



OSAKA CITY UNIVERSITY

2016年12月3日

三商大合同ゼミ プレゼン資料

ファミリー企業の利益配分に関する実証研究 ～外部株主モデルからのアプローチ～



大阪市立大学商学部 宮川研究室
鮫島・末近・寒川・東浦・横山・吉延

ご注意

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

本日の報告

～ファミリー企業の利益配分に関する実証研究～

1.ファミリー企業

ファミリーの定義
先行研究
問題意識

2.所有と経営に関する理論

エージェンシー理論
フリーキャッシュフロー仮説
外部株主モデル

3.仮説の構築

ファミリー企業は、外部株主
モデルに整合的である

4.検証方法

モデル式と
その効果

5.結論

発見事項
課題

ファミリー企業は上場会社の3割を占める



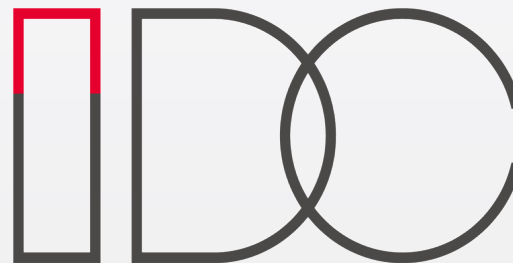
TOYOTA



小林製薬



伊藤園



OTSUKA

ファミリー企業とは

ファミリー企業の定義

海老原・久保田・竹原・横田(2013)では、
以下3つの観点から定義づけされている。

- ① 創業者一族による株式保有
- ② 取締役における創業者一族の存在
- ③ 創業者一族による経営権(代表権)の所有



ファミリー企業に関する先行研究

Allouche et al. (2008)

日本の東証一部上場企業において、ファミリー企業の業績が優位であることを証明した。

Habbershon & Williams (1999)

ファミリー企業の業績の優位性が、創業者精神に起源を発する「ファミリー性」と呼ばれる企業固有の経営資源にあると、資源ベース理論を用いて提起した。



なぜファミリー企業は高い収益を稼げているのか

ファミリー企業の特性に注目

- 創業者一族が株式を保有しているため、株主と経営者の利害が一致しやすい。
- 経営者は、株主からの強い圧力にとさらされることなく、自由な裁量を有することができる。



“経営者の裁量を認めること”が高い収益の源泉ではないか。

依拠する理論：外部株主モデル：S.Myers(2000)

外部株主モデルに至るまでの理論構成

株主と経営者の関係に着目し研究が行われてきた

- エージェンシー理論: Jensen/Mecling(1976)
株主と経営者は契約で結ばれている
- フリーキャッシュフロー仮説: Jensen (1986)
経営者の裁量を狭めることで企業価値を高める
- 外部株主モデル: S.Myers(2000)
経営者にある程度の裁量を与えるべきである

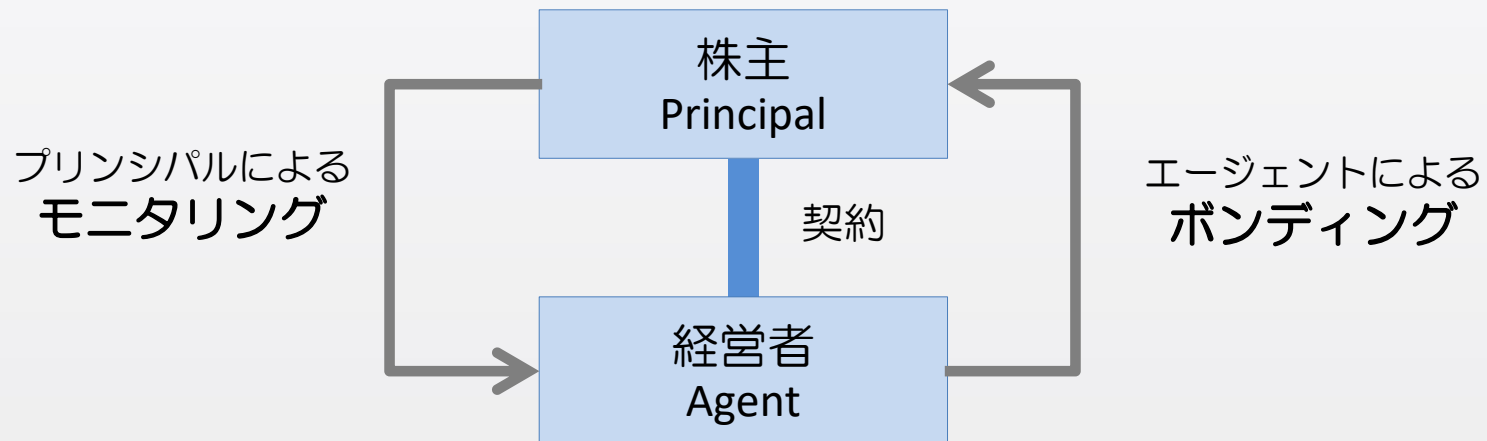


株主と経営者は利害が異なる

エージェント理論: Jensen/Meckling(1976)

