慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	同族経営の投資行動に関する実証研究 : 金融危機・ 東日本大震災への対応
Sub Title	
Author	冨廣, 祐太郎(Tomihiro, Yutaro) 齋藤, 卓爾(Saito, Takuji)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2016
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2016年度経営学 第3185号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002016-3185

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（　　2016　年度）

論文題名

同族経営の投資行動に関する実証研究
－金融危機・東日本大震災への対応－

主　査	齋藤　卓爾　准教授
副　査	小林　喜一郎　教授
副　査	村上　裕太郎　准教授
副　査	

氏　名	冨廣　祐太郎

論 文 要 旨

所属ゼミ	齋藤卓爾 研究会	氏名	冨廣　祐太郎

（論文題名）

同族経営の投資行動に関する実証研究
－金融危機・東日本大震災への対応－

（内容の要旨）

本研究では、現在挙げられている同族経営の特徴が、実際の経営行動の中で如何に反映されているかを、実証研究を通して明らかにすることを目的としている。その中でも、同族経営の投資行動に焦点を当て、「投資の継続性」と「財務の健全性」という、同族経営の二つの相反性のある特徴を、如何にバランスを取っているのかを研究する。

平常時であれば、同族経営において「投資の継続性」と「財務の安定性」の相反は小さく、両立することができる。しかし、売上や利益が落ちた際に相反が大きくなり、「投資の継続」と「財務の健全性」を両立することが難しくなる。このような時に同族経営は、投資行動をどのように反応させるのかを明らかにする。

本研究では相反が大きくなる期間として、小ショック時（平常時における売上高減少）、大ショック時（リーマンショック、東日本大震災）の３期間を取り上げる。当該期間における研究開発費と設備投資費の変動を分析することで、ショックの際に「投資の継続性」と「財務の安定性」のどちらを優先するのかを明らかにする。「投資の継続性」を優先する事を仮説１、「財務の安定性」を優先することを仮説２として、仮説検証を行う。仮説検証は、売上高成長率と同族ダミーの交互作用項を用いて行い、売上高変動に対する投資の変動の大きさを、同族経営と非同族経営で比較する。交互作用項の係数が－であれば、同族経営は非同族経営と比較して、投資の変動が小さいことを意味し、投資の継続性を優先する仮説１を採択する。一方、交互作用項の係数が＋であれば、投資の変動が大きいことを意味し、財務の健全性を優先する仮説２を採択する。

結果として、「小ショック期」「東日本大震災期」の研究開発費において、仮説１が採択され、当該期間において「投資の継続性」を優先することが分かった。一方、「リーマンショック期」の研究開発費においては、仮説２が採択され、「財務の安定性」を優先することが分かった。設備投資に関しては、どの期間においても有意な結果を得ることができなかった。

小ショック期においては、同族経営の財務戦略の許容範囲内であり、需要の将来予測が容易であったと考えられる。また、東日本大震災期においては、ショックが財務戦略の許容範囲内であることに加え、経済的ショックではなく、先行きの不透明さが小さい一過性のショックであったこと考えられる。以上の要因が、小ショック期と東日本大震災期において、投資の継続性を優先した要因として挙げられる。一方、リーマンショック期では、ショックが同族経営の財務戦略の許容範囲を大きく超え、同族経営は倒産リスクを抑えるため、手元流動性の確保と、借入を避けることの両立に走った。また、長期の低迷であり、リーマンショック後の将来の見通しの不透明性が高かった。以上の要因が、リーマンショック期において、研究開発投資を大きく削減し財務の安定性を優先した要因として挙げられる。

この結果から、「財務の許容範囲」「ショックの事後予測可能性」「ショックの内容」が、同族経営にとっての投資の判断基準になっているのではないかと考察した。

目次

1　イントロダクション
2　前提
　2.1　問題意識
　2.2　研究の目的
　2.3　研究の概要
3　先行研究
　3.1　理論研究
　3.2　実証研究
　　3.2.1　事業継承
　　3.2.2　業績
　　3.2.3　経営行動
4　実証研究
　4.1　研究内容
　4.2　研究における定義
　4.3　分析方法
　4.4　仮説
　4.5　データ
　4.6　分析の枠組み
　4.7　分析モデル
5　結果
　5.1　実証研究 1
　5.2　実証研究 2
　5.3　実証研究 3
　5.4　実証研究 4
　5.5　実証研究 5
　5.6　T 検定（資金調達）
　5.7　T 検定（売上高成長率）
6　考察
　6.1　本研究の考察
　6.2　応用可能性の考察
7　まとめ
　7.1　本研究の総括
8　本研究の限界
9　参考文献

1.　イントロダクション

世界中に多種多様な企業が存在し、それらの企業を様々な枠組みを用いてグループに分けることで、多くの経営学に関する研究が発展してきた。その中の一つのグループとして、「同族経営」というグループが存在する。全ての企業は広義の同族経営と、非同族経営に大別することができ、その特徴も大きく違っている。「同族企業」と聞くと、中堅・中小企業をイメージする事が多いだろう。しかし、「Walmart」や「Volkswagen」、「Samsung」など世界的な巨大企業も同族経営であることがしばしばである。その中でも、特に日本は同族経営の影響が最も強い国の一つであり、「Suntory」や「竹中工務店」、「山崎製パン」などが代表として挙げられる。

しかし、近年の同族経営に関するニュースを振り返ると、同族経営の特徴に起因する醜聞ばかりが目立つ。例えば、2011 年に発覚した大王製紙会長の不正資金引き出し事件である。当時、創業家出身の会長である井川意高が、カジノの資金として 1 年半で 100 億円近くを不正に子会社から引き出した。これは、創業家取締役によるガバナンスの機能不全や創業家の権力乱用という、同族経営の負の側面が生んだ事件であると考えられる。また現在は、大塚家具の親子による経営方針に関する争いや、出光興産創業家による、昭和シェルとの合併反対など、「お家騒動」が頻繁に起きている。以上のような事例から同族経営企業は、創業家以外が所有・経営を行っている非同族経営企業より劣っているという見解も多い。

一方で、近年の実証研究の結果を見ると、必ずしも同族企業が劣っているとは言えない。近年の多くの研究の中で、同族経営の高い経営パフォーマンスが確認されている。また、パフォーマンスだけではなく、長寿性という観点でも同族経営は優位性を持つ。それは、同族経営の持つ「企業の存続」に対する思いから発生する「長期的視野に立った経営」が要因の一つであると考えられる。反対に、東芝の不正会計問題を筆頭に総合電機メーカーの衰退や、エンロンの破綻などから見られるように、非同族経営の近視眼的で短期利益志向の経営が問題視されている。結果、同族経営の長期的視野に立った経営という特徴が相対的に注目されはじめた。同族経営と非同族経営がそれぞれの長所と短所を持ち、多くの経営行動にこの特徴が反映されていると考えられる。

２．　前提

2.1　問題意識

私は本研究を始めるにあたり、2 点の問題意識を持っている。1 点目は日本における同族経営の定量的な研究が、欧米諸国と比較して遅れている点である。2 点目は、同族経営の特徴が、実際の経営行動に如何に現れているかを示す研究が少ない点である。

第 1 章で触れたように、同族経営と非同族経営には多くの異なる特徴があり、その結果として経営行動に相違が生じることが多い。同族経営研究の起源は、１９９０年代の欧米の経営学者達である。その中でも、ハーバートビジネススクールの教授達が同族経営に特異性と重要性を感じ、研究を進めた。ハーバードビジネススクールの動きから、欧米のビジネススクールが一斉にファミリービジネス研究に着手し、ファミリービジネス・センターを設置して研究を進めた。世界的にみても同族経営（ファミリービジネス）の研究の歴史は浅く、未だ発展途上の研究分野である。その中でも日本では、世界でも有数のファミリービジネス大国であるにも関わらず、ファミリービジネスの研究では大きく遅れているのが現状である。欧米が 1990 年代に研究を始めたことに対し、日本の同族経営の研究は 2000 年代に入ってから開始された点や、日本における同族経営研究は、「老舗」や「長寿企業」の研究から始まった点、日本の一般的な企業のガバナンス体制や経営の特徴が、同族経営の特徴と類似している点が遅れている背景として挙げられる。

欧米の教授が研究を開始してから約２５年が経ち、同族経営の特徴や、非同族経営との違いが明らかになってきた。例えば、同族経営は後継者育成を長期的に行うことや、長期的視野に立った経営を行っていること、リスク回避性が高いなどという特徴が挙げられる。一方で、このように同族経営の特徴として挙げられているものは全てが常時適応されるのではなく、外部環境の変化に応じて上手くバランスを取っていると考えられている。また、「ファミリー」という要素が同族経営の経営行動を複雑化させ、時には同族経営の特徴同士が相反するケースも存在する。これまでの研究を通して、同族経営研究の基礎は固められてきた。しかし、同族経営の特徴がどのように経営へ反映するのか、また同族経営の特徴はどのように優先順位付けされるのか、一歩踏み込んで研究を行ったものは少ない。その中で、これからの同族経営研究の方向性として、今まで明らかにされてきた特徴を基に、より具体的で実践的な研究を進めていくことの必要性が高まると私は考える。本研究では、そのような問題意識の下、進めていくこととする。

2.2　研究の目的

これまでの研究で明らかにされてきた同族経営の特徴を基に、その特徴や、同族経営であることの複雑性が、実際のどのような経営行動に反映されているのかを実証研究を通して明らかにすることが、本研究の目的である。特に同族経営が経営行動や意思決定において、複数の特徴をどのように共存させているのかを明らかにしたい。そして本研究を通して、同族経営の特徴と経営行動を繋げることで、より同族経営への理解が深まることを期待する。

2.3　研究の概要

問題意識と目的を基に本研究では、同族経営の特徴が実際の経営行動で如何に反映されていて、如何にバランスを取っているかを研究する。同族経営の特徴や、経営行動と一口に言っても多種多様である。そこで本研究では、経営行動を定量的に分析しやすい「投資行動」に絞り、そして投資行動に係る同族経営の特徴として、「投資の継続性」と「財務の安定性」の二つに焦点を当てる。つまり、同族経営の投資行動を分析することで、「投資の継続性」と「財務の安定性」という二つの特徴のバランスについて研究する。この二つの特徴は、本質的には相反する特徴であるが、平常時は上手くバランスを取りながら共存させている。しかし、不確実性の高い環境下においては、この相反は拡大すると考えられる。本研究では、売上減少や、外部環境の大きな変動などに起因する不確実性やリスクの上昇に対して、同族経営は投資行動をどのように変化させたのか、非同族経営をベンチマークとして観察する。そして、同族経営は「投資の継続性」と「財務の安定性」という二つの特徴を、当該期間においてどのようにバランスを取っているのかを明らかにしたいと考える。

