

〔レフリー論文 研究ノート〕

わが国機械産業におけるオーナー系企業 —企業の成長要因—

澁澤 洋

Family-founded corporations of Japanese mechanical industry:
main growth factors of corporations

SHIBUSAWA, Hiroshi

企業の成長要因には、様々なものがあるが、本稿では成長要因としてオーナー系企業に着目した。経済が回復基調の出発点となった2002年度末時点における機械産業4業種（436社）について、オーナー系企業ではどのような特徴を有するのか、またオーナー系企業と非オーナー系企業とではその成長に差異があるのかについて実証分析を試みた。その結果、オーナー系企業においては、オーナーの持株比率が低い企業の方が、より高い成長性を示すことが観察された。また、機械産業全体では非オーナー系企業に比して、オーナー系企業の成長性が高いとは必ずしもいえないものの、オーナーの所有株式割合を一定の範囲に絞ってみると、オーナー系企業の成長性が高いことが分かった。これにより、オーナー系企業であること自体が高い成長を示すことにはならず、オーナー系企業において持株比率を低めに抑えることが、企業の成長要因の一つである可能性が確認された。

キーワード：企業の成長要因（growth factors of corporations）、オーナー系企業（family-founded corporations）、機械産業（mechanical industry）

1. はじめに

1.1 問題の所在

企業の成長要因については、経営者のコントロール不能な外部環境要因やコントロール可能な内部環境要因など、多種多様な成長要因が存在する。企業の内部環境からみた成長要因の一つに経営者の意思決定を司る経営機構（コーポレートガバナンス）がある。経営者の意思決定の巧拙によって成長性に差が出ると考えられる。オーナー系企業では、経営者の持株比率などによって成長性に差異が生じるのであろうか。本稿では、機械産業4業種（436社）を、オーナー系企業と非オーナー系企業とに分類し、オーナー系企業のオーナー持株比率によって、意思決定に差異が生じ、成長性に差がでるのか、また、そもそも機械産業4業種で

は、オーナー系企業と非オーナー系企業とでは、企業の成長に差が生じるのか、について分析を行った。その結果、オーナー系企業においては、持株比率が低い企業の方が、高い成長を遂げていることが観察された。さらに、オーナーの持株比率を一定の範囲に絞るとこの結果はさらに明確になった。また、オーナー系企業と非オーナー系企業を比較すると、その成長に顕著な差は認められないものの、オーナー系企業で、オーナーの持株比率を一定の範囲に絞ると、オーナーの持株比率の低い企業の方が高い成長を遂げていることが観察された。

1.2 構成

本稿では、まず2において、企業の成長性を計測するための財務指標および成長要因にはどのようなものがあるのか、そして長期的成長

要因で、かつ成長の原動力と考えられる経営者要因について、オーナー系企業と非オーナー系企業に区分して概観してゆく。**3**においては、オーナー系・非オーナー系企業と成長性に関する先行研究をレビューする。そして**4**において、本件で取り上げる機械産業4業種について、オーナー系・非オーナー系企業とで成長性に差異があるのか、またオーナー系企業ではどのような企業の成長性が高いのかについて実証研究を行う。そして**5**で、オーナー系企業では、持株比率が低い企業の方が成長性が高いという結論を示す。

2. 成長要因

2.1 成長性指標

企業の成長について、清水（1984）は、「多くの制約のもとで企業が長期にわたり規模拡大を図る過程」であるとし、その測定は、総合指標（成長性＋収益性＋従業員モラル＋柔軟性）によってなされるとしている¹⁾。

成長性指標に関する上記以外の先行研究をみると、花枝（2005）は、売上高、総資産、利益の伸びなどが一般的であるとしている²⁾。このような財務指標を成長性指標としている先行研究は多い。木下（2007）がまとめた先行研究で用いられる成長性指標は、表1のとおりであり、売上高、総資産、株主資本、従業員などである。一方 Penman（2001）は、売上高成長率、税引

後営業利益成長率、営業資産成長率、自己資本成長率の4つの年度間成長率（前年度比）が企業評価を行う上で重要な成長性指標であるとしている³⁾。そして、「過去の成長性だけが、将来の成長性の指標である」という⁴⁾。

上記をまとめると、主な成長指標として、1) 売上高成長率、2) 総資産成長率、3) 純資産成長率、4) 税引後営業利益成長率、5) 営業資産成長率⁵⁾、6) 従業員成長率の6つの成長指標が考えられる。そこで1960年度から2009年度までの間、全産業・全規模（および資本金10億円以上）の企業1社当たりの年平均成長率について、財務省『法人企業統計年報』を用いその記述統計を観察した（表2）。その結果、規模の如何にかかわらず、4) 税引後営業利益成長率は標準偏差が大きく、一時的要因と長期的要因の区別が難しい。また6) の従業員成長率は、全期間を通じてマイナスとなっており、今日までの日本経済の成長実績を勘案すると、本稿において成長性の分析を行う趣旨を異にする。さらに、5) 営業資産成長率は、総資産成長率の値に比較的近似していることから総資産で代替可能であると考えられる。以上から4) から6) は成長性指標として重複している、あるいは適当でない指標と判断し、本稿では、代表的な成長性指標として1)～3) の成長性指標のうち、最もよく用いられる1) 売上高成長率を中心として分析を進め、2) および3) に

表1 成長性指標に関する先行研究

先行研究	成長性指標
Greiner（1978）	従業員数、売上高
Penrose（1980）	生産のため使用される全資源の原価
清水（1983）	総資産、総資本、売上高、従業員などの伸び率、利益率、総資産利益率、売上高利益率、自己資本比率、負債比率、流動比率、当座比率、粗付加価値生産性、労働分配率、従業員モラル、柔軟性、社会的責任などの総合指標
Storey（1994）	従業員数
金原（1996）	売上高
Barney（2002）	財務資本、物的資本、人的資本、組織資本
中小企業白書（2003）	従業員、売上高
ものづくり白書（2005）	売上高
日経（2008）優良企業ランキング	従業員、総資産、株主資本

出所：木下（2007）、p.4. に筆者加筆。

表2 主な成長性指標の比較

1. 全規模・全産業（2009年度社数：2,771,912社）

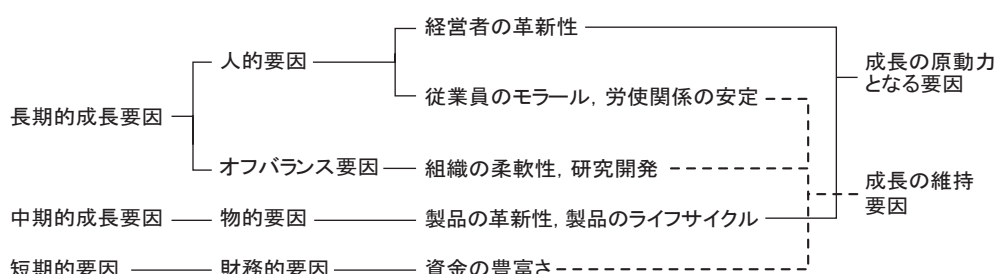
	売上高成長率	総資産成長率	純資産成長率	税引後営業利益成長率	営業資産成長率	従業員成長率
平均	3.79%	4.91%	5.99%	2.86%	4.49%	-1.25%
標準偏差	0.0799	0.0787	0.0766	0.1969	0.0798	0.0407
最小	-9.21%	-7.24%	-9.21%	-49.19%	-7.75%	-10.73%
最大	27.42%	38.97%	37.62%	46.66%	38.44%	12.27%