企業における株主と経営者の関係を契約関係と捉えている。

両者の利害は異なるため、株主は経営者が私的便益のみを追求しないように監視し、経営者は開示を行う必要がある。



宮川(2016)より筆者作成

余ったお金は外部に出す必要がある

フリーキャッシュフロー仮説: Jensen(1986)

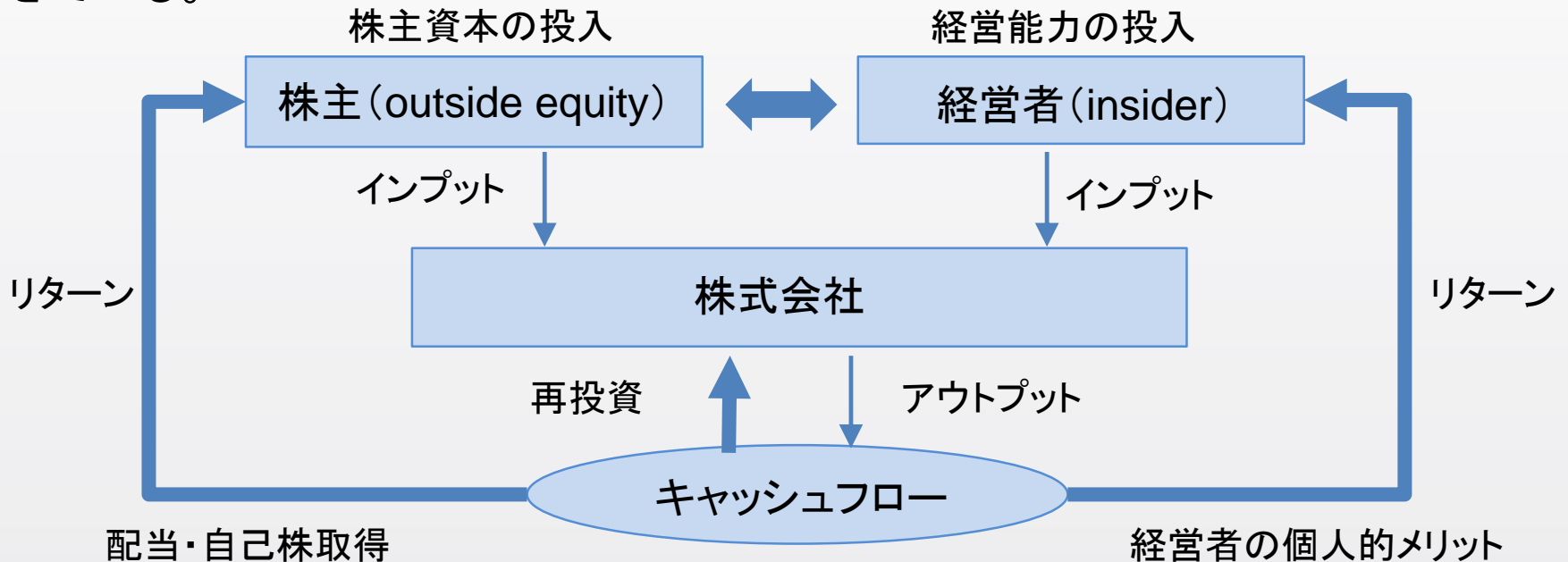
経営者が手元資金を持つことで機会主義的行動を取り企業価値を毀損するため、株主は配当によって経営者の持つ手元資金を外部に流失させ裁量を狭める必要がある。



株主と経営者が企業に投下する2つの個人資産

外部株主モデル: S.Myers (2000)

株式会社の仕組みは、株主も経営者も双方がそれぞれの個人資産を株式会社に投下し、お互いがそこから創出されるリターンの獲得を期待するようになっている。



宮川(2016)より筆者作成



ファミリー企業は外部株主モデルに整合的か

ファミリー企業

- 所有と経営が一致しているため、一般的な企業に比べて株主からの圧力が小さく利益配分に対して経営者に裁量を与えられている。
- 上記の特徴があるため、経営者は自身の能力を十分に発揮することが出来る。

