

企業の持続的成長と日本同族企業の新研究^{*})

久保田 敬一^a・斎藤 進^b

要 旨

本稿は、科研研究グループにより構築された、上場同族企業のデータベースにもとづく最新の知見を用いながら、そこから示唆される日本同族企業の持続的成長への指針、また同族企業の新研究の目指すべき方向、さらには同族企業が取るべき経営財務指針について試論的に論じる。

JEL Classification Codes : M14, G30, M41

キーワード：ファミリービジネス、企業の長期維持性、socioemotional wealth、CEO

1. 序論

同族企業(以下、ファミリービジネスと同義に用いる)に関する研究、とりわけ経営財務論の観点からは、米国において1930年代において指摘された所有と経営の分離が(Berle and Means, 1932)、同族企業には多くの場合当てはまらないということから、株主と経営者間のエージェンシーコスト(Jensen and Meckling 1976)が低い(いわゆるalignment effects)という議論がされる一方で、同族の所有株式割合が増加しすぎると、同族以外の株主、すなわち少数(10%以下)の同族以外の株主の利害を損なうモラル・ハザードが同族経営者に発生する(いわゆるentrenchment effects)という、両方の力が左右すると言われている(Morck et al, 1988)¹。

さらに、前者の経営者目的と株主目的が一致するがために社会的な損失が生じるという同族企業に否定的な議論もされている(Morck et. al, 2005)。また、同族企業は、経済的パフォーマンスだけを究極的目的とするのではなく、同時にsocioemotional wealth(社会感情的資本)

および社会資本形成に役立っているという議論もされる。(Danes 2011, 斎藤 2013, Kellermanns et al., 2012)²。

起業の初期の資金提供者(創業者オーナーの株主)と、その後継者または専門経営者の経営者雇用において存在する不完備契約(incomplete contract)においては、同族企業は情報の非対称性の程度が非同族企業に比べてより低いと考えられる。すなわち、非同族企業の中で結ばれる株主対経営者の契約とは大いに異なる可能性が考えられ(Bolton and Dewatripont, 2005)、同族企業についてのそのような可能性はHart(1995)によっても指摘されているとおりである。

本稿は、日本の同族企業類を研究するための新しい分析視点を試論的に提示するが、その前提としての知見として、久保田を中心とした研究グループによる新しい実証研究の成果を元にする。そして、それらの結果に触れながら、日本の同族企業の日本の経済社会での貢献度、現在の企業行動、今後の長期維持性(longevity and sustainability)の可能性についての提言を行う。

*) 本論文は、日本経営財務研究学会第37回大会の発表内容を元に加筆した。討論者の丸山宏氏、司会の小山明宏氏からの有益なコメントに感謝する。本研究は日本学術振興会科研費基盤研究(一般A)(課題番号21203429, 25245052)の援助を受けたことを感謝する。また、本文で多くの成果を引用させていただいた、共同研究者およびプロジェクト参加者の皆様にも感謝する。むろん、あり得るべき誤りはすべて筆者に帰する。

a 中央大学大学院戦略経営研究科 〒112-8551 東京都文京区春日1-13-27

b 上智大学経済学部 〒102-8554 東京都千代田区紀尾井町7-1

1 本稿で定義するファミリービジネス(同族企業)とは、税法上の認定基準を用いるのではなく、各研究で用いられている基準によってファミリービジネスと判定される企業のことを指していることを予め断っておく。2節でこれについて詳しく述べる。また、本研究では狭義の同族企業を用いているが、縁戚ではない複数以上の創業者一族が経営をしている企業もこれに含める。われわれの研究では、創業者を手伝っていた一族が後の経営を継いだり、また創業者精神が残っていても、創業者一族が経営から撤退、また保有株式も10%以内である企業群は、上記実証研究においては、同族企業として含まれていない。しかし、これらの企業群の長期維持政策が同族企業に近いことは十分考えられ、これらを総称して著者達は「同族企業類」と呼ぶこととした。また、ファミリービジネス研究独自の方法論についてはHamilton(2013)を参照せよ。

2 前者は訳語に適当なものがまだ無いようなので、筆者はこのように訳したが、以下ではsocioemotional wealthと原語を主として用いることとする。

第2節では、ファミリービジネス（同族企業）を定義する。第3節では、同族企業の経営コントロール問題を既存研究に触れながら概観する。第4節では、同族企業が社会資本形成にどのように役立ち、また socioemotional wealth の蓄積と維持の観点から、非同族企業とどのように企業行動が異なるかを検討する。第5節、第6節では、過去の実証研究をまとめながら、今後の研究のための著者なりの試論、すなわち socioemotional wealth 形成と長期成長の観点からの新しい研究の方向を論じ、第7節を本稿の結語とする。

2. ファミリービジネス（同族企業）とは

ファミリービジネスとは、どのような企業の形態を指すのだろうか。字義の通りに解釈すれば、家族で事業を営む個人商店などがファミリービジネスの典型に入る。個人商店を所有と経営の側面からみれば、それは所有者の一族が経営にも携わっている。では、所有と経営の分離していない企業をファミリービジネスとみなすべきだろうか。

今日までのところ、確定したファミリービジネスの定義は存在しないし、またその研究方法論も新しい (Hamilton, 2013)。たとえば、Miller et al. (2007) は過去の文献から 28 個の微妙に異なるファミリービジネスの定義を抽出するが、それを列記するだけに止まっている。彼らはまた、これらの定義の優劣を議論をしておらず、それは、ファミリービジネス論における論文また学会においてさまざまな脈絡で多様な定義が利用されていることの現れでもあろう³。

ファミリービジネスの「ファミリー」とは何を意味するのであろうか。所有と経営に関する人的な範囲を単に定めるばかりか、それ以上に家族の経営への関わりが生み出す要因を考慮する必要がある（図1参照）。ファミリーの醸し出す社会感情的なベクトル（将来の socioemotional wealth 蓄積）が経営にまったく影響を与えないのであれば、そのような企業はファミリービジネスとして分類する必要がない。それゆえ、「ファミリーらしさ」の明確化こそがファミリービジネスの定義の核心である。

「ファミリーらしさ」は、通常、ファミリーがもつ socioemotional wealth へのこだわりであり、またそこからもたらされる同族企業による社会資本形成の原動力となる。socioemotional wealth 概念とは、同族の企業名、ブランド名、家族名への感情をも含んだファミリーの思い入れである。これを元に同族企業が経済的パフォーマンスを必ずしも最優先せず、長期（成長）維持性を誇ろうとするという点から、同族企業は資本と経営が分離した企業とは異なる企業行動が予想される。さらに、社会学的には、ある人が他の個人ならびに集団との交流によって「社会関係やネットワークなどの仕組み、あるいはそれが生み出す相互の信頼関係や連帯、暗黙のルールや社会規範」などが形成され、その中への感情移入が socioemotional wealth である⁴。この最終的生成物は、ソーシャルキャピタル、社会資本と呼ばれ、そこでは家族の生み出すものであるからファミリーの社会感情的資本である。注意すべきは、社会感情的資本にはプラス・マイナス両面の効果があることである。ファミリーの社会感情的資本の典型的な例として家族間の信頼や連帯意識、あるいは逆に、憎悪による敵対的な関係などがあろう。当然、家族の連帯意識や敵対的關係は、同一家族の複数メンバーが事業に関与することを前提とする。そこで、元来の同族企業（ファミリービジネス）を、本稿では、「創業者の同一家族の複数メンバーが主要な株主ないしは経営者として関わっている企業」とだけ定義しておく。

実際、Miller et al. (2007) は、この定義を採用している。なお、彼らの定義によれば、創業者一人だけが株主であるかまたは経営者である企業は、ファミリービジネスに含めていない。創業者だけが関わる企業では、事業の継承時に生ずる子孫間での紛争から経営組織は自由である⁵。このように後継者群を含むファミリーにおける socioemotional wealth へのこだわりが無く、さらに広い社会感情的資本から独立している企業はファミリービジネスではないと考えられる。上記 socioemotional wealth 概念が全面に打ち出され、同族の企業名、ブランド名、家族名への感情をも含んだファミリービジネス論がこの研究分野において展開されはじめていることは

