

経営学会学生論文

ファミリー企業の競争優位に関する実証研究



大阪市立大学商学部

宮川研究室

木岡公貴 小松千織

中尾亮太 原田春貴

山本愛

論文要旨

本稿では、ファミリー企業の競争優位に関する実証研究を行った。

ファミリー企業とは創業者一族が株式を所有し経営している企業形態である。そのため株主からの圧力が弱く、目に見えない資産に比較的自由度の高い投資ができる。

我々は、目に見えない資産が大きな利益を生み出すと推測し、ファミリー企業は非ファミリー企業よりも競争優位があるという仮説を立てた。ファミリー企業は目に見えない資産である人的資本を活用し資産効率を高めることから、資産効率を表す指標であるROAを用いて実証分析を行った。分析の結果、ファミリー企業が非ファミリー企業に比べてROAが高いことが示された。これにより、ファミリー企業は非ファミリー企業よりも競争優位があることが確認された。

目 次

1. はじめに
2. 先行研究と依拠する理論
 - 2.1 ファミリー企業の定義
 - 2.2 ファミリー企業の問題点
 - 2.3 ファミリー企業における競争優位の源泉
 - 2.4 資源ベース理論に基づくファミリー企業の競争優位
3. 本研究における仮説
4. リサーチデザインとデータセット
 - 4.1 サンプル抽出
 - 4.2 定式化とデータセット
5. 分析結果
 - 5.1 基本統計量と相関関係
 - 5.2 モデル式の検証結果
6. おわりに

参考文献

1 はじめに

本稿は、ファミリー企業の優位性を実証的に示すことを目的とした研究である。我々は、ファミリー企業の優位性を生み出す源泉として人的資本に着目した。そして、資源ベース理論のフレームワークに基づき、競争優位が存在するという仮説を立てた。重回帰分析の結果、ファミリー企業には競争優位が存在することが確認された。

ファミリー企業とは、創業者一族が株式の所有と経営を行う企業のことである。ファミリー企業には様々な問題があるとされるが、その中でもコーポレートガバナンスの問題は深刻である。

近年、日本では企業のコーポレートガバナンスの問題に注目が集まっている。コーポレートガバナンスを強化しようとする取り組みは各企業、そして社会全体で行われている。その代表的な動きとして、2015年にコーポレートガバナンスコード、2014年に日本版ステewardシップコードが導入された。法的な拘束力はないものの、企業価値拡大のために自律的な対応が求められている。

このコーポレートガバナンスの考えの背景には、エージェンシー理論が存在する。株主と経営者の二つの主体の分離を前提とするエージェンシー理論からすると、ファミリー企業は、創業者一族が株式を所有し経営している企業形態であるため、株主と経営者の分離が不十分である。つまり、株主によるモニタリングが弱くなることから経営者の私的便益の追求を許し、企業価値が毀損されるというコーポレートガバナンス上の問題が起こるのである。

しかし、ファミリー企業にはこのコーポレートガバナンス上の問題を超越する大きなメリットが存在する。それは、株主からの圧力が弱く、目に見えない資産に比較的自由度の高い投資ができること、そして目に見えない資産を用いて資産効率を高められることである。

現在、工場や機械といった有形資産から差異を生み出し利益を獲得することは難しい。そのため、目に見えない資産への積極的な投資や活用が資産効率を高めることになり、企業の競争力が高まるのである。

そもそも、目に見えない資産への投資は直接的な成果として表れにくいいため、株主はリスクを感じ、好まない。そのため、非ファミリー企業において目に見えない資産への投資は株主からの圧力により制限される。一方、ファミリー企業は所有と経営が一致しているという性質上、株主からの圧力を受けず、比較的自由度の高い投資が可能である。ファミリー企業の経営者は目に見えない資産の中でも、人的資本を重要視し、従業員の教育や良好な関係構築を行うことが先行研究で確認されている。その結果、従業員が持つファミリーブランドへの忠誠心や、従業員のノウハウやコツといった暗黙知が人的資本として蓄積される。

これらの人的資本の蓄積が競争優位を生み出すことを Barney(1991)の資源ベース理論をもとに考察する。資源ベース理論に基づきファミリー企業の分析を行うと、前述した従業員の忠誠心や暗黙知といった人的資本に加え、経営者自身の人的資本も存在するとして競争優位を生み出すことが、先行研究において指摘される。