2. 資本金10億円以上・全産業（2009年度：5,456社）

	売上高成長率	総資産成長率	純資産成長率	税引後営業利益成長率	営業資産成長率	従業員成長率
平均	2.70%	3.23%	4.15%	1.51%	2.56%	-2.68%
標準偏差	0.0816	0.0507	0.0413	0.1702	0.0543	0.0300
最小	-12.38%	-5.83%	-3.16%	-50.27%	-6.56%	-8.33%
最大	26.46%	18.21%	11.90%	42.26%	19.14%	6.41%

(注) 1960～2009年度までの1社当たり成長率。

出所：財務省『法人企業統計年報』。



出所：石崎（1999），p.88。

図1 成長要因の分類

ついても言及することとした。ここにおいて、企業の成長とは、「売上高の増加を通じた規模拡大である」ということになる。売上の増加を通して付加価値も生まれ、またコストを制御することにより利益も増加し、それが蓄積あるいは再投資されて成長が持続（売上が増加）する。

2.2 成長要因

清水（1984）は、成長要因として、コーポレートガバナンスの中核をなす「経営者要因」の他、「組織要因」、「製品要因」、「財務要因」に分類して、過去の多くの先行研究を紹介している。石崎（1999）は、成長要因を短期・中期・長期と分類しつつ、成長の維持要因と成長の原動力となる要因に区分している。石崎（1999）の区分にしたがって、「オーナー系・非オーナー系経営者」を当てはめてみると、「経営者の革新性」と一番関連性が深い。長期的成長要因のう

ちの人的要因であって、成長の原動力となる要因であるということになる（図1）。本稿ではこのような性質を持った成長要因として、オーナー経営者が経営するオーナー系企業と一般の経営者が経営する非オーナー系企業の違いおよびその特徴を探るという観点に基づき分析を進めていく。

2.3 オーナー系企業および非オーナー系企業の経営者

2.3.1 オーナー系・非オーナー系企業の定義

Chandler（1990）は、以下のように1）個人企業、2）創業者企業もしくは同族支配企業、3）経営者企業の3つに分類し、1）から3）へ向けて発展して行くとしている。そしてイギリス経済衰退の原因について、規模の後進性・欠如、資本維持の失敗による同族企業の存在がその一因であるという。

- 1) 個人企業とは、大規模な経営階層の恩恵なしに管理される企業
- 2) 創業者企業もしくは同族支配企業（第一世代では創業者、後の世代では同族）とは、経営階層組織を組成するが、創業者もしくはその後継者が枢要な株主であり、かつ上級経営者である企業
- 3) 経営者企業とは、経営者が創業者や同族と何の関係も持たず、企業の株式持分もほとんどあるいは全く持たない企業

以上から本稿では、1) の個人企業は除き、2) の創業者企業もしくは同族支配企業（この中に同族企業、ファミリー企業を含む。）をオーナー系企業、3) の経営者企業を非オーナー系企業と定義する。

2.3.2 オーナー系・非オーナー系企業のイメージと意思決定構造

オーナー系・非オーナー系企業のイメージについて、倉科（2003）は、否定的なイメージとして、1) ワンマン・世襲経営で、社員は従順、企業風土は沈滞、2) コンプライアンス、コーポレートガバナンスに問題多い、3) 保守的、創造的取り組みに欠け、優良企業は少ない、などとしている。一方、肯定的なイメージとしては、1) 経営者自身が安定株主であり、リスク

を取ることができ、長期的コミットが可能で、中長期的価値を重視、2) オーナー一族に伝わるユニークな信条、商品、サービス、技術、ノウハウがあり、これらを企業にすり込ませるよう経営トップが努力している、などを挙げている。ただし、オーナー一族に高い倫理観があって、内紛がなく、社員は自由闊達にふるまえることが前提であるとしている⁶⁾。

また、オーナー系・非オーナー系企業は意思決定構造によって異なると考えられる。トップダウン型で意思決定を行うオーナー系企業の方が、意思決定が速く、ボトムアップ型の非オーナー系企業の意思決定のスピードは、コンセンサスに時間を要し、相対的に遅い。成長段階ではトップの強い信念や実行力に従い、スピード感のある意思決定によって成長を遂げていく。しかし、大企業になると、トップダウンで全ての事項を決定するのは不可能となり、経営層の相互依存意思決定構造が重要となってくる。

このように、オーナー系企業では、トップダウン型で意思決定が迅速、非オーナー系企業ではボトムアップ型で意思決定には慎重、と一般的に考えられる。このパターンをまとめたのが表3である。

また、最も重要な意思決定事項である投資以外の意思決定事項としては、新規事業の採用

表3 オーナー系・非オーナー系企業のコーポレートガバナンス構造の相違

パターン		経営スタイル トップ ボトム ダウン アップ		意思決定の スピード	リスク	採用企業	特 徴
オーナー系 企業	社長一任	◎		◎	トップの一つの分析・判断ミスが全体の命取り	市場競争の激化に神経をとがらせている会社	トップダウン的傾向にあるが、組織のフラット化で柔軟でスピーディな運営
	少数合意	○		◎	「くすぶり」が全体へ悪影響	技術開発競争にしのぎを削る企業	意思決定スピードを速めるために合意を得ないで意思決定をしてしまう。かえって組織の階層化、硬直化を招く
非オーナー系 企業	全会一致		○		時間がかかる／妥協の産物に陥る	既存事業のシェア拡大が重要で、当分は新規事業開発の必要のない企業	トップは短期的に新商品の目標を達成できる体制づくりに努める
	役員提案承認		◎	○	コントロールを失ってしまう	既存事業が堅調に推移。新規事業の模索、多角化を目指す企業	大幅な権限移譲があるが、責任も重い