3 Miller et al. (2007) は、ファミリービジネスの統一的な定義を作成しようとするものではなく、定義によってファミリービジネスの事業の効率性が異なることを示している。

4 企業家研究フォーラム、ファミリービジネス学会、International Family Enterprise Research Academy, The International Family Business Network などの web ページを参照されたい。

5 上のソーシャルキャピタル（社会関係資本）についての平易な説明は澤田（2012）にあり、本節の引用は澤田の定義による。Arregle et al. (2007) も参照せよ。

6 Microsoft 社はその例である。この点は Northwestern 大学 Center for Family Enterprises, Assistant Director, Carol Zsolnay 氏との討論に感謝する。

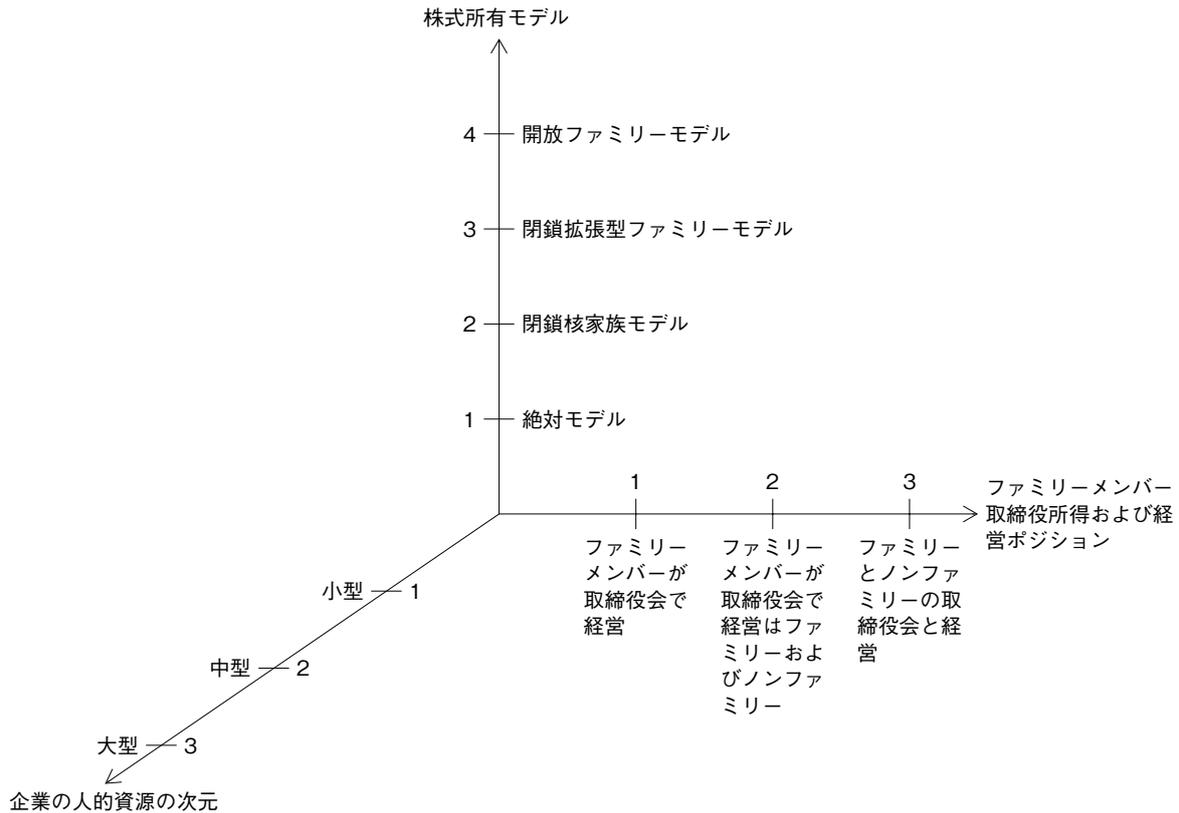


図1 ファミリービジネスの分極化のための変数 (Corbetta & Salvato, 2012, P.22 を元に筆者が作成)

特筆すべきである。

次に、Corbetta and Salvato (2012, pp.19-24) における同族企業を分析するための3つの軸をここで、以下の理論分析のために紹介する。

すなわち、1) ownership for company equity, 2) family members serving on the board of directors and in management position, 3) dimensions of the firm's human resourcesである⁷。たとえば、Kubota and Takehara (2012)、竹原 (2012) では、タイプ1を創業者家族が10%以上の株式を保有し、タイプ2を創業者家族が10%以上の株式を保有しているがCEO (代表権を持つ経営者) が創業者家族からではない場合、そして、タイプ3を創業者一族の株式保有比率は10%以下であるが、CEO (代表権を持つ経営者) が創業者家族である企業と分類している。たとえば、タイプ1はフジテック、タイプ2はセイコーエプソン、タイプ3には、トヨタが挙げられる。日本のすべての株式市場における上場企業の各タイプの度数分布は、Chen et al. (2013) の場合では、2004年度 (全サンプル1,433社) においてタイプ1が21.42%、タイプ2が4.26%、タイプ3が9.14%であり、

非同族企業が65.18%であったが、2011年度 (全サンプル1,692社) においてはタイプ1が25.18%、タイプ2が6.15%、タイプ3が8.92%、非同族企業が59.77%であったことが報告されている。すなわち、7年間で同族企業は非同族企業よりも増加傾向で、ただしタイプ3だけは例外である。また、同様の類型化による日本の同族企業の分類 (ただし、呼称は異なるが) はAllouche et al. (2008)、倉科 (2003) によっても行われている。

さて、Corbetta and Salvatoのファミリービジネスを分析する3本の軸のうち、1) と2) は、研究グループのこれまでの実証研究においてもファミリー企業を識別する座標として用いられてきているが、3) は今回構築したデータベースでは上場企業のデータのみを扱っているので、中企業、大企業が対象ということになり、制御変数として規模を用いたり、また上場証券市場別のダミー変数としたりすることにより、これに対処してきている。

しかし、非上場企業をも分析の対象とするとき、この座標は大事になる。すなわち、ヤンマーやサントリー (新規上場のサントリーフーズを除く) などを例外として、非上場のファミリービジネスは小企業であり、規模

7 この議論の原典はCorbetta (1998, figures 3.2-3.6) である。彼はこの分類を用いて、同族企業が大きく成長していく段階の類型化を行っている。

を大きくするための成長には、Penrose (2009) が示したような成長率の限界が、技術的にも、人的資源的にも生じるであろう。これら非上場小企業の分析方法については、以下および6節で言及しよう。

なお、古典として企業成長率における資源制約を論じた Penrose (2009) と同様に、ただしファミリービジネスに関して、末廣 (2006) は、ファミリービジネスが事業の拡大過程で投資資金、人的資源、および生産技術と情報知識といった3つの側面で「経営的臨界点」に達すると指摘している。臨界点は、経済条件、政府の政策、ならびに所有主家族の主體的な努力などによりその水準が異なるが、この水準を超えてしまうと人材面で家族内能力主義では対処できず、同族会社が別の企業形態に移行してしまう限界点である。逆に、この臨界点に達していない中小規模の同族会社においては、家族内能力主義が機能する余地がある。たとえば、業暦100年超で年商が3億円未満の長寿企業のほとんどが非上場であり、上の分類によれば、タイプ1の同族会社であることがその1つの現れであろう。また、中小の老舗企業の多くが規模の拡大ではなく、生産や販売に職人的な工夫を凝らして一定範囲の顧客の満足を高め、地域における信用・信頼の維持、向上を目指している。したがって、タイプ1の同族会社は長期にわたり経営的臨界点を意識する必要のない企業であったのであろう。