ファミリー企業の経営者は人的資本を活用して競争優位を生み出している。人的資本の

ような目に見えない資産を活用することで、資産効率は高くなると考えた。よって我々はファミリー企業の優位性を示すために資産効率に着目し、資産効率の代理変数として ROA を用いて実証分析を行う。

本論文の構成は以下のとおりである。第 2 章ではエージェンシー理論や資源ベース理論といった本稿が依拠する理論を説明するとともに、先行研究を紹介する。第 3 章では本研究における仮説を設定する。第 4 章では実証方法、第 5 章では分析結果を示す。第 6 章は本研究を総括した結論である。

2 先行研究と依拠する理論

2.1 ファミリー企業の定義

ファミリー企業の研究は米国で始まり、日本でも多くの研究が行われている。先行研究におけるファミリー企業の定義は、研究者や研究内容によって異なっている。またファミリー企業という用語は、「ファミリービジネス」、「同族経営」、「同族企業」等の様々な表現が使用されている。

創業者一族の「株式所有」と「経営参画」の二点をもってファミリー企業としている研究が多くある。ファミリー企業は、齋藤(2006)では、「創業者一族によって所有・経営されている企業」¹と定義されており、茶木(2008)では、「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」²と定義されている。また、創業者一族の「株式所有」の観点では、持株比率の高さに着目した先行研究も多くある。加護野他(2003)では、「事業法人の中で最大の持株比率を持つ一事業法人の持株比率が 20%未滿かつ個人株主の中で最大の持株比率を持つ一家族の持株比率 10%超の企業」³、森川(2008)では、「役員またはその家族・親戚の株式所有比率が高い企業」⁴をファミリー企業と定義している。

以上を踏まえ、ファミリー企業の統一された定義は存在しないものの、創業者一族が「株式所有」、「経営参画」のいずれか、またはどちらにも当てはまる企業をファミリー企業と呼称している。

2.2 ファミリー企業の問題点

ファミリー企業に関して研究が行われる中で、多くの経営課題が示されてきた。その経営課題は、業績や事業継承、後継者教育、新事業開発など様々である。その中でもコーポレー

¹ 齋藤卓爾(2006)「ファミリー企業の利益率に関する実証研究」季刊 企業と法創造「知的財産法制研究 II」7, pp.174

² 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.5

³ 加護野他(2003)「日本企業の株式所有構造と経営者の属性」、『大阪府立大学 Discussion Paper New Series』, pp.1-33 なお加護野他のこの文章は今村(2017), pp.29 から参照したものである

⁴ 森川英正(2008)「同族企業の生産者—日本企業のマイクロデータによる実証分析—」、『RIETI Discussion Paper Series』, pp.1-47 なお森川のこの文章は今村(2017), pp.29 から参照したものである

トガバナンス上の問題は関心が高い。コーポレートガバナンスとは、企業の経営の監視・規律を行うこと、またはその仕組みであり、企業の不祥事発生の防止と収益力の強化を目的としたものである。

コーポレートガバナンス上の問題の背景には、Jensen/Meckling(1976)が主張したエージェンシー理論が存在する。エージェンシー理論では、企業を単一の経済主体とみなさず、経営者と株主を別の経済主体とみなす。この二つの主体はそれぞれ異なる利害を持つため、株主から業務を委託された経営者の行動が株主にとって望ましいものであるとは限らず、企業価値を毀損する可能性がある。これを防ぐために株主は経営者をモニタリングする必要がある。しかし、ファミリー企業の場合、株主と経営者の分離が不十分であるためモニタリングが弱くなり、経営者は私的便益拡大のために行動し、企業価値が毀損されることになるのである。⁵

このような観点から、Saito(2008)では、ファミリー企業のモニタリングが弱いことによつて引き起こされる問題を二つあげている。⁶

第一に、配当によってファミリー企業の経営者が、現金収入を増加させる問題があげられる。自社の業績が赤字に陥った際、経営者は業績回復を行うために企業が保有する資金を投じ、企業を立て直さなければならない。しかし、ファミリー企業の経営者は業績回復に使うべき資金を、減額された給与の埋め合わせとして配当に回すのである。この問題は、ファミリー企業の経営者が自社の株式を保有し、配当を支払うことで、現金を容易に手にできるために起こる。