第一章と第二章では、本研究に行きつくまでの過程や、背景をまとめた。第三章では先行研究を体系的にまとめて紹介する。そして第四章で、本研究の具体的な研究方法を紹介して、第五章において、実証研究の結果を紹介したいと考えている。最後に第六章と第七章、第八章を通して、本研究の考察とまとめをしたい。

3．　先行研究

ファミリービジネス研究が欧米で勃興してから２５年が経ち、様々な角度からの研究がなされてきた。同族経営について理解し、適切な分析を行うために、先行研究の理解は不可欠なものとなってくる。本章では、同族経営の先行研究を紐解くことで、同族経営についての理解を深めたいと考える。同族経営の研究は大きく「理論研究」と「実証研究」に分けられる。理論研究で多くのフレームワークや、分析の枠組みが設定され、

それを元に実証研究が行われてきた。理論研究と実証研究の両方の観点から先行研究を紹介したい。

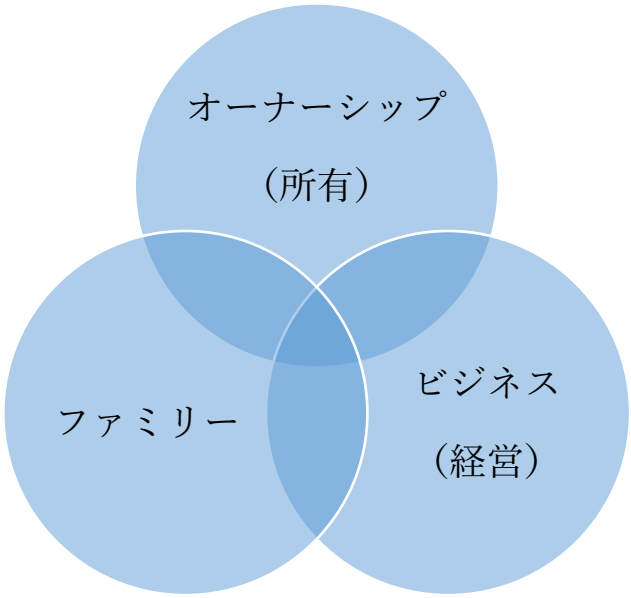
3.1　理論研究

理論研究は、同族経営の特徴を導くための枠組みの役割を担い、実証分析により行動特性を比較することを手助けする。どの理論を参考にするかにより、予見される行動は異なる。多くの実証研究が依拠する理論研究を紹介したい。

①　スリー・サークル・モデル

スリー・サークル・モデル（図１）とは、「ファミリー」「ビジネス」「オーナーシップ」の３つの要因から同族経営を説明できるというものである。（Gersick, et al., 1997）このモデルは、同族経営の研究初期にハーバートビジネススクールの研究者達が、同族経営における問題解決を目指した経営モデルを開発したものである。この３つの要因の組み合わせから、８つのビジネスタイプに分類することができ、それぞれのタイプによって、経営スタイルや行動、経営において重要視するポイントが違ってくる。例えば、オーナーシップをファミリーで有している企業は、株価の最大化や株式の希薄化を避ける行動をとるであろう。現在、出光興産の創業家が昭和シェルとの合併に反対していることも、株式の希薄化を避け、支配を維持したいからである。また、所有と経営が一致し、それがファミリーによってなされている時、同族経営の特徴は最大化するが、ガバナンスの不透明性が問題となってくる。一方、一般的な非同族企業は所有も経営もファミリーによって行われていない企業を指す。さらに、このモデルの発展形として作られた「スリー・ディメンション・モデル」がある。これは、オーナー、ファミリー、ビジネスの三軸を用い、三次元で組織形態を表したものである。これは、スリー・サークル・モデルに時間軸という要素を付け加え、「継承」などの時間に伴う複雑性の上昇を考慮に入れたモデルである。

図１　スリー・サークル・モデル



② ４Ｃモデル

４Ｃ モデルとは、同族経営は「Continuity（継続性）」、「Community（同族集団）」、「Connection（良き隣人）」、「Command（自由な行動と環境適応）」の４つの Ｃ の組み合わせから成り立っているというモデルである。この４つの特徴は、欧米のファミリービジネス 24 社（ミシュラン、ウォルマート、イケアなど好業績且つ永続性を持つ企業）のケース分析から導出されている。

第一の Continuity とは、創業家のミッションを継続的に達成する為、長期的視野に基づく投資を行うという特徴である。Continuity の要素が強い同族企業にとって、会社とは自分達の夢の実現の手段であり、高いスチュワードシップを発揮する。第二の Community とは、従業員を強い価値共有集団として、高い忠誠心を引き出し、組織のまとまりを強くするという特徴である。ミシュラン一族の有名な言葉である、「短期的利益に目を奪われた企業は従業員を食い物にしようとするが、長期的利益に主眼を置く企業は、人材に投資すればするほど大きな実りを得ることになる」に表されるように、好業績を上げる同族企業は、価値を共有する人材に重きを置いている。第三の Connection とは、顧客や取引先、そして社会一般をはじめ、様々なステークホルダーとの良好な関係性を築くという特徴である。日本においては、「売り手よし、買い手よし、世間よし」で知られている「三方よし」という言葉が昔からあるように、同族経営に深く浸透している。第四の Command とは、同族経営の経営者は非同族経営の経営者と比較して、株主の言動に左右されることが少ないので、比較的独立した行動ができるという特徴

である。したがって、非同族経営と比較して長期的な視野に立った経営を行うことができる。永続的に成功する同族企業は、この4つの要素のどれかに焦点を当てるのではなく、全てにおいて上手くバランスを取ることが必要となってくる。どれかの要素に傾きはじめると、同族経営は危機に陥る。この4要素は極めて絶妙なバランスを取っていて、同族経営の複雑性を表している。

③ エージェンシー理論

エージェンシー理論とは、エージェンシー・プリンシパル理論を代表するように、企業の所有と経営の観点から、ファミリービジネスのコーポレートガバナンスを説明する理論である。この理論では、株主を「プリンシパル（所有）」、経営者を「エージェント（経営）」として企業をみている。一般的な企業は、株主と経営者が別の母体であり、これを「所有と経営の分離」と言う。一方で、同族企業は、株主と経営者が共に創業家の場合が多く、これを「所有と経営の一致」と言う。同族経営に関する多くの研究は、この二つを比較することで構築されている。この分野は、Knight(1921)が株主と経営者の契約関係について分析した研究が発端であると言われている。これを基盤として、「所有と経営の分離」という枠組みを、Berle and Means(1932)を始めとする研究者が構築したものである。所有と経営の分離と一致には、どちらも長所と短所がある。したがって、どちらにしても長所を如何に伸ばし、短所を如何に解決するのかということが重要になってくる。所有と経営が分離している企業の課題として、エージェンシー問題が挙げられる。これは、所有者の利益最大化という目標と、経営者の企業成長という目標がしばしば相反することで、エージェンシーコストが高くなり、モラルハザードに繋がるということである。これは、コーポレートガバナンスの拡充により、このコストを減らすことができると考えている。一方で、所有と経営が一致している同族経営の特徴として、Villalonga and Amit (2006)が「エージェンシー問題Ⅰ」と「エージェンシー問題Ⅱ」があることを示している。エージェンシー問題Ⅰとは同族経営の長所のことであり、非同族企業で生じる近視眼的な行動が同族経営では回避されるという指摘である。この下では、同族企業のパフォーマンスは高くなる。一方、エージェンシー問題Ⅱとは同族企業の短所のことであり、外部からのガバナンスが減り、経営者が自己の利益を追求する余地を与えてしまうリスクがあることを指す。この問題を「エントレンチメント効果」と呼ぶ。この下では、同族経営のパフォーマンスは低くなる。これを防ぐために近年では、社外取締役の充実や銀行や取引先などの関係者の圧力を重視している。

④ 資源ベース理論（Resource based view of firm）

資源ベース理論とは、自社の優位性を示すために、価値（Value）、希少性（Rareness）、模倣可能性（Immutability）、組織（Organization）の４つの観点を用いて競争戦略の分析をする手法(Barney,2002)であり、その手法を同族経営の分析に転用したものである。それは、永続的な同族企業には、模倣困難性の高い経営資源が存在することを表している。例えば、トヨタ自動車や村田製作所、星野リゾートなどの「ファミリー名」である。ファミリー名は模倣不可能な経営資源である。また、「秘伝の技」とも言われる同族経営で代々受け継がれてきた技術や、家訓などの行動規範もこれにあたる。また、ソーシャル・キャピタル理論に代表するように、代々築き上げてきた地域社会とのネットワークも貴重な経営資源の一つであると考えられている（Lin,2001）。このように同族経営は代々積み重ねてきた競争優位性が存在する。このような経営資源を如何に次世代に引き継ぎ、競争優位を高める要因とするかを考えることが大切となってくる。

⑤ 社会的情緒資産（Socio-emotional wealth theory）

社会的情緒資産とは、SEW 理論と呼ばれ近年急速に注目され始めた理論である。同族企業は経済合理的効用よりも、「非財務的効用（金銭的な富以外からもたらされる効用）」を優先するという理論である(Gomez-Mejia,et al.,2011)。入江・山野（2014）は、SEW 理論における非財務的効用には３種類あるとする。

一つ目として、「企業への強い結びつき」が挙げられる。同族経営の場合は、家は会社と同義であるので、会社はファミリーの感情的な集合体を意味する。結果として、「自ら保有し続け、経営する」ことと「家の存続」を同義とし、重要視する。二つ目として、「事業によるファミリーの永続」が挙げられる。同族企業の最大の関心は「永続性」である。永続性は前提であり、永続することを企業のミッションと捉え、金銭的効用よりも重要視する。三つ目として、「ファミリー内の利他主義」が挙げられる。同族内では相互扶助が奨励され、自己献身的な行動をとることで、存続を図る。経済合理性を重要視した利己的行動が強い非同族企業とは反対の傾向である。同族経営と非同族経営が多くの観点で違う理由として、同族経営は非財務的効用を重要視するからという説明が強く当てはまる。短期的には非財務的効用に基づく非合理的な意思決定が、長期的には同族経営の競争優位を高めていると考えられる。