(注) ◎：よく当てはまる、○：当てはまる

出所：清水（2000）に筆者加筆。

表4 日米のオーナー系企業と非オーナー系企業の成長性比較

売上高成長率	オーナー系 企業 A	非オーナー系 企業 B	A-B	備 考	出 典
米 国	14.02%	9.35%	4.67%	S&P500 社のうち銀行と公益企業を除く 403 社 (1992 ~ 2002 年)	Lee (2006.6)
	4.58%	1.88%	2.70%	同上 (2000 ~ 2002 年)	
日 本	非オーナー系企業の方が若干高かった。			東証 1.2 部上場企業 (1,532 社) の 2000 ~ 2005 年度間	日経ベンチャー編集部

出所：日経ベンチャー (2007), pp.20-47。

(事業の切り捨て)、人事の抜擢、ポストの新増設 (削減)、事業・経費予算配分などが考えられる。堀内・野田 (2008) は、非上場の 1,702 社からのアンケートの質問「オーナー企業の優位性に関する認識」の回答として、「迅速な意思決定ができる」の他に、「より長期に立った経営ができる」、「トップの責任で大きなリスクをとることができる」、「経営方針の一貫性が保たれる」、「年功序列等にこだわらず思い切った人事ができる」などをあげている。

さらに、経営史的観点から、橘川 (2007) は、バブル崩壊後の日本で長期的視野に立つて必要な投資を的確に行ったのはオーナー系企業であるとしている。これに対し、森川 (1996) は、オーナー系企業と非オーナー系企業とを比較して、どちらが成長の推進力が大きかったかは断じ得ない。オーナー系企業も、やがて成長して非オーナー系企業になり、非オーナー系企業では、経営者交代もスムーズであり、非オーナー系企業の発展的な優位性を説いている。

以上のような視点を踏まえ、本稿では、オーナー系企業と非オーナー系企業とではその成長性に差が生じるのか、また、オーナー系企業の特徴について分析を行うこととする。

3. オーナー系・非オーナー系企業と成長性に関する先行研究

3.1 オーナー系企業と成長性

Leech and Leahy (1991) は、1980 年代の英国製造業 470 社について分析を行い、オーナー系企業 (5%, 10%, 20% など持株比率により区分) は、非オーナー系企業に比して成長性が

高い、と分析している。

また、Weber (2003) は 1992 ~ 2002 年の S&P500 社について分析を行い、オーナー系企業 (CEO が創業家のメンバー) は、業界平均に比べ、売上高成長率で 23.4% 対 10.8% となっており、オーナー系企業の成長性が高いと分析している。

さらに Forbes (1995) は、米国株式公開会社上位 800 社について分析を行い、オーナー系企業 (創業家が、経営幹部あるいは大株主として取締役会に参加している企業) は、業界平均に比べ売上高成長率で 15% 上回る、と分析している。

日経ベンチャー (2007) は、表 4 のとおり、売上高成長率でみると、米国企業についてはオーナー系企業 (創業家が、経営幹部あるいは大株主として取締役会に参加している企業) の成長性が高いものの、日本では、逆に非オーナー系企業の成長性が高いとしている。

3.2 オーナー系企業と企業のパフォーマンス

成長性指標ではないが、オーナー系企業のパフォーマンスに関する先行研究を概観する。

Anderson and Reeb (2003) は、S&P500 社でみるとオーナー系企業 (ファミリー族が株式を所有) は全体の 35% (141 社 / 403 社) であり、オーナー系経営者はより視野の広い総体的に長期的な投資計画を選択するため、オーナー系企業が非オーナー系企業に比して良好な経営パフォーマンスを示すという。特に一族の持株比率が 27.6 ~ 31.0% を超える場合に、非オーナー系企業に比して、トービンの Q や

ROA がより高まるとしている。

Villalonga and Amit (2006) は、所有と経営が一致し、オーナー系企業（創業家一族が取締役であるか少なくとも 5% 以上の株式を所有していること）のパフォーマンスは非オーナー系企業より高くなる。また、「エントレンチメント効果」（外部の規律づけが弱いので、経営者が自己の利益を追求する余地）が生じるという。

斎藤（2006）は、日本の上場企業の約 3 割はオーナー一族によって所有・経営され、オーナー系企業（定義は 4.2.1 参照）の利益率は、非オーナー系企業より高いと分析している。

4. わが国機械産業におけるオーナー系企業と成長性に関する実証研究

4.1 仮説の設定

オーナー系企業の成長性の特性およびオーナー系企業と非オーナー系企業との比較に関して仮説を設定する。

オーナー系企業は、所有と経営が十分には分離しておらず、トップダウンでビジネスチャンスを実確にとらえ、迅速かつ的確な意思決定が行われると考えられる。このため、経営トップの迅速かつ適切な意思決定に基づき経営が円滑に行われ、高い成長性が期待できる（表 3）。しかしながら、手嶋（2000）や Villalonga and Amit (2006) によれば、オーナー一族の持株比率が高くなると、オーナーの独断による弊害の方が大きくなり（エントレンチメント効果）、パフォーマンスが低下するという。したがって、オーナーの持株比率によっても成長率が異なり、単なるリニアな関係ではないことが予想される。わが国ではこのような観点からの実証研究はいまだ十分でないように見受けられた。

以上から仮説 1 を以下の通り設定した。

仮説 1 オーナー系企業では、オーナーの持株比率が高まるにつれて、成長性は低くなる。

次に、オーナー系企業が非オーナー系企業に比べて高い成長性を示していることは、アメリカをはじめ諸外国の先行研究で示されている。前述の Anderson and Reeb (2003) では、オーナー一族が CEO となっている場合、オーナー一族は事業をよりよく理解し、財産管理人 (STEWARDS) のようにオーナー系企業をみているためとしている。そしてオーナーの意思決定によって、経営と所有の安定性が増し、意思決定の熟練度、従業員との密接な関係、長期的に安定した経営と所有の下、ファミリー企業が従業員のことをより理解し、サポートし、従業員のロイヤリティを得ることもできるとしている。このようなことがわが国企業にも当てはまるのか。わが国では、パフォーマンスについては、オーナー系企業の方が高いパフォーマンスを示しているとする先行研究はみられるが、成長性については、オーナー系企業の方が非オーナー系に比して低いとした先行研究（前述の日経ベンチャー（2007））がみられた。果たしてわが国企業では、諸外国と同様に、オーナー系企業の成長率は非オーナー系企業に比して高いのであろうか。筆者が見た限りでは、この点についてわが国では十分な研究がなされていないように見受けられた。

わが国の機械産業全体についても、諸外国と同様、オーナー系企業と非オーナー系企業とに分けてその成長性の比較を行ってみると、その意思決定の迅速さなどからオーナー系企業の方が高い成長を遂げているものと考えられる。

以上から仮説 2 を以下の通りとした。

仮説 2 オーナー系企業と非オーナー系企業では、オーナー系企業の方が成長性は高い。

4.2 検証方法

まず機械産業 4 業種全体について、オーナー系企業と非オーナー系企業に区分し、成長性指標（売上高成長率）を被説明変数、関連指標を説明変数として重回帰分析を行う。これについ