小企業で同族である企業の後継者問題は日本においては、さらに相続税の問題も含めて深刻であり、上場という道を開き、必ずしも創業者一族ではない専門経営者が動機付け (participation constraints) をもって経営に参加できる土壌は一つの解決策である。一方、家族からのCEOの役割については、Asaba et al. (2012) によれば、食品、繊維、アパレルでは、創業者家族からの経営者はより高い企業CSPレベル (全体レベル、雇用関係、社会貢献、会社と製品の安全性、内部統制とリスク管理、環境維持の6つの視点) に与える影響が有意に正であり、小売、卸業、サービス業では、多くの係数が有意ではないものの正である。一方、機械、金属、電気産業ではCEOの役割は多くが有意ではないものの負であった。この知見は、前2産業では、創業者一族からの後継者が専門経営者よりも劣っていないか、むしろ逆に自社の製品やサービスについてより高い知識を親から継承していた

り、その知識から強いリーダーシップを発揮できたりすることから来ているのであろう。一方、後者の産業のCEOは、非同族企業においては工学博士号を持っていたりすることがしばしばであり、その分野における知識、想像力を持っていたであろう創業者を除いては、家族の後継者が同じような理系出身でない限り、後継者としては、専門経営者である方が、社員への技術的説得力を持ち、したがってより強いリーダーシップを発揮でき、より良い結果をもたらしているのかもしれない。これらの点は、後継者問題を、同時に経営リーダーシップの観点から、そして企業維持性 (longevity) の観点から分析すべき一つの視点として示唆していると思われる (Osano et al., 2013 を参照)。

3. 同族企業、支配構造と経営目標：経営財務論の観点から

同族企業については、Berle and Means (1932) の意味の所有と経営の分離が、非同族企業と比して明確でないことは明白である⁸。古くは、西山 (1975, p. 179 および p. 218) において、当時の同族企業の所有構造が分析され、これらの大半において所有と経営の分離が見られないことが指摘された。ただし、西山は、多くの非同族企業も圧倒的に経営者支配であることをさらに指摘しているが、現在の会社法の2年任期の下でサラリーマン社長の場合には、この支配力が大幅に落ちていると考えられる。また、現代の、同族企業の経営学的観点からの分析は、浅羽 (2013) に詳しく書かれているので、本論では以降、経営財務論からの観点に焦点を当てる。

では、経営財務論からの視点から、同族企業の財務目標とは何であろうか？ また、その目標の実現を達成するための経営コントロール、財務戦略、ステークホルダー対策とはどのようなものになるのだろうか？ さらに、前述のように同族企業は経済的パフォーマンスのみならず、socioemotional wealth にも注意を払うことも注意せねばならないであろう。

まず、株式が分散投資されている上場会社においては、経営財務論からの経営指針が株価最大化、または企業価値最大化であることはいうまでもない。企業の株価 (株式時価総額) 最大化と、企業の総価値 (株式時価総額 + 負債の時価総額) とは⁹、以下の条件が成り立つ場合に

8 タイプ1, 2, 3がそうであるが、創業者精神が受け継がれているノンファミリービジネスの「同族企業類」も、同様な経営行動が見られるかもしれない。

9 Enterprise value を測定する場合にはこれから余剰現金を差し引くのだが、ここでは余剰現金については無視しておく。ただし、米国ではアップル社などが、また日本の多くの企業が現金を差し引いた結果正味負債がマイナスとなっていることは指摘しておくべきである。

は一致する。すなわち、新しく発行される社債について、以前の社債に対して優先順位が劣位となり、そのため前の社債保有者の利益を損なわない、また留保利益により社債を償還する場合に現株主の利益が損なわれないというような条件が満たされる場合である。このとき、企業の投資案が所与の場合には資金調達の方法の変化が（法人税を無視して）、企業の株式時価総額にも企業の総価値にも影響を与えないからである。このような条件を、Fama and Miller (1972, p. 153) は、“me first rule”と呼んでいる。完全競争的な資本市場（たとえば確実性下で唯一の資本市場機会直線が存在している）においては、企業の新しい資金調達方法がこの“me first rule”を満たしている限り、上の二つの最大化基準を満たす経営行動は同一である。

では、このように、日本においては銀行が主となる債権者と株主の利害関係から生じるコストすなわち Jensen and Meckling の意味のエージェンシーコスト (Jensen and Meckling, 1976) が存在しないとすれば、次に起こり得るより深刻なエージェンシーコスト (Berk and DeMarzo, 2011, Ch. 16) は、株主と経営者間のそれである。契約理論 (Bolton and Dewatripont, 2005, and Hart, 1995) においてエージェンシー関係における株主をプリンシパル、経営者をエージェントとして考えたとき、所有と経営が分離した状況下で経営者は株価値最大化の行動を取るであろうか。Morck et al. (1988) の米国についての実証結果にしたがえば、経営者の持ち株数の増加にともない、企業の総価値が増加するか減少するかについて、Tobin's q で測ったときの企業の総価値は増大するが、5%を超えた25%までは、これが停滞または減少し、一方それ以上に保有した場合には、再度持ち株比率の増加に応じて企業の総価値が上昇していくという。すなわち、Jensen (2000) の解釈によれば、持ち株比率が少数な範囲にある間は、経営者は自己保身のためより有利な投資機会を犠牲にして、株主に対して自らの存在意義をアピールできる分野で正味現在価値の正ではないものに集中的に投資する、したがって、Tobin's q が停滞することになる。一方、持ち株比率が大幅に増加すると、企業の価値の増加や企業の衰退は、自分達に大きな経済的影響を受けるので、再度企業価値の最大化に向け努力するのかもしれない。この証拠は、日本についても発見されており、手嶋(2004)が同様の entrenchment 効果の存在を発見している。

さて、ここまでは、経営者が企業価値を最大化するように行動すべきであるとこれまで述べた。しかし、現実的には、経営者は様々な複数の目標を達成するようにさまざまな指針を立てて行動するであろう。もちろん、より操作性の高い目標を立てた経営者行動が、究極的に企

業価値最大化に向かう意思決定となっているのであれば、その指針は、より良い企業活動に役に立つ。Kaplan (2006) は、単一の企業目標にしたがって経営を行うことは、ジャンボジェット機を一個の計器で運転するようなものであり、複雑な組織である大きな企業を運営するためには複数の計器がいるという。たとえば、Kaplan and Norton (1996) の考案したバランストスコアカード (balanced scorecard) はその例である。すなわち、彼らは複数の満たすべき基準によりその達成をチェックするバランストスコアカード (balanced scorecard) という評価システムを考案し、財務、顧客、内部ビジネス資源、学習と成長の4つの観点から組織の効率改善のための分析を薦める。この考え方は、広く米国やスウェーデン、さらには日本の企業における効率改善のために用いられてきており、さらにキャプランによれば、対象は私企業のみに限らず、ボストンオペラカンパニーなどNPOの経営改善のためにも役立つという。

これに対し、Jensen et al. (2004) は、複数の目標設定は企業の究極的な目的としては成立しえず、むしろ組織が混乱すると反論する。同時に、かれらは、短期の企業価値最大化と長期の企業価値最大化 (enlightened value maximization と呼んでいる) とを区別し、経営者は後者を最大化すべきであると主張する。すなわち、Jensenらの考え方は、米国のITバブルのような株価値の異常高の場合など、しばしば市場効率性が厳密には成り立たないため、長期的な企業価値、つまり長期のフリーキャッシュフローを適正な資本コストで割り引いた現在価値合計を最大化すべきであるという。

一方、企業に短期的に多量のフリーキャッシュフローが存在するとき、経営者は、1) 必要でない支出を自分達自身のためにしたり (corporate perks), 2) 正味現在価値が負である投資プロジェクトにこの余剰資金を投資したり (empire building), 3) 経営者が安心して十分働かないこともあれば (reduced effort), 4) 自分の存在価値を高めるために得意な分野に偏って投資したり (entrenching investment, entrenchment), さらに5) 失敗を恐れたり、経営者の評判に傷がつくことを嫌って、ハイリスク・ハイリターンな投資案を避ける傾向 (risk avoidance) などを行い、これらの経営者の行動はすべて長期的な企業価値を損なうものである (Brealey et al. 2005, chapter, 12)。すなわち、株主の利益すなわち長期の株価値最大化行動を損ねるといふ。