3.2　実証研究

実証研究では、大量サンプルの統計解析を通した定量的エビデンスを用いて、理論研究の補強を行う。Chrisman and Patel（2003）によると、1996 年～2003 年に発表されたファミリービジネスに関する論文を 190 本分析した結果、約 22%が事業継承を取り上げ、次いで業績との関連の研究が 15%、そして三番目にコーポレートガバナンスに関するものが 10%であったことを示している。本研究の先行研究として、「事業継承」「業績」に加え、本研究に直接関連する「経営行動」についての先行研究も紹介したい。コーポレートガバナンスについての先行研究は、理論研究の章で述べたエージェンシー理論やモラルハザードについての研究が中心であるので、この章では割愛する。

3.2.1　事業継承

①　ユバナ・沈（2015）

1949 年～1970 年までに新規上場した企業のサンプルから、経営者の種類による業績の比較を実証研究した。結果、業績が一番高い創業者経営と比較して、親族経営、専門経営者経営、元ファミリービジネス、非ファミリービジネスは低い業績であることや、婿養子経営と暫時専門経営者経営は、平均的に見て創業者経営と同等の業績であることを見出した。また、経営に関わる期間は、創業者が一番長く、次いで親族と婿養子が長く、専門経営者、元ファミリービジネスは短いという結果も示した。

②　沈（2009）

日本の同族企業を対象に、能力の有無に関わらず継承することができる同族企業の悪習が、業績にどのような影響を与えるのかを研究した。結果、非エリートの親族承継は婿・婿養子承継及び非同族企業の専門経営者承継に比べて、経営者交代前後で業績の悪化が生じていた。また、この結果は経営者の能力の不足が原因であることも明らかとなった。

3.2.2　業績

①　Saito（2008）

上場企業 1823 社、期間を 1990 年～1998 年のサンプルから、創業家による所有と経営の状況が企業の利益率に与える影響を計量的に分析した結果、以下の２点を明らかにした。１点目は、創業者一族によって所有と経営がなされている

企業の利益率は、非一族経営よりも高い点である。これは、所有と経営の一致によるコストが、ベネフィットを上回っていることを表す。2点目は、創業者によって経営されている企業は、その子孫によって経営されている企業に比べて、持株比率を考慮したうえで利益率が高い点である。この結果から、創業者の高い影響力が表せる。つまり、子孫による経営はエントレンチメント効果が大きくなる要因であると考えられる。

3.2.3　経営行動

① 森川（2008）

日本の同族企業は、経営目標として企業の存続を重視しており、安定志向（リスク回避的な傾向）が強いことを示した。

② Asaba（2013）

同族経営は非同族経営の企業よりも積極的に設備投資をすることを明らかにした。また、需要の変動が大きく、不確実性やリスクが高い環境による投資抑制効果は、同族経営の方が非同族経営より弱く、マーケットの縮小期においても同様であることを示した。

③ Asaba and Wada（2015）

製薬産業において、研究開発費は同族経営の方が少ないことを明らかにした。また、同族経営企業の特許の経済価値は低く、同族経営はより成功確率の高い研究に集中して投資していることを示した。

④ Ward（2004）、Dreux（1990）Romano et al（2000）

同族経営はバランスシートの健全性を守ることを強く望み、負債による資金調達に対しての抵抗が大きい点や、同族経営はコントロールの保持を強く望み、増資による資金調達から生じる株式の希薄化を避ける点の二点について明らかにした。

⑤ Block（2012）

同族企業はリスク回避傾向が強く、不確実性の高い R&D 投資が非ファミリー企業に比べて少ないことを明らかにした。

⑥ 山本(2012)

同族経営、特に創業者経営の企業は、他の企業と比較して有意に多くの設備投

資支出を選択することを示した。また、創業家が企業の株式を保有していても、経営者が非同族出身者の場合は、同水準もしくは低い水準でしか設備投資を支出していないことが明らかになった。

⑦ Andersen and Reeb（2003）

同族経営は他の株主に比べて、より視野が広く、相対的に長期的な投資計画を選択することを示した。

⑧ James（1999）

同族企業が非同族企業と比較して、より長期的な投資を選好し、さらに自社の企業価値を長期的に最大化させることを理論的に見出した。

4． 実証研究

4.1 研究内容

本研究は、同族企業の投資行動の実証分析を通して同族経営の特徴である「投資の継続性」と「財務の安定性」について分析することを目標にすることを述べた。投資行動を分析する際には、資金調達行動の分析が不可欠となってくる。浅羽（2013）やJames(1999)の先行研究で示されるように、同族経営の投資行動においては、より長期的な投資を選択し、設備投資に積極的であることが示された。この背景には、所有と経営が一致していることによる、近視眼的な株式市場からの圧力が弱い点や、エージェンシーコストが低い点などがある。一方で、資金調達を始めとする財務戦略においては、Ward (2004)、Dreux (1990) Romano et al (2000) などの先行研究から分かるように、「安定性」が最も強い特徴となっている。森川（2008）は、同族経営は「企業の存続」を重要視しており、安定志向（リスク回避性）が強いことを同族経営の大きな特徴として挙げている。所有と経営が一致している同族企業において、企業の存続は家族の存続を意味し、倒産リスクの回避と、コントロールの維持に非同族経営と比較して大きな関心を持っている。これは、同族経営が借入金による資金調達や増資による資金調達に対する抵抗が強く、高い自己資本比率と厚い内部留保を維持していることからも言える。また同族経営は、キャッシュフローで返済可能な範囲で投資を行うことや、研究開発費が少ないことから、投資行動においてもリスク回避性は伺える。

ここでの投資行動における「継続性・長期性」と、資金調達における「安定性」は相反性がある。平常時においては、この相反する二つの特徴はバランスがとられ共存している。厚い内部留保と多少の外部資金を用いて、継続的で長期的な投資を行い、そこから生まれたキャッシュを内部留保として積んでおくというサイクルで共存がなされて

いる。一方で、売上高の変動が大きく、不確実性の高い期間は、投資リスクが高まる。その際の投資行動は平常時と比べてどのように変わるのだろうか。Asaba(2013)は、同族経営は非同族経営と比較して、不確実性の高い期間における設備投資抑制効果は弱いと結論付けている。つまり、同族経営は変動の大きい環境下であっても反応は小さく、忍耐的に設備投資を継続することが分かった。また、近年の事例を見ても、同族経営の業績に左右されない長期的な投資が、将来の競争優位に繋がったケースが多い。例えば、Samsung の DRAM 事業である。９０年代後半に半導体の DRAM 事業の需要は大きく落ち込み、日本の総合電機メーカーは相次いで投資を大幅に減らした。しかし、Samsung は創業家 CEO の指揮の元、需要の大幅な減少にも関わらず、投資を継続した。結果、２１世紀に入ると、日系総合電機メーカーの DRAM 事業は急激に衰退し、全ての企業が撤退することとなった。一方 Samsung は DRAM 事業を収益の柱とし、かなりの高収益を上げた。また、Suntory のビール事業も同様なことが言える。創業家の思い入れが強いビール事業を、赤字続きだったにも拘らず、「健全な赤字事業」と位置付けて長期にわたって根気よく投資を継続した結果、国内で強い競争力を持つ Suntory の収益柱へと成長した。

ところで、例えばかつてのバブル崩壊期やリーマンショックのように、需要や売上が大幅に下がり、手元流動性が大幅に下がり、倒産リスクや不確実性が大幅に高まった状況下においても、同族経営は継続的な投資を選好するのだろうか。また、設備投資よりもリスクや不確実性の高い研究開発投資に関しても、継続性を重要視するのだろうか。私は、この２点の疑問を抱いた。そこで、本研究ではこの二つの疑問に対する答えを模索する研究を行う。つまり、不確実性が非常に大きく高まった時に、同族経営は投資行動をどのように変化させるか、またリスクの高い研究開発投資の場合は、投資行動をどのように変化させるのかについて、非同族経営と比較することで実証研究していく。

表１　本研究の範囲

	平常時	ショック（小）	ショック（大）
設備投資	継続性	継続性	?
研究開発費	?	?	?

4.2　研究における定義

今まで一口に「同族経営」という単語を使ってきたが、その定義は様々である。例えば、Saito（2008）では、同族による株式保有比率が５％以上、社長もしくは会長が一族出身者である企業を同族企業と定義している。本論では、組織形態を「創業者経営」「同族経営」「非同族経営」の３つに分類して比較分析を行う。創業者経営は、社長・会長のどちらかに創業者が含まれる企業群である。京セラなど名誉会長に創業者が含まれるケースもいくつか存在したが、それも創業者経営に含んでいる。同族経営は、社長・会長のうち最低一人は同族出身者である企業で、その中で創業者経営を除いた企業群である。同族出身者か否かを判断として、創業者と名字が一致している人物を創業家として判断した。そして、非同族経営は社長・会長共に同族以外の出身者で構成されている企業である。今回の研究では経営の構造に分類の焦点を当てたことに対し、所有に関しては考慮していない。その理由として２点ある。１点目として、データを分類しすぎてしまうと、標本データが減り説明力が落ちるだけでなく、多様な結果が出ることにより結果の本質がぼやけてしまうからである。２点目として、本研究は同族経営の意思決定に関する研究であり、特に投資行動に関する意思決定は、株式市場よりも、経営陣に依拠することが多いからである。

投資行動を分析するに当たり、大きなショックとして「リーマンショック」と「東日本大震災」を与える。「リーマンショック」と「東日本大震災」は大きなショックという点が共通しているが、その特徴は大きく異なっている。

リーマンショックについては、林（2010）が３つに分類している。第一に、サブプライム問題が顕在化した 2007 年８月以前を「正常期」、第二に 2007 年８月からリーマンブラザーズが破綻した９月中旬までを「混乱期」、そして第三に９月中旬以降を「金融危機」とし分類した。日経平均や、TOPIX の推移をみると、リーマンブラザーズが破綻した次の日の 16 日に大きく暴落している。16 日を境に、日経平均の変動が大きくなり、10 月 16 日には日経平均株価が 10%を超える下落率を記録した。本研究では、リーマンショックのイベント月として、2008 年９月を差すこととする。投資行動を分析する上で、リーマンショック期の特徴は３点ある。１点目は、金融市場の凍結である。2007 年８月から日本の銀行の貸出態度が悪化傾向にあったが、2008 年９月のリーマンブラザーズの破綻を期に、急激に悪化し資金供給を控えた。株式市場の混乱と共に、Debt と Equity に関わらず、資金調達能力が大幅に低下した。かろうじてクレジットラインを銀行と結んでいる企業は、それを利用して手元流動性の確保に奔走した。２点目は大幅な需要の減少である。リーマンショックによる急激な景気後退により、物の取引が一時大幅に減少した。本研究のデータセットでは、リーマンショック期の売上高は平均で 13%も下落している。また、この景気後退は世界的なものであり、特に海外売上比率が高い製造業などが大きな打撃を受けた。３点目は、将来の不透明性が高い点であ

