

## 同族経営のパフォーマンスと世代間差異

太宰 北斗

(名古屋商科大学商学部准教授)

### 要 旨

ファミリー企業の持つコーポレートガバナンス上の特徴が、どのように企業経営に影響するか分析することは、経済的なインパクトの面からも重要な課題となってきた。一方で、実証研究の分野におけるファミリー企業の業績の優劣などに関する見方には、まだ決定的な結論は出されていない。そのため、創業家出身の経営者の世代交代が企業にどのような影響を及ぼすのかなど、より詳細に内実を実証分析した研究の蓄積の必要性が高まっているといえる。

本稿では、この点に基づき、1957年度から2013年度の全上場企業を対象に定量的な分析を行った。分析の結果、創業者世代が経営する企業は、収益性、成長性の両面で高い業績を示した。経営が世襲された場合でも非同族経営の企業に比べて同族経営が劣るという結果は示されず、同族経営する企業がガバナンス上の著しい問題を抱えていると示唆する傾向は一貫して観測されなかった。一方、後継世代の経営者に下ると同族経営をする企業の業績が下降することが示された。この結果は、経営を一族内で世襲させ続けることでファミリー企業の優位性が失われていくことを示唆している。しかしながら、成長性の指標については、第3世代以降の経営者がいる場合に改善効果が見られるなど、世代交代による影響は必ずしも単調なものではなかった。

一連の定量分析の結果は、先行研究で限定的に扱われてきた世代間の差を、より詳細に検証していくべきことを示しており、この点は本稿独自の貢献と期待される。

キーワード：ファミリー企業、事業承継、同族経営、縁故主義、コーポレートガバナンス

# Family generation and business performance: Evidence from Japan

## Abstract

In recent decades, many researches have been conducted about family firms. On the other hand, the empirical results of the performance of family firms are mixed. Therefore, it is necessary to conduct empirical analysis in details.

In this paper, we examine how the generational change of family managers affects family firm' s performance in Japanese listed companies from 1957 to 2013. We empirically find that the performances of family firms managed by the founders are superior to that of nonfamily firms. After the retirement of the founders, the performances of family firms decline as their descendants succeed the businesses to next generations. Our results suggest that the continuation of family management loses the advantage of family firms. However, the effect of third-generation descendants on growth rate is positive, which points to a nonmonotonic effect of generation on firm performance.

These results indicate that the differences between generations should be examined in more details, and it is a unique contribution of this paper.

Keyword : Family Business, Business Succession, Family Generation, Nepotism,  
Corporate Governance

## I イントロダクション

Berle and Means (1932) によって「所有と経営の分離」という発見がされて以来、経済学などのコーポレートガバナンスに関する研究領域では、ファミリー企業 (family firm) は長く中心的な論題とはされてこなかった。これは、企業が成長するにつれて所有と経営は分離するのが一般的だと受け入れられてきたためである。対して、ファミリー企業は創業家一族が経営者となっていたり株式を集中的に保有していたりする企業と定義される<sup>(1)</sup>。つまり、所有と経営の分離が進んでいないファミリー企業は企業の成長前の原始的な形態と解釈され、経済的な影響力の観点からも重要なプレイヤーとして捉えられてこなかったのである。しかし、2000年前後からのいくつかの代表的な研究によって、十分に経済発展した国々の有数の大企業群においても、ファミリー企業が、所有と経営の分離した企業と同程度の割合で存在することが分かってきた (La Porta et al., 1999; Claessens et al., 2000; Faccio and Lang, 2002)。日本の上場企業においても Saito (2008) や Mehrotra et al. (2013)、太宰 (2019) によって同様の報告がされている。したがって、創業家一族による支配というファミリー企業の持つコーポレートガバナンス上の特徴が、どのような影響を企業に与えているのか分析することは、実際には、経済的なインパクトの面からも重要な課題といえるのである。

学術的に、コーポレートガバナンスとは「資本の提供者が提供額に見合った適切な利益を自分の手元に取り戻すための仕組みづくり」と定義できる (Shleifer and Vishny, 1997)。ここで問題となるのは、資金を託された経営者などのエージェントが、プリンシパルたる資本提供者の期待どおり

に経営努力するとは限らず、両者の間に利害相反が生じることにある。このエージェンシー問題を解決することがコーポレートガバナンスの焦点にほかならない。

ファミリー企業について言えば、経営権や所有権を通じて企業の意思決定を左右できる創業家一族が企業を私物化し、外部株主などその他の資本提供者が受け取るべき利益を搾取することがガバナンス上の問題となる。この搾取行動はトンネリング (tunneling) と呼ばれ、具体的には、一族自らが経営に参画して実際の能力や貢献以上の報酬を得る方法や、土地などの資産の売買を会社との間で経営者に有利な条件で行う方法などがある。そのため、企業においてどのように経営者の選択が行われ、結果として、どのような業績を企業にもたらしているのか分析することは、企業のガバナンスが十分に機能しているか議論するうえで重要な証左となりえるのである (Jensen and Ruback, 1983)。

これに対して、実証研究の分野におけるファミリー企業の業績の優劣などに関する見方には、まだ決定的な結論は出されていない。特に創業家一族による経営参加の効果を評価する場合にその傾向が強く、好業績をもたらすとの見方が一般的な創業経営者に対する評価と異なり、後継世代の経営者に対する評価には様々な齟齬が見られている<sup>(2)</sup>。たとえば、日本のファミリー企業に対する分析についても、Saito (2008) では経営の世襲ファミリー企業ファミリー企業がより低い企業価値をもたらすと報告している一方で、Mehrotra et al. (2013) では企業価値のほか、総資産利益率などの収益性の観点からも経営の世襲を行う企業の業績が優れていると報告している。実証研究における齟齬は日本に限らず観測され、Anderson and Reeb (2003a) や McConaughy et al. (1998)、Sraer and Thesmar (2007) では一

族が経営を世襲する企業の業績の優位性が報告されているものの、反対に劣位性を報告するものも少なくない (Smith and Amoako-Adu, 1999; Perez-Gonzalez, 2006; Villalonga and Amit, 2006; Bennedsen et al., 2007; Cucculeli, 2008)。こうした状況からも、経営を世襲するファミリー企業において創業家一族を規律づけるといったガバナンスが機能しているかどうかという議論には結論が見出されていないといえる。そのため、これまでの先行研究では実証的に扱われてこなかった要素を盛り込み、より詳細な分析結果を蓄積させていくことが、ファミリー企業のガバナンスを理解するうえで肝要になっている。特に日本においては創業家一族による経営の世襲が他の先進諸国よりも多く観測される傾向にあることから、一族の経営参加の効果について理解を深めていくべきと思われる。