では、ここまで議論してきた経営財務論からの視点は、同族企業の経営財務の指針にどのような意味を持っているだろうか？ まず、株主と経営者の分離度が低いことから、株主価値最大化のための意思決定により近い経営財務的意思決定が行われるだろうと推測することはもっ

ともであろう。一方、前述のように同族企業は経済的パフォーマンスのみならず、socioemotional wealthにも注意を払うことを考えれば、同族へより多くのキャッシュフローを配分するという観点から、リスクのある正のNPVを持つ投資案に投資を行わず、empire buildingではない、むしろ逆の意味でのentrenchmentが発生する可能性を指摘すべきであろう¹⁰。このような行動は、本来のentrenchment、すなわち負のNPVを持つ投資まで、限界生産性低減の仮定において、過剰投資がされる場合と同様に、逆の意味で少数株主の利害を損なうものであるし、さらに配当または自己株式取得をし過ぎて、キャッシュフローの余力がなくなり、もしもキャッシュフローの変動性が高い場合には、債券保有者にとってのリスク、すなわちデフォルト確率を増加させるだろう。

しかし、同族会社の経営方針はおそらくは保守的なものであり¹¹、実証研究において財務数値の変動性がより低いことが竹原(2013)においてすでに発見されており、Kubota and Takehara (2013)では、会計報告においてより保守主義が強く、すなわち悪いニュースをより早く開示することも実証されており、利益操作という観点からも、創業者が経営者でない同族会社では、利益の質も高いことがEbihara et al. (2012)において報告されている。さらに、Chen et al. (2014)、においては、デフォルト確率が同族企業は非同族企業よりも低い(distance to defaultの期間が長い)ことが発見されており、価値最大化以外の多目的、とりわけ家族への分配、socioemotional wealthの蓄積行動がある一方、変動性の低いリスク回避の経営行動が指摘できる。

なお、複数の目的について、前述のsocioemotional wealthの蓄積、すなわち会社名、家族名、ブランド名、さらに製品の品質保証などの維持という観点からは、それぞれバランススコアカード的な4分類の分析もさらにできるのではないかと著者は考える。たとえばKaplan教授の書かれた前述のHBSのボストンオペラカンパニーの事例などがそれらを満たす良い比較例かもしれない。

また、本論の表題の一部である、別の長期の企業の長期維持性(longevity)という観点(Corbetta and Salvato, 2012)から、さらに経済合理性の範疇には必ずしも属さないより社会感情資本的観点から¹²、同族企業において経営者が創業者一族の場合には、企業の目的は、株式価値最大化というよりも(もちろんそれは一族の富を増加させるが)、企業の長期存続(longevity)を目的とするであると考えすることは、外れた視点ではないだろう¹³。

とりわけ、Corbetta and Salvato (2012)はこの視点から、イタリアの同族企業を米国などで上場している同族企業群と峻別し、イタリアまた欧州独自の観点から同族企業の経営目的を議論すべきであると強く主張している。すなわち、家族の名声と一族の名前を冠している場合が多い企業の名前、また家族の姓と同一視される製品のブランドを長期維持したいというより社会的観点からの長期維持という行動がありうるだろう¹⁴。そして、これらは結局、企業の長期の株価最大化行動との並立という観点から、経営財務論のフレームワークにおいて、今後さらに総合的分析が必要であろう。

4. 同族企業の長期維持性(longevity)と社会感情的資本(socioemotional wealth)

同族企業が長期維持性(longevity)を経営目標の一つとして挙げている点が普遍的であることは、Corbetta and Salvato (2012)が、その著書のタイトルとしているように、同族企業研究では公理のように受け入れられていると言ってよいだろう。とりわけ、しばしば家族の名前と会社名や製品名は同一であり、家族の名前が広く世の中に知られることと、製品・サービスが市場で受け入れられることとは創業者一族にとっては同一視される。この点は、会社の経営が家族の後継者に継がれていようが、また専門経営者が経営に携わっていてもおそらくは違いはない¹⁵。この意味では、創業者精神が会社内、またその製品・サービスに受けつがれてさえいれば、創業者一族から経営者が出ていようがいまいが、また株式保有比率が高かろうが低かろうが、普遍の真理であると考

10 同族企業を分析対象とはしていないが、Acharya et al. (2011)は、CEOから部下への経営継承における最適キャッシュフロー配分額と最適投資額決定モデルを分析している。Osano et al. (2013)は、CEOが創業者であり、継承者が家族または専門経営者である契約問題を分析しようとしている。

11 研究グループによるインタビュー結果をまとめた横田(2013)を参照。

12 もちろん、これらの要素を同族経営者の効用関数のargumentに含んで、経済合理的行動分析を行うことは可能である(Williamson, 1964, Marris, 1964)。

13 古瀬(2013)は、同族企業を創業者が他社に売却するときの心情を、代理母と比較しながら興味ある分析を行っている。

14 より広くは地球のサステナビリティのためという議論でもファミリーのlongevity概念は補完されよう。岩井(2013)を参照。

15 Kubota and Takehara (2012)の結果ではタイプ2の同族企業が一番保守性が高かった。

えられる。そして、ファミリービジネス研究においてしばしば言及される、同族企業が社会資本の形成に寄与する役割、とりわけ socioemotional wealth への関心は、創業者一族の効用関数の argument にこのような意識があるかどうか依存するだろう。

しかし、これらの点は、極めて定性的な属性であるため、大量データの分析では、必ずしもそれを抽出できない可能性が高い。このためには、今後さらに上述の経営財務論の観点を持ったフィールドスタディ、あるいは直接のインタビューに頼らざるを得ないだろう¹⁶。さらに、一般社会、社員、環境、サステナビリティのための CSP レベルなども実証研究の対象になるが (Aoi et al., 2012), その内生性、すなわち、CSR が高い (低い) 企業がたまたま同族であるのか、逆に同族の影響により CSR が高い (低い) のについての因果性の説明は容易ではない。

5. これまでの日本同族企業についての研究とその課題

日本企業に関しての同族企業に関する代表的な先行論文としては、Claessens et al. (2000), Saito (2008), Allouche et al. (2008), Mehrotra et al. (2012) が挙げられる。さらに、和書では倉科 (2003) がその代表であろう。また、本研究グループのメンバーである、浅羽には Asaba (2012) がある。

Claessens et al. (2000) は、ファミリービジネス分析の海外研究者により、もっとも標準的に引用される古典的論文であり、かれらは日本企業を含む東アジア 9 カ国 2,980 社についての所有と経営コントロールの分離状態を実証的に調査し、日本が最も所有と経営の分離度が高いことを指摘した。また、日本以外の国では種類株式発行が多く、小企業を除けば、創業者一族には、キャッシュフロー受取権と投票権の分離があり、経営がある程度専門経営者に委譲されているが、ピラミッド構造を用いることにより、所有が確保されていることが示されている。これは、La Porta et al. (1999) が指摘している欧州企業のピラミッド構造にも近いともいえるが、その比較を日本企業と行うことは難しい¹⁷。

Saito (2008) は、1990 年から 98 年の上場企業データを用い、Tobin's q により測った市場評価のパフォーマンスが同族企業の方が優れているが、創業者から後継者

