

ファミリー企業の利益配分に関する実証研究

杉山 聡一・竹内 梨子・西 孝史・橋詰 悠生・細見 圭祐

(宮川ゼミ I部3回生)

1 はじめに

企業金融論の多くの研究はエージェンシー関係の枠組みの中で行われてきた。すなわち、経営者と株主は別個の経済主体であり、企業における両者の関係は契約関係であるという前提のもと研究がなされてきた。しかし、現実にはそのようなエージェンシー関係が成り立たないケースが多数存在しており、その一つがファミリー企業である。経営者自身が株式を保有しているファミリー企業では、企業の所有者と経営者の分離が十分になされていないため、ファミリー企業を純粋なエージェンシー理論の枠組みで捉えることは出来ないと考えられる。そのため、本研究ではファミリー企業における経営者と株主の間のエージェンシー関係に着目する。

従来、経営者が株主でもあるファミリー企業は外部株主を蔑ろにした経営を行うリスクがあるため、株主にとって望ましくない企業形態であると考えられてきた。しかし、ファミリー企業が本当に株主にとって望ましくない企業形態であるならば、市場によって淘汰されるはずである。ほとんどの企業が創業時にファミリー企業であることを考慮しても、未だ市場にファミリー企業が存在し続けていることには意味があると考えられる。すなわち、ファミリー企業には非ファミリー企業にはない特異な優位性があり、株主もそれを評価しているからこそファミリー企業は市場に存在し続けるのではないだろうか。本研究では、ファミリー企業の優位性が経営の自由度の高さにあるのではないかと考えている。

ファミリー企業は先述の通り経営者が株主でもある。そのため両者の利害対立は相対的に小さく、経営者と株主の対立を緩和させるために配当を支払う必要性が低い。そうであるならば、経営者はわざわざ配当によって手元の資金を削減するよりも、配当を抑え自らの裁量によって経営を行うための資金を溜め込むと考える方が合理的である。本研究はこのような考えのもと、ファミリー企業の利益配分の特徴を明らかにすることを目的としている。

本稿では、第2章でファミリー企業と先行研究について述べている。ファミリー企業の定義を確認した上で、ファミリー企業研究の系譜を辿ることにより本研究の立ち位置を明

確にする。第3章では、依拠する理論であるエージェンシー理論とフリー・キャッシュ・フロー仮説を説明し、本研究の仮説を設定する。第4章では、本研究におけるサンプルデータについての説明を行い、仮説を検証するために利益配分に着目して回帰モデル式を設定した。また、第5章では、配当性向と現金保有比率についての検証を行い、仮説の整合性を示した。最後に第6章では、本研究の結論を述べるとともに、今後の研究課題について言及する。

2 ファミリー企業とは

2.1 ファミリー企業の定義

ファミリー企業については過去にさまざまな研究が行われているものの、統一された定義は存在していない。ファミリー企業についての研究を行った Denise and John (2005) では、(1)3名以上のファミリーメンバーが経営に関与、(2)2世代以上にわたるファミリーの支配、(3)次世代のファミリーに経営権を譲渡する意図、という条件の少なくとも一つを満たす企業をファミリー企業と定義している。また、Anderson and Reeb (2003) は(1)創業者一族が取締役を務めている、(2)創業者一族が株式を保有している、という二つの条件の少なくとも一方を満たす企業をファミリー企業として定義しており、1992年から1999年の米国のS&P500に含まれている企業のうち35%がファミリー企業に該当することを確認している。

日本におけるファミリー企業研究では、茶木 (2008) でファミリー企業の定義を、10大株主の中に創業者または創業者一族およびその関連企業または財団が名を連ねており、かつ一族が会長または社長の地位にある企業としている。研究の対象期間は戦後日本経済の中で最も経営者の力量が試された時代であった1995年から2004年で、東証一部上場企業の中から37%をファミリー企業と選定した。また、海老原・久保田・竹原・横田 (2012) では、創業者一族が(1)代表権を保有している、(2)10%以上の株式を保有しているという二つの条件をともに満たす企業をファミリー企業と定義し、2006年から2008年の全上場企業のうち31%がファミリー企業に該当することを確認している。

このように先行研究によってファミリー企業の定義はさまざまであるが、「ファミリーの影響力」、「ファミリーの経営参画」、「複数のファミリーメンバーの関与」、「次世代へ継承する意思」のいずれかの要素が共通して確認される。

