328.
- Ansari, Iram Fatima, Marc Goergen, Svetlana Mira (2014) “The determinants of the CEO successor choice in family firms”, *Journal of Corporate Finance* 28 pp.6-25.
- Asai, Yoshihiro (2019) “Why do small and medium enterprises (SMEs) demand property liability insurance?”, *Journal of Banking and Finance* 106, pp.298-304.
- Bach, Laurent and Nicolas Serrano-Velarde (2015) “CEO identity and labor contracts: Evidence from CEO transitions”, *Journal of Corporate Finance* 33, pp.227-242.
- Bennedsen, Morten, Kasper Meisner Nielsen, Francisco Perez-Gonzalez, Daniel Wolfenzon (2007) “Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decisions and Performance”, *Quarterly Journal of Economics* 122 (2), pp.647-691.
- Bertrand, Marianne and Antoinette Schoar (2006) “The Role of Family in Family Firms”, *Journal of Economic Perspectives* 20 (2), pp.73-96.
- Bertrand, Marianne, Simon Johnson, Krislert Samphantharak and Antoinette Schoar (2008) “Mixing family with business: A study of Thai business groups and the families behind them”, *Journal of Financial Economics* 88 (3), pp.466-498.
- Bhattacharya, Utpal and B. Ravikumar (2001) “Capital Markets and the Evolution of Family Businesses”, *Journal of Business* 74 (2), pp. 187-219.
- Bloom, Nicholas and John Van Reenen (2007) “Measuring and Explaining Management Practices across Firms and Countries”, *Quarterly Journal of Economics* 122 (4), pp. 1351-1408.
- Burkart, Mike, Fausto Panunzi and Andrei Shleifer (2003) “Family Firms”, *Journal of Finance* 58 (5), pp.2167-2201.
- Cao, Jerry, Douglas Cumming and Xiaoming Wang (2015) “One-child policy and family firms in China”, *Journal of Corporate Finance* 33 pp.317-329.
- Chang, Jin and Jungwook Shim (2015) “When Does Transitioning from Family to Professional Management Improve Firm Performance”, *Strategic Management Journal* 36 (9), pp.1297-1316.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov and Larry H.P Lang (2000) “The separation of

- ownership and control in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics* 58 (1-2), pp.81-112.
- Eklund, Johan, Palmberg, Johanna and Wiberg, Daniel (2013) “Inherited corporate control and returns on investment”, *Small Business Economics* 41 (2), pp.419-431.
- Ellul, Andrew, Marco Pagano and Fausto Panunzi (2010) “Inheritance Law and Investment in Family Firms”, *American Economic Review* 100 (5), pp. 2414-50.
- Fahlenbrach, Rüdiger (2009) “Founder-CEOs, Investment Decisions, and Stock Market Performance”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44 (2), pp. 439-466.
- Fan, Joseph P.H. and Winnie S.C. Leung (2020) “The impact of ownership transferability on family firm governance and performance: The case of family trusts”, *Journal of Corporate Finance* Forthcoming.
- Gómez-Mejía, Luis R., Katalin Takács Haynes, Manuel Núñez-Nickel, Kathryn J. L. Jacobson and José Moyano-Fuentes (2007) “Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills”, *Administrative Science Quarterly* 52 (1), pp.106-137.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, and Andrei Shleifer (1999) “Corporate ownership around the world”, *Journal of finance* 54 (2), 471-517.
- Luan, Chin-Jung, Chen Ying-Yu, Hsiu-Ying Huang and Kai-Shiuan Wang (2018) “CEO succession decision in family businesses-A corporate governance perspective”, *Asia Pacific Management Review* 23 (2), pp.130-136.
- Mehrotra, Vikas, Randall Morck, Jungwook Shim and Yupana Wiwattanakantang (2013) “Adoptive expectations: Rising sons in Japanese family firms”, *Journal of Financial Economics* 108 (3), pp.840-854.
- Pan, Yue, Ruoyu Weng Xu Nianhang and Kam C. Chan (2018) “The role of corporate philanthropy in family firm succession: A social outreach perspective”, *Journal of Banking and Finance* 88, pp.423-441.
- Pérez-González, Francisco (2006) “Inherited Control and Firm Performance”, *American Economic Review* 96 (5), pp.1559-1588.
- Pinheiro, Roberto and Chris Yung (2015) “CEOs in family firms: Does junior know what he's doing?”, *Journal of Corporate Finance* 33, pp.345-361.
- Shen, Na and Jun Su (2017) “Religion and succession intention - Evidence from Chinese family firms”, *Journal of Corporate Finance* 45 pp.150-161.
- Villalonga, Belen and Raphael Amit (2006) “How do family ownership, control and management affect firm value?”, *Journal of Financial Economics* 80 (2), pp.385-417.
- Xu, Nianhang, Qingbo Yuan Xuanyu Jiang and Kam C. Chan (2015) “Founder's political connections, second generation involvement, and family firm performance: Evidence from China”, *Journal of Corporate Finance* 33 pp.243-259.