に経営が以降された時点では、ノンファミリービジネスよりもそのパフォーマンスが劣っていることを発見している。これに対し、Mehrotra et al. (2012) は、1962 年から 2000 年の上場企業データを用いて、後継者世代に入った同族企業がノンファミリービジネスと同等または優れていることを ROA および Tobin's q を用いて示し、さらに養子が後継者となった同族企業は、直系が後継者となった企業よりもパフォーマンスが高いことを示した。この二つの研究はサンプル期間が異なるために、直接その結果を比較することができないが、われわれの 2007 年から 2009 年のサンプルによる研究によれば (Aoi et al. 2012, Table 2), Tobin's q について同族企業の方が劣っているが、究極の株主への利益の指標としての ROE について同族企業がより優れていることが発見されている。

なお、Saito (2008) は、同族企業の判定に、経営者 (彼の定義では senior manager) が創業者または後継者、また株式所有については、同族が最大の株主であること、Mehrotra et al. (2012) では、創業者または後継者が取締役の地位を占めていて、同族が多株主の上位 10 名に入っていることを用い、一方われわれの研究では、1) 同族企業の創業者または後継者が代表権を持っていること、または 2) 同族の株式保有比率が 10% であることをその基準にし、Ebihara et al. (2012a) では、1) および 2) を満たす企業群を同族企業と判定し、Aoi et al. (2012), Ebihara et al. (2012b), Kubota and Takehara (2012), 竹原 (2012) においては、1) または 2) を満たす同族企業群をそれぞれ 3 タイプに分けて、ノンファミリービジネスと比較しながら分析を行っているが、やはりこれらの結果を前述の研究結果と直接的に比較することはできない。ただし、このように同族企業を分類し、さらにノンファミリービジネスを含めて 4 タイプに分けて実証分析をすることは Allouche et al. (2010) によって、より少ないマッチングサンプルについて 1998 年および 2003 年のデータについて行われており、そこでは、同族企業の ROA および ROE がマッチングサンプルのノンファミリービジネスよりも有意に優れていることが発見されている。

これらの実証結果はしかし、浅羽 (2013) においても指摘されているように、サンプルのカバレッジ、観察期間に依存して、結果が異なる。今後、より長期データに

16 注 11 参照。

17 Corbetta and Salvato (2012) は、イタリア同族企業についてのこのような構造の特徴の分析に詳しい。また、著者と Joseph Fan 教授との討論では、アジアでも中国本土の企業、台湾、韓国と日本を除く他のアジア諸国、そして台湾、韓国と日本の 3 つのカテゴリーで分析すべきではないかという今後の課題が提起された。

基づいた、また最新データにおいて企業の特性、産業、投資行動、財務行動の差異に表れる同族企業の姿のハイライトを正確に照らせる実証研究、とりわけ経営財務論における研究が望まれる。

本節以下では、すでに上述してきた点を除き、研究グループによるこれまでの知見をまとめる。まず、Asaba (2012) は、1995年から2006年までの日本の電機メーカーのサンプルについて、創業者一族が株式を10%以上持っているという基準と社長または会長が創業者一族であることを基準に同族企業を判定し、企業の投資行動について設備投資比率(設備投資額/有形固定資産額)を従属変数として、同族企業が積極的に設備投資を行っており、環境の不確実性や成長の低下が設備投資を抑制する効果が弱いことを発見した。

Ebihara et al. (2012a) は、仮説「同族企業は非同族企業よりも高い質の利益を公表する」ならびに仮説「創業者が代表権を持つ同族企業は、同族経営者の強いエンタレンチメント効果によって非同族企業よりも低い質の利益を公表する」を立て、これらはおおむね支持された。また、仮説「創業者一族が拒否権を発動できる程度の株式を保有する同族企業は、少数株主に対するエンタレンチメント効果が抑制され、非同族企業よりも高い質の利益を公表する」ならびに仮説「創業者一族が圧倒的多数の株式を保有する同族企業は、少数株主に対する強いエンタレンチメント効果により非同族企業より低い質の利益を公表する」も支持された。すなわち、創業者の子孫が代表権を持つ企業は、確立された一族の名声と企業価値を維持するため長期的志向に基づく経営を行うので、質の高い利益を報告するインセンティブを持つ。株主総会において、長期的な経営志向を阻害する可能性のある議案に拒否権を発動できる程度の株式所有比率を一族が持つことで、質の高い利益情報の報告が担保されるのである。すなわち、異常アクルーアルズの絶対値が2次関数によりモデルを推定したときに最初は減少していき、33%あたりから上昇して行くことを示している¹⁸。創業者経営の場合のように創業者自身およびその一族によるエンタレンチメントが起りやすい状況においては、質の高い利益情報を報告するインセンティブが減少し、報告される利益情報は平均的に質が低くなり、創業者一族が単独で株主総会における特別決議を承認しうる程度まで高い株式所有比率を有している場合には、一族の強いエンタレンチメント効果のため、平均的に質の低い利益情報が報告される傾向にあると言えよう。なお、

これらの発見は、米国についての先行研究 Wang (2006) の発見とも整合的である。

Kubota and Takehara (2013) は、日本の同族企業について、損失を利益よりもより迅速に開示すべきであるという会計保守主義がより高いことを発見した。すなわち、悪いニュースを迅速に少数株主に開示し、同時に同族の将来の名声もかかっている将来の経営改善に努力していると類推される。

Ebihara et al. (2012b) は、Duarte and Young (2009) により導出された情報非対称性の尺度 (Adjusted PIN) および非流動性の尺度 (PSOS)、またマーケットマイクロストラクチャー研究において通常用いられる流動性尺度、そして負債利子支払いコスト、Fama and French 3 factor model を用いた自己資本コスト、および WACC (加重平均資本コスト) をそれぞれ計算した。その知見は、まず株式取引データから識別される情報非対称性も非流動性も (Adjusted PIN, PSOS, Amihud measure, Lesmond, Turnover) 総じてより高いこと、さらに表で示されているように負債コストがより低く、自己資本コストはやや高く、したがって WACC はより高いことが明らかにされた。その結果からの同族企業経営者への行動指針としては、より自発的なディスクロージャー活動、アナリストへの宣伝活動をより盛んにすることにより、浮動株割合が少なく取引もより薄いだらう同族企業のとりわけ少数株主である一般株主のために、自社株式の情報の非対称性を低め、こちらは同族が多数の株式を保有しているときは困難かもしれないが、その流動性を高くする努力が必要であろうことが示唆される。

さらに、Aoi et al. (2012) は同族企業について CSP (corporate social performance) の達成度は劣るが、産業の特性によって同族企業経営者の果たす役割が異なることを明らかにした。この CSP index は東洋経済による大規模アンケートを元に Suto and Takehara (2012) がこれをインデックス化したものであり、米国における Kinder, Lydenberg, and Domini (KLD) のようなインデックスがこれまでなかったものを、新たに独自に開発した貴重なデータであり、Aoi et al. (2012) はこの研究で作成されたインデックスを利用している。そこでは、残念ながら、全体的には同族企業の CSP レベルは非同族企業に比して低かったのであるが、クロスセクション回帰の係数(従属変数は CSP の集計指数と、各要素、1) 雇用関係 EMP, 2) 社会貢献 SC, 3) 製品安全性 SS, 4) 内部統制 IG, 5) 環境への配慮 ENV) から見られるよ

18 ただし、東証の上場基準は浮動株が35%以上あることであり、したがって、サンプル数は65%以上では僅少であることに注意すべきである。ただし、上場後浮動株比率が再度35%以下になっても上場廃止にはならない。

うに、CEO ダミー変数（代表権を持つ経営者が創業者家族からであるかどうか）は、食品、繊維、アパレル、薬品業においてすべて正で有意、小売、卸売、サービス業においては多数が正で、制御変数付きの場合いくつかが有意である。一方、経営陣に技術に関しての知識が必要と思われる金属、機械、電器産業では、CEO の役割は負となっていた。Aoi et al.(2012)では、さらに Tobin's q によって5分位に分けたサンプルの質の高い20%と低い20%についてのクロスセクション分析結果を示し、質の高い企業群においては、創業者から経営者が出ているかどうかについてのダミー変数（出ている場合が1の値を取る）が正で有意である一方、創業者家族の持株比率は負で有意である。ただし、後者の係数の大きさは前者のおよそ10分の1であり、CEO の効果が強く支配していることが発見された。すなわち、高い質を持ちかつ同族企業における創業者一族からの経営者の果たされるポジティブな効果が確かめられた。また、雇用において、質の悪い企業についての創業者一族からの経営者が有意に負の影響を与えていることも、直感に合致する新しい発見であると言える。