る。リーマンショック後の混乱の中で、将来に対する見通しが悪く、経済や需要の復旧の目途が立たないことが、投資行動に大きな影響を与えたと考えられる。

一方、東日本大震災のショックはリーマンショックと傾向が異なる。東日本大震災は3月11日に、宮城県沖で発生した大地震である。したがって東日本大震災のイベント月は2011年3月と定義する。リーマンショックとショックの傾向と違う点は3点ある。1点目は、一過性のショックという点である。リーマンショックは実際のショックの期間は何か月もあり、その間高い不確実性とリスクにさらされてきた。一方で、東日本大震災は3月１１日に非常に大きなショックが起きたが、ショック自体は1日だけのショックである。リーマンショックと比較してショックに晒される期間が少なく、将来の見通しの不透明さは低かったと言える。2点目は、業績の変動が少なかった点である。リーマンショックと異なり、売上高の減少率は小さく、業績に与える影響は小さかった。3点目は、物理的なショックという点である。設備や建物に直接被害が出たショックである一方で、経済的な外部環境の影響は小さい。リーマンショックとは異なり、復旧の目途が立ちやすいという特徴がある。

以上、本研究にける「リーマンショック」と「東日本大震災」の概要と定義である。

4.3　分析方法

本研究では、同族経営の特徴である投資の継続性と財務の安定性が、不確実性下においてどのように現れるのかを検証する。同族経営の投資行動として、設備投資費と研究開発費を対象とする。先行研究では、売上高研究開発費や総資産設備投資比率を被説明変数として使用している。しかしこの変数は、単年度の投資の結果であり、投資行動の変化を表現する変数としてはふさわしくない。また、ショックによる売上高の変動や総資産の変動によって、結果が大きく影響を受けるので、不確実性が大きい環境下においては正常な研究ができないと考えた。そこで今回は新たに、より変化に焦点を当てられるよう、また投資行動に焦点があてられるように、投資の絶対額の変化率を被説明変数と置く。つまり、投資額をどれだけ変化させたかを表す「研究開発費増加率」「設備投資費増加率」を被説明変数と置く。

$$\text{研究開発費増加率} = \frac{(\textit{研究開発費}_{t} - \textit{研究開発費}_{t-1})}{\textit{研究開発費}_{t-1}}$$

$$\text{設備投資費増加率} = \frac{(\textit{設備投資費}_{t} - \textit{設備投資費}_{t-1})}{\textit{設備投資費}_{t-1}}$$

二つの被説明変数について、「平常時」「小ショック時」「大ショック時」の３つの期間で重回帰分析をすることで投資の変化を見る。平常時は２００２年～２００７年、２０１３年～２０１５年の期間とする。これは、サンプル期間（２００２年～２０１５年）から、大ショック期間を抜いた期間である。小ショック時として、平常時の期間（２００２年～２００７年、２０１３年～２０１５年）から売上高成長率がマイナス成長した期間を抽出し、データセットを作る。売上高成長率のマイナス成長を小さなショックとして選定した動機は２点ある。１点目は、実証研究の結果投資行動を説明する上で、一番説明力が高い説明変数だったからである。２点目は、売上高の増減は原価削減や、投資削減などの会計コントロールが効かず、需要や市場の動向を表す指標で、最も適していると考えたからである。以上の２点より、小ショックとして「売上高減少期」を選択した。

前述の通り、大きなショックとして「リーマンショック」と「東日本大震災」の二つのイベントを使用する。業界全体に大きな影響を及ぼすショックである点や、急激なショックである点、ショック前の行動の特殊性が低いショックである点から、２つのイベントを抽出した。

研究開発投資と設備投資に対して、これらのショックを与えた際に、どのように投資行動を変化させるのかを、同族経営と非同族経営、創業者経営を比較することで明らかにする。どのように投資を変化させるのか、また同族経営はショック期において相反する「投資の健全性」と「財務の安定性」をどのようにバランスを取るのかを比較する方法として、「交互作用項（交差項）」を用いて検証する。交互作用項とは説明変数の一種であり、説明変数と同族ダミーを掛け合わせることで作成する。本研究における交互作用項は、説明変数の変化に対しての投資変化の大きさを、同族経営と非同族経営で比較することを意味する。本研究では交互作用項を作成する説明変数として、説明力が高かった「売上高成長率」「総資産営業利益率」を使用する。つまり交互作用項は、売上高成長率や総資産営業利益率が１％下落した際に、同族経営は非同族経営と比較してどれくらい大きく投資額を変動させるかを表す。同族経営の交互作用項の係数が＋であれば、同族経営は非同族経営と比較して大きく投資行動を反応させる。一方、同族経営の交互作用項の係数が－であれば、同族経営は非同族経営と比較して、投資をあまり変化させないことを示す。この結果より、研究期間において同族経営が「投資の継続性」と「財務の安定性」のどちらを優先するのかを検証する。

4.4 仮説

本研究では、仮説１とそれに対する対立仮説として、仮説２を立てて、交互作用項の係数の符号から、どちらを採択するかを決める方法で研究を進める。同族経営がサンプル期間において継続的な投資を選択することを仮説１として挙げる。一方、同族経営がサンプル期間において投資を大きく減らし、財務の安定性を選択することを、対立仮説である仮説２とする。

Ｈ１：同族経営はサンプル期間において、継続的な投資を選択する。
Ｈ２：同族経営はサンプル期間において、財務の安定性を選択する。

同族経営と説明変数の交差項が「－」であれば、同族経営は非同族経営よりも投資を変化させないことを表す。つまり、売上高減少時や、大ショック時において、投資をあまり変化させないことを表し、同族経営は財務の安定性よりも投資の継続性を優先することを示す。つまり、交差項が－であればＨ１を採択する。

一方、同族経営と説明変数の交差項が「＋」であれば、同族経営は非同族経営よりも大きく投資を変化させることを表す。つまり、売上減少時や、大ショック時においては、投資を大幅に減少させることを表し、同族経営は投資の継続性よりも財務の安定性を選択することを示す。つまり、交差項が＋であればＨ２を採択する。

4.5　データ

本研究のサンプルとして、東証１部に上場していて、且つ東証の業界分類で電気機械業界に所属している企業を対象とした。東証１部に焦点を当てた理由として、データの分散を防ぐことが挙げられる。また、業界毎に投資行動は大きく違うので、分析する業界を１つに絞った。その中で電気機械業界に業界を絞った動機として４点ある。１点目は、十分なサンプル数である。業界全体のサンプル数に加え、同族経営企業のサンプル数も十分であったことが挙げられる。２点目は、投資行動が活発であるという点である。投資行動を比較するためには、設備投資と研究開発投資が活発であり、高い重要性を持つことが不可欠である。３点目は、海外への関与が高い点である。今回の研究の最も大きな外部環境要素の一つとして、「リーマンショック」がある。日本におけるリーマンショックの影響は比較的軽微であり、海外の影響が大きかった。そこで、リーマンショックの影響の反映を強くするために、海外比率が高い業界を条件とした。４点目は、筆者の属する業界である点である。

変数に用いる財務データは「日経 NEEDS」により抽出した。また、取締役構成や、持ち株比率のデータはデータベースの「EOL」を用い、企業の有価証券報告書から収集

することとする。

決算日によって期間が最大１年ずれるので、リーマンショックと震災の大ショックを考える際は、調整する必要がる。年度の中にイベント月と、その後１四半期を含む年度をｔ年度、その次の年度を(t+1)年度として、この二つの年度の平均を取る。平均の取り方は、t-1 年度～t 年度への変化と、t-1 年度～t+1 年度への変化の平均を取る。また分析の際は、異常値を取り除くため、被説明変数の上位１％と下位１％をサンプルから除外して、分析を行う。

表２　決算期別サンプル年度

	リーマンショック		東日本大震災	
決算期	T年度	(T+1)年度	T年度	(T+1)年度
１月	2009	2010	2012	
２月	2009	2010	2012	
３月	2009	2010	2012	
５月	2009	2010	2012	
６月	2009	2010	2011	2012
８月	2009	2010	2011	2012
９月	2008	2009	2011	2012
１１月	2008	2009	2011	2012
１２月	2008	2009	2011	2012

4.6　分析の枠組み

本研究の分析は５つの重回帰分析による実証研究と、２つのｔ検定による実証研究から構成される。

表３　実証研究の枠組み

	対象データ	実施目的
実証研究１	全期間	・ベンチマークとして
		・説明力の高い説明変数を見つける（弾力性を図るため）
実証研究２	平常時（２００１～２００７年、２０１３年～２０１５年）	・安定期の対応観察
実証研究３	平常時における売上減少期	・小さいショックの対応観察
実証研究４	緊急時（リーマンショック）における売上減少期	・大きいショックの対応観察
実証研究５	緊急時（震災）における売上減少期	

実証研究１～実証研究５は、重回帰分析による実証研究である。実証分析１では、２００１年～２０１５年の全サンプル期間において、「前年度比研究開発費増加率」「前年度比設備投資費増加率」実証分析を行う。また、この分析では変化率に加えて、従来の先行研究に則り「売上高研究開発費率」と「総資産設備投資比率」について、同様の重回帰分析を行うことで、組織形態別の投資の傾向の差を探る。実証研究１をベンチマークとして、以降の実証研究に活かす。実証分析２では、大きなショックがない平常時（2001 年～2007 年、2013 年～2015 年）を分析する。実証研究３では、平常時の売上高減少期（小ショック期）について分析する。小ショック期は、実証研究２のデータから、売上高成長率がマイナスの期間を抽出し、データセットとする。実証研究４では、大きいショックとしてリーマンショック期の分析を行う。リーマンショックは２００８年９月をイベント月として、上で述べた基準により２期間の平均を取ったデータの分析を行う。実証研究５では、大きいショックとして東日本大震災期の分析を行う。東日本大震災は２０１１年３月をイベント日として、上で述べた基準により２期間の平均を取り分析を行った。