2.2 ファミリー企業に関する先行研究

ファミリー企業の研究は 1950 年代に欧米で始まった新しい研究分野である。1980 年代以降、アメリカ・ヨーロッパを中心としたファミリー企業研究の発展は著しく、1990 年代頃からはファミリー企業についての研究が、経済学、社会学、心理学などをもとに行われるようになった。さらに、1990 年代後半からは過去の研究を基にファミリー企業についての実証研究がなされている。

Shleifer and Vishny (1997) は経営者が株式を保有し企業を支配しているファミリー企業の問題点を示唆している。彼らは、支配株主と少数株主の利害が一致している保証はなく、支配株主の支配力が高まれば高まるほど少数株主が獲得すべき利得が支配株主によって搾取される可能性があるとして主張している。このように経済学やファイナンスの分野においてファミリー企業は株主にとって望ましくなく、非効率であるという意見が主流であった。しかし、James (1999) では、長期的な経営を目指すファミリー企業の経営者には、所有と経営の分離により生じるエージェンシー・コストを抑え、企業価値の最大化を目指すインセンティブが生じやすいと示している。また、Anderson and Reeb (2003) は 1992 年から 1999 年の米国 S&P500 のうち銀行・公益企業を除く 403 社を対象に収益性の指標である ROA を用いた分析を行い、ファミリー企業は非ファミリー企業より良い業績を上げているという結論を示した。さらに、創業者一族による株式所有と企業業績には関係があり、創業者一族である CEO はそうでない CEO より良い業績を上げていることを示した。このように近年ではファミリー企業が企業価値にポジティブな影響を及ぼすと考えられている。

日本では、茶木 (2008) でファミリー企業の収益性と企業価値に着目した実証研究が行われている。ファミリー企業の定義、研究対象期間、研究対象企業は前述のものを使用している。「ファミリー企業の収益性、企業価値は一般企業より高い」という仮説を立て、収益性を ROA、企業価値の代理変数として simple q を用いて平均と標準偏差を比較検討している。その結果、ファミリー企業の収益性、企業価値は一般企業を上回っていることに加え、ROA の企業間格差は一般企業間の方が大きく、simple q についてはファミリー企業間の方が大きいという結果を得た。

海外ではファミリー企業についての実証研究が多数存在するのに対して、日本におけるファミリー企業の実証研究は筆者の知る限り未だ少ない。そこで本研究ではファミリー企業の所有と経営の分離に着目し、ファミリー企業の利益配分について実証研究を行う。

3 仮説の設定

3.1 依拠する理論

3.1.1 Jensen/Meckling (1976) によるエージェンシー理論

本研究で着目するのは、所有と経営の分離が不十分なファミリー企業における経営者と株主の特殊な関係である。そのため、従来の企業金融論ではどのように経営者と株主の関係を捉えてきたのかを確認する必要がある。以下では、経営者と株主の不完備な契約から生じるコストについて議論をしたエージェンシー理論について説明する¹。

エージェンシー理論では、自らの利益のために特定の業務を委託する経済主体をプリンシパル (principal : 依頼者) 、プリンシパルに委託される経済主体をエージェント (agent : 代理人) とし、このような両者の契約関係をエージェンシー関係と呼んでいる。Jensen and Meckling (1976) では、企業を相互に関わり合いを持つ別個の経済主体によるエージェンシー関係の集合体であると捉え、「契約の束」と表現した。彼らの考えに基づく、企業における経営者と株主の関係もエージェンシー関係として理解できる。経営者はプリンシパルである株主に経営という業務を委託されたエージェントである。

しかし、エージェンシー理論では両者の契約が完備なものであることを前提としていない。利害の異なる別個の経済主体である株主と経営者の間には情報の非対称性が存在しているため、株主は経営者の取る行動の全てを知ることができない。そのため、経営者は株主に便益をもたらさない機会主義的な行動を取ることが想定される。経営者の機会主義的な行動とは、豪華なオフィスの建設、無意味な企業買収や過大な事業拡大などである。

Jensen and Meckling (1976) でも、経営者には便益をもたらすが株主に何ら便益をもたらさない「非金銭的利益」の存在が指摘されている。このようなエージェントの機会主義的な行動は企業価値を毀損する可能性がある。そのため、株主は経営者を監視することで機会主義的な行動を規制し、経営者の行動を企業価値の最大化へと規律付けなければならない。一方、経営者は自らが株主の利益を侵害する行動を取らないことを示す必要がある。Jensen and Meckling (1976) では、エージェンシー関係によって低下した企業価値を回復させるための施策に要するコストと、それら施策を行ったにもかかわらず未だ解消されない企業価値の毀損分をエージェンシー・コストと呼んでいる。