ここで翻って、第2次大戦以前の経営者、たとえば東武の初代根津嘉一郎氏が山梨県に橋を渡したり、東急電鉄の五島慶太氏や中山製鋼所の中山悦治氏が奨学金財団を創設したりし、その頃の同族企業経営者が高いCSR (corporate social responsibility) を実現したいという意識を持っていたと考えられ、上のわれわれの実証結果はやや意外であった。ただし、今回のサンプルは上場企業であるため、このような意識が高く、また非上場であるために経営リーダーシップのより強い企業群のサンプルが研究対象外であること（サントリーによるサントリーホールの建立と音楽財団の設立など）、また上場企業でかつ、トヨタなどの例外を除いては¹⁹、非上場企業サンプルよりも規模も小さい企業が多いので、これが同族企業にCSPの意識が弱いという証拠には必ずしもならないと筆者は考える。

最後に、竹原（2013）によれば、同族企業を財務収益性の観点から分析すると、その用いる尺度に依存して、高い場合と低い場合が存在する一方で、リスクに関しては多くの尺度について相対的に低かった。とりわけ、リスクについては、特別決議事項を否決する水準までは低下するものと考えられる一方、支配権を獲得する水準まで創業家が株式を所有している場合にはリスクが高まるという発見は、上記の Ebihara et al. (2012a) における利益の質に関する発見と併せて、同族株式保有比率の

影響についての新発見である。

最後に、日本についてはではないが、当該研究グループのメンバーによる知見を追記しておく、インドの財閥グループの経営行動については二階堂（2013）がこれを研究中であり、Nikaido et al. (2013) が、とりわけ中小企業の資金調達問題を調査した。インドは、スズキ自動車を始めとして、現地企業との合弁会社が多く、また日本企業の中には同族企業が、さらにインドでは圧倒的に同族グループ企業が多いことから、本稿次節で提示するコンパスはそれら企業の長期維持性を議論するときにも有用であろう。もちろん、文化的背景またCSR活動推進におけるインドの地域特殊性（Porter and Kramer, 2006）などを考慮に入れた研究が必要であることは言うまでもない。さらに、同じく Kawai (2013) は、韓国の同族企業のサムソングループの経営行動についてまとめているが、周知のように本グループは、後継者問題で訴訟状態でもある。また、韓国の同族企業は違う家族が資本提携するような事例も多く（たとえば、L&G社）、これらの国々の分析には家族社会学的な分析も用いることが必要かもしれない。

6. 企業の長期維持性と同族企業の新研究のためのコンパス

以上、各節において、それぞれ今後の課題をすでに少し述べたが、加えて経営財務論の視点から同族企業の持続的成長行動を今後、どのような視野から、またどこに注目していくべきかを最後に試論的に論じたい。

まず、同族企業が socioemotional wealth の長期維持、さらに社会資本の形成を経済的パフォーマンスの最大化を場合によっては犠牲にしても目指すかもしれないという点については、非上場の小企業ではあるが、神戸市内の機械式時計メーカーであるカネカ社の上根社長の言葉を直接引用しておく。

「(前略) 100年の歴史のなかで醸成された社風というのは、結局、そこにいる『人』によって築かれてきたものだと思います。そして仮に100年後に規模が小さくなったとしても、そこで働く人と店主の心と店が輝いていれば、きっと200年先だって店は続いていくのだと思います」(帝国データバンク, 2009, 166頁)

すなわち、成長がたとえ負であっても持続性を重んじると言う経営姿勢がここにかがわれる。

さらに、本節前半では、著者を始めとする研究グルー

19 これらは同族企業のタイプ2に属することに注意されたい。

プによる実証研究の対象は上場企業であったので、まず、本節前半では上場企業に議論を限定する。たとえば、東証の上場基準では株式数もそうであるが、35%以上が浮動株であることが要求されているので、同族の株式比率が高くて重要事項に必要な3分の2は所有していないと仮定することが妥当である。すると、Ebihara et al. (2012a) や竹原 (2013) が発見したように、拒否権を保有する33%前後で、利益の質が最も高く、あるいは財務数値の変動性が最も低いという発見は、今後の研究を進めていくために重要なヒントである。これまでの先行研究においては、手嶋 (2004) が経営者の持株比率に応じて、最初はTobinの q で測った企業の質が高くなり、ある程度の率を超すとentrenchmentが発生して、減少を始めるという証拠を日本企業について得ており、米国についてのMorck et al. (1988)と同様な結果を示した。しかし、Kubota and Takehara (2013) と Aoi et al. (2012) では、同族の株式保有比率は正の影響を与えたり、有意な影響を与えたりせず、後者ではCSPの達成には時に有意に負の影響を与えている。それに対し、CEO (代表権を持つ) が同族から来ているかどうかは前者では有意な影響を持ち、後者では、産業特性(食品など)では、正の影響をもたらしており、一方技術を必要とする電器産業などでは負の影響または有意な影響をもたらしていなかった。すると、日本の同族企業については、まず他の利害関係者(地銀、生保など)の影響なども考えながら、株主保有そして同族が経営陣に入っているかどうか、そのリーダーシップが優れているかなどを総合的に分析を行うことが必要であると考え、とりわけ、日本企業について、たとえばトヨタが豊田家自体は1%以下しか株式を保有せず、かつCEOが創業者家族から出て、さらには強いリーダーシップを発揮できることは、日本以外のファミリービジネス研究家にとって大きなパズルであるという²⁰。また、シャープ、ヤマハ、キャノンなどの創業当時の創設者により経営が行われ、創業一族によっては行われていない企業も創業者精神が残っているという意味では同じ分類、すなわち日本のファミリービジネスの系(同族企業類)として加えるべきだと思われる²¹。さらに、創業者精神が強く残っていて、かつ経営者が創業者一族でない場合、かつてのトヨタやパナソニックのように創業者一族が代表権を持っていない時も、同族企業と近い経営戦略を実行していた可能性がある。

そこで、これらを本論文においては、広く同族企業類と称し、長期維持性のための長期投資戦略、多角化戦略

において、同族企業のそれと類似性が見られる場合、これを同族企業の周辺に位置させ、経営戦略が類似した企業と位置づけ、より狭義の同族企業からの定義拡張をここでは試みておきたい。ただし、経営戦略が類似しているからと言って、経営財務戦略が類似している保証はなく、この点は、さらに今後注意深く検討していくべき課題であろう。要は、創業者精神が受け継がれている場合、日本の企業は同族か、非同族かを問わず、同族企業にあるようなsocioemotional wealthへの配慮、社会資本形成のための意識、そしてそのためには場合によっては経済的パフォーマンスの最大化そして企業価値最大化を犠牲にすることがあるかもしれない。ただし、これはあくまでも試論で実証命題でもあることをお断りしておく。

次に、非上場企業を含めたファミリービジネス全体について検討しよう。まず、大規模な製品開発販売という面においては、一例としてオムロン、堀場製作所、ワコール、キッコーマン、非上場であるがサントリー山崎マザックなどがそれぞれ、技術開発力が優れ、製品差別化にも優れており、これら日本の優秀同族企業の数是世界でも欧州に負けず多い(Miller and Le Breton-Miller, 2005, Corbetta and Salvato, 2012)。また、伝統的製品またサービスを改良しつつ、その基本ラインを数百年も続けてきている社群の数は世界で日本がトップであることも言うまでもない。また、世界最古の578年設立の金剛組ファミリービジネスが日本に現存することも世界中の設立者周知の事実である(金剛, 2013)。