実証研究をサポートする補足研究として２点行う。１点目は、資金調達に関する研究である。Debt による資金調達（Debt による資金調達/総資産）と、Equity による資金調達（Equity による資金調達/総資産）、総資産現金比率の平均値が、同族経営と非同族経営で差があるのかどうかを、t 検定を用いて検証する。

２点目は、各期間における売上高成長率の平均値が、同族経営と非同族経営の間で差があるのかどうかを t 検定によって検証する。売上高成長率は、本研究の仮説を検定する上で最も大きな影響を与える説明変数である。そこで、重回帰分析の交互作用項が有意となった場合、売上高成長率の差異による有意性でないことを示す必要がある。例えば、東日本大震災の地域要素（東北に関連する企業数が同族経営と非同族経営に偏りがあること）による影響が、本研究の結果に影響を与えていないことを証明する必要がある。そこで、売上高成長率を t 検定により比較する。

以上の５つの実証研究と、２つの t 検定を用いて検証を行う。

4.7　分析モデル

実証研究１～５を行う上でのモデルを設定する。

$$\mathrm{Investment}_t = \alpha + age_t + asset_t + revenue_t + profit_{t-1} + TobinQ_{t-1} + DEratio_{t-1} + Cash_{t-1} + dummy_t + revenue \times dummy_t + profit \times dummy_t$$

企業のコントロール変数として、企業年齢と総資産を説明変数に加える（企業年齢と総資産は対数を取る）。投資行動を説明する変数として５つの要素を加える。第一に、「売上高成長率」である。Berger(1993)によると、「企業は自社の売上を考慮に入

れて、裁量権の大きい投資の多寡を決定する」と記されており、投資の決定において売上高成長率は大きな影響を与えると考えてよい。第二に、「総資産営業利益率」である。企業の収益効率の代理変数の役割を担っている。第三に、「Tobin-Q」である。Tobin's Q とは、当該企業の将来の収益性を、株式市場の指標で評価したものである。Tobin-Q が 1 以上であれば投資機会があることを示し、企業は新規に投資を行い、1 以下であれば投資機会がないことを示し、企業は投資を抑制する。Tobin-Q はデータの制約上、全てのデータを収集することが困難なため、本研究では Tobin-Q の代理変数である「Simple-Q(（株式時価総額＋有利子負債）/総資産)」を使用する。第四に、「D/E ratio」である。企業の安定性を表す代理変数として用いる。第五に、「総資産現金比率」である。企業の手元流動性を表す代理変数として使用する。現金は、貸借対照表の「現金預金及び現金同等物」とする。先行研究に則り、「総資産営業利益率」「Tobin-Q」「D/E ratio」「総資本現金比率」に 1 期間のラグを付ける。以下に説明変数の導出方法をまとめた。

説明変数

$$\mathrm{Age}_t = \log(\textit{測定年} - \textit{創業年} + 1)_t$$

$$\mathrm{Asset}_t = \log(\textit{総資産})$$

$$\mathrm{Revenue}_t = (\textit{売上高}_t - \textit{売上高}_{t-1})/\textit{売上高}_{t-1}$$

$$\mathrm{Profit}_t = \textit{営業利益}_{t-1}/\textit{売上高}_{t-1}$$

$$\text{Tobin-Q}_t = (\text{株式時価総額}_{t-1} + \textit{有利子負債}_{t-1})/\textit{総資産}_{t-1}$$

$$D/Eratio_t = \textit{有利子負債}_{t-1}/\textit{株主資本}_{t-1}$$

$$\mathrm{Cash}_t = \textit{現金・預金及び現金同等物}_{t-1}/\textit{総資産}_{t-1}$$

5.　結果

本章において、５つの重回帰分析と２つのｔ検定の結果をまとめる。

5.1　実証研究１

実証研究１を通して、２点のことが明らかになった。第一に、売上高研究開発費率は、非同族経営が同族経営よりも高く、総資産設備投資費率は、同族経営が非同族経営よりも高いということである。このことから、同族経営は設備投資には積極的であるが、研究開発投資に関しては非同族経営と比較して消極的であることが分かった。第二に、説明変数の中で「売上高成長率」が一番説明力の高い変数であり、次点で「総資産営業利益率」が高かった。したがって、実証研究２より売上高成長率と総資産営業利益率を用い、同族と創業者の交互作用項を作成し、非同族経営との被説明変数の差異を分析する。

表４　実証研究１結果

実証研究１		
	売上高研究開発費	総資産設備投資比率
切片	0.063854 ***	-0.00095
	(7.773)	(-0.119)
企業年齢（対数）	-0.02461 ***	0.005571
	(-6.157)	(1.462)
資産合計（対数）	0.005718 ***	0.006501 ***
	(5.795)	(6.759)
売上高成長率	-0.03387 ***	0.010623 ***
	(-7.320)	(2.450)
総資本営業利益率	-0.06532 ***	0.091448 ***
	(-4.267)	(6.361)
Tobin-Q	0.004441 ***	-0.00037
	(3.415)	(-0.290)
D/E ratio	-0.00346 ***	-0.0005
	(-6.291)	(-0.942)
総資産現金比率	0.042687 ***	-0.02285 ***
	(6.580)	(-3.640)
創業者	-0.01199 ***	-0.00425 **
	(-5.740)	(-2.089)
同族	-0.01097 ***	0.005953 ***
	(-7.412)	(4.100)
R-square	0.128031	0.075108
Sample size	1987	1987

表５　実証研究１結果

	実証研究１			
	研究開発費増加率		設備投資費増加率	
	Model 1	Model 2	Model 1	Model 2
切片	0.032701	0.021945	0.315438 *	0.320375 *
	(0.7934)	(0.527)	(1.894)	(1.904)
企業年齢（対数）	0.007224	0.007308	0.042381	0.042095
	(0.3692)	(0.374)	(0.540)	(0.536)
資産合計（対数）	-0.01054 **	-0.00916 *	-0.07485 ***	-0.07469 ***
	(-2.093)	(-1.805)	(-3.678)	(-3.641)
売上高成長率	0.395279 ***	0.409348 ***	1.227388 ***	1.159099 ***
	(16.742)	(13.652)	(13.084)	(9.696)
総資本営業利益率	0.89992 ***	0.978124 ***	2.069232 ***	2.01874 ***
	(11.803)	(11.000)	(6.736)	(5.610)
Tobin-Q	-0.01433 **	-0.01497 **	-0.05989 **	-0.06424 **
	(-2.187)	(-2.249)	(-2.265)	(-2.386)
D/E ratio	-0.00049	-0.00066	-0.00213	-0.00273
	(-0.176)	(-0.235)	(-0.191)	(-0.244)
総資産現金比率	-0.01254	-0.01107	0.303868 **	0.319803 **
	(-0.380)	(-0.332)	(2.289)	(2.382)
創業者	0.001542	0.008734	-0.04662	-0.089
	(0.144)	(-0.495)	(-1.083)	(-1.267)
同族	0.002176	0.018945	-0.01844	-0.02234
	(0.286)	(1.614)	(-0.598)	(-0.468)
創業者×売上高成長率		0.093493		0.31084
		(1.388)		(1.160)
同族×売上高成長率		-0.08405 *		0.112007
		(-1.749)		(0.582)
創業者×総資産営業利益率		-0.16959		0.425897
		(-0.890)		(0.567)
同族×総資産営業利益率		-0.24734		0.023898
		(-1.613)		(0.040)
R-square	0.195511	0.199154	0.112785	0.113574
Sample size	1987	1987	1987	1987

5.2　実証分析２

実証分析２は平常時（２００２年～２００７年、２０１３年～２０１５年）における分析である。結果として、売上高成長率、総資産営業利益率と同族経営の交互作用項が共にマイナスであった。つまり、同族経営は非同族経営と比較して、売上高成長率や営業利益率の変化に対して、研究開発投資額の変化が小さいことを表す。したがって、実証研究２の平常時においては投資の継続性を優先するとして、仮説１を採択する。一方、設備投資増加率については、当該期間において、有意な結果を得ることができなかった。

表６　実証研究２　結果

	実証研究2			
	研究開発費増加率		設備投資費増加率	
	Model 1	Model 2	Model 1	Model 2
切片	0.095154 *	0.074657	0.389714 *	0.415445 *
	(1.650)	(1.277)	(1.761)	(1.850)
企業年齢（対数）	-0.00838	-0.00612	0.042183	0.04231
	(-0.230)	(-0.219)	(0.363)	(0.393)
資産合計（対数）	-0.01382 **	-0.01174 *	-0.08607 ***	-0.08775 ***
	(-2.046)	(-1.725)	(-3.347)	(-3.377)
売上高成長率	0.36963 ***	0.390338 ***	1.056856 ***	0.932854 ***
	(10.301)	(8.527)	(7.835)	(5.260)
総資本営業利益率	0.812321 ***	0.928571 ***	2.105878 ***	1.890324 ***
	(7.040)	(6.885)	(4.840)	(3.656)
Tobin-Q	-0.01405 *	-0.01515 *	-0.05227 *	-0.05761 *
	(-1.696)	(-1.808)	(-1.661)	(-1.802)
D/E ratio	-0.00401	-0.00434	-0.0072	-0.00848
	(-1.232)	(-1.333)	(-0.582)	(-0.684)
総資産現金比率	-0.01479	-0.0121	0.228408	0.258194
	(-0.331)	(-0.270)	(1.352)	(1.512)
創業者	0.003163	0.003263	-0.00566	-0.09754
	(0.224)	(0.136)	(-0.106)	(-1.084)
同族	0.001266	0.034317 **	-0.03568	-0.06456
	(0.124)	(1.983)	(-0.912)	(-0.987)
創業者×売上高成長率		0.141288		0.467112
		(1.442)		(1.294)
同族×売上高成長率		-0.14283 *		0.190738
		(-1.900)		(0.678)
創業者×総資産営業利益率		-0.15679		0.879841
		(-0.611)		(0.920)
同族×総資産営業利益率		-0.40244 *		0.336049
		(-1.812)		(0.400)
R-square	0.141559	0.148917	0.086034	0.088061
Sample size	1255	1255	1255	1255