そこで本稿では、先行研究での扱いが乏しい経営の世襲の継続性や世代交代に主な焦点を当て、1957年度から2013年度の全上場企業延べ109,728社を対象に定量的な分析を行った。ここでは、ファミリー企業のうち、創業家一族による経営参加が見られる企業を同族経営企業と定義し、その影響を確認している。分析の結果、創業者にあたる第1世代が経営する同族経営企業は、非同族経営企業と比較しても、収益性、成長性の両面で高い企業業績にあることが示された。一方、後継世代別に見ると、経営者の世代が下るごとに同族経営企業の業績自体は下降していく傾向が示され、特に、第1世代の経営者かどうかの違いは統計的にも有意な差として表れていた。この結果は、経営の世襲を継続させることで創業経営者がもたらした業績上の優位性が失われていくことを示唆する。ただし、非同族経営企業の業績を基準に比較する限りは、第4世代以降の経営者でも特に劣っているという結果が示されなかったこ

とから、世襲を繰り返すこと自体が企業のガバナンス機能の不全を示唆しているというわけではないことが分かった。

また、企業の成長性について検証してみると、第1世代から第2世代の経営者へ世代が下る場合に一時的に減退するものの、第3世代以降の経営者ではむしろ改善する傾向が観測された。この点から、同族経営企業では世代を経ても成長を維持させようとしていることが示唆された。

一連の定量分析の結果は、経営の世襲によってもたらされる影響が、第2世代以降の経営者に単調的に表れるわけではないことを示唆しており、先行研究で限定的に扱われてきた世代間の差を、より詳細に検証していくべきことを示している。この点は、本稿独自の貢献と期待される。

なお、本稿の構成は以下の通りである。まず第2章では、先行研究を概観しつつ、本稿の分析の焦点について述べる。第3章では、分析に用いるデータの詳細について説明するとともに分析の結果を示した。最後に、第4章では本稿の結論を記した。

## II 同族経営企業のパフォーマンスと世代の影響

### 1 先行研究

「長者三代」といわれるように、世襲が継続されると次第に企業経営に害を及ぼすという見方がある。類似のことわざは「富不过三代」(中国)、“Shirtsleeves to shirtsleeves in three generations” (アメリカ) というように日本に限らず見られ、経営の世襲に対する厳しい評価が世界的にも一般化されていることを示唆している。仮に、経営の世襲が企業に害を及ぼすのであれば、世襲が容認されること自体がファミリー企業のコーポレートガバナンスの脆弱さを示唆するこ

ともなりえる。

太宰 (2019) では、上場企業に関する限り日本のファミリー企業の多くで、創業家一族が経営を代々担っているにも係わらず十分な株式保有をしていないことが報告されている。Saito (2008) でも、十分な株式保有を伴わない同族経営企業が多いことが指摘されており、この割合が諸外国と比較しても高い水準にあると指摘されている。こうした事実から、日本では経営の世襲が容認されやすい環境があるといえる。

したがって、実際に同族経営の継続が経営者の能力不足や企業の私物化といった外部株主の利益の棄損という問題を招くのであれば、日本のファミリー企業に対するガバナンスには構造的欠陥があると示唆していることにもなりえる。一方、経営者を世襲によって選択することに企業側の利点があるとすれば、コーポレートガバナンスの観点からも同族経営が続けられることは合理的といえることになる。この議論に対する実証方法のうち特に経済学の分野においては、コーポレートガバナンスが機能しているかどうかを判断する指標の1つとして、経営者の選択と企業業績の関連性を分析することが重要とされている (Jensen and Ruback, 1983; Shleifer and Vishny, 1997)。ここで、諸外国も含めた先行研究の実証結果を踏まえると、後継世代への世襲は企業業績に対してメリットとデメリットの双方を抱えていると考えられる。

デメリットとしては第一に、経営者としての資質の問題があげられる。これは、経営の世襲を行う場合、親族という限られた候補者のなかから経営者を選ばなければならないため、広く一般に候補者を求める場合に比べて能力や資質の劣る後継経営者が選択される可能性が出てくるというものである (Burkart et al., 2003; Perez-Gonzalez and Wolfenzon, 2007)。この縁故主義による能力の欠

如を、学歴を代理変数に用いて分析した実証研究もあり、学歴の劣る同族経営者ほど企業業績にマイナスの影響を与えていると報告するものもある (Bennedsen, 2007; Chang and Shim, 2015; 沈, 2014)。ただし日本に関しては、婿養子という選択が一般的であることから、同族経営者の能力の底上げがされているとする実証結果もある (Mehrotra et al., 2013)。

第二のデメリットとしては、経営者としての経験の差が指摘できる。これは、前の世代の経営者は、経営者として一定年月の経験を積んでいるので、次の世代の経営者よりも優れた手腕を持っている可能性が考えられるというものである (Cucculeli and Micucci, 2008)。

第三には、創業者世代に比べて後継世代は企業の成長に主眼を置かないことなどから、成長性や収益性が鈍化する可能性が指摘できる (Morck and Yeung, 2003; Kaya and Hamilton, 2004; Molly et al., 2010; Miller et al., 2011; Kraus et al., 2018)。この背景として、Martin and Lumpkin (2003) では創業家一族の世代が下るごとに起業家志向 (entrepreneurial orientation) が薄れ、家族志向 (family orientation) が強まることから事業の安定化を優先する可能性を示唆している<sup>(3)</sup>。

反対のメリットとしては、次の要素が指摘できる。1つ目には、Anderson and Reeb (2003a) の指摘がある。彼らは経営を世襲する企業の業績が非ファミリー企業のものより良好であるという実証結果を示したうえで、創業家一族が企業を代々引き継ぐ共有の資産と見ているために、企業の存続や評判を維持しようとするインセンティブがあると指摘している。同様の指摘は、Davis et al. (1997) や James (1999) でも見られる。

2つ目には、経営者としての能力形成上の利点が指摘できる。Lentz and Laband (1990) や Bertrand and Schoar (2006) は、同族経営者は

若いうちから前世代の経営者（父親）やその事業に接する機会が多いために企業特種的な能力を形成できるという、いわゆる帝王学を世襲のメリットの1つとしている。

3つ目には、経営者の若返りによる効果がある。これは、経営者が老齢になるほど能力や事業成長への意欲が減退するため、若年の経営者への交代が企業業績を改善させたり事業成長を促したりする可能性があるというものである（Delmar and Wiklund, 2008; Gielnik et al., 2016; Tsuruta, 2020）。また、新たな世代が経営参加することで新鮮な知識や知見が企業にもたらされ、イノベーションが促されるという考え方もできる（Zahra, 2005; Fernández and Nieto, 2005）。