食品業としては、明治時代に味付け海苔を創作し、さらに海苔関連の新製品をマーケットに出し続けてきている山本海苔店、同じく小倉屋山本、虎屋などの食品関連、また老舗旅館や料亭として、同族経営を数百年続けている会社の数も世界で最多である。また、サービス業には、栗津温泉の旅館法師(現在46代目経営)、京都の美濃吉や料亭ちもとなども一例として挙げられる。これら非上場を含む同族企業の特徴は、多角化の努力は続けるものの、本来のサービス、製品ラインを守るという点にも見つけることができる。サントリーと麒麟の統合断念の際においても(日経2012年2月9日)、前者は製品ラインの自分が得意でない分野への多角化を避けたく、麒麟は多角化を進めようとしている、それぞれの社長のインタビューがあり、この点を支持していると思われる²²。

新しい時代にその製品、サービスが世の中で受け入れられなくなりそうなときの製品サービス戦略の転換には、同族企業の経営者は、これまでの伝統を踏まえなが

20 この点は、香港中文大学 Joseph Fan 教授との討論による。記して感謝したい。

21 この点については、企業家研究フォーラム2013年度年次大会の発表時における加護野忠男教授からの指摘に感謝したい。

らの鋭い直感、そしてそれを実行していくリーダーシップが要求される。これらの観点から、上記の場合のような製品開発行動などを中心に、同族企業の投資行動は、経営財務論においては、さらに研究をしていかねばならない。とりわけ、R&D活動は、企業の持続性にかかせないものであり、同族企業の割合が多い製薬業については、Asaba and Wada (2013) が、同族企業のR&D支出は非同族企業よりも少ないが、特許数においては差がないということが発見されており、これも同族企業が従来の製品ポートフォリオを維持しながら、その枠から少しずつイノベーションを目指している証拠であるかもしれない。またAcs et al. (2005, Ch. 3) は、R&D支出はインプット測度であって、アウトプット測度で測定すべきであると主張しており、この点からもAsaba and Wada (2013) の発見は興味深い。さらにAcs et al. (2005, Ch. 3) は、英国および米国についてはinnovationのデータがScience Policy Research Unit (SPRU) およびU.S. Small Business Administration's Data Base (SBIDB) にて利用可能であるとしており、日本の同族企業経営に関しても、上場非上場を問わず、このようなデータを用いた研究が待たれる。

また、上場、非上場を含んだ同族企業の資金調達については、定量的な証拠については第5節において述べたが、筆者が行った同族企業のインタビューからの経験からも、ある1社には全く銀行借入がなく、もう1社も現在も非常に少額であった(横田, 2013)。ただし、後者については、スタートアップにおいて、ある地銀に全面的に頼っていて、現在も借入額は最小であるが、この地銀との友好関係を保っている。おそらくは、同族社長と銀行の頭取は、個人的なつながりまた信頼を持っており、会社に急な資金調達需要(大規模な投資計画、M&A、また予期しなかった逆境など)の際には、この地銀からの借り入れは、より大きなメガバンクからの大幅な資金借入と併せて考えているのではないかと、インタビューの感触で筆者は思ったことである。すなわち、元来、最適資本構成の経営財務理論は、まだまだ解明されていない点が多いが(Parson and Titman, 2009)、同族企業とそうでない企業の資本調達に関する経営財務行動については、長期維持性の観点からさらに調べる必要がある。ただし、同族企業において人的資本が主となっている場合には、tangibilityが小さいため、借入が難しくなってい

るだろうという点も見逃してはいけない。

最後に、ファミリービジネス研究においては、経営行動の社会における拠り所として、socioemotional wealth(社会感情的資本)および社会資本の蓄積(Dane 2011, 斎藤, 2013, 岩井 2013, Kellermanns et al. 2012)の推進という視点が用いられることが前述のように多い。これは、同族が家族および企業の長期維持を目指している場合、公害など企業の評判を落とすことは、企業、家族の長期維持にならないという基本行動原理から結果として派生するside benefitsであると筆者は考える。とりわけ職業経営者が、短期あるいは在任中だけの(Dechow and Sloan, 1998)利益および投資活動にしか関心を持たない場合、自社製品またサービスの長期的に社会に与える便益はその視野外であることが多いであろう。しかし、同族企業もこれまでの述べてきた種々の意味でのentrenchment行動をしたり、社会資本形成に役立たない製品、サービスを提供する、あるいは役立つ製品開発に過少投資したりが起こることもある。これら経営行動、経営財務行動、社会への影響は、ますます日本の同族企業類の研究が続けられ、明らかにされなければならない。

7. 結語

以上、企業の持続的成長と日本同族企業の研究と題して、特に経営財務論の観点から、論じてきた。すなわち、科研グループにより構築された上場同族企業のデータベースにもとづく最新の知見を用いながら、そこから示唆される日本企業の持続的成長への指針、また同族企業の新研究の目指すべき方向、さらには企業の経営財務指針について試論的に論じた。

最後に付言すると、筆者は、現在、企業経営のコントロールの外からの主体としての同族株主(内側でもある)、同族以外の株主(個人、ファンド、法人)、債権者間の契約理論的な理論分析が今後待たれていると感じる。また、企業内では、これまでの組織論、経営学の知見を用いることはできるものの、多部門からなる企業の部門管理者の一名が後継者で、他の管理者が専門職経営者であるときは、そのリスクプールにおいて(Rajan and Richtenstein, 2006)非同質性が組織内に生じるわけであり、この問題にも別からの分析が必要であると考えられる。このような組織での分析はいまだ行われていず、たとえばKubota and Harris. (2013)がその研究の緒についた

22 さらにこの記事内で佐治社長が対等合併を主張しているのは、Corbetta and Salvato (2012)の軸から、経営陣、株主保有を維持し、さらに規模を大としたいという意味が読み取れる。その語OranginaやBeamを買収したことは、皆の記憶に新しいし、サントリーが現在保有しているフランスChateau Lagrangeの品質が、かれらの保有後に、向上かつ安定したことも同族企業の強みが表れている一つの例であると思われる。

ばかりである。

実証研究については、本論文ではこれまでの先行研究およびわれわれの研究成果をすでに概観したが、日本の同族企業類を中心としたサンプル企業についてのビッグデータによる実証研究分野は、経営財務論、会計学共に、まだまだ分析されるべきことが多く残されている。