5.3　実証研究 3

実証研究 3 は、小ショック期における分析である。当該期間において、売上高成長率と同族経営の交互作用項の係数がマイナスという結果を得た。つまり、同族経営は非同族経営と比較して、売上高成長率の減少に対して、研究開発投資の削減率が小さいことを表す。したがって、実証研究 3 の小ショック期においては投資の継続性を優先するとして、仮説 1 を採択する。一方、設備投資増加率については、当該期間においても有意な結果を得ることができなかった。

表 7　実証研究 3　結果

	実証研究 3			
	研究開発費増加率		設備投資費増加率	
	Model 1	Model 2	Model 1	Model 2
切片	0.034217 (0.390)	0.033982 (0.381)	0.576087 * (1.707)	0.570735 * (1.652)
企業年齢（対数）	0.026197 (0.684)	0.025747 (0.674)	0.049837 (0.338)	0.055721 (0.375)
資産合計（対数）	-0.01707 (-1.493)	-0.0165 (-1.441)	-0.12445 *** (-2.862)	-0.12594 *** (-2.865)
売上高成長率	0.25734 *** (2.970)	0.327837 *** (3.133)	1.515455 *** (4.577)	1.814687 *** (4.501)
総資本営業利益率	0.928137 *** (4.799)	0.907119 *** (4.240)	0.909339 (1.238)	1.137206 (1.381)
Tobin-Q	-0.01265 (-0.706)	-0.00262 (-0.137)	0.070963 (1.035)	0.10602 (1.441)
D/E ratio	-0.0073 ** (-2.038)	-0.00837 ** (-2.336)	-0.01433 (-1.048)	-0.01553 (-1.126)
総資産現金比率	-0.02505 (-0.309)	-0.03542 (-0.432)	0.169543 (0.550)	0.114759 (0.363)
創業者	-0.01873 (-0.766)	0.038731 (0.860)	-0.14201 (-1.521)	-0.09913 (-0.610)
同族	0.009168 (0.482)	-0.03002 (-1.003)	-0.09801 (-1.348)	-0.14581 (-1.263)
創業者×売上高成長率		0.44259 (1.445)		-0.9895 (-0.838)
同族×売上高成長率		-0.46097 ** (-2.210)		-0.91762 (-1.140)
創業者×総資産営業利益率		-0.21966 (-0.457)		-2.04001 (-1.119)
同族×総資産営業利益率		-0.08018 (-0.206)		-0.72481 (-0.484)
R-square	0.110748	0.133172	0.088692	0.094827
Sample size	372	372	372	372

5.4　実証研究 4

実証研究 4 は大ショックとしてリーマンショック期における分析である。当該期間において、売上高成長率と同族経営の交互作用項の係数はプラスという結果を得た。つまり、同族経営は非同族経営と比較して、売上高成長率の減少に対して、研究開発投資の削減率が大きいことを表す。したがって、実証研究 4 のリーマンショック期においては財務の安定性を優先するとして、仮説 2 を採択する。一方、設備投資増加率については、当該期間においても有意な結果を得ることができなかった。

表 8　実証研究 4 結果

	実証研究 4			
	研究開発費増加率		設備投資費増加率	
	Model 1	Model 2	Model 1	Model 2
切片	0.1531	0.091542	-0.0054	0.046075
	(1.309)	(0.758)	(-0.016)	(0.132)
企業年齢（対数）	-0.10139 *	-0.10036 *	0.115354	0.11449
	(-1.893)	(-1.878)	(0.752)	(0.740)
資産合計（対数）	-0.01388	-0.00835	-0.02397	-0.03392
	(-0.922)	(-0.541)	(-0.550)	(-0.755)
売上高成長率	0.36531 ***	0.263263 **	1.352575 ***	1.318744 ***
	(3.678)	(2.165)	(4.700)	(3.685)
総資本営業利益率	0.694525 ***	0.91424 ***	-0.56662	-0.60942
	(2.696)	(3.169)	(-0.769)	(-0.727)
Tobin-Q	0.042431	0.04489	0.056657	0.076064
	(1.171)	(1.219)	(0.525)	(0.683)
D/E ratio	0.035814 **	0.035241 **	-0.06238	-0.05998
	(2.307)	(2.273)	(-1.509)	(-1.436)
総資産現金比率	-0.01177	-0.00724	-0.1832	-0.31188
	(-0.106)	(-0.062)	(-0.580)	(-0.932)
創業者	0.028984	0.070617	0.081631	0.265868
	(0.891)	(0.934)	(0.879)	(1.213)
同族	0.026636	0.166776 **	0.019264	-0.11045
	(1.171)	(2.305)	(0.296)	(-0.566)
創業者×売上高成長率		0.00737		0.458487
		(0.024)		(0.522)
同族×売上高成長率		0.468077 *		-0.36529
		(1.822)		(-0.503)
創業者×総資産営業利益率		-0.55015		-1.2956
		(-0.915)		(-0.739)
同族×総資産営業利益率		-0.80082		1.01358
		(-1.540)		(0.694)
R-square	0.328934	0.352234	0.181942	0.192803
Sample size	146	146	146	146

5.5　実証研究 5

実証研究 5 では、大ショックとして震災における同族経営の投資行動を分析した。当該期間において、売上高成長率と同族経営の交互作用項の係数がマイナスという結果を得た。つまり、同族経営は非同族経営と比較して、売上高成長率の減少に対して、研究開発投資の削減率が小さいことを表す。したがって、実証研究 5 の東日本大震災期においては、投資の継続性を優先するとして、仮説 1 を採択する。一方、設備投資増加率については、当該期間においても有意な結果を得ることができなかった。

表 9　実証研究 5 結果

	実証研究5			
	研究開発費増加率		設備投資費増加率	
	Model 1	Model 2	Model 1	Model 2
切片	-0.04016 (-0.298)	-0.00583 (-0.043)	0.732688 (1.403)	0.608437 (1.130)
企業年齢（対数）	0.030235 (0.516)	0.022351 (0.384)	-0.09344 (-0.412)	-0.06372 (-0.276)
資産合計（対数）	-0.00794 (-0.448)	-0.00632 (-0.358)	-0.07666 (-1.120)	-0.07411 (-1.069)
売上高成長率	0.281595 *** (2.738)	0.364579 *** (2.683)	1.599944 *** (4.367)	1.147385 ** (2.357)
総資本営業利益率	1.032696 *** (2.686)	0.518321 (1.120)	-1.78246 (-1.181)	-1.60547 (-0.856)
Tobin-Q	0.021423 (0.449)	0.021717 (0.461)	0.202212 (1.024)	0.240182 (1.191)
D/E ratio	0.005165 (0.398)	-0.00288 (-0.220)	0.038688 (0.828)	0.049827 (1.036)
総資産現金比率	-0.05119 (-0.436)	-0.03166 (-0.273)	-0.02018 (-0.045)	0.090109 (0.195)
創業者	-0.05531 (-1.461)	-0.14752 ** (-2.488)	0.020358 (0.138)	0.132325 (0.564)
同族	-0.01587 (-0.623)	-0.04486 (-1.031)	0.156911 (1.598)	0.120822 (0.664)
創業者×売上高成長率		0.17414 (0.588)		0.932482 (0.802)
同族×売上高成長率		-0.35769 * (-1.707)		1.186073 (1.467)
創業者×総資産営業利益率		1.265037 * (1.658)		-2.00999 (-0.667)
同族×総資産営業利益率		0.510943 (0.798)		0.655502 (0.234)
R-square	0.203449	0.251448	0.186888	0.203437
Sample size	146	146	146	146

以上、５つの実証分析の「売上成長率に対する研究開発費変化率」に関する同族経営と非同族経営の比較について、表１０にまとめた。

表１０

		売上成長率増減に対する研究開発投資の感度	平均売上高成長率
	平常時（実証２）	非同族＞同族	5.33%
小ショック	売上高減少時（実証３）	非同族＞同族	-8.47%
大ショック	リーマンショック（実証４）	同族＞非同族	-19.75%
	東日本大震災（実証５）	非同族＞同族	-0.28%

平常時、売上高減少時、東日本大震災の時は、同族経営よりも非同族経営の方が売上高成長率の減少に対して、研究開発費を大きく変動させている。つまり、平常時、小ショック時、東日本大震災期において、仮説１「同族経営はサンプル期間において、継続的な投資を選択する」を採択する。一方、リーマンショック時は反対となり、同族経営の方が非同族経営よりも売上高成長率の減少に対して、研究開発費を大きく変動させている。つまりリーマンショック期において、仮説２「同族経営はサンプル期間において、財務の安定を選択する」を採択する。

5.6　Ｔ検定（資金調達）

表１１は「Debt Financing」として、借入調達額を総資産で割ったもの、表１２は「Equity Financing」として、増資による資金調達額を総資産で割ったもの、表１３は現金保有率（総資産現金比率）を「平常時」「リーマンショック時」「震災時」に分類して、Ｔ検定で各サンプルの平均を同族経営と非同族経営で比較したものである。

表１１

Debt financing						
	平常時		Fianncial crisis		Earhquake	
	同族	非同族	同族	非同族	同族	非同族
平均値	0.038696	0.048278	0.048753	0.059829	0.057152	0.05336
観測数	345	857	37	95	39	96
P(T<=t) 両側	5.42E-05		0.073566		0.999987	
t 境界値 両側	1.961973		1.98896		1.987934	

表１２

Equity financing						
	平常時		Fianncial crisis		Earhquake	
	同族	非同族	同族	非同族	同族	非同族
平均値	0.002038	0.002797	1.19E-05	0.003029	0.003124	2.33E-05
観測数	345	857	37	95	39	96
P(T<=t) 両側	0.092909		1.93E-07		0.999972	
t 境界値 両側	1.962494		1.985523		2.024394	

表１３

Cash Holdings						
	平常時		Financial crisis		Earhquake	
	同族	非同族	同族	非同族	同族	非同族
平均値	0.185739	0.148159	0.197324	0.153866	0.202491	0.157775
観測数	345	857	37	95	39	96
P(T<=t) 両側	0.999961		0.99999		0.999987	
t 境界値 両側	1.963237		1.998341		1.996564	

このことから、平常時とリーマンショック時において、同族経営は非同族経営と比較して、借入による資金調達、増資による資金調達共に少ないことが明らかとなった。つまり、同族経営は本研究においても先行研究と同じように、外部資金に頼らない傾向にあることが分かった。一方、東日本大震災期においては有意な結果は得られなかった。また、総資産現金比率の検定も有意な結果を得ることができなかった。