## 2 リサーチ・フォーカス

前節で確認した通り、後継世代への世襲についてはメリット、デメリットの双方を考えることができる。これを反映するように、各国で行われている企業業績に対する実証研究の結果も一様な傾向を示してはいない。このことは、経営権の世襲が及ぼす効果が単調なものではないことを示唆しており、世襲そのものがガバナンスの観点から一律的に忌避されるべきではないことを示唆している。実際に、Bennedsen（2007）や Chang and Shim（2015）、沈（2014）などでは後継経営者の学歴の違い、太宰・小幡（2017）では直系親族か傍系親族かという血縁関係上の違いなどによっても、同族経営者が示す企業パフォーマンスに差が生まれていることが報告されている。

こうした視点に沿えば、従来の研究よりもさらに詳細な構造の違いを踏まえた分析を加えていくことが、同族経営にガバナンス上の問題があるかどうかという議論に対する理解を深めていく一助になるものと期待される。このことは、特に経営権の世襲が容認されやすい日本において重要性が

高いと考えられる。

実は、ファミリー企業の経営者選択と企業業績の関係について一定の実証結果が蓄積されてきた一方で、その多くは創業者世代から2代目経営者への交代や、学歴など同族経営者の属性の違いによる影響に主眼を置いた分析となっている。また、日本に関する限り、2代目以降の世代交代が企業業績に与える影響に主眼を置いて定量的な分析を行った研究も乏しい。こうしたことから、現状では経営権の世襲がもたらす影響について限定的な理解に留まらざるを得ない状況にあり、このことが先行研究の実証結果の齟齬を生んでいる可能性も考えられる。

そこで本稿では、第2世代以降も含めた同族経営者の世代の変化という時系列的な側面が、企業業績や成長性にどのような影響をもたらしているのか定量的なデータから検証していくことで、先行研究に見られた実証結果の齟齬を解消できる可能性があるか確認することを分析の焦点とした。この理由には、Sharma et al.（2014）や Allison et al.（2014）ではファミリー企業の行動が時系列的な側面からも変化すると指摘されていることなどがあり、経営者の世代に注視した分析を行うことで同族経営企業のガバナンスの是非について理解を深められると期待されるためである。

日本においても小野瀬（2014）で先代経営者の欠点理解や次世代への企業存続を現経営者が意識することがファミリー企業のイノベーションを促進させる可能性があることを言及しているほか、後藤（2019）ではファミリー企業の持つ企業経営上のメリットを維持させるために創業家一族が世代間の関係性を改善する努力を続けるべきであるという提言がなされるなど、同族経営がもたらす影響の世代間での差異について検討することへの機運が高まっているといえ、本稿の分析の意義を支持する形となっている。

先行研究で指摘されてきた経営の世襲のメリットやデメリットの影響が、複数世代間でどのような影響を与えるかについては、次のような可能性が考えられる。たとえば、長期的な視点に基づいた経営ができるという利点が世代を跨いで有効に機能しているとすれば、複数世代を経ても同族経営企業の優位性は変化しないかもしれない。また、企業特殊的な能力の伝達という観点からも同族経営の優位性は保たれる可能性がある。一方で、縁故主義に基づいた経営者選択によって企業が害されるのであれば、世代を経るごとに先代から伝達されるノウハウ等も脆弱になることから同族経営企業の業績は徐々に低下していくことが予想される。さらに、家族志向が強まるなど、創業家一族の世代に応じて同族経営企業の行動が変化するのであれば、企業の成長性については経営者の世代間で差異が認められる可能性もある。また、経営者の若返りによる効果が期待できるのであれば、いずれの世代であっても交代の前後では業績の改善効果が見られるかもしれない。次章以降では、これらの観点について実証的に分析し、日本における現状を確認していく。

### Ⅲ 考察

#### 1 同族経営企業の定義

イントロダクションでも述べた通り、本稿では、社長もしくは会長が創業者と親族関係にある企業を同族経営企業として定義した。これは同じく創業家一族による経営参加とその世代交代が企業業績に与える影響を分析した Bennedsen et al. (2007) や Perez-Gonzalez (2006) の定義に倣ったものである。

なお、Anderson and Reeb (2003a) をはじめとする先行研究では経営と所有の両面からファミリー企業が定義されるため、詳細にはファミリー

企業を、創業家一族が経営に参加すると同時に株式を集中保有しているケース、創業家一族が経営に参加してはいるが株式を集中保有していないケース、創業家一族が経営には参加していないが株式を集中保有しているケースの3つに区別することができる。このうち、本稿では、前述のリサーチ・フォーカスに基づき、創業家一族が経営に参加している前者2ケースに焦点を当てたことになる。同族経営企業を含めたファミリー企業の定義に関する議論については、Miller et al. (2007) や Gomez-Mejia et al. (2011) に詳しい。

#### 2 サンプル

分析では、1957年度から2013年度を対象期間とし、金融業および電気・ガス業を除く全上場企業を対象企業とした。データの作成にあたっては、まず、東洋経済新報社の『日本会社史総覧』および有価証券報告書を用いて、各社の創業者を特定した。各社の社長および会長に関する情報については東洋経済新報社の『役員四季報』より収集している。これらの作業を通じても経営者についての情報が不明な場合は、一橋大学経済研究所の『大株主・役員データベース』より補填した。各社の経営者の世代など、創業者との親族関係の特定にあたっては、常盤書院の『財界家系譜大観』および財界研究所の『会社役員録』、日経テレコン21、有価証券報告書より確認している<sup>(4)</sup>。最後に、各社の財務データについては日本政策投資銀行の『企業財務データバンク』より収集した。

以上の作業によっても創業家一族に関連する情報が得られなかった企業や財務データに欠損のある企業はサンプルより除いて処理した。結果、本稿で用いるサンプルには延べ109,728社の観測数が含まれている。

### 3 変数

分析では同族経営者の世代に注目するため、上述した同族経営企業の定義に該当する企業の経営者のうち、創業者を第1世代ダミーという変数で表し、後継世代をそれぞれ第2世代ダミー、第3世代ダミー、第4世代ダミーと区分して各世代の影響を確認していく。なお、第4世代以降の経営者については観測数も限られると考えられるため、第4世代ダミーに含めて処理している。

ここで、経営の世襲が縁故主義などの問題を抱えていたとしても、創業家一族が大量の株式所有を背景に十分な議決権を行使できる場合、企業の意思決定を左右して経営者を一族から送り込むなどできることから、一族の株式所有割合が多いほど同族経営によるデメリットが深刻化する可能性も考えられる。反対に、株式を多く所有している場合ほど企業価値を向上させることで一族が得られる金銭的報酬も増えることから、より企業業績を高めるために一層の経営努力しようというエクイティインセンティブが働き、企業の成長や存続を維持させようという同族経営者がもたらすメリットを増強する可能性もある。以降の分析では、経営権の世襲とその世代交代がもたらす影響を浮き彫りにするため、創業家一族による株式所有の影響をコントロールする必要があり、本稿では創業家持株比率として変数を適宜加えて処理した。