#### 【注】

(\*) 本研究は、信託協会 信託研究奨励金「中小企業の事業承継における生命保険・信託の役割に関する実証研究」、科学研究費補助金 基盤研究(C)「中小企業金融における生命保険の役割—ファイナンス理論に基づく実証的検証」(課題番号: 17K03817)の研究成果の一部である。また、日本金融

- 学会関東部会（2020年9月3日 於慶應義塾大学 zoom 開催）で、有益なコメントを頂戴した。記して、感謝申し上げたい。
- (1) 鈴木（2018）は、国の支援策として、「事業承継税制など納税の猶予」、「簡易な手続きによる、遺留分の特例として、経営者の生前に他の相続人の遺留分の権利の放棄」、「信用保証協会による保証および日本政策金融公庫からの融資」を挙げている。
  - (2) 中小企業の事業承継と M&A については、中小企業庁「事業引継ぎガイドライン～M&A 等を活用した事業承継の手続き～」(2015年3月)、中小企業庁「中小 M&A ガイドライン」(2020年3月)、山本(2018)、山本(2020)が詳しい解説を行っている。
  - (3) 中小企業庁「事業承継ガイドライン」(2016年12月)は、平成18年の信託法改正で、事業承継において、信託を活用できる幅が広がったこと、事業承継に利用される信託の典型として、遺言代用信託をあげている。
  - (4) 信託フォーラム編集部(2018)は、金融機関が、信託契約代理店として、複数の信託会社および信託銀行の信託サービスを提供できるサービスを整えていることなどを紹介している。
  - (5) Asai(2019)は、中小企業における、損害保険需要を分析している。
  - (6) 実証分析の結果の違いは、こうした定義の違いから生じている可能性があることには注意が必要である。
  - (7) Claessens, Djankov and Lang(2000)は、東アジア(香港、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、フィリピン、シンガポール、台湾、タイ)の上場企業2,980社を分析して、株式の所有は家族に集中していること、経済の発展とともに、所有構造の集中は減少していることを指摘している。
  - (8) Gómez-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson and Moyano-Fuentes(2007)も、ファミリー企業が、企業の利益ではなく、socioemotional wealth を最大化しようとする可能性を指摘している。
  - (9) Bertrand, Johnson, Samphantharak and Schoar(2008)も、ファミリー企業の長所と短所に言及している。所有と経営の分離が少ないこと、非金銭的なものをモチベーションにできること、経営者の企業特殊能力の形成が進み、ステークホルダーを安心させること、長期の視点で経営ができることを長所として挙げる一方で、限られた人の中から経営者を選ぶため、優れた経営者を選ぶことができないかもしれないこと、家族の目的(private benefits の最大化)と、経営上の目的(利益の最大化)が乖離する可能性が高いことを指摘している。
  - (10) Bloom and Van Reenen(2007)は、イギリス、アメリカ、フランス、ドイツの合計732社を分析して、長男へ事業承継すると、事業承継後の経営評価が悪い傾向があることを発見している。Ellul, Pagano and Panunzi(2010)は、相続法が厳格な国では、ファミリー企業の投資が少なくなるなど、事業承継に関係する法制度が、事業承継に影響する可能性を指摘している。
  - (11) Fahlenbrach(2009)は、創業者が経営する企業のリターンは、それ以外の企業に比べて、優れていることを発見しているなど、先行する研究の結果とも整合的である。
  - (12) 法学の観点からの研究には、今川(2017)などがある。
  - (13) 安田(2005)は、先行研究に倣って、事業承継後のパフォーマンスを計測する指標として、従業員数の変化を用いている。
  - (14) 井上・山田(2017)は、廃業時の引き継ぎについて、2017年1月に、日本政策金融公庫総合研究所が実施した、「小企業における経営資源の引き継ぎに関する実態調査」の結果を用いて分析をしている。その結果、廃業時に、事業を譲渡した企業では、自宅を事務所として利用する割合が低いなど、個人の資産と会社の資産が、区別され

ている企業が多いことを指摘している。

- (15) 社長名が変更されている企業を対象としたが、それが社長の交代を意味しているかどうか確認するために、アンケート調査内でも、事業承継があったのかを尋ねている。浅井 (2019) によれば、全サンプルのうち、253社が事業承継をしたと回答している。つまり、経営者が交代していても、事業承継をしたという認識がない中小企業が一定数存在している可能性を示している。そこで、本研究では、経営者も交代していて、さらに、経営者が交代したと回答している253社を対象にして分析を進める。
- (16) 同調査の企業向けアンケートの質問票とアンケート結果の詳細は、浅井 (2019)

で紹介されている。

- (17) 1年あたりの従業員数の変化が、最大値が21人増加、最小値が71人の減少、売上高8.719など、注意が必要なものを含む。表4の分析では、こうした数値を外した分析も行ってみたが、有意性の変化などは生じなかった。
- (18) 浅井 (2019) が指摘しているように、現社長は、事業承継に備えて、3社が信託を設定している。
- (19) 回帰分析の対象となるのは、253社だが、事業承継時点と、直近の決算時点での、売上高、従業員数を回答してくれている企業は、より少なくなる。

(あさい・よしひろ)