第二に、消極的な投資の問題があげられる。経営者は株主から出資された資金で事業投資を行い、企業価値を拡大し得た利益を株主に還元する。企業価値を拡大するには、経営者は投じた資金以上の利益を生む投資案件を選択しなければならない。そのような投資には、リスクが存在する。ファミリー企業の経営者は自社の株式を保有するため、株価が下落すると、経営者自身の資産が減少する。そのためファミリー企業の経営者は、投資に対して消極的であり、株主が最低限期待する投資すら行わないのである。

このようにファミリー企業の経営者は、モニタリングが弱いため、私的便益を追求し、企業価値を毀損する行動を選択することから、ファミリー企業にはコーポレートガバナンス上の問題が起こると考えられている。

⁵ Jensen, M. and W. Meckling (1976) 「*Theory of the firm Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure.*」 *Journal of Financial Economics* 3, pp.305-360. なお Jensen, M. and W. Meckling のこの文章は宮川(2016), pp.135-138 から参照したものである

⁶ Saito, T. (2008) 「*Family Firms and Firm Performance: Evidence from Japan*」, *Journal of the Japanese and International Economics*, forthcoming. なお Saito のこの文章は宮島(2008), pp. 143-144 から参照したものである

2.3 ファミリー企業における競争優位の源泉

前述したとおり、ファミリー企業にはコーポレートガバナンス上の問題が存在する。しかし、このような問題を超越する大きなメリットが存在すると考える。そのメリットとは目に見えない資産に投資できること、そして目に見えない資産を用いて資産効率を高められることである。目に見えない資産とは、貸借対照表には計上されないが企業価値を生み出す源泉となるものである。

この目に見えない資産が重要であると考えられている。宮川(2016)では、現代は、前近代的な大規模な設備投資と大量生産を行うといった資本主義ではなく、技術や情報といった経営者と従業員に付随する人的資本の活用が必要であると述べられている。⁷

現代では企業が機械や設備を持つことが前提とされるため、有形資産を持つだけでは他社との差異を生み出すことにならず、利潤を生み出すことは難しい。そのため、企業は他社との差異を生み出すために目に見えない資産を重要視している。

つまり、企業は目に見えない資産に投資を行い、利潤を生み出さなければならないが、株主は直接的な成果として表れにくい見えない資産への投資を好まない。そのため、非ファミリー企業において、見えない資産への投資は株主からの圧力により制限される。

それに対し、ファミリー企業は所有と経営が一致していることで、株主からの圧力が弱くなるため、目に見えない資産への投資には比較的自由度が高いと考えられる。その結果、ファミリー企業には非ファミリー企業よりも目に見えない資産が蓄積されやすい。ファミリー企業において、経営者が目に見えない資産の中でも、人的資本を重視し、蓄積されるための投資を行うことが先行研究において指摘されている。

Habbershon and Williams(1999)ではファミリー企業の経営者は従業員のマネジメント、新人社員の社会的教育、創造性の育成を行うとされている。⁸また、西川(2012)では経営者は良好な関係を構築するために、従業員に高い報酬を支払うことや従業員を正しく評価する報酬システムの作成を行うと述べられている。このように、経営者が人的資本への投資を行い、従業員との良好な関係を構築することによって社外への流失が抑えられる。⁹そのため、ファミリー企業は人的資本の蓄積が容易であると考えられる。

2.4 資源ベース理論に基づくファミリー企業の競争優位

Barney(1991)の資源ベース理論をもとに人的資本により生み出されるファミリー企業の優位性を整理する。そもそも、資源ベース理論とは、企業が持つ経営資源を活用することで競争優位を獲得するという考え方である。この理論における経営資源とは、すべての資産、

⁷ 宮川壽夫(2016)『企業価値の神秘』，中央経済社, pp.204

⁸ Habbershon, T. G., and M. L. Williams(1999) “A Comparison of Succwssor Development in Family and Nonfamily Business” *Family Business Reviw* vol. 12(1)1-19 なお Habbershon and Williams のこの文章は嶋田美奈(2009), pp.20 から参照したものである

⁹ 西川盛朗(2012)『長く繁栄する同族企業の条件』，日本経営合理化協会出版，pp.31-36 なお西川のこの文章は奥村・加護野他(2016), pp.15-16 から参照したものである