被説明変数となる企業の収益性の指標には、総資産利益率 (ROA)、純資産利益率 (ROE)、売上高利益率 (ROS) を用いた。ま

た、事業の成長性を表す指標として、総資産成長率、売上高成長率を用いた。これら複数の指標を採用する理由は、Saito (2008) などの先行研究で日本における同族経営企業の割合が産業ごとに異なることが知られているためである。つまり、同族経営企業であるかどうか以前に、属する産業構造の違いが各社の事業特性や財務構造の違いにつながりえると推測されるため、単一の業績指標によらず、複数の指標を用いることで分析の正確さを期す狙いがある。その他、企業のパフォーマンスに影響を与える可能性のあるコントロール変数としては、Mehrotra et al. (2013) に倣い、総資産、負債比率、企業年齢の3つを用いる。そのうえで、各社が直面する産業特性や年代特性をコントロールするため、分析では産業ダミー、年度ダミーを適宜加えて検証を行っていく。なお、産業の分類については証券コード協議会の設定にしたがい、各数値は2010年を基準とする消費者物価指数で調整した。また、異常値処理のため全変数に上下1%でwinsorizationを実施した。各変数の詳細な定義については、表1の通りである。

表1 変数とその定義

この表は、本稿で用いる主要な変数とその定義をまとめたものである。

属性名	定義
<b>同族経営企業関連の変数</b>	
第1世代経営者ダミー	創業者が会長もしくは社長に就任している場合に1を取るダミー変数
第2世代経営者ダミー	創業家一族の第2世代(子)が会長もしくは社長に就任している場合に1を取るダミー変数
第3世代経営者ダミー	創業家一族の第3世代(孫)が会長もしくは社長に就任している場合に1を取るダミー変数
第4世代経営者ダミー	創業家一族の第4世代以降(曾孫以降)が会長もしくは社長に就任している場合に1を取るダミー変数
創業家持株比率	最大株主である創業家一族の株式保有比率
<b>企業業績関連の変数</b>	
ROA	$(\text{営業利益} / \text{総資産}) \times 100$
ROE	$(\text{税引後当期純利益} / \text{純資産}) \times 100$
ROS	$(\text{営業利益} / \text{売上高}) \times 100$
総資産成長率	$[(\text{当期の総資産} - \text{前期の総資産}) / \text{前期の総資産}] \times 100$
売上高成長率	$[(\text{当期の売上高} - \text{前期の売上高}) / \text{前期の売上高}] \times 100$
<b>コントロール変数</b>	
総資産(LN)	総資産(の対数)
負債比率	有利子負債 / 総資産 $\times 100$
企業年齢(LN)	創業からの年数(の対数)

#### 4 基礎統計量

表2には、分析に用いる各変数の基礎統計量をまとめた。第1世代経営者ダミーの平均値は0.190で、サンプル全体の19%が創業者によって経営されている同族経営企業となっていた。同様に世代別の割合を見ると、第2世代経営者で11.9%、第3世代経営者で7.1%、第4世代経営者で5.8%となっており、複数世代にわたるほど経営の世襲を継続する企業が減少している傾向が窺える<sup>(5)</sup>。

表3は、経営者の世代別に、主要変数の平均値を示している。本稿で分析していく企業業績関連の変数について見ると、同族経営企業全体ではROAが5.698%、ROEが3.576%、ROSが5.159%、総資産成長率が6.155%、売上高成長

率が5.147%となっていた。これらの数値は、非同族経営企業の平均値に比べ、いずれも高い数値となっており、平均値で見れば同族経営企業の優位性を示す結果といえる。

世代別の傾向を詳細に確認していくと、たとえばROAでは、第1世代経営者で6.771%であるのに対し、第4世代経営者で4.280%となっており、世代を経るごとに同族経営企業の業績が低下していくことを示唆するものとなっていた。また、第4世代経営者のグループで示される業績数値はいずれも非同族経営企業の平均値よりも低

表2 基礎統計量（1957年度－2013年度）

この表は分析に用いる主要な変数について、基礎統計量を示している。対象企業は全上場企業で、対象年度は1957年度から2013年度である。このうち、主要変数に欠損値を含む企業は除外した。なお、各変数は異常値処理のため上下1%でwinsorizationを実施している。各変数の定義については表1の通りである。

	サンプル 企業数	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値
第1世代経営者ダミー	109,728	0.190	0	0.393	0	1
第2世代経営者ダミー	109,728	0.119	0	0.324	0	1
第3世代経営者ダミー	109,728	0.071	0	0.257	0	1
第4世代経営者ダミー	109,728	0.058	0	0.234	0	1
創業家持株比率(単位:%)	109,728	5.710	0	10.905	0	55.530
ROA(単位:%)	109,728	5.225	4.772	5.675	-41.715	29.654
ROE(単位:%)	109,728	3.203	5.173	22.519	-364.073	223.958
ROS(単位:%)	109,728	4.839	4.017	6.652	-62.861	40.455
総資産成長率(%)	109,728	4.640	1.246	17.007	-51.316	222.693
売上高成長率(単位:%)	109,728	4.015	1.723	15.842	-60.492	142.340
総資産(単位:10億円)	109,728	145.938	34.709	381.785	0.775	3,920.547
負債比率(単位:%)	109,728	26.501	25.014	19.394	0	82.194
企業年齢(単位:年)	109,728	57.932	54	30.593	3	285

表3 経営者世代別の基礎統計量（1957年度－2013年度）

この表は分析に用いる主要な変数の平均値を、同族経営企業の経営者世代別に示したものである。対象企業は全上場企業で、対象年度は1957年度から2013年度である。このうち、主要変数に欠損値を含む企業は除外した。なお、各変数は異常値処理のため上下1%でwinsorizationを実施している。各変数の定義については表1の通りである。

	同族経営 企業				非同族経営企業	
	第1世代 経営者	第2世代 経営者	第3世代 経営者	第4世代 経営者		
サンプル企業数=	48,199	20,902	13,107	7,817	6,373	61,529
創業家持株比率(単位:%)	11.870	16.959	9.117	7.077	6.718	0.886
ROA(単位:%)	5.698	6.771	5.277	4.689	4.280	4.855
ROE(単位:%)	3.576	3.781	3.947	3.104	2.722	2.912
ROS(単位:%)	5.159	6.001	4.828	4.350	4.073	4.588
総資産成長率(単位:%)	6.155	9.691	4.143	3.173	2.356	3.453
売上高成長率(単位:%)	5.147	8.027	3.682	2.696	1.717	3.129
総資産(単位:10億円)	84.400	53.400	82.200	114.000	155.000	194.000
負債比率(単位:%)	25.069	24.786	25.232	25.097	25.629	27.622
企業年齢(単位:年)	53.674	31.914	54.785	70.344	102.311	61.267