5.7　T 検定（売上高成長率）

表１４は各サンプル期間において、同族経営と非同族経営の売上高成長率自体に有意な差がないか、比較した表である。リーマンショック期と東日本大震災期の大ショック期においては、両者の売上高変動に有意な違いは見られなかった。つまり、東日本大震災期において、東北に関連のある企業が同族経営と非同族経営で差があり、それが結果に影響を与えていることを否定することができる。また、リーマンショックの直接的な影響も、同族経営と非同族経営の間では有意な相違はないということが言える。一方、小ショック時における売上高成長率は有意な差が出た。したがって、ある状況下においては、ショックの大きさは企業によって差があることを表し、交差項による説明の重要性が高まっていることを示している。

表１４

	売上高成長率					
	小ショック時		Financial crisis		Earhquake	
	同族	非同族	同族	非同族	同族	非同族
平均値	-0.09308	-0.0784	-0.20793	-0.20051	-0.01196	-0.00771
観測数	73	291	33	92	36	89
P(T<=t) 両側	0.010494		0.381754		0.659155	
t 境界値 両側	1.983972		1.996008		2.000298	

6．　考察

6.1　本研究の考察

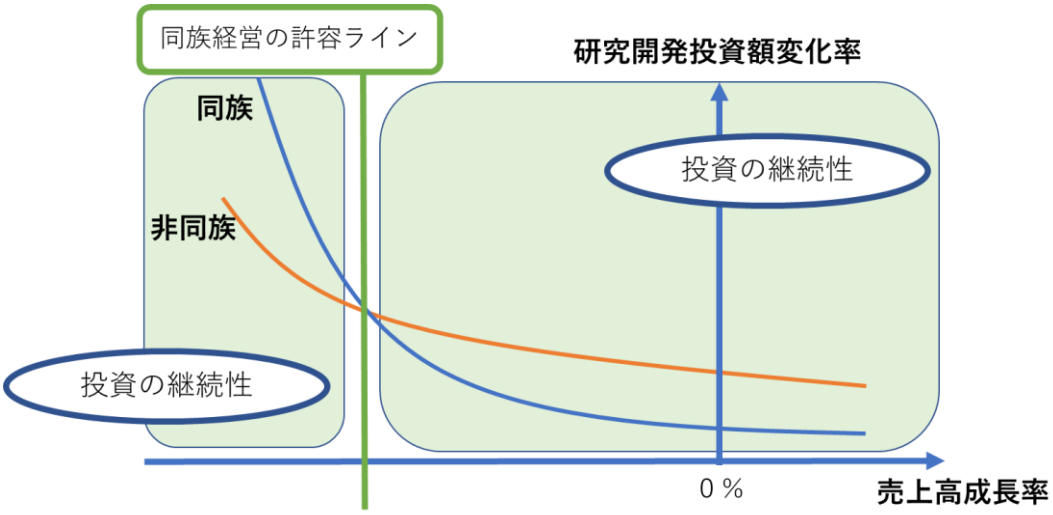
平常時、平常時における売上高減少時（小ショック時)、東日本大震災においては、同族経営は研究開発費の変動が小さいことから、投資の継続性を重視することがわかった。つまり、仮説１を採択した。一方で、リーマンショック期においては、同族経営は研究開発費の変動が大きかったことから、財務の安定性を重視し、投資を抑制することがわかった。つまり仮説２を採択した。

では、なぜこのような傾向が生まれたのであろうか。この疑問に対する答えを、この章で考察したい。私はこの結果から、「財務の許容範囲」「需要・景気の予測可能性」「ショックの内容」の３点が、「継続投資（H1)」か「投資縮小（H2)」かの投資判断基準に大きな影響を及ぼしているのではないかと考察した。

一点目は、財務の許容範囲である。同族経営の投資を左右する要因として、ショックによる業績への影響の大きさが、投資判断に影響を及ぼしているのではないかと考えた。ここでの業績は、売上高成長率と考える。売上高減少率を選択した動機は、本研究の説明変数の中で、売上高成長率が最も説明力が強く、「売上高成長率と同族経営」の交互作用項を用いて結果を抽出したからである。同族経営は厚い内部留保や、株主からの短期利益圧力が小さいという利点を生かし、多少の業績悪化に対しては影響されず、継続的に投資を行う。一方で、非同族経営は短期圧力が強いことや、近視眼的な経営を行う傾向があることから、日常の業績変動であっても同族経営より投資を大きく変動させると考えられる。しかし、リーマンショックなど、同族経営の厚い内部留保で対応できる許容ラインを超えてしまった場合は、同族経営と非同族経営は逆転する。同族経営は外部資金の活用を嫌う傾向があることから、手元流動性の確保とリスク回避の為に、借入や増資にはあまり頼らず、リスクの高い研究開発投資を大きく下げることで財務の安定性を維持した。一方、非同族経営は借入に対する抵抗が、同族経営と比較して

小さいので、手元流動性を確保する為に外部資金を積極的に活用したことから、研究開発投資の削減は同族経営と比較して少なかったと考えられる。売上高成長率と研究開発費変化率（絶対値）をグラフ化したものが、図２である。このように、同族経営には自社の財務状況で対応可能な基準を示す許容ラインがあるのではないかと考えた。つまり、同族経営の許容ラインを超えない範囲であれば、ショックによって売上高が減少したとしても、「継続的な投資」を選択する。一方で、許容ラインを超えるショックであった場合に、同族経営は一転して投資を縮小し、財務の安定性を支持することを選択するのではないかと考えた。

図２



二点目は、需要や景気の予測可能性である。各ショックに対する、予測可能性が投資判断に大きく寄与しているのではないかと考えた。ここで、予測可能性について大きく二つに分類する。一つ目は、ショックが起こることに対する「事前の予測可能性」である。ショックの予測が容易であれば、事前に準備をする猶予があり、継続投資に向けた対策をすることができるからである。一方、予測可能性が低い場合は準備する猶予がなく、事態の把握のために投資を削減する可能性が高いと考えた。二つ目は、ショック後の将来見通しに対する「事後の予測可能性」である。ショックが起こった後、将来の見通しの明るさや外部環境の変化の予測が可能であれば、より不確実性やリスクを減らすことができる。一方、事後の予測可能性が低い場合はリスクや不確実性が高まり、投資を抑える可能性が高いと考えた。この「事前の予測可能性」と「事後の予測可能性」の観点で、投資行動を考察したいと考える。結果をまとめた表は、以下の図３となる。

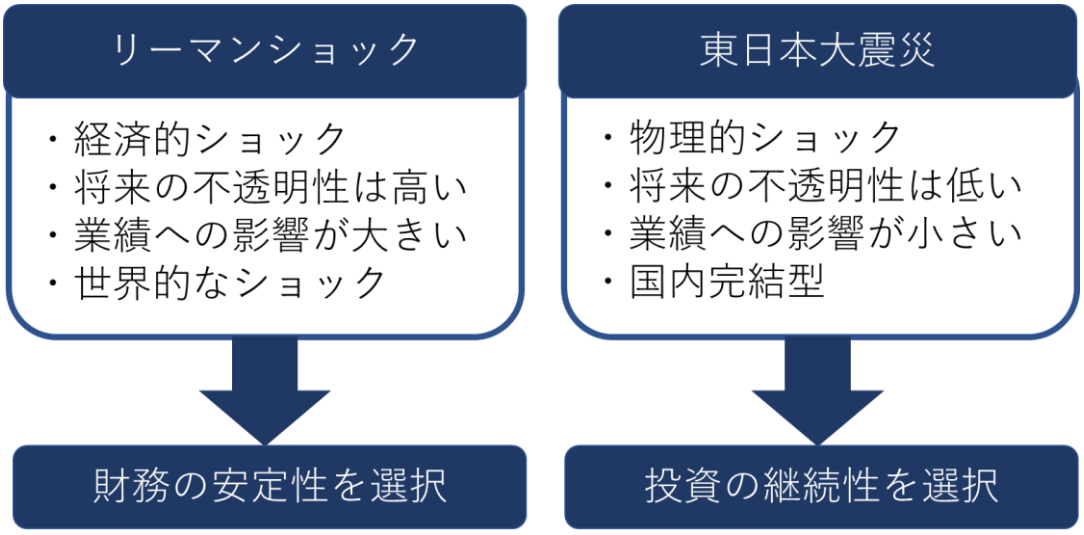
図3

	小ショック	リーマンショック	東日本大震災
事前予測	可能	可能性低い	不可能
事後予測	可能	不可能	可能
	投資の継続性	財務の安定性	投資の継続性

平常時の売上高減少期（小ショック時）は、事前予測は可能であり、事後予測も容易であるとした。平常時においては需要の変動や将来の見通しは、大きなショック時と比較して相対的に予測可能性や見通しの透明性は高く、対処がしやすいと考えた。次にリーマンショック期である。リーマンショック期では、パリバショックや投資銀行の債務増加などの兆候から、景気後退がおこることを予測することはある程度可能であったと考えられる。しかし、リーマンブラザーズが破綻し、世界金融危機に陥ることは予測不可能であると考えられる。したがって、事前の予測可能性は、可能であるが予測精度は低く、損失予測は難しいとした。一方、未曽有の世界規模の金融危機であり、長期間の低迷であることから、将来の見通しは不透明であり、事後予測は非常に難しかったのではないかと考えた。最後に、東日本大震災期である。突発性のショックであるため、事前予測は不可能である。しかし、景気後退は一時的なもので、震災後は復旧に向けて回復する見通しが立てられるので、事後予測は比較的容易ではないかと考えた。私はこの分析と、本研究の結果を踏まえると、予測可能性の中でも事前予測の予測可能性ではなく、ショックが起こった後の予測可能性、つまり「事後予測可能性」の高さが投資判断に影響を与えているのではないかと考察した。つまり、将来の見通しの透明性が高い場合（小ショック期、東日本大震災）は、「継続投資」を優先し、将来の見通しの透明性が低い場合（リーマンショック期）は、「財務の安定性」を優先すると考えられる。

三点目は、ショックの内容である。一口にショックと表現しても、内容は千差万別である。このショックの内容が、投資判断に影響を与えているのではないかと考えた。財務の安定性を選択したリーマンショック期の特徴として以下のようなものがある。①経済的ショック　②将来の不透明性　③業績への影響が大きい　④世界的なショック。一方、投資の継続性を選択した東日本大震災はリーマンショックに対して、以下のような特徴がある。①物理的ショック　②将来の透明性　③業績への影響は小さい　④国内完結型のショック。これを図にまとめると以下のようになる。