¹本節におけるエージェンシー理論とフリー・キャッシュ・フロー仮説の説明は、石川(2007)、宮川(2013)を参考にしている。

3.1.2 Jensen (1986) によるフリー・キャッシュ・フロー仮説

エージェンシー理論の枠組みの中で、経営者と株主の間のコンフリクトによって発生するエージェンシー・コストを解消、もしくは低減して企業価値を回復させる方法の研究が多数なされている。Jensen (1986) で述べられているフリー・キャッシュ・フロー仮説は配当政策によって経営者の行動を統制しようとする考えを提示するものである。

企業が毎期の事業活動によって獲得したキャッシュ・フローの一部は事業活動に再投資され、残りは企業内部に留保される。そのフリー・キャッシュ・フローは経営者の裁量の下にあるため、その用途を巡って株主と経営者の間に対立が生じる。経営者が資本コストを下回る事業にフリー・キャッシュ・フローを投資し、企業価値を毀損してしまうかもしれない。Jensen (1986) は、経営者に毎期の配当を約束させることで、経営者の裁量下にあるフリー・キャッシュ・フローを社外に流出させ、経営者が株主の利益を優先しない投資を規制する考えを示した。

3.2 本研究の仮説

フリー・キャッシュ・フロー仮説に基づくと、株主と経営者の間には情報の非対称性が存在しており、株主は経営者の企業価値を毀損しうる利己的な投資を規制するために経営者に配当を支払わせることで裁量を奪い、企業価値を最大化するように経営者の行動を規律付ける必要があるという結論が導かれる。しかし、フリー・キャッシュ・フロー仮説でなされる主張は経営者と株主のエージェンシー関係を前提としているため、企業の所有と経営の分離が十分になされていない状況においては異なる結論が導かれることが想定される。そして、ファミリー企業こそ所有と経営の分離が不十分な企業の一例である。

ファミリー企業は経営者が株式を保有しているため、エージェンシー理論で前提とされているような経営者と株主間の情報の非対称性やエージェンシー・コストが小さく、経営者のモニタリングの必要性も同様に小さくなる。また、株主でもある経営者は自らが誤った投資をしないことを知っているため、配当によって手元資金を削減し自らの裁量を狭めることを望まない。すなわち、所有と経営の分離が不十分なファミリー企業では両者間のエージェンシー・コストが抑えられているため、モニタリングによる制約が弱く自由度の高い経営がなされるのである。

本研究では、経営者自らの意志のもと経営を行えるだけの裁量と資金を経営者が有している状態を自由度が高い経営と定義する。そのため、経営の自由度はファミリー企業の利

益配分に見ることが出来る。ファミリー企業は経営者を監視する外部株主が少ないため、配当支払いへの圧力も弱くなることが考えられる。また同様に経営者の現金保有への規制も弱いと想定される。このように経営者が受ける外部からの圧力が弱く、自由に手元資金を保有できるならばファミリー企業の経営の自由度は高いと言える。したがって、本研究では配当と現金保有に着目して仮説の検証を行う。

4 リサーチデザイン

4.1 実証方法の考え方

分析の方法としては、「ファミリー企業は経営の自由度が高い」という仮説を証明するため二つのモデルを用いて検証を行う。

本研究のモデル1では、従属変数として配当性向の5年平均を置き、創業者一族の持株との関係を検証する回帰式を設定した。経営者の株式保有の割合として、10大株主に含まれる創業者一族である経営者の株式保有数を発行済株式数で除した経営者持株比率を代理変数とした。また、企業の規模によって配当性向も変動することが考えられるため、企業規模の代理変数として総資産の5年平均を用いる。利益が高いほど配当として株主に還元することが予想されるため、利益の代理変数として売上高純利益率を設定する。さらに、経営者に対する規律付けの指標として負債比率も独立変数に加えた。

次にモデル2では、従属変数として現金保有比率の5年平均を置き、創業者一族の持株との関係を検証する回帰式を設定した。経営者が自社の株式を保有している割合としてモデル1でも用いた経営者持株比率を独立変数とした。企業の規模は現金保有比率に影響を与えることが考えられるため代理変数として総資産を用いた。また、利益が高いとキャッシュの蓄積が期待されるため、利益の代理変数として売上高純利益率を設定した。モデル1と同様に負債比率も独立変数に加えた。