く、縁故主義や起業家志向の弱化など経営権の世襲によるデメリットの影響が及んでいる可能性も窺える。しかし、事業の成熟度を表す企業年齢などの変数についても差異が認められるほか、創業家持株比率についても世代を経るごとに希薄化していく傾向にあることから、こうした違いが企業業績の差を生じさせている可能性もあるといえ、これらの要素をコントロールしたうえで、再度、企業業績を比較する必要があると考えられる。

5 分析

同族経営企業における経営者世代の違いによる企業業績への影響を分析するため、表4では、各世代で区分した経営者のダミー変数を説明変数に置き、各業績指標を被説明変数に取ってプールドOLSモデルで推計した結果をまとめた。これにより、表4では非同族経営企業の業績をベンチマークとした場合の、同族経営企業の各世代の経営者による業績の優劣を検証することができる。

分析の結果、第1世代経営者ダミー、第2世代経営者ダミー、第3世代経営者ダミーの係数は列

(1)から(5)までのいずれの業績指標に対してもプラスに有意な係数を示していた。この結果は、同族経営を行う企業の業績が、非同族経営企業と比べても統計的に有意に優れていることを示唆している。たとえば、ROAに対する第2世代経営者ダミーの係数は0.406であり、これは第2世代の同族経営者がいることで、非同族経営企業に比べてROAが0.406%向上することを表している。また、第4世代経営者ダミーの係数についてはROAおよびROEに対して回帰分析した場合で有意な傾向を示さなかったものの、ROS、総資産成長率、売上高成長率に対してはプラスに有意であった。いずれの世代のダミー変数でもマイナスに有意な係数が示され

なかったことから、創業家一族による経営参加の継続が必ずしも企業業績を悪化させるわけではないといえる<sup>(6)</sup>。

これらの結果は、日本の上場ファミリー企業のパフォーマンスを実証分析した Mehrotra et al. (2013) ととも整合的で、先行研究で指摘されてきた同族経営の優位性が、3代目以降の経営者であっても機能していることが示唆される。

一方、世代別のダミー変数の係数の値自体を見ると、ROA、ROE、ROSの収益性指標において一様に世代が下るごとに減少していく傾向にあっ

表4 経営者の世代と企業パフォーマンス

この表はROA、ROE、ROS、総資産成長率、売上高成長率のそれぞれに対して、同族経営企業の経営者世代を表す変数との関係をプールドOLSモデルで回帰分析した結果を示している。対象企業は全上場企業で、対象年度は1957年度から2013年度である。このうち、主要変数に欠損値を含む企業は除外した。なお、各変数は異常値処理のため上下1%でwinsorizationを実施している。各変数の定義については表1の通りである。括弧内の数値はクラスターとして企業を用いた頑健な標準誤差(cluster robust standard error)を示している。Wald検定では、回帰分析で得られた各係数間の統計的差異を確認しており、数値はF値を示している。表中の\*、\*\*、\*\*\*は、それぞれ10%、5%、1%水準で統計的に有意であることを示している。

被説明変数＝ モデル＝	ROA	ROE	ROS	総資産成長率	売上高成長率
	プールドOLS	プールドOLS	プールドOLS	プールドOLS	プールドOLS
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
第1世代経営者ダミー	1.523*** [0.129]	2.257*** [0.288]	1.615*** [0.160]	3.337*** [0.217]	2.504*** [0.192]
第2世代経営者ダミー	0.406*** [0.108]	1.111*** [0.249]	0.595*** [0.133]	0.888*** [0.173]	0.713*** [0.164]
第3世代経営者ダミー	0.267** [0.126]	0.654** [0.282]	0.455*** [0.161]	1.561*** [0.205]	1.149*** [0.183]
第4世代経営者ダミー	0.210 [0.147]	0.436 [0.322]	0.372* [0.195]	2.574*** [0.228]	1.778*** [0.210]
総資産(LN)	0.512*** [0.034]	1.220*** [0.086]	0.775*** [0.044]	0.836*** [0.047]	0.807*** [0.043]
負債比率(%)	-0.099*** [0.002]	-0.236*** [0.008]	-0.074*** [0.003]	-0.073*** [0.004]	-0.060*** [0.004]
企業年齢(LN)	-0.786*** [0.108]	0.323 [0.241]	-0.513*** [0.135]	-4.879*** [0.227]	-3.989*** [0.191]
切片	7.388*** [1.496]	-8.403*** [2.257]	3.584 [2.432]	12.993*** [1.870]	1.733 [1.730]
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	109,728	109,728	109,728	109,728	109,728
決定係数	0.224	0.089	0.234	0.158	0.166
<b>Wald検定</b> (帰無仮説)					
第1世代経営者ダミー ＝第2世代経営者ダミー	64.80***	15.94***	38.15***	103.49***	67.58***
第2世代経営者ダミー ＝第3世代経営者ダミー	0.95	2.23	0.69	7.57***	3.92**
第3世代経営者ダミー ＝第4世代経営者ダミー	0.12	0.39	0.16	14.26***	6.24**

表5 経営者の世代と企業パフォーマンス：創業家持株比率のコントロールあり

この表はROA, ROE, ROS, 総資産成長率, 売上高成長率のそれぞれに対して, 同族経営企業の経営者世代を表す変数との関係をブールドOLSモデルで回帰分析した結果を示している。対象企業は全上場企業で, 対象年度は1957年度から2013年度である。このうち, 主要変数に欠損値を含む企業は除外した。なお, 各変数は異常値処理のため上下1%でwinsorizationを実施している。各変数の定義については表1の通りである。括弧内の数値はクラスターとして企業を用いた頑健な標準誤差(cluster robust standard error)を示している。Wald検定では, 回帰分析で得られた各係数間の統計的差異を確認しており, 数値はF値を示している。表中の\*, \*\*, \*\*\*は, それぞれ10%, 5%, 1%水準で統計的に有意であることを示している。