て、さらにオーナーの持株割合を細分化して同様の分析を行う。

次に機械産業をオーナー系企業と非オーナー系企業に分けて成長性指標および関連指標について差の検定を行う。

4.2.1 オーナー系と非オーナー系区分

先行研究によるオーナー系、非オーナー系企業の定義をみる。「オーナー系」の区分を比較的厳しく行っているものとして、上野・吉村・加護野（1999）は、「金融機関以外の事業法人の中で最大の持株比率を持つ1事業法人の持株比率が、間接所有を含め20%未満であり、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が10%超の企業」としている。一方、比較的緩めの定義としては、岡室・ユバナ・沈（2008）の「創業者一族が上位10人の大株主に含まれる企業」というものであり、この中間として、斎藤（2006）の「創業者一族による持株比率が5%以上でかつ一族出身者が社長もしくは会長を務めている企業」ということになる。

ここでは、以上を踏まえ、オーナー系企業とは、「社長または会長（有価証券報告書「役員状況」に社長・会長より前に記載されている取締役相談役を含む。）と同姓の一族（含む同姓の財団法人、有限会社、不動産会社を含む）が十大株主に入っている企業であって、かつ金融機関以外の事業法人の中で最大の持株比率を持つ事業法人の持株比率が、間接比率を含めて、特別決議を拒否できる持株率である33.3%未満の企業」とした⁷⁾。

4.2.2 サンプルデータ

（株）日本政策投資銀行の財務データベースから、連結決算ベースで2000～2007年度の8年間の財務データが存在する企業（東証1部、2部上場企業）のうち、一般機械、電気機械、輸送用機械、精密機械の4業種合計436社を抽出した。

機械産業を分析対象としたのは、わが国の主力産業であり、かつ輸出産業であって国際競争にもさらされている産業であるためである。

基本的に2002年度末のデータを使用し、成長率としては2002～2007年度6年度間の売上高成長率の年平均伸び率を観察した。2002年度末としたのは、2003年4月に商法改正（委員会設置会社の導入など）もあり、コーポレートガバナンスの議論が盛んになった時期であることによる。またその後、リーマン・ショック（2008年9月～）前の2007年度までは、比較的経済が安定成長していた時期である。

オーナー系企業については、2007年度までオーナー系であり続けた企業であるか否かをチェックした。2007年度時点で、4.2.1の定義に従いオーナー系企業で無くなった企業はオーナー系企業に分類しなかった。この結果、サンプル企業数は表5のとおりとなった。

さらに、オーナー系企業についてオーナーの持株比率別に社数を見ると表6のとおりであり、10%未満で半数を占め、50%以上の会社は1社しかない。

また資本金規模別では、表7のとおりであり、資本金50億円以上の企業がオーナー系企業では約半数、非オーナー系企業では2/3を占

表5 サンプル企業のオーナー系・非オーナー系企業数

（単位：社）

	オーナー系 (A)	非オーナー系	計 (B)	(A) / (B)
一般機械	40	102	142	28.2%
電気機械	54	110	164	32.9%
輸送用機械	18	82	100	18.0%
精密機械	5	25	30	16.7%
計	117	319	436	26.8%

表6 オーナー系企業のオーナー持株比率別社数

オーナー一族持株比率	社数
50%以上	1
40%以上 50%未満	8
30%以上 40%未満	8
20%以上 30%未満	14
10%以上 20%未満	26
5%以上 10%未満	27
5%未満	33
合 計	117

表7 資本金規模別オーナー系・非オーナー系企業数

(単位:社)

資本金額	オーナー系	非オーナー系	合計
50億円以上	57	210	267
40億円以上 50億円未満	9	22	31
30億円以上 40億円未満	11	21	32
20億円以上 30億円未満	17	23	40
10億円以上 20億円未満	16	33	49
10億円未満	7	10	17
合 計	117	319	436

表8 被説明変数・説明変数の定義と出所

変 数		定 義	出 所
成長関連指標			
売上高成長率	GS	個別企業（連結ベース）の2002～2007年度の年平均成長率	日本政策投資銀行 企業財務データバンク
株式所有構造			
オーナー一族持株比率	FAO	2002年度末の10大株主の一族持株比率（一族と同名の親族持株、財団法人、有限会社、不動産会社を含む）。最大事業法人の持株比率33.3%未満	会社四季報
外国人持株比率	FGA	2002年度末の外国人持株比率	〃
役員属性			
社長年齢	PAG	2002年度末の年齢（対数）	役員四季報
役員平均年齢	EXA	〃	〃
役員平均勤続年数	ELS	2002年度末（対数）	〃
企業特性			
創業年	EAG	2002年度末における創業からの年数（対数）	会社四季報
上場年	LAG	2002年度末における上場からの年数（対数）	〃
資本金	CAS	2002年度末	〃
従業員	EMN	〃	〃
5年平均ROA	ROA	個別企業（連結ベース）の2002～2007年度の年平均ROA（営業利益／前期末・当期末平均総資産）	日本政策投資銀行 企業財務データバンク
5年平均負債比率	DER	個別企業（連結ベース）の2002～2007年度の年平均負債比率	〃

めた。資本金10億円未満の企業はオーナー系で6%程度であり、また非オーナー系企業では3%程度であった。最低資本金はオーナー系企業で532百万円、非オーナー系企業で500百万円であった。

4.3 被説明変数、説明変数および推計式

4.3.1 被説明変数と説明変数

被説明変数と説明変数についての定義は、表8のとおりである⁸⁾。

説明変数および主なコントロール変数についてコメントすれば以下のとおり。

(1) オーナー一族の持株比率

経営者の持株比率と企業価値について、経営者株主と外部株主とは、持株比率が一定割合までは利害が一致（アライメント効果）するが、それ以上になると経営者の規律が緩み（エントレンチメント効果）、非単調な関係になることが予想される（手嶋（2000）、Villalonga and Amit（2006））。このことは成長性指標についても当てはまると考えられる。したがって、オーナー系企業であること自体が必ずしも成長にプラスになるというわけではなく、オーナー系企業において持株比率を一定の範囲内に収めることが成長にとって重要と考えられる。

(2) コントロール変数

- ① 社長の年齢（年）の若い企業の業績は、優れているとする先行研究がある（岡本他（2001）、岡本他（2009））。
- ② 役員在任期間（年）が長い企業の業績は優れているとする先行研究がある（岡本他（2001））。
- ③ 外国人持株比率（％）が高いと経営層と株主間に緊張関係が生じ、業績向上に繋るとする先行研究がある（米澤・宮崎（1996））。
- ④ 負債比率について、負債の存在は、経営者に規律を与えるといわれている（Jensen（1986））。