図4



以上の3点、「財務の許容範囲」「将来の見通しの透明性」「ショックの内容」が、3つのショックにおいて、投資行動に差が表れた要因ではないかと考察した。

6.2　考察　－本研究の応用可能性－

本研究では、東証一部上場の電気機械業界をサンプルとして分析を行った。本研究の汎用性を高める為に、本研究の結果が他業界にどれだけ応用することができるのか、どのような業界に応用することができるのかを考察したい。

先述したように、電気機械業界の特徴は2点あると考えられる。1点目は投資行動が設備投資、研究開発費共に、非常に重要という点である。生産設備や工場などの設備投資は非常に高額であり、工業製品であるので生産力や生産性が大きく競争力に影響を与える。また、製品のライフサイクルが非常に早く、継続的な研究開発費が不可欠である。従って、設備投資と研究開発費が両方遜色なく大切な要素となり、投資の意思決定が経営において非常に重要な業界である。2点目は、景気の波に左右されやすいという点である。電気機械産業は先述の通り、製品ライフサイクルが早く、景気による需要変動が大きい。また、海外売上比率が高い企業も非常に多く、リーマンショックなどの影響を大きく受けやすい業界である。以上の、「設備投資、研究開発投資が共に重要な意思決定である点」「景気の波に左右されやすい点」が電気機械業界の特徴となる。

この条件から考えると、本研究が汎用することができる業界は、製造業に絞られる。その中でも、業界特性が類似した（精密）機械、自動車、原料の業界では、本研究と同じ結果が見込まれる。一方、需要の変動が小さい「食品業界」や「薬品業界」は異なった結果が出る可能性がある。特に、医薬品業界は需要の変動が小さい上、研究開発型の

業界であり、汎用が難しいと考えられる。また、Asaba(2015)では、医薬品業界においても、同族経営の売上高研究開発費率は非同族経営よりも低いと述べられている。このことから、リーマンショック期において継続的な投資を選好する可能性が高い。

7.　まとめ

これまでの研究では、同族経営の投資行動の特徴として、短期利益圧力が小さいことに起因する「投資の継続性」に強く焦点が当てられてきた。しかし私は、同族経営の別の特徴である「財務の健全性」や「リスク回避性」という側面から考えると、同族経営の投資行動に関する特徴が「投資の継続性」に収束することに疑問を感じた。そこで本研究を通して、「投資の継続性」と「財務の健全性」の相反性が大きくなる外部環境下における、同族経営の投資行動を明らかにしたいと考えた。結果として、平常時、小ショック時、東日本大震災時においては従来の研究通り、同族経営は継続的な投資を行っていた。一方、リーマンショック時においては従来の研究に反し、同族経営は非同族経営と比較して大きく研究開発投資を削減していた。平常時においては、同族経営は非同族経営と比較して継続的に投資を行う。一方で、緊急時においては外部環境の変化や自社への影響を考慮することで、継続的な投資に拘らず、柔軟に投資行動を変化させていると考察した。同族経営の投資行動において、「継続的投資」「長期的投資」以外の特徴を見出すことができた点が、本研究の新規性であると考えている。

同族経営の特徴は、「ファミリー」の要素が加わることで複雑化している。このように、従来とは別の観点から同族経営の経営行動を考えると、既存の研究であっても新たな知見が生まれる。私は本研究を通して、同族経営の特徴を分析する際には一つの特徴や側面から分析するのではなく、多面的な観点から、複雑な関係性やバランスを考察することが今後の同族経営研究において非常に重要になってくるのではないかと感じた。

8.　本稿の限界

本研究を通して私は２点の限界に直面した。１点目はデータ収集の限界である。同族経営と非同族経営の比較はすることができたが、創業者経営も含めた三つのサンプルの比較をすることが出来なかった。また、売上高成長率に対する変化の傾向以外の比較をすることが出来なかった。約１５０社のサンプルでは、企業数が不足しており、機械業界、精密機械業界、輸送機器業界も含め分析をする必要があると考えた。

２点目は、設備投資に対する結果である。本研究は大ショック期における設備投資増加率も調査項目に含めていた。しかし、どの研究においても有意な結果を得ることができなかった。設備投資は短期間の変更が難しく、変化を適切にみることができなかったことが要因として挙げられる。先行研究では結果が出ていない、リーマンショック期や東日本大震災期など、大ショック期における設備投資の変化を研究する必要がある。

９．　参考文献

[1] Gersick, K.E., Davis, J.A.,Hampton, M.M. and Lansberg, I. “Generation to Generation: Life Cycles of Family Business”. Boston, Harvard Business School Press (1997).

[2] Knight, F.H. Risk, Uncertainty and Profit. Boston: Houghton Muffin (1921)

[3] Berle, A. and Means, G. The Modern Corporation and Private Property. New York, NY, Macmillan (1932) (北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂銀行研究社, 1958 年)

[4] Villalonga, B and Amit, R. How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? Journal of Financial Economics, Vol.80, No.2, (2006) pp.385-417

[5] Barney, J. “Gaining and Sustaining Competitive Advantage (2nd Edition).” Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall (2002) (岡田正大訳『企業戦略論－競争優位の構築と持続』上・中・下, ダイヤモンド社, 2003 年)

[6] Lin, N. Social Capital: A Theory of Social Structure and Action. Cambridge, UK, Cambridge University Press (2001) (筒井純也他訳『ソーシャル・キャピタル：社会構造と行為の理論』ミネルヴァ書房, 2008 年)

[7] Gomez-Mejia, L.R., Cruz, C., Berrone, P. and De-Castro, J. The bird that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. Academy of Management Annals Vol.5, No.1, (2011) pp653-707

[8] 入山章栄・山野井順一 「世界の同族企業研究の潮流」　組織科学第 48 巻 No.1 (2014) 25-37 頁

[9] Chrisman, J.J. and Patel, P.C. Current Trend and Future directions in the Family Business Management Studies: toward a theory of the family business. Coleman white paper series (2003).

[10] ユパナ.W, 沈政郁「ファミリービジネスと戦後の日本経済－上場企業のデータから見えてくる日本のファミリービジネスの姿」 一橋ビジネスレビュー2015 年 8 月号 (2015), 32-46 頁

[11] 沈, 政郁 「血縁主義の弊害：日本の同族企業のデータを用いた実証分析」、組織科学第４８巻 No.1 (2014) 38-51 頁

[12] 齋藤卓爾　「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 3 (1) (2008)171-185 頁

[13] 森川正之「同族企業の生産性－日本企業のマイクロデータによる実証分析－」RIETI Discussion Paper Series 08-J-029 (2008)

[14] Asaba. Patient Investment of Family firm in the Japanese Electric Machinery Industry.” Asia Pacific Journal of management 30(3) (2013) pp697-715.

[15] Asaba and Wada. Contact Hitter or Power Hitters? R&D Behavior of Family Firms in the Japanese Pharmaceutical Industry. Paper Presented at the 9th Asia Academy of

Management and 8th Taiwan Academy of management Joint Conference, Chinese University of Hong Kong (2015)
[16] Ward, J. L. “Perpetuating the family business: 50 lessons learned from long-lasting, successful families in business” New York: Palgrave-Macmillan. (2004)
[17] Dreux, D. R., Ⅳ. Financing family business: Alternatives to selling out or going public. Family Business Review, 3(1990) pp225-243.
[18] Romano, C. A., Tanewski, G. A., & Smyrnios, K. X. Capital Structure Decision Making: A model for family business.” Journal of Business Venture, 16 (2000) pp285-310
[19] Block. R&D Investment in Family and Founder Firms: An Agency Perspective. ” Journal of Business Venturing 27(2) (2012) pp248-265
[20] 山本聡「同族は設備投資を選好したのか？－長期データによる探索的研究」東京経大学会誌(2012)145-188 頁
[21] Anderson, R.C. and Reeb, D.M. Founding- family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500, Journal of Finance, Vol.58, No.3, (2003) pp1301-1328.
[22] James. Owner as manager, extended horizons and the family firm. International Journal of the Economic of Business, 6 (1999) pp41-56.
[23] 林伴子「世界金融・経済危機における各国の政策とその効果」平成 21 年度国際共同研究「世界金融・経済危機に関する研究」報告書（2010）
[24] Berger, G. Explicit and Implicit Tax Effects of the R&D Tax Credit. Journal of Accounting Research, Vol. 31, No.2, (1993) pp.131-71
[25] 奥村昭博「ファミリービジネスの理論－昨日、今日、そしてこれから」一橋ビジネスレビュー2015 年 8 月号(2015) 6-19 頁
[26] 淺羽茂「日本のファミリービジネス研究」一橋ビジネスレビュー2015 年 8 月号(2015)20-30 頁
[27] ファミリービジネス学会『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、2016 年
[28] 橘木俊詔・安田武彦　編『企業の一生の経済学－中小企業のライフサイクルと日本経済の活性化』ナカニシヤ出版、2006 年
[29] 山本聡「「同族企業」から見た国内機械産業における産業組織の変化」機械経済研究 No.41 (2010) 23-41 頁

謝辞

本論文を完成させることができたのは、多くの関係者の協力のお陰であり、深く感謝の意を表したいと思う。主査である齋藤卓爾准教授には、テーマ設定から先行研究紹介、ストーリー作りから、定量分析のサポート、効果的なプレゼンの構成まで、全ての段階において適切なアドバイスを頂いた。研究内容について幾度となく路線変更をしてしまったが、その度に真摯に向き合ってくださった。

副査である小林喜一郎教授には、ストーリーに関するアドバイスを頂いた。論文を執筆する上で、内容が深まる考察の観点や、新たな側面からの考察を提案していただき、より深みのある論文を執筆することができた。また。副査である村上裕太郎准教授には、統計分析に関するアドバイスを頂いた。現状のデータ分析の欠点を的確に示していただき、より適切なデータセットと統計を用いた論文を書き上げることができた。

そして、齋藤ゼミのメンバーは、1年を通して私のテーマと真剣に向き合ってくださり、毎回の発表を通して多くの学びを得ることができた。私にとって齋藤ゼミで過ごした時間は、非常に有意義な時間であった。

主査である齋藤卓爾准教授をはじめ、副査である小林喜一郎教授、村上裕太郎准教授、そして齋藤ゼミのメンバーには、心から感謝の意を表したい。本研究が、日本の同族経営研究の発展に繋がるヒントになれば幸いである。

２０１７年3月1日

冨廣　祐太郎