ケイパビリティ、コンピタンス、組織内のプロセス、企業の特徴、情報、ナレッジなど企業のコントロール下にあり、企業の効率や効果を改善するような戦略の構想や実行を可能にするものである。そして、経営資源は個別企業ごとに異なるという異質性と、複製コストが大きく供給が非弾力的であるという固着性の二つの性質を持っている。これらの経営資源は一般に財務的資本、物的資本、人的資本、組織的資本の四つに分類される。¹⁰

この資源ベース理論を踏まえるとファミリー企業の従業員のような人的資本はファミリー企業の競争優位の源泉であるといえる。ファミリー企業の経営者によって人材育成への投資が行われた結果として、従業員のファミリーブランドへの忠誠心や、暗黙知が生じる。これらの従業員の属性は異質性と固着性を持つため、競争優位を生み出すのである。

従業員の人的資本に加え、嶋田(2009)では、経営者の人的資本も指摘されている。ファミリー企業の経営者の人的資本は、具体的には意思決定の速さ、創業者一族として経営に参加しているという責任感の強さや帰属意識からくるモチベーションの高さ、長期的な視点に立った意思決定、明確なリーダーシップなどがあげられている。¹¹

ファミリー企業において経営者の人的資本が蓄積される背景には、ファミリー企業では所有と経営が一致していることから、短期利益を求める株主による圧力を受けないことや、事業を次の代へ継承しようとする創業者一族としての意識が高いことがある。以上のようにファミリー企業には人的資本が蓄積されやすいことがわかる。

3 本研究における仮説

仮説構築に当たり、前章で展開してきた議論を整理しておく。

まず、近年のコーポレートガバナンス問題ではエージェンシー理論を前提とし、所有と経営が一致しているファミリー企業ではモニタリングが弱いとされている。そのため、経営者が私的便益を追求してしまい、企業価値を毀損すると考えられてきた。

しかし、ファミリー企業にはコーポレートガバナンス上の問題を超越するメリットが存在する。それは株主からの圧力が弱いことで、比較的高い自由度を持って、目に見えない資産に投資ができること、そして目に見えない資産を用いて資産効率を高められることである。この目に見えない資産の中でもファミリー企業は人的資本へ投資を行うことで、人的資本が蓄積するのである。

資源ベース理論のフレームワークを用いたファミリー企業の分析によると、ファミリー企業は非ファミリー企業にはない経営資源を持っているとされている。ファミリー企業は所有と経営が一致していることで、株主からの圧力が弱く、目に見えない資産への投資が容易であると考えた。そのため、ファミリー企業には人的資本が蓄積されると考えられる。このような人的資本は資源ベース理論で競争優位につながると考えられている。このように

¹⁰ Jay.B.Barney (2001) 「*Gaining and Sustaining Competitive Advantage, 2th ed.*」, New Jersey: Prentice Hall(岡田正大訳『企業戦略論 (上)』ダイヤモンド社 2003, pp.242-245)

¹¹ 嶋田美奈(2009)「資源ベース論によるファミリー企業分析の課題」, 商学研究科紀要 68, pp.19-20

資源ベース理論をもとに考えるとファミリー企業には競争優位が存在する。

したがって、本研究では仮説を資源ベース理論に基づき、ファミリー企業は非ファミリー企業よりも競争優位を持つと設定する。この優位性の源泉は、人的資本である。このような人的資本は企業の収益性に貢献する。しかし、経営者や従業員の人的資本は貸借対照表上に数値として表されるものではない。これらの経営資源が競争優位を生み出していることを測定可能な状態にする必要がある。

そこで、我々はファミリー企業の資産効率に着目する。企業の利益は、数値化される資産だけではなく、目に見えない資産を用いた結果、獲得するものである。そのため、目に見えない資産の蓄積が容易なファミリー企業の資産効率は高くなる。

したがって、我々は、ファミリー企業は非ファミリー企業よりも企業の資産を効率良く活用していることから、資産効率を示す ROA が高くなると考え実証分析を行う。

4 リサーチデザインとデータセット

4.1 サンプル抽出

日経 NEEDS-FinancialQUEST を用いて、ファミリー企業と非ファミリー企業を東証一部製造業上場企業 878 社の中から抽出した。Saito(2008)¹²にならい、非製造業は対象外とした。その理由は、製造業と非製造業とでは収益構造が大きく異なるためである。非製造業は、無形の資産によって利益を生み出すことが多い。一方で製造業は、機械などの有形資産を持っている。我々の目的は、有形資産に対して人的資本といった無形の資産がどれだけ価値を生み出したかを測定することであるため、製造業を対象とすることが妥当だと判断した。