以上の変数は、成長性にも影響を与えると考えられる。

なお、基本統計量は表9のとおりであるが、このうち役員属性（社長年齢、役員年齢、役員勤続年数）、創業年からの年数、上場年からの年数について、分析の際はいずれも対数値を用いている。

4.3.2 推計式

表8の変数の中から規模指標（資本金（CAS）、従業員数（EMN））および相関関係（表10参照）の強い指標（役員平均年齢（EXA）、創業年（EAG）、上場年（LAG））を除いた以下の推計式⁹⁾とした。これら除いた指標はt検定にのみ活用した。

$$GS = \alpha_0 + \alpha_1 FAO + \alpha_2 FGA + \alpha_3 PAG + \alpha_4 ELS + \alpha_5 ROA + \alpha_6 DER$$

表9 基本統計量

	平均値	標準偏差	最小値	最大値
成長関連指標				
売上高成長率	0.075	0.062	-0.149	0.297
株式所有構造				
オーナー一族持株比率	0.039	0.094	0.000	0.501
外国新持株比率	0.075	0.106	0.000	0.652
役員属性				
社長年齢	60.4	6.5	39.0	87.0
役員平均年齢	59.9	2.7	52.1	70.5
役員平均勤続年数	7.0	3.4	0.9	17.8
企業特性				
創業年	1945.2	15.0	1889	2000
上場年	1969.0	15.9	1949	2002
資本金（百万円）	23,076	58,052	500	605,814
従業員（人）	10,325	31,905	94	339,572
5年平均ROA	0.064	0.043	-0.149	0.235
5年平均負債比率	1.862	2.778	0.078	30.647

表10 説明変数・被説明変数間の相関

	オーナー一族持株比率	外国人持株比率	社長年齢（対数）	勤続年数（対数）	5年平均ROA	5年平均負債比率	売上高成長率
オーナー一族持株比率	1						
外国人持株比率	-0.0051	1					
社長年齢（対数）	-0.0891	-0.1182	1				
勤続年数（対数）	0.3810	0.0823	-0.0836	1			
5年平均ROA	0.1274	0.1628	-0.1320	0.1060	1		
5年平均負債比率	-0.1018	-0.0813	0.0568	-0.1997	-0.2971	1	
売上高成長率	-0.0298	0.0462	-0.0998	0.1180	0.4193	-0.1946	1

4.4 検証結果

4.4.1 重回帰分析結果

(1) 機械4業種全体 (表11①, ②, 表12)

オーナー一族の持株比率が低いことについて、有意水準1%で統計上有意となった他、役員勤続年数が長いことについても、有意水準5%で統計上有意となった。また、5年間平均のROAが高いことについても有意水準1%で統計上有意となった。

(2) オーナー系企業と非オーナー系企業とに分けた場合

オーナー系企業と非オーナー系企業とに分けて重回帰分析を行った結果、オーナー系企業については、以下のようなことが分かった。

1) オーナー系企業の一族の持株比率が低い

ことについては、有意水準1%で統計上有意となった。持株比率を区分して分析した結果、5～30%の範囲に限った場合¹⁰⁾、オーナー持株が低いことについて、有意水準1%で統計上有意な結果となった。持株比率を30%以上あるいは5%未満の持株比率に限った場合には、逆に有意な結果は得られなかった。

2) ROAについては、持株比率を30%以上に限った場合に統計上有意な結果を得られなかったが、それ以外の区分ではいずれも統計上有意な結果が得られた。30%以上では経営者の規律の緩み（エントレンチメント効果）が生じている可能性がある。

3) 社長年齢については、オーナー系企業の場合、有意水準10%ながら統計上有意と

表11 重回帰分析結果

① 機械4業種全体

	(n = 436)
	売上高成長率
オーナー一族持株比率 t 値	-0.0905 -2.8913 ***
外国人持株比率 t 値	-0.0243 -0.9324
社長年齢 (対数) t 値	-0.028 -1.1441
役員勤続年数 (対数) t 値	0.0135 2.3731 **
5年平均ROA t 値	0.5937 8.7864 ***
5年平均負債比率 t 値	-0.0015 -1.4401
定数項	0.1355
Adj.R ²	0.192
F 値	18.229 ***

② 同オーナー系・非オーナー系別

	オーナー系 (n = 117)	非オーナー系 (n = 319)
	売上高成長率	
オーナー一族持株比率 t 値	-0.1089 -2.8941 ***	
外国人持株比率 t 値	-0.0321 -0.6284	-0.0227 -0.7417
社長年齢 (対数) t 値	-0.0557 -1.7790 *	0.01846 0.499
役員勤続年数 (対数) t 値	-0.0098 -0.6569	0.0148 2.1172 **
5年平均ROA t 値	0.4957 4.2028 ***	0.6645 8.0518 ***
5年平均負債比率 t 値	0.0004 0.1588	0.0017 -1.5074
定数項	0.3126	-0.0625
Adj.R ²	0.1623	0.2084
F 値	4.7463 ***	17.7412 ***

(注1) ***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを示している。

(注2) いずれの値も、VIF < 10, トレランス > 0.1であり多重共線性は認められなかった。

表 12 オーナー系企業の一族持株比率別の重回帰分析結果

オーナー一族持株比率	オーナー系全体 (n = 117) (再掲)	30%以上 (n = 17)	5%以上 30%未満 (n = 67)	5%未満 (n = 33)
オーナー一族持株比率 t 値	-0.1089 -2.8941 ***	0.0125 0.0446 —	-0.2602 -2.9733 ***	-0.2704 -0.3315 —
外国人持株比率 t 値	-0.0321 -0.6284 —	-0.363 -2.1985 *	0.0077 0.0902 —	-0.0295 -0.2914 —
社長年齢 (対数) t 値	-0.0557 -1.7790 *	-0.2713 -1.7455 —	-0.0445 -0.965 —	-0.0822 -1.3765 —
役員勤続年数 (対数) t 値	-0.0098 -0.6569 —	-0.0792 -0.867 —	-0.0142 -0.7092 —	0.0035 0.147 —
5年平均 ROA t 値	0.4957 4.2028 ***	-0.5671 -0.9805 —	0.5408 3.5977 ***	0.6661 2.1322 **
5年平均負債比率 t 値	0.0004 0.1588 —	-0.032 -0.8784 —	-0.0013 -0.2741 —	0.0036 1.0898 —
定数項	0.3126	1.4503	0.2984	0.3683
Adj.R ²	0.1623	0.0148	0.2612	—
F 値	4.7463 ***	1.04 —	4.8896 ***	0.8908 —

(注 1) ***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10%水準で有意であることを示している。

(注 2) いずれの値も、VIF < 10, トレランス > 0.1 であり多重共線性は認められなかった。

なった。すなわち、社長の年齢が若い方が、成長性が高いという結果が得られた。オーナー系企業の積極的姿勢が影響していることが考えられる。

- 4) 役員勤続年数については、非オーナー系企業において有意水準 5%で統計上有意となった。非オーナー系企業において、役員の勤続年数が長い企業の方が、成長性が高いという結果となった。役員の慎重な判断が成長性に影響を与えていると考えられる。