4.2 サンプル抽出

本研究で分析の対象としている企業は、2014年10月29日時点で東京証券取引所第一部に上場している企業の中で日経業種分類において製造業に区分される企業853社である。非製造業では業種によってファミリー企業数にばらつきが見られるため製造業を検証対象とした。本研究では、創業者一族による株式保有が行われている企業を抽出して分析を行

った。その抽出方法としては、『会社四季報 2010 年秋号』（東洋経済新報社）と『会社四季報 2014 年秋号』（東洋経済新報社）の株主欄に記載されている 10 大株主に創業者一族で経営者が存在している企業 212 社を選出した²。また、対象期間を 2009 年度から 2013 年度と設定し、分析に必要とされる財務データは『NEEDS Financial QUEST』（日本経済新聞社）から収集した。ただし、当期純損失が生じると経営者が意図的な利益配分を行えないため、売上高純利益率の 5 年平均がマイナスの企業は分析の対象外とした。また、分析に使用する財務データに欠損値が存在している企業も対象から除いた。

4.3 モデル 1 の定式化とデータセット

モデル 1 では、ファミリー企業は経営の自由度が高いという仮説を配当性向から検証するため、経営者持株が行われている 212 社について以下の回帰式に当てはめ検証を行った。

$$DIV_i = \alpha + \beta_1 \cdot SHR_i + \beta_2 \cdot \ln(AST_i) + \beta_3 \cdot PMS_i + \beta_4 \cdot \ln(DER_i) + \varepsilon \quad (1 \text{ 式})$$

1 式における各変数の具体的な定義は以下の通りである。従属変数は、企業 i の 5 年間の配当性向の平均である。この変数は、各企業のキャッシュ・フロー計算書の中の配当金の支払い額を当期純利益で除した値の 5 年平均である。

経営者持株比率 (SHR) は、10 大株主の中から創業者一族で且つ経営者の保有している株式数を発行済株式数で除して求めている。総資産 (AST) は、同 5 年間の総資産額の単純平均を計算している。売上高純利益率 (PMS) は、当期純利益を売上高で除した値の 5 年間の単純平均を用いている。負債比率 (DER) は、同期間における負債比率の 5 年間の単純平均である。また、 ε は誤差項としている。なお、総資産と負債比率に関しては、対数を取って回帰式に当てはめている。

予想される係数の符号については、ファミリー企業はモニタリングが弱く経営の自由度が高いという仮説に基づけば、経営者持株比率の高い企業ほど配当性向も低いため、経営者持株比率にかかる係数は負を期待している。さらに、規模や利益が大きいほど配当性向も高いと考えると、総資産、売上高純利益率にかかる係数は正を予想している。また、負債の経営者に対するモニタリング効果を考えると負債比率にかかる係数は負であると期待

² 『会社四季報 2010 年秋号』と『会社四季報 2014 年秋号』の両方を参照したのは、分析に 2009 年度から 2013 年度の 5 年間の財務指標を用いたため、5 年間継続してファミリー企業であることを確認する必要があったからである。

される。

4.4 モデル2の定式化とデータセット

モデル2では、経営者持株と現金保有の関係を検証するために、1式の従属変数を現金保有比率に変更した以下の回帰式を用いて分析を行った。

$$CASH_i = \alpha + \beta_1 \cdot SHR_i + \beta_2 \cdot \ln(AST_i) + \beta_3 \cdot PMS_i + \beta_4 \cdot \ln(DER_i) + \varepsilon \quad (2 \text{ 式})$$

従属変数に用いている現金保有比率 (*CASH*) は、現金・預金、現金及び現金同等物を総資産で除したものの5年間の単純平均を求めている。その他の変数の総資産、売上高純利益率、負債比率に関しては1式同様である。

予想される係数の符号については、本研究の仮説に基づけば経営者持株比率と現金保有比率の間には正の相関が予想され経営者持株比率にかかる係数は正、また、企業の収益が拡大するとキャッシュの蓄積が予想されるため、売上高純利益率にかかる係数も正が期待される。さらに、負債の経営者に対するモニタリング効果を考えれば負債比率にかかる係数は負が期待される。

4.5 基本統計量と相関関係

表1は分析に用いる基本統計量を示したものである。この表を見ると、変数の最大値と最小値は幅広い分布となっていることが分かる。これは5年間の平均的な状況を促えた数値であるが、言うまでもなく各企業によって経営状況はさまざまである。しかし、各変数の平均値と中央値に注目するとほとんど近似値をとっていることが確認できる。これは各変数の分布が対称的であることを示しているため、これらの指標を用いて重回帰分析を行うことに問題がないと判断される。