抽出した結果、ファミリー企業は 289 社、非ファミリー企業は 589 社となった。創業者一族が株式を所有し経営を行っている企業をファミリー企業とした。抽出するにあたり、具体的な条件を以下の二つとした。

1. 経営者およびその一族、一族が所有する資産管理会社が 10 大株主にいる
2. 経営者が創業者一族である

上記の条件に当てはまらない企業を非ファミリー企業として抽出した。創業者およびその一族、一族が所有する資産管理会社の特定は企業 HP の沿革、社史等から、経営者、10 大株主の特定は『会社四季報 2017 年 4 集秋号』から判断した。

4.2 定式化とデータセット

「ファミリー企業は非ファミリー企業よりも競争優位がある」という仮説を証明するために重回帰分析のモデルを用いて検証する。モデル式は Saito (2008)¹³を参考に設定した。

¹² Saito, T.(2008) 「*Family Firms and Firm Performance: Evidence from Japan*」, Journal of the Japanese and International Economics, forthcoming. なお Saito の分析方法は宮島(2008), pp. 149-150 から参照したものである

¹³ Saito, T.(2008) 「*Family Firms and Firm Performance: Evidence from Japan*」, Journal of the Japanese and International Economics, forthcoming. なお Saito のモデル式は宮島(2008), pp. 157 から参照したものである

$$ROA_i = \beta_1 \cdot FAMD_i + \beta_2 \cdot ASSET_i + \beta_3 \cdot LEV_i + \varepsilon \quad (1 \text{ 式})$$

モデル式に使用した総資産事業利益率(ROA)、総資産の自然対数、有利子負債比率は日経 2007-2016 年までの 10 年間分のデータを日経 NEEDS-FinancialQUEST から収集して、求めている。

1 式における各変数の具体的な定義は以下のとおりである。被説明変数に用いている総資産事業利益率(ROA)は、営業利益に受取利息配当金を足したものを総資産の期中平均で除して求めている。ファミリーダミー(FAMD)は、ファミリー企業であることが ROA に与える影響を見るために、ファミリー企業を 1、非ファミリー企業を 0 としている。また、本研究においてファミリー企業の資産効率を示すにあたり、ファミリー企業と非ファミリー企業の企業特性を考慮するために二つのコントロール変数を設定した。総資産の自然対数(ASSET)は、企業規模をコントロールする変数である。有利子負債比率(LEV)はリスクをコントロールする変数であり、有利子負債を総資産で除して求めている。

予想される係数の符号について、本研究の仮説に基づけば、ファミリー企業は非ファミリー企業よりも資産効率が良いため ROA が高いはずである。よって、ファミリーダミーにかかる係数は正の値が期待される。

5 分析結果

5.1 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、ROA の最大値と最小値は大きな差があることがわかる。このデータは 10 年間の平均的なデータを使用しているものの、企業間で経営成績が異なることから、ROA はさまざまな要因によって高い値や低い値を示す場合がある。ただし、平均値と中央値にはほとんど差がないことが確認できるため、ROA は比較的対称に分布していると思われる。

表1 基本統計量

	ROA	ファミリーダミー	総資産	有利子負債比率
平均値	0.0575	0.2985	5.0144	0.1733
中央値	0.0522	0.0000	4.9264	0.1467
最大値	0.5123	1.0000	7.6787	0.8768
最小値	-0.3181	0.0000	3.0644	0.0000
標準偏差	0.0498	0.4576	0.6257	0.1496
標本数	8507	8507	8507	8507

表 2 は分析における相関関係を示したものである。被説明変数の ROA を見ると、ファミリーダミーとの間には正の相関があることが確認できる。このことから、ファミリー企業であることが ROA に影響を及ぼしているという予想通りの結果となった。また、各変数間においてこれを除けば大きな相関はないことがわかる。

表2 1式の相関関係

	ROA	ファミリーダミー	総資産	有利子負債比率
ROA	1.0000			
ファミリーダミー	0.0928	1.0000		
総資産	0.0079	-0.2235	1.0000	
有利子負債比率	-0.3100	-0.1379	0.1646	1.0000