なお、資本金規模別に分析した結果¹¹⁾、資本金規模 30 億円以上の大企業では、全体と同じような結果が得られたが、30 億円未満の比較的小規模の企業では、オーナー系企業の一族の持株比率が低いことについて統計上有意な結果は得られなかった。この結果、オーナー系企

業では、ある程度成功を取めた企業について持株比率を低めていくことが有効であるものと考えられる。

また、業種別に見た結果、業種別全体では統計上有意な結果が得られなかったが、持株比率を 5～30%に限った場合には、電気機械において、全体と同様の傾向が観察され、オーナー持株が低いことについて、有意水準 5%で統計上有意な結果となった。電気機械で 5～30%に限った場合に、オーナー持株比率を低下させながら成長していることが分かった。

4.4.2 オーナー系・非オーナー系企業の t 検定 (両側) 結果

海外の先行研究と異なり、オーナー系企業と非オーナー系企業とでは、成長性指標 (売上高成長率) や資産効率・収益性指標 (ROA) に

表 13 オーナー系・非オーナー系企業の t 検定結果

① オーナー系企業全体

	オーナー系 全体 平均	非オーナー系 全体 平均	t 検定
データ数	117	319	
成長関連指標 売上高成長率	0.080	0.074	1.0329
株式所有構造 オーナー一族持株比率	0.145	—	
外国人持株比率	0.072	0.077	-0.4540
役員属性 社長年齢	59.8	60.6	-1.4242
役員平均年齢	60.1	59.9	0.5279
役員平均勤続年数	10.2	5.8	15.2806 ***
企業特性 創業年	1953.2	1942.3	6.1921 ***
上場年	1981.3	1964.5	8.9386 ***
資本金（百万円）	8,942	28,260	-4.949 ***
従業員（人）	3,058	12,990	-4.642 ***
5年平均 ROA	0.070	0.062	1.648
5年平均負債比率	1.374	2.041	-2.5856 ***

② 持株比率 5～30% までのオーナー系企業

	オーナー系 (持株比率 5～30%) 平均	非オーナー系 全体 平均	t 検定
データ数	67	319	
成長関連指標 売上高成長率	0.088	0.074	1.7872 *
株式所有構造 オーナー一族持株比率	0.135	—	
外国人持株比率	0.068	0.077	-0.7029
役員属性 社長年齢	59.1	60.6	-1.7717 *
役員平均年齢	59.8	59.9	-0.1974
役員平均勤続年数	10.3	5.8	13.3712 ***
企業特性 創業年	1954.0	1942.3	5.6279 ***
上場年	1983.6	1964.5	8.5202 ***
資本金（百万円）	7,720	28,260	-5.315 ***
従業員（人）	3,251	12,990	-4.295 ***
5年平均 ROA	0.072	0.062	1.5623
5年平均負債比率	1.270	2.041	-3.0272 ***

(注) ***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10% 水準で有意であることを示している。

については、平均値ではオーナー系企業の方が高かったものの、差の検定では有意な結果は観測されなかった（表 13 ①）。

ただし、オーナー一族の持株比率を、5～30%の範囲に限ってみると、オーナー系企業の方が成長性が高いこと、および社長年齢が若いことについて、統計上有意な結果となった。なお、オーナー一族の持株比率について、5%未満や30%以上については区分してみたが、成長性に関して統計上有意な結果は得られなかった（表 13 ②）。

なお、2.1 に従い、被説明変数の売上高成長

率を総資産成長率や純資産成長率に代えて、同様に差の検定を試みたが、統計上有意な結果は観察されなかった。さらにこの2つの成長率に関してオーナーの持株比率を5～30%などの範囲に限って、同じような検定を試みたが、売上高成長率のように統計上有意な差異は観察されなかった。

その他、統計上有意な差異が観察されたものは、以下のとおりである。

- 1) オーナー系企業の方が、社歴が浅く、上場からの経過年数も短い。これは、オーナー系企業は、やがて成長して非オーナー系企

表 14 資本金規模別のオーナー系・非オーナー系企業の成長率の t 検定結果

	オーナー系		非オーナー系		t 検定
	社 数	売上高成長率	社 数	売上高成長率	
全 体	117	8.03%	319	7.37%	1.0329
資本金 30 億円以上	77	8.18%	253	7.28%	1.0791
資本金 30 億円未満	40	7.74%	66	7.70%	0.0404
資本金 20 億円未満	23	7.22%	43	7.52%	-0.2149
資本金 10 億円未満	7	5.03%	10	5.56%	-0.1879

業になっていくためと考えられる。

2) オーナー系企業の方が、企業規模（資本金、従業員）が小さい。これも成長の過程において非オーナー系企業へ変化していくことが予想される。

3) オーナー系企業の方が、役員勤続年数は長い。オーナー系企業ではオーナーを含め非オーナー系企業に比して、役員の交代が少ないためと考えられる。

さらに企業規模によって成長に差異がみられるかどうかについて、資本金規模別に、オーナー系企業と非オーナー系企業とに分けて売上高成長率（平均）を比較した結果は、表 14 のとおりとなった。統計上有意な結果とはならなかったものの、オーナー系企業では、資本金が 30 億円以上の大企業の場合、非オーナー系企業に比して高い成長性を維持していることが分かった。一方、資本金規模の比較的小さい企業では、非オーナー系企業の成長率の方が高いことが分かった。

4.4.3 仮説の検証

(1) 仮説 1

機械産業全体では、オーナー族の持株比率が低い企業の方が、成長性が高いことが観察され、オーナー系企業に限っても同様の結果となった。さらに持株比率を 5～30% の範囲に設定した場合、統計上一層有意な水準となった。以上から、オーナー株主と外部株主とは、持株比率が一定割合（本稿の場合 30%）までは利害が一致（アライメント効果）するが、それ以上になると経営者の規律が緩む（エントレンチ

メント効果）とする先行研究と同様の結果となり、オーナー族の持株比率が高まるにつれ、成長性は低くなるとする仮説 1 について支持された。このことは、先行研究でオーナーの持株比率が高すぎるとエントレンチメント効果が生じるとする先行研究と符合するものである。

(2) 仮説 2

差の検定によって、機械産業全体について、オーナー系企業と非オーナー系企業を比べると、オーナー系企業の方が成長性が高いことは確認できなかった。しかし、オーナー族の持株比率を、5～30% の範囲に限ってみると、オーナー系企業の方が非オーナー系企業に比して成長性が高いことが観測された。このことから、持株比率を一定の範囲に限った場合について、オーナー系企業の方が、非オーナー系企業に比して成長性が高いとする仮説 2 は支持された。オーナー系企業は、「迅速な意思決定」や目先の小さい損益に惑わされず「より長期に立った経営判断」、「トップの責任で大きなリスクをとる」、「経営方針の一貫性」、「年功序列等にこだわらない思い切った人事」などによって成長性を確保しているものと考えられる。