参考文献

- Acharya, V. V., Myers, S. C., & Rajan, R. G. (2011) "The internal governance of firms". *Journal of Finance*, 66, 689-720
- Acs, Z. J., & Audretsch, D. B., (2005). "Entrepreneurship, Innovation, and Technological Change". now Publishers, Inc.: Hanover, MA.
- Allouche, J., Amann, B., Jaussaud, J., & Kurashina, T. (2008). "The impact of family control on the performance and financial characteristics of family versus nonfamily businesses in Japan: A matched-pair investigation". *Family Business Review*, 21, 315-329.
- Aoi, M., Asaba, S., Kubota, K., & Takehara, H. (2012). "Family businesses and corporate social performance: An empirical study of public firms in Japan". Paper presented at International Family Enterprise Research Academy 2012 Annual Conference and Asia Academy of Management 2012 Conference. <http://c-faculty.chuo-u.ac.jp/~kekubota/>
- Arregle, J., Hitt, M. A., Salomon, D. G., & Very, P. (2007). "The development of organizational social capital: Attributes of family firms". *Journal of Management Studies*, 44, 73-95.
- Asaba, S. (2012) "Patient investment of family firms in the Japanese electric machinery industry". *Asia Pacific Journal of Management*, DOI: 10.1007/s10490-012-9319-3.
- Asaba, S., & Wada, T. (2013). "R&D behavior of family firms in the Japanese pharmaceutical industry". A paper presented at IFERA 2013 Annual Conference.
- Berk, J. & DeMarzo, P. (2011) "Corporate Finance". (second edition), Pearson Education Inc.: Boston, MA.
- Berle, A. A. & Means, G. C. (1932). "The Modern Corporation and Private Property", Macmillan: New York, NY (New Print by Transaction Publishers, New Brunswick and London, 1991).
- Bolton, P. & Dewatripont, M. (2005) "Contract Theory". The MIT Press: Cambridge, MA.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). "Principles of Corporate Finance". (ninth edition), McGraw-Hill Co.: New York, NY.
- Chen, T-Y, Gu, Z., Kubota, K. & Takehara, H. (2014). "Accrual-based and real activities based earnings management behavior of family firms in Japan". Working Paper, Graduate School of Strategic Management, Chuo University.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). "Separation of ownership from control of East Asian firms". *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
- Corbetta, G., (1998). "Le Imprese Familiari". Egea: Milan, Italy.
- Corbetta, G. & Salvato, C. (2012). *Strategies for Longevity in Family Firms*. Palgrave-Macmillan: Hampshire, UK.
- Danes, S. M. (2011). "Family social capital as family business resilience capacity". A note distributed at the FD Consortium, International Family Enterprise Research Academy 2011 Annual Conference.
- Dechow, P. M. & Sloan, R. (1991). "Executive incentives and the horizon problems: An empirical investigation". *Journal of Accounting and Economics* 14, 51-89.
- Ebihara, T., Kubota, K., Takehara, H., & Yokota, E. (2012a). "Quality of accounting disclosures by family firms in Japan". SSRN Working Paper. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1996505>
- Ebihara, T., Kubota, K., Takehara, H., & Yokota, E., (2012b). "Private information and the cost of capital of family businesses in Japan: A microstructure study". SSRN Working Paper, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2012105>.
- Fama, E. F. & Miller, M. H. (1972). "The Theory of Finance". Holt, Rinehart and Winston: New York, NY.
- Hamilton, E. 2013. *Entrepreneurship across Generations*. Edward Elgar: Cheltenham, UK.
- Hart, O. 1995. "Firms, Contracts, and Financial Structure". Oxford University Press: Oxford, UK.
- Jensen, M. C., "The Theory of the Firm", 2000, Harvard University Press: Cambridge, MA.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). "Theory of the firms: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure". *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jensen, J. C., Murphy, K. J., & Wruck, E. G., (2004). "Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them". European Corporate Governance Institute Working Paper Series, No. 44/2004.
- Kaplan, R. S., (2006). "The competitive advantage of management accounting". *Journal of Management Accounting Research* 18, 12-135.
- Kaplan, R. S. & Norton, D. P. (1996) "The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action". Harvard Business School Press: Boston, MA.
- Kawai, T. (2013). "Why Japan has lost the Flat-Panel TV wars? - An analysis based on the dynamic strategy theory". <http://c-faculty.chuo-u.ac.jp/~kekubota/>
- Kellermanns, F. W., Eddleston, K. A., & Zellweger, T. M. (2012). "Extending the socioemotional wealth perspective: A look at the dark side". *Entrepreneurship Theory*

- and Practice 36, 1175-1182.
- Kubota, K., & Harris, M. (2013). "Capital allocation decisions by private family firms: Asymmetric information, risk aversion, and empire building". Mimeo. Chuo University
- Kubota, K. & Takehara, H. (2013). "Family firms, accounting conservatism, and information asymmetry: Evidence from Japan". Paper presented at joint finance and accounting seminar at Institute of Economics and Finance, Chinese University of HK. <http://c-faculty.chuo-u.ac.jp/~kekubota/>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). "Corporate ownership around the world". *Journal of Finance* 54, 471-518.
- Marris, L. R. (1964). "The Economic Theory of Managerial Capitalism". Macmillan; London, UK.
- Mehrotra, V., Morck, R., Shim, J., & Wiwattankantang, Y., (2012). "Adoptive expectations: Rising son tournaments in Japanese family firms". Forthcoming, *Journal of Financial Economics*.
- Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2005). "Managing for the long run: Lessons in competitive advantage from great family businesses". Harvard Business School Press: Boston, MA.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R.H., & Cannella, A. A. (2007). "Are family firms really superior performers?" *Journal of Corporate Finance* 13, 829-858.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). "Management ownership and market valuation: An empirical evaluation". *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). "Corporate governance, economic entrenchment, and growth". *Journal of Economic Literature* 43, 655-720.
- Nikaido, Y., Pais, J., & Sarma, M. (2013). "Determinants of institutional access to credits for small enterprises in India". <http://c-faculty.chuo-u.ac.jp/~kekubota/>
- Osano, H., Kubota, K., & Harris, M. (2013). "Optimal choice of division managers: heir or professional manager?" Mimeo. Kyoto University
- Parsons, C. & Titman, S. (2009). "Empirical Capital Structure: A Review". now Publishers, Inc: Boston MA.
- Penrose, E. (2009). "The Theory of the Growth of the Firm". Fourth Edition. Oxford University Press: Oxford.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). "Strategy and society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility". *Harvard Business Review* (December), 78-92.
- Rajan, M.V. & Reichstein, S. (2006). "Subjective performance indicators and discretionary bonus pools". *Journal of Accounting Research* 44. 585-618.
- Saito, T. (2008). "Family firms and firm performance: Evidence from Japan". *Journal of the Japanese and International Economies* 22, 620-646.
- Suto, M. & Takehara, H. (2012). "Stock ownership structure and corporate social performance: Evidence from Japan", Working Paper, Waseda University, W1F-12-05, Tokyo, Japan (http://www.waseda.jp/wnfs/pdf/labo3_2012/W1F-12-005.pdf).
- Wang, D., (2006). "Founding family ownership and earnings quality". *Journal of Accounting Research* 44, 619-656.
- Williamson, O. E. (1964). "The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm". Prentice Hall: Englewood Cliffs, N. J.

邦語文献

- 岩井千尋 (2013) 「サステイナビリティ戦略」『中央大学ビジネススクールレビュー』第4号, 21-29頁
- 海老原崇 (2013) 「実証会計学とファミリービジネス研究」
<http://c-faculty.chuo-u.ac.jp/~kekubota/>
- 浅羽茂 (2013) 「経営学とファミリービジネス研究」
<http://c-faculty.chuo-u.ac.jp/~kekubota/>
- 倉科敏材 (2003) 『ファミリー企業の経営学』東洋経済新報社：東京
- 金剛利隆 (2013) 『創業一四〇〇年—世界最古の会社に受け継がれる一六の教え』ダイヤモンド社：東京
- 澤田康幸 (2012) 「エコノミクス・トレンド：“絆は資本”の解明進む」, 日本経済新聞 2012年12月18日朝刊.
- 斎藤進 (2013) 「ファミリービジネスとソーシャルキャピタル」
<http://c-faculty.chuo-u.ac.jp/~kekubota/>
- 末廣昭 (2006) 『ファミリービジネス論—後発工業化の担い手』名古屋大学出版会：名古屋
- 竹原均 (2013) 「同族経営企業の収益・リスク特性」
<http://c-faculty.chuo-u.ac.jp/~kekubota/>
- 帝国データバンク資料館・産業調査部 (2009) 『百年続く企業の条件—老舗は変化を恐れない』朝日新書：東京
- 手嶋宣之 (2004) 『経営者のオーナーシップとコーポレートガバナンス—ファイナンス理論アプローチ』白桃書房：東京
- 二階堂有子 (2013) 「インドの経済発展における財閥の役割」
<http://c-faculty.chuo-u.ac.jp/~kekubota/>
- 西山忠範 (1975) 『現代企業の支配構造』有斐閣：東京
- 日本経済新聞 (2012) 「サントリーキリン統合断念で一問一答」2月9日11頁.
- 古瀬公博 (2013) 「中小企業における後継者問題—オーナー経営者の葛藤とその解消プロセスに注目して」
<http://c-faculty.chuo-u.ac.jp/~kekubota/>
- 横田絵里 (2013) 「同族会社インタビューのまとめ」
<http://c-faculty.chuo-u.ac.jp/~kekubota/>