5.2 モデル式の検証結果

表3は1式における検証結果である。それぞれの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値を示している。アスタリスク「***」は、片側検定で1%有意水準であることを示している。

注目すべきはファミリーダミーである。ファミリーダミーの係数は0.0072と正の相関を示す。また、t値において6.2558で有意を示している。このことは、ファミリー企業であることがROAに有意に影響を及ぼしていることを示しており、本研究で期待する結果となった。以上の検証結果から、ファミリー企業は非ファミリー企業よりもROAが高いということが有意に示された。

表3 ROAを被説明変数とする回帰分析

	係数	標準誤差	t値	p値
定数項	0.0437	0.0043	10.1074 ***	0.000
ファミリーダミー	0.0072	0.0011	6.2558 ***	0.000
総資産	0.0059	0.0008	6.9910 ***	0.000
有利子負債比率	-0.1042	0.0034	-29.9205 ***	0.000
重決定R ²	0.1038			
観測数	8507			

注) ***は片側検定で1%有意を示している

6. おわりに

本稿では、ファミリー企業の競争優位に関する実証研究を行った。

我々が重回帰分析を行った結果、ファミリー企業には非ファミリー企業よりも競争優位があることが確認された。このような結果が確認された要因として、ファミリー企業の人的資本が競争優位につながっていると考え、論理を展開して来た。

ファミリー企業はコーポレートガバナンス上の問題があるとされている。コーポレートガバナンスの背景にはエージェンシー理論があり、経営者と株主の分離を前提としている。しかしながら、ファミリー企業は創業者一族が株式を所有し経営に参加しているため、株主から経営者へのモニタリングが弱い。そのため、経営者は自己利益を追求し、企業価値が毀損されるというコーポレートガバナンス上の問題があると指摘されてきた。

一方で、ファミリー企業にはコーポレートガバナンス上の問題を超越する大きなメリットがある。それは、株主からの圧力が弱く、目に見えない資産に投資できること、そして目に見えない資産を用いて資産効率を高められることである。この目に見えない資産が大きな利益を生み出すと推測し、ファミリー企業は非ファミリー企業よりも競争優位があるという仮説を立てた。ファミリー企業は目に見えない資産である人的資本を活用し資産効率を高めることから、資産効率を表す指標である ROA を用いて実証分析を行った。そこで、東証一部上場の製造業 878 社からファミリー企業 289 社を抽出し、ROA を被説明変数とする重回帰分析を行った。

分析の結果、ファミリー企業が非ファミリー企業に比べて ROA が高いことが示された。これにより、ファミリー企業は非ファミリー企業よりも競争優位があることが確認された。

しかし、本研究は課題を残している。本研究の分析では、人的資本を具体的な指標としてモデル式に盛り込むことはできておらず、ファミリー企業は人的資本が蓄積しやすいことで資産効率を上げているという直接的な因果関係が立証されたとは考えにくい。経営者や従業員の労働生産性を考慮するなどしてモデル式を発展的に改善する余地が残されている。

【参考文献】

- 今村明代(2017)『創業者一族の経営とコーポレート・ガバナンス』，中央経済社 pp.29
- 奥村昭博・加護野忠男(2016)『日本のファミリービジネス その永続性を探る』，中央経済社 pp.14-15
- 齋藤卓爾(2006)「ファミリー企業の利益率に関する実証研究」，季刊 企業と法創造「知的財産法制研究Ⅱ」7，pp.171-185
- 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
- 嶋田美奈(2009)「資源ベース論によるファミリー企業分析の課題」，商学研究科紀要 68，pp.15-27
- 東洋経済新聞社(2017)『会社四季報 2017年4集秋号』
- 宮川壽夫(2016)『企業価値の神秘』，中央経済社
- 宮島英昭(2008)『企業統治分析のフロンティア』，日本評論社，pp.143-144
- Jay.B.Barney (2001)「*Gaining and Sustaining Competitive Advantage, 2th ed.*」，New Jersey: Prentice Hall(岡田正大訳『企業戦略論(上)』ダイヤモンド社 2003, pp.242-245)
- Jensen,M.and W.Meckling (1976)「*Theory of the firm Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure.*」 Journal of Financial Economics 3，pp.305-360