以上の検証結果を図示すれば、図 2 のとおり。

5. 結 論

本稿では、企業の成長要因を探ることは重要であり意義があると考え、成長要因としてオーナー系企業に着目した。日本の上場企業の機械産業 4 業種 436 社を、オーナー系企業と非オーナー系企業に分類し、オーナー系企業は、その

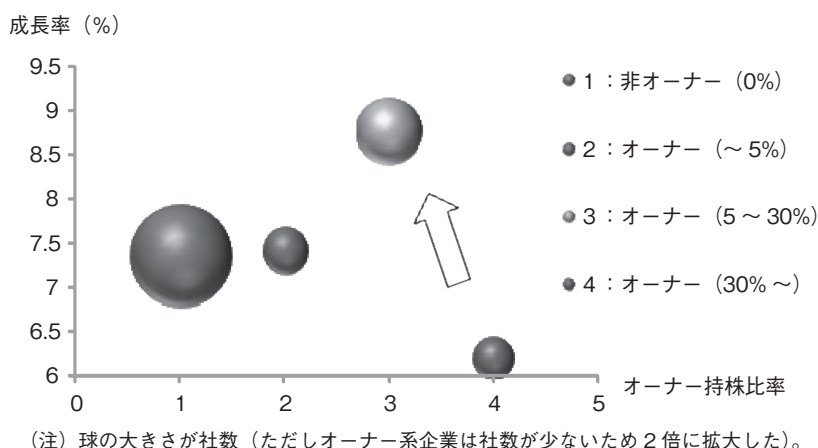


図2 非オーナー系企業と持株比率別オーナー系企業の成長率

持株比率によって差異が生じるのか、またオーナー系企業と非オーナー系企業ではどちらの企業群の成長性が高いのかについて、財務データをベースとして分析を試みた。その結果、オーナーの持株比率が低い企業の方が高い成長を遂げていることが観察された。このことはオーナーの持株比率を一定範囲（5～30%）に限ってみると、統計上より有意な結果として表れた。以上から、オーナー系企業においては持株比率を低めに抑えておくことが成長要因の一つである可能性が確認された¹²⁾。また、オーナー系企業は、非オーナー系企業に比して必ずしも成長性が高いとはいえなかったものの、オーナーの持株比率を一定範囲（5～30%）に限ってみると、オーナー系企業の方が、成長性が高いことが実証された。

オーナー系企業においては、オーナーの持株比率を一定程度（5%）まで下げることによって、意思決定の迅速性などオーナー系企業としての優位性を確保したまま、資金調達やガバナンスなどの強化を図ることができるものと考えられる。

本稿の貢献は、2002年度以降の経営者情報と連結決算データを用いて、①成長要因としてオーナー経営者を取り上げ、オーナー系企業において持株比率を低めに抑えている企業の方

が、高い成長性を確保していること、②オーナー系企業と非オーナー系企業の比較では、オーナー系企業の持株比率を一定の範囲に絞ってみると、オーナー系企業の方が成長性が高いこと、の2点を確認したことにある。

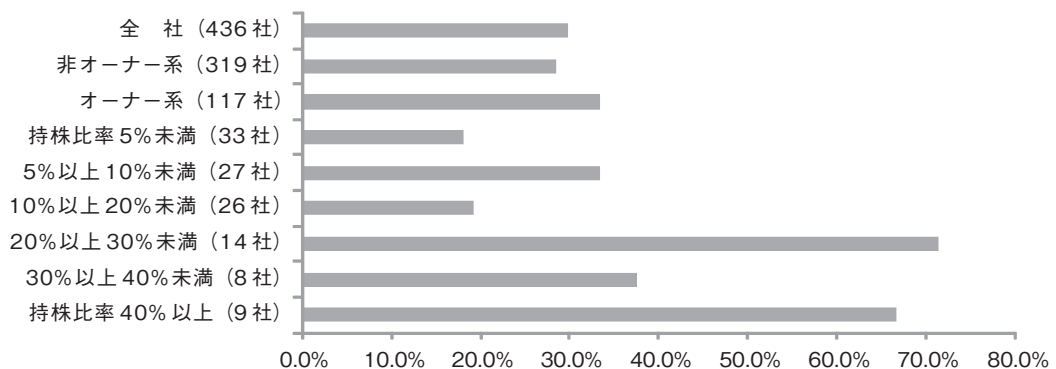
なお、今後の課題として、今回の分析結果を踏まえ、①機械産業4業種の分析のみならず、製造業全体にわたる分析、②今回は2002年度末時点の分析のみであったが、1990年代との業種を含めた実質値による比較分析、③オーナー系企業の方が市場環境（含む・製品のライフサイクル）を見極め、成長性の高い市場分野により迅速（成熟期の市場には正確性が必要かもしれない）に投資を行っているか、またそのための資金調達（増資¹³⁾・借入）を的確に行っているかなどについて、さらに分析を深化させていきたい。

注

- 1) 清水（1984），p.23。
- 2) 花枝（2005），p.200。
- 3) Penman（2001），p.287。
- 4) 同書，p.383。
- 5) 総資産から固定資産のうちの「投資その他」を除いたもの。
- 6) 世界中の同族企業の優位性を説いたものに Miller and Isabel Le Breton-miller（2005）（斉藤