被説明変数＝ モデル＝	ROA	ROE	ROS	総資産成長率	売上高成長率
	ブールドOLS (1)	ブールドOLS (2)	ブールドOLS (3)	ブールドOLS (4)	ブールドOLS (5)
第1世代経営者ダミー	0.733*** [0.138]	0.980*** [0.309]	0.902*** [0.171]	1.987*** [0.232]	1.601*** [0.209]
第2世代経営者ダミー	-0.033 [0.112]	0.400 [0.255]	0.199 [0.140]	0.138 [0.184]	0.211 [0.171]
第3世代経営者ダミー	-0.084 [0.125]	0.086 [0.282]	0.137 [0.162]	0.961*** [0.204]	0.747*** [0.185]
第4世代経営者ダミー	-0.130 [0.150]	-0.115 [0.328]	0.065 [0.197]	1.993*** [0.231]	1.389*** [0.214]
創業家持株比率(%)	0.058*** [0.005]	0.094*** [0.012]	0.053*** [0.006]	0.099*** [0.010]	0.067*** [0.009]
総資産(LN)	0.573*** [0.035]	1.320*** [0.090]	0.830*** [0.045]	0.941*** [0.048]	0.877*** [0.044]
負債比率(%)	-0.099*** [0.002]	-0.237*** [0.008]	-0.075*** [0.003]	-0.074*** [0.004]	-0.060*** [0.004]
企業年齢(LN)	-0.742*** [0.108]	0.395 [0.241]	-0.473*** [0.135]	-4.803*** [0.226]	-3.938*** [0.190]
切片	6.272*** [1.524]	-10.208*** [2.333]	2.576 [2.452]	11.086*** [1.876]	0.458 [1.744]
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
サンプル企業数	109,728	109,728	109,728	109,728	109,728
決定係数	0.231	0.090	0.238	0.160	0.167
<b>Wald検定</b> (帰無仮説)					
第1世代経営者ダミー ＝第2世代経営者ダミー	29.71***	3.92*	18.00***	59.55***	40.18***
第2世代経営者ダミー ＝第3世代経営者ダミー	0.13	1.07	0.13	11.79***	6.03**
第3世代経営者ダミー ＝第4世代経営者ダミー	0.08	0.33	0.12	15.33***	6.60**

た。つまり, 世襲を行うこと自体が非同族経営企業よりも低い収益性をもたらすわけではないが, 同族経営による優位性は世代を経るごとに失われていることが窺える。世代別のダミー変数の係数間に統計的な差異が認められるか確認したWald検定の結果は, 第1世代経営者ダミーと第2世代経営者ダミーの間でいずれの業績指標でも有意であることが示されており, 創業者から後継世代に移る場合に収益性が一定程度減退することを示している。

この点は, 長期的な視点に基づく経営など, 同族経営企業の各世代に共通して働き得るメリットによる業績の押し上げ効果が, 必ずしも世代を跨いで現れ続けるわけではないことを示唆する。反面, 縁故主義による経営者選択の問題などから, 後継経営者の能力が創業経営者に比べれば減少している可能性も否定できない。ただし, 第2世代以降の係数間には有意な差が見られず, 同族経営企業内での世代間の業績差が, あくまでも創業者世代のアウトパフォーマンスによってもたらされていることが分かる。ここから, 企業特長的な能力の伝達など, その他の経営の世襲のメリットによって, 非同族経営企業に対する業績の優位性が一定期間, 保たれ続けた可能性を考察することができる。

また, 総資産成長率と売上高成長率の事業成長性の指標に対する同族経営企業のプラスの効果について見ると, 第1世代から第2世代へ移った際に一時的に減退するものの, 第3世代, 第4世代以降と世代を下るほど係数の値が上昇していく傾向が示されている。したがって, 成長性から評価する限り, 同族経営企業の世代間での影響が, 一様に企業業績を悪化させていくわけではないことが窺える。加えて, 成長率の減退が一時的なものに留まっていることから, 日本の上場企業におい

ては同族経営企業の家族志向が世代を下るごとに強まっていくわけではなく、むしろ、成長を志向するケースも存在することが示唆される。こうした点からは、複数世代にわたって同族経営が維持されることで、企業に対する一族の共有資産としての見方が強まる結果、企業の成長や存続がより強く同族経営者に意識されたという可能性も考えられ、同族経営企業の好業績につながっていると解釈できる。小野瀬（2014）では、企業存続への意識を経営者が強く持つことがイノベーションを促すとの分析結果が示されていることから、この点と整合的である。

しかし、この背景には、同族経営企業の経営者間で引き継がれる保有株式が、企業を成長させることへの金銭的インセンティブとして働いていることもありえるかもしれない（Morck et al., 1988; Muttakin et al., 2014）。つまり、表3で見られた通り、創業家一族は経営参加すると同時に株式所有についても一定の希薄化傾向はありながらも承継していることから、あくまで株式所有を通じた効果が表4の同族経営者の好業績につながっている可能性がある。

そこで表5では、この株式所有による影響を考慮するため、表4の回帰分析に創業家持株比率を追加した分析結果を示した。仮に表4で観測された同族経営の好業績が株式所有を通じた効果であれば、各世代で区分した経営者のダミー変数のプラスの有意性は観測されないと考えられる。

分析の結果は、この観点を一定程度支持するものとなっており、ROA, ROE, ROSの収益性指標について

回帰した場合、第2世代以降の同族経営者には業績向上との有意な相関関係は見られなかった。一方、創業家持株比率についてはプラスに有意な係数を示していることから、表4で観測された第2世代以降の同族経営者の好業績が、十分なエクイティインセンティブがあることでの一層の経営努力の促進効果によってもたらされていたことが示唆される。しかし、総資産成長率や売上高成長率におけるプラスに有意な相関は第2世代の経営者を除いて維持されていることから、表4で議論された成長性へのプラスの効果は創業家一族による株式所有の影響を除いても残されていることが分かる。

最後に、表6では以上の世代間の業績差が、世代交代の前後でどのように生じているのかを確認した。具体的には、ROA, ROE, ROS, 総資産成長率, 売上高成長率のそれぞれに対して、世代交代の2年前の数値と2年後の数値との差分を取り、該当の世代交代ごとに平均値をまとめている。なお、ここでは所属産業等の固有の効果コントロールするため、各業績指標は年度ごとの産業平均値を差し引くことで調整している。

分析の結果、第1世代経営者から第2世代経営者に交代した場合に、ROAで-0.625%, ROSで

表6 経営者の世代交代と企業パフォーマンスの変化

この表は ROA, ROE, ROS, 総資産成長率, 売上高成長率のそれぞれの、同族経営企業の経営者の世代交代の2年前の平均値と2年後の平均値の差分をまとめたものである。産業特性の影響をコントロールするため、各業績指標は産業平均値を差し引くことで調整している。対象企業は全上場企業で、対象年度は1957年度から2013年度である。このうち、主要変数に欠損値を含む企業は除外した。なお、各変数は異常値処理のため上下1%でwinsorizationを実施している。各変数の定義については表1の通りである。\*, \*\*, \*\*\*は、それぞれ10%, 5%, 1%水準で統計的に有意であることを示している。