次に表2、表3はそれぞれ1式、2式の分析に用いる各変数間の相関関係を示したものである。表2において、従属変数である配当性向を見ると他の独立変数と負の相関にあることがわかる。創業者一族による株式保有の指標や、負債比率が負の関係にあることは予想した通りになった。しかし、配当性向と企業規模の指標、利益の指標の相関関係は負となり予想と反するものとなった。さらに独立変数間の相関関係を確認すると、各変数間共に絶対値0.6を超える相関がないことから特に問題のない範囲にあると判断する。また、表3

においても同様に従属変数と独立変数間の相関関係を見ると、経営者持株比率、当期純利益率は正の関係、総資産、負債比率は負の関係であり期待した結果となっている。さらに独立変数間の相関関係を見ても強い相関はなく、本研究の分析において特に問題のない範囲にあると判断する。

表 1 基本統計量

	配当性向 (DIV)	現金保有比率 (CASH)	経営者持株比率 (SHR)	総資産 (AST)	売上高純利益率 (PMS)	負債比率 (DER)
平均値	47.33	19.76	14.16	118,904.57	6.40	84.54
中央値	32.62	17.26	9.50	50,684.50	4.14	57.84
標準偏差	89.18	11.20	13.63	254,648.58	21.40	85.74
最小	0.00	1.77	1.00	4,762.20	0.11	3.32
最大	1,233.05	64.20	68.50	2,679,934.60	310.83	517.09
標本数	212	212	212	212	212	212

表 2 1 式の相関関係

	配当性向 (DIV)	経営者持株比率 (SHR)	総資産 (AST)	売上高純利益率 (PMS)	負債比率 (DER)
配当性向(DIV)	1.000				
経営者持株比率(SHR)	-0.089	1.000			
総資産(AST)	-0.038	-0.070	1.000		
売上高純利益率(PMS)	-0.051	-0.002	0.012	1.000	
負債比率(DER)	-0.089	-0.154	0.106	-0.124	1.000

表 3 2 式の相関関係

	現金保有比率 (CASH)	経営者持株比率 (SHR)	総資産 (AST)	売上高純利益率 (PMS)	負債比率 (DER)
現金保有比率(CASH)	1.000				
経営者持株比率(SHR)	0.226	1.000			
総資産(AST)	-0.112	-0.072	1.000		
売上高純利益率(PMS)	0.067	-0.002	0.011	1.000	
負債比率(DER)	-0.462	-0.148	0.057	-0.169	1.000

5 検証結果

5.1 回帰モデル推定結果

表 4 はモデル 1、表 5 はモデル 2 における基本式の推定結果である。それぞれ各独立変数に関する係数と、その符号が統計的に有意であるかどうかを示す t 値と p 値を記載している。アスタリスクは、「***」が片側検定 1%水準で、「**」が同検定 5%水準で、そして「*」が同検定 10%水準で有意であることをそれぞれ意味している。

まずモデル1の結果を参照すると、本研究で注目していた配当性向と経営者持株比率の係数は-0.7151と負の結果となった。このことは、経営者持株比率が高い企業ほど配当は低くなることを示しており、我々が期待する結果と一致する。ただし、t値は-1.5522で有意とはならなかった。また、他の変数に関しては売上高純利益率と総資産は期待とは異なる結果となったが、負債比率は期待通りの係数となった。しかし、p値が高く統計的に有意とはならなかった。結果が有意とならなかった要因として、従属変数に用いた配当性向の分母に当期純利益が存在しているために利益の増減の影響を受け、配当を見る指標として相応しくなかった可能性がある。

次にモデル2の結果を見てみると、経営者持株比率に関しては、係数が0.0011と小さいものの有意な結果が得られた。このことから、創業者一族の持株比率が高い企業ほど、現金保有が容易であるということの裏付けが得られた。他の変数に関しては、いずれも係数は期待通りとなった。しかし、売上高純利益率のみ統計的に有意とはならなかった。このことはファミリー企業において利益と現金保有の関係性が小さいということを示唆している。つまり、ファミリー企業では利益と無関係に経営者の判断によって自由に現金保有を行いやすいことが読み取ることができ、本研究の仮説を支持する結果となった。