訳（2005））がある。

- 7) 倉科（2003）, p.131. によれば、日本の多くのファミリー企業の持株比率は3～5%程度であるのに比して、米国、欧州、韓国では30～40%、華僑が支配するアジアの企業では、上場後でも過半数の株式を支配している企業が多いという。
- 8) 変数の選定については、Anderson and Reeb（2003）および斎藤（2006）などを参考にした。
- 9) 説明変数は探索的に決定したが、その際参考にしたのは、Anderson and Reeb（2003）や斎藤（2006）などの論文の推計式をベースとしている。それらの論文ではROAが被説明変数であり、説明変数には、①創業者一族の持株比率、②創業年、③負債比率などが含まれている。本稿では上記に加え、④経営者としての規律を維持し、成長を持続するために外国人持株比率、⑤経営者の特徴として、社長の年齢が若い方がより積極的な意思決定が可能と考えられることから、社長の年齢、⑥役員としての勤続年数が長い方が、経験則上より安定したまたは正確な意思決定が可能で、成長に寄与すると考えられると推測されることから、役員勤続年数を、⑦収益性・資本の効率性の観点からROAをそれぞれ説明変数に加えた（なお、②創業年は他の変数と相関関係が強かったため最終的には外している）。
- 10) ここではまず最初に、四分位法を採用して、オーナー系企業117社を30社単位に分けて分析を行ったが、統計上有意味な結果は得られなかった。そこで、多くの先行研究で区分として用いられている「持株比率5%」を一つの区分として採用し、分析を行った。次に上限の区分として、先行研究にある50%以上の会社は1社しかないため、30%で区分した。30%としたのは、Anderson and Reeb（2003）では、30%前後が大きな変曲点（inflection）だとしていること、および会社法上の特別決議を否決できるポイント（3分の1）に近い点でもあることから30%を区分として採用した。このようにして5～30%の範囲を決定した。
- 11) 資本金規模別に比較する場合、中小企業（中小企業基本法の定義では、製造業の場合、資本金3億円以下の会社並びに従業員300人以下の企業）、または中堅企業（一般的には資本金10億円以下）と大企業との比較とすべきであるが、表7のとおり、オーナー系企業でも最低資本金は5億円以上であり、資本金10億円未満に限ってもわずか7社しかないため、資本金20億円未満（23社）、30億円未満の企業（40社）と30億円以上の大企業（77社）とに分けて分析を行った。
- 12) 高い成長性が期待できる企業では、旺盛な資金需要があり、これに対応した増資により外部（含む・非オーナー系）株主の比率が高まった、あるいは高株価を評価して外部株主の持株比率が高まったという道筋も考えられる。
- 13) 増資については2002～2007年の間に5億円以上の増資が実施されたのは、436社中130社であった。オーナー持株比率が高いオーナー系企業の方が、非オーナー系企業や低い持株比率のオーナー系企業に比して、より果敢に増資の意思決定を行っていることが推測された（図3参照）。



（注）2002～2007年間の累計増資額5億円以上の企業数が、全企業数に占める割合。

図3 非オーナー系・持株比率別オーナー系企業別の増資を行った企業の割合

参考文献

- Anderson, R.C., Reeb (2003), "Founding-Family Owner and Firm Performance Evidence from the S&P 500", *Journal of Finance*, vol.58, pp.1301-1328.
- Chandler, Jr.A.D. (1990), *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press (安部悦生・川辺信雄・工藤章他訳 (1993)『スケール・アンド・スコープ 経営力発展の国際比較』有斐閣).
- Forbes (1995), May.22.
- Jensen, M.C. (1986), "Agency Cost of Free Cash Flow Corporate Finance and Takeover", *The American Economic Review*, vol.76, pp.323-329.
- Lee, J. (2006), "Family Firm Performance: Further Evidence", *Family Business Review*, vol.19, pp.103-114.
- Leech D. and J.Leahy (1991), "Ownership Structure, Control Type Classification and the Performance of Large British Companies", *Economic Journal*, vol.101, No.409, pp.1418-1437.
- Miller, D. and Isabel Le Breton-miller (2005), *Managing For The Long Run*, Cambridge, Mass.: Harvard Business School Press (斉藤裕一訳 (2005)『同族経営はなぜ強いのか?』ランダムハウス講談社).
- Penman, S. (2001), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, New York, NY.: The McGraw-Hill Companies (杉本徳栄・井上達男・梶浦昭友訳 (2005)『財務諸表分析と証券評価』白桃書房).
- Villalonga, B. and R. Amit (2006), "How do family ownership control and management affect firm value?", *Journal of Financial Economics*, vol.80, pp.385-417.
- Weber, J., et al.(2003), "Family Inc", *Business Week*.
- 青木茂男 (2008)『要説経営分析 (3訂版)』森山書店.
- 青淵正幸 (2010)「実質無借金企業と有借金企業の市場の評価に関する研究」『立教ビジネスレビュー』第3号, pp.114-121.
- 石崎忠司 (1999)『企業の持続的成長性分析』同文館出版.
- 上野恭裕・吉村典久・加護野忠男 (1999)「日本における企業ガバナンス (＜特集＞日本におけるコーポレートガバナンス)」『国民経済雑誌』第180巻1号, 神戸大学, pp.37-62.
- 岡室博之・ウィワッタナカントン ユパナ・沈政郁 (2008)「日本企業の所有構造の発展過程 (1950-2004): 安定株主持株比率の測定」一橋大学機関リポジトリ, COE-RES Discussion Paper Series, No.265.
- 岡本大輔・古川靖洋・大柳康司他 (2001)「コーポレートガバナンスと企業業績」『三田商学研究』第44巻第4号, pp.223-254.
- 岡本大輔・古川靖洋・佐藤和他 (2009)「続・総合経営力指標—コーポレートガバナンス・マネジメント全般と企業業績」『三田商学研究』第52巻第4号, pp.223-254.
- 亀川雅人 (2009)『ファイナンス・マネジメント』学文社.
- 橘川武郎 (2007)「経済成長と日本型企業経営」宮本又郎・阿部武司・宇田川勝・沢井 実・橘川武郎編『日本経営史』有斐閣.
- 木下良治 (2007)「企業成長概念と成長指標に関する一考察—中小製造業を対象に—」『広島大学マネジメント研究』第7号, pp.1-17.
- 倉科敏材 (2003)『ファミリー企業の経営学』東洋経済新報社.
- 後藤俊夫 (2004)「ファミリー企業による長寿性」『関西国際大学地域研究所叢書』vol.1, pp.91-114.
- 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」』第7号, 早稲田大学 21世紀 COE 総合研究所, pp.171-185.
- 財務省『法人企業統計年報』1961～2009年度版.
- 清水 馨 (2000)「最高意思決定機関の意思決定プロセスと戦略の関係」『三田商学研究』第43巻第2号, pp.109-124.
- 清水龍策 (1984)『企業成長論—新しい経営学』中央経済社.
- 手嶋宣之 (2000)「経営者の株式保有と企業価値—日本企業による実証分析—」『現代ファイナンス』No.7, pp.41-55.
- 東洋経済新報社 (2003)『2004年役員四季報 全上場会社版』東洋経済新報社.
- 日経ベンチャー (2007)「データが証明! ファミリー企業は強い」2007年4月号, 日経 BP 社, pp.20-27.
- 花枝英樹 (2005)『企業財務入門』白桃書房.
- 堀内直太郎・野田彰彦 (2008)「オーナー企業の継続的發展に向けて—みずほ総研アンケート調査に見るオーナー企業の環境適応力, 内部ガバナンス, 事業承継の実態」『みずほ総研レポート』みずほ総合研究所, 2008年2月13日.
- 松本和幸 (2003)「企業の中長期行動について」日本政策投資銀行研究調査 02-1.
- 森川英正 (1996)『トップマネジメントの経営史』有斐閣.
- 米澤康博・宮崎政治 (1996)「日本企業のコーポレート・ガバナンスと成長性」『日本の資本市場』日本評論社, pp.222-246.