業績指標＝	産業調整済み業績指標の平均値の世代交代前後での変化				
	ROA	ROE	ROS	総資産成長率	売上高成長率
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
第1世代経営者 →第2世代経営者	-0.625**	-1.619	-0.754**	-0.424	-0.573
第2世代経営者 →第3世代経営者	-0.320	0.496	-0.162	-0.407	-0.556
第3世代経営者 →第4世代経営者	-0.059	2.843**	-0.059	-0.445	-0.488

- 0.754%, 業績が有意に減少していることが示された。したがって、表3の平均値として見られていた経営者の世代間での業績差の一部が、世代交代の前後に生じていることが分かる。一方、成長性指標に関しては有意な差を示してはおらず、表4での成長性の減退が交代後一定期間を経てから生じることを窺わせる。また、第2世代から第3世代、第3世代から第4世代以降への世代交代では、収益性が有意に減少する傾向は観察されず、表4のWald検定の結果とも整合するものであった。

## IV 結論

### 1 本稿のインプリケーション

本稿では、同族経営企業における経営者世代の違いが、企業業績にどのような影響をもたらすのか定量的な観点から検証した。1957年度から2013年度の全上場企業を対象とした分析の結果、創業者にあたる第1世代が経営する同族経営企業は、非同族経営企業と比較して、収益性、成長性の両面で高い企業業績にあることが示された。この結果は先行研究の多くとも整合する結果であった。後継世代別に、業績がどのように推移するかを分析した結果は、世代を経るごとに同族経営企業の収益性が低下していく傾向を示しており、特に、第1世代の経営者かどうかの違いは統計的にも有意な差として表れていた。この結果は、同族経営企業の業績上の優位性が、世襲の継続によって失われていくことを示唆する。ただし、第4世代以降の経営者にまで下っても、非同族経営企業と比較する限りでは収益性が劣っているわけではないことから、縁故主義による経営者選択など先行研究で指摘されてきた経営を世襲することの問題点が、本稿の分析対象企業に関する限り、企業経営上の著しい問題として表れてはいないこ

とが分かった。

また、企業の成長性を比較する場合には、第1世代から第2世代の経営者へ世代が下る場合に一時的に減退するものの、第3世代以降の経営者ではむしろ改善する傾向が観測された。この点から、同族経営企業では世代を経るごとに家族志向的な経営が進むとは限らず、エクイティインセンティブなどの観点も含めて企業の存続や成長を維持しようとしていることが示唆された。実際に、非同族経営企業との成長性の差を見る限りでは、いずれの世代の同族経営企業であっても有意に高く、日本の上場同族経営企業は事業を成長させる傾向にあった。

以上の結果は、同族経営によってもたらされる企業業績への影響が、第2世代以降の経営者に単調的に表れるわけではないことを示唆するものでもあり、世代間の差をより詳細に検証していくべきことを示しているといえる。

### 2 本稿の課題

一方、本稿で観測された世代間の業績の差が、持株比率などの影響を受けている可能性が示唆された点は、単に世代で区分した検証手法では、同族経営がもたらす影響を構造的に解釈しきれないことを意味しており、本稿の課題となっている。しかし、この点については、拡張的なデータセットを作成することで解決できる問題であり、今後の研究の発展が期待される。

#### 注

(1) 本稿を含め多くの先行研究では経営と所有の両面からファミリー企業が定義される。そのため、詳細にはファミリー企業を、創業家一族が株式を集中保有すると同時に経営にも参加するケース、創業家一族が株式を所有してはいるが経営には参加しているケース、創業家一族が株式を集中保有しているが経営には参加していないケースの3つに区分することができる。なお、後述する通り、本稿ではこのうち経営参加が見られる前者2ケースを、特に同族経営企業と定義して分

- 析を進めていく。
- (2) ただし Baek and Cho (2017) では、中小規模の非上場企業を含めたサンプル約 54 万社を対象に分析した場合、創業者世代の業績は非ファミリー企業と比較してマイナス、第 2 世代以降の業績はプラスに示されることを報告している。この点から彼らは、上場企業を対象とした先行研究における創業経営者（第 1 世代経営者）がもたらす業績の押し上げ効果の一部が、サバイバーシップバイアスによるものであることを示唆している。
- (3) 反対に、Weng and Chi (2019) では中国では第 2 世代に移るとファミリー企業が多角化する傾向にあることを報告している。ただし、アメリカの企業を対象にした Anderson and Reeb (2003b) では非ファミリー企業と比較した場合には、事業多角化の程度も抑えられていると報告しており、対象企業やベンチマークの選択によっても実証結果に差が見られている。
- (4) データの収集に用いたのは『財界家系譜大観』の第 3 版および『会社役員録』の 1979 年版、1982 年版、1983 年版である。
- (5) Villalonga and Amit (2006) は、1994 年度から 2000 年度に Fortune500 にリストされた企業を対象に調査した結果、同族経営企業のうち第 1 世代が経営する企業の割合は 32%、第 2 世代では 32%、第 3 世代では 21%、第 4 世代以降では 14% であったと報告している。同族経営企業における割合は、本稿のデータセットでは第 1 世代が 43%、第 2 世代が 27%、第 3 世代が 16%、第 4 世代以降が 13% であり、新興市場などより小規模の同族経営企業を対象に含んでいることから、第 1 世代が多くなる傾向にあった。
- (6) 同族経営企業のパフォーマンスに関する分析では、経営の世襲が業績を悪化させていると指摘する研究も多い。これは、企業価値を分析する先行研究に、より共通して見られる傾向でもあり、本稿との差異につながっていると予想される。
- 和文文献**
- 小野瀬 拓 (2014) 「事業承継後のイノベーション — 長寿企業を対象に —」『日本経営学会誌』第 33 号：50-60 頁
- 後藤 俊夫 (2019) 「ファミリービジネスの視点から見た事業承継 — 親族内承継の課題と対策 —」『信金中金月報』第 18 巻：4-17 頁
- 沈 政 郁 (2014) 「血縁主義の弊害：日本の同族企業の長期データをを用いた実証分析」『組織科学』第 48 巻：38-51 頁
- 太宰 北斗 (2019) 「上場企業の事業承継とその変遷：1956 年度 - 2013 年度調査」『事業承継』第 8 巻：118-136 頁
- 太宰 北斗・小幡 績 (2017) 「ファミリー企業と世襲：百貨店業界での実証分析」『一橋商学論叢』第 12 巻：26-45 頁
- 欧文文献**
- Allison, T. H., A. F. McKenny and J. C. Short (2014) 'Integrating time into family business research: Using random coefficient modeling to examine temporal influences on family firm ambidexterity', "Family Business Review", vol.27: pp.20-34.
- Anderson, R. C. and D. M. Reeb (2003a) 'Founding family ownership and performance: Evidence from the S&P 500', "Journal of Finance", vol.58: 1301-1327.
- Anderson, R. C. and D. M. Reeb (2003b) 'Founding family ownership, corporate diversification, and firm leverage', "Journal of Law and Economics", vol.46: pp.653-684.
- Baek, H. Y. and D. Cho (2017) 'Family firm succession and performance', "Applied Economics Letters", vol.24: pp.117-121.
- Bennedsen, M., K. M. Nielsen, F. Perez-Gonzalez and D. Wolfenzon (2007) 'Inside the family firm: the role of families in succession decisions and performance', "Quarterly Journal of Economics", vol.122: pp.647-691.
- Berle, A. and G. Means (1932) "Modern Corporation and Private Property," New York: Macmillan.
- Bertrand, M. and A. Schoar (2006) 'The role of family in family firms', "Journal of Economic Perspectives", vol.20: pp.73-96.
- Burkart, M., F. Panunzi and A. Shleifer (2003) 'Family firms', "Journal of Finance", vol.58: pp.2167-2202.
- Chang, S. and J. Shim (2015) 'When does transitioning from family to professional management improve firm performance?', "Strategic Management Journal", vol.36: pp.1297-1316.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. P. H. Lang (2000) 'The separation of ownership and control in east Asian corporations', "Journal of Financial Economics", vol.58: pp.81-112.
- Cucculelli, M. and G. Micucci (2008) 'Family succession and firm performance: Evidence from Italian family firms', "Journal of Corporate Finance", vol.14: pp.17-31.
- Davis J. H., F. D. Schoorman and L. Donaldson (1997) 'Toward a stewardship theory of management', "Academy of Management Review", vol.22: pp.20-47.
- Delmar, F. and J. Wiklund (2008) 'The effect of small business managers' growth motivation on firm growth: A longitudinal study', "Entrepreneurship Theory and Practice", vol.32: pp.437-457.
- Faccio, M., and L. Lang (2002) 'The ultimate ownership of western european corporations', "Journal of Financial Economics", vol.65: pp.365-395.
- Fernandez, Z. and M. J. Nieto (2005) 'Internationalization strategy of small and medium-sized family businesses: Some influential factors', "Family Business Review", vol.18: pp.77-89.
- Gielnik, M., H. Zacher and A. Schmitt (2016) 'How small business managers' age and focus on opportunities affect business growth: A mediated moderation growth model', "Journal of Small Business Management", vol.55: pp.460-483.
- Gomez-Mejia, L. R., C. Cruz, P. Berrone and J. D. Castro (2011) 'The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms', "Academy of Management Annals", vol.5: pp.653-707.
- James Jr., H. S. (1999) 'Owner as manager, extended horizons