表4 配当性向を従属変数とする回帰分析

	係数	標準誤差	t値	p値
定数項	136.7417	70.7199	1.9336 *	0.0545
経営者持株比率(SHR)	-0.7151	0.4607	-1.5522	0.1221
総資産(AST)	-3.7223	5.6317	-0.6610	0.5094
売上高純利益率(PMS)	-0.2704	0.2911	-0.9289	0.3540
負債比率(DER)	-9.1062	7.0275	-1.2958	0.1965
重決定 R2	0.0202			
観測数	212			

注) *は片側検定 10%で有意を示している

表5 現金保有比率を従属変数とする回帰分析

	係数	標準誤差	t値	p値
定数項	0.6281	0.0763	8.2344 ***	0.0000
経営者持株比率(<i>SHR</i>)	0.0011	0.0005	2.1738 **	0.0309
総資産(<i>AST</i>)	-0.0201	0.0061	-3.3072 ***	0.0011
売上高純利益率(<i>PMS</i>)	0.0000	0.0003	-0.0384	0.9694
負債比率(<i>DER</i>)	-0.0558	0.0076	-7.3675 ***	0.0000
重決定 R2	0.2776			
観測数	212			

注) ***は片側検定 1%で有意、**は同検定 5%で有意を示している

6 おわりに

本研究では、ファミリー企業における利益配分について実証研究を行った。所有と経営の分離が十分でないファミリー企業は、非ファミリー企業に比べ経営者と株主の利害が比較的一致していることが考えられる。この考えをもとに本研究では、ファミリー企業はモニタリングが弱く経営の自由度が高いという仮説を設定し、配当性向と現金保有比率それぞれについて重回帰分析による検証を試みた。配当性向に関しては、有意な結果を得ることはできなかった。その原因として、配当性向は、分母にあたる当期純利益の影響によって配当を測る指標として十分に機能しなかったことが考えられる。現金保有比率は、経営者持株比率と統計的に有意な正の相関が見られた。このことは、経営者と株主の利害がより一致していると考えられる企業ほど現金保有を容易にしていることを示しており、本仮説を支持するものである。

フリー・キャッシュ・フロー仮説では、企業内部に余分な資金を保有していることは企業価値の毀損に繋がると主張されている。この考えに基づけば、現金保有が容易であるファミリー企業は企業価値を毀損していることになる。しかし、この仮説が前提としていることは経営者と株主が別個の経済主体であり、両者の利害が必ずしも一致しないということである。所有と経営の分離の程度が小さいファミリー企業においては、この仮説は必ずしも成り立つとは言えない。むしろ、ファミリー企業による現金保有は自由度の高い経営を生み出しており、それこそがファミリー企業の収益性が高い要因の一つとなっていると考えられる。

本研究では利益配分の観点からファミリー企業においては、モニタリングが小さく経営の自由度が高いということを明らかにすることはできたが、そのことが企業価値にどのよ

うな影響を与えているのかを明確にすることはできていない。ファミリー企業における経営者の自由裁量が本当に競争優位を生み出しているかを明らかにすることが今後の課題である。また、本研究では非ファミリー企業を分析の対象外としたため、ファミリー企業と非ファミリー企業の比較分析が行えていないことも今後の課題として挙げられる。今後は、経営の自由度と企業価値の関係性を明らかにするとともに、非ファミリー企業と比較することでファミリー企業の特異性を明確にしていきたいと考えている。

【参考文献】

- 石川博行 (2007) 『配当政策の実証分析』中央経済社
- 海老原・久保田・竹原・横田 (2013) 「同族企業研究における同族企業データベースの構築」武蔵大学論集 61(1・2)
- 後藤俊夫 (2012) 『ファミリービジネス:知られざる実力と可能性』白桃書房
- 茶木正安 (2008) 「我国ファミリー企業のパフォーマンスについて:収益性と市場価値についての実証分析」日本経営品質学会誌 オンライン 3(1), pp. 2-16,
- 宮川壽夫 (2013) 『配当政策とコーポレートガバナンス』中央経済社
- Anderson, R.C. and Reeb, D., (2003), “Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500” *The Journal of Finance* 58(3), pp. 1301-1328
- Denise, K.R. and John, W.L., (2005), *Family Business: Key Issues*, Palgrave Macmillan
- James, H. (1999), “Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm” *International Journal of the Economics of Business* 6(1), pp. 41-55
- Jensen, M. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers” *American Economic Review*, pp. 323-329
- Jensen, M. and Meckling, H., (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure” *Journal of Financial Economics* 3(4), pp. 305-360
- Shleifer, A. and Vishny, R.W., (1997), “A Survey of Corporate Governance” *Journal of Finance* 52(2), pp. 737-783