- and family firm' , "International Journal of the Economics of Business" , vol.6: pp.41-55.
- Jensen, M. and R. Ruback (1983) 'The market for corporate control: The scientific evidence' , "Journal of Financial Economics" , vol.11: pp.5-50.
- Kaye, K. and S. Hamilton (2004) 'Roles of trust in consulting to financial families' , "Family Business Review" , vol.17: pp.151-163.
- Kraus, S., A. Kallmuenzer, D. Stieger, M. Peters and A. Calabrò (2018) 'Entrepreneurial paths to family firm performance' , "Journal of Business Research" , vol.88: pp.382-387.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer (1999) 'Corporate ownership around the world' , "Journal of Finance" , vol.54: pp.471-517.
- Lentz, B. F. and D. N. Laband (1990) 'Entrepreneurial success and occupational inheritance among proprietors' , "Canadian Journal of Economics" , vol.23, pp.563-579.
- Martin, W. L. and G. T. Lumpkin (2003). 'From entrepreneurial orientation to family orientation: Generational differences in the management of family businesses' . "Frontiers of entrepreneurship research" , Babson College.
- McConaughy, D. L., M. C. Walker and G. V. Henderson Jr. (1998) 'Founding family controlled firms: Efficiency and value' , "Review of Financial Economics" , vol.7: pp.1-19.
- Mehrotra, V., R. Morck, J. W. Shim and W. Yupana (2013) 'Adoptive expectations: Rising sons in Japanese family firms' , "Journal of Financial Economics" , vol.108: pp.840-854.
- Miller, D. and I. Le Breton-Miller (2011) 'Governance, social identity, and entrepreneurial orientation in closely held public companies' , "Entrepreneurship Theory and Practice" , vol.35: pp.1051-1076.
- Miller, D., I. Breton-Miller, R. H. Lester and A. A. Cannella Jr. (2007) 'Are family firms really superior performers?' , "Journal of Corporate Finance" vol.13: pp.829-858.
- Molly, V., E. Laveren and M. Deloof (2010) 'Family business succession and its impact on financial structure and performance' , "Family Business Review" , vol.23: pp.131-147.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny (1988) 'Management ownership and market valuation' , "Journal of Financial Economics" , vol.20: pp.293-315.
- Morck, R. and B. Yeung (2003) 'Agency problems in large family business groups' , "Entrepreneurship Theory and Practice" , vol.27: pp.367-382.
- Muttakin, M. B., K. Arifur and N. Subramaniam (2014) 'Family firms, family generation and performance: evidence from an emerging economy' , "Journal of Accounting in Emerging Economies" , vol.4: pp.197-219.
- Perez-Gonzalez, F. (2006) 'Inherited control and firm performance' , "American Economic Review" , vol.96: pp.1559-1588.
- Saito, T. (2008) 'Family firms and firm performance: Evidence from Japan' , "Journal of Japanese and International Economics" , vol.22: pp.620-646.
- Sharma, P., C. Salvato and T. Reay (2014) 'Temporal dimensions of family enterprise research' , "Family Business Review" , vol.27: pp.10-19.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1997) 'A survey of corporate governance' , "Journal of Finance" , vol.52: pp.737-783.
- Smith, B. F. and B. Amoako-Adu (1999) 'Management succession and financial performance of family controlled firms' , "Journal of Corporate Finance" , vol.5: pp.341-368.
- Sraer, D. and D. Thesmar (2007) 'Performance and behavior of family firms: Evidence from the French stock market' , "Journal of the European Economic Association" , vol.5: pp.709-751.
- 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.
- Weng, T. and H. Chi (2019) 'Family succession and business diversification: Evidence from China' , "Pacific-Basin Finance Journal" , vol.53: 56-81.
- Zahra, S. A. (2005) 'Entrepreneurial risk taking in family firms' , "Family Business Review" , vol.18: pp.23-40.