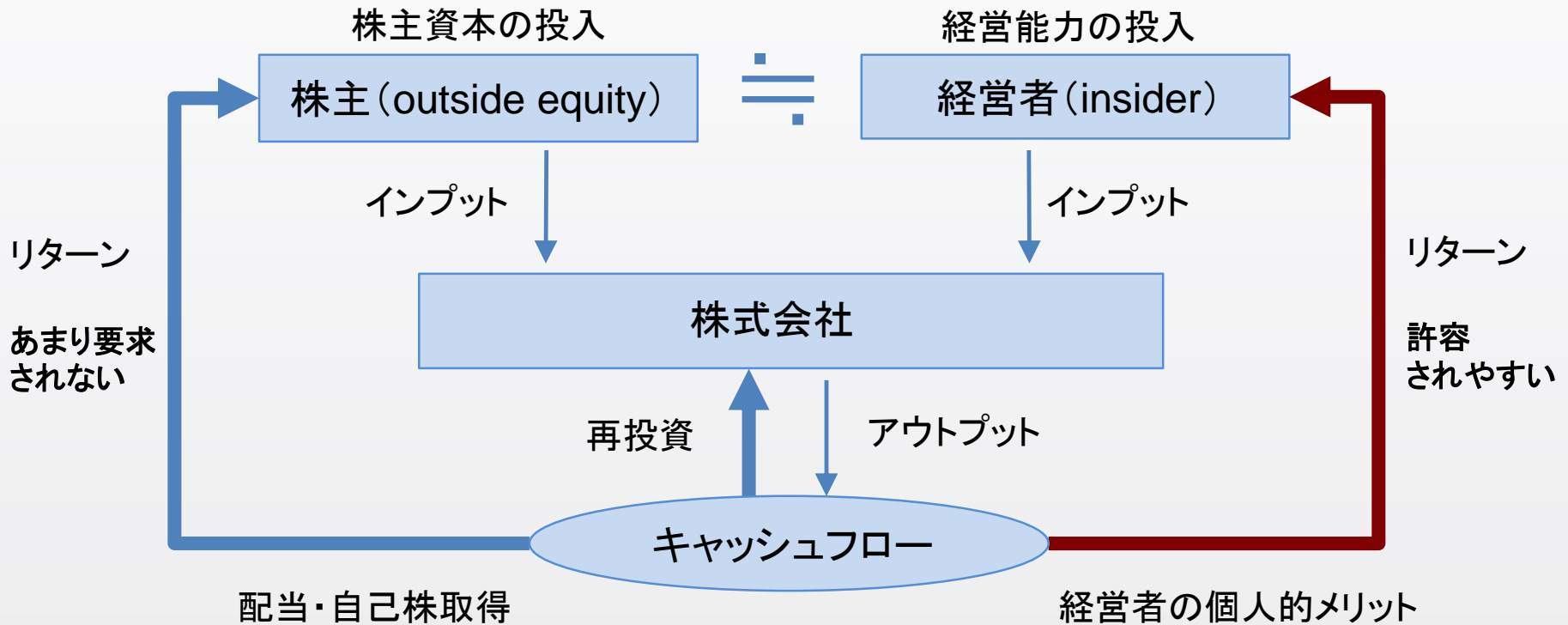
外部株主モデル

- 経営者が企業の獲得したキャッシュの一部を用いて私的便益を追及することを容認し、経営者に裁量を与える。それによって、経営者の能力を十分に発揮させることで企業価値が拡大する。



ファミリー企業は外部株主モデルに整合的か

ファミリー企業の企業形態



宮川(2016)より筆者作成



本研究で検証する仮説

推測

ファミリー企業は外部株主モデル(S.Myers)に則った経営をしているため、フリーキャッシュフロー仮説に整合的ではない。



仮説

ファミリー企業は利益や現金に応じて配当を支払わない。

ファミリー企業の抽出

東証一部上場の製造業からファミリー企業を抽出する。
(相対的に多くのファミリー企業が存在するため)

対象企業(100社)

- ① 四季報(2016秋号)の大株主の欄に創業者一族が存在
- ② ①の企業の経営陣に創業者一族が存在
- ③ 対象期間の財務指標が取得可能
- ④ 2年以上営業利益で赤字を出していない
- ⑤ 上記を満たした企業で経営者持株比率の高い上位100社

対象期間

2012～2016年度



非ファミリー企業の抽出

ファミリー企業と比較するにあたって、東証上場の製造業から所有と経営が最も分離しているであろう企業を抽出する。

対象企業(100社)

- ① 10大株主持株比率で並べた下位100社
- ② 2年以上営業利益で赤字を出していない
- ③ 対象期間の財務指標が取得可能

対象期間

2012～2016年度



配当額変化率を説明するモデル式を構築

$$DIV_i = \alpha + \beta_1 \cdot ROE_i + \beta_2 \cdot CASH_i + \beta_3 \cdot OIG_i + \beta_4 \cdot MV_i + \varepsilon_i$$

DIV : 配当額変化率

ROE : 自己資本当期純利益率

CASH : 現金保有変化率

OIG : 営業利益変化率

MV : 時価総額



βの係数に期待する結果

変数	ファミリー		非ファミリー
自己資本当期純利益率(ROE)	+	<	+
現金保有変化率(CASH)	+	<	+
営業利益変化率(OIG)	+		+
時価総額(MV)	+		+



基本統計量

ファミリー	配当増加率 (DIV)	自己資本当期純利益率 (ROE)	現金保有変化率 (CASH)	営業利益成長率 (OIG)	時価総額 (MV)
平均	0.1340	0.0727	0.0230	0.9813	10.5899
中央値	0.0020	0.0661	0.0174	0.0784	10.5324
最大値	3.9344	0.4460	2.1774	273.1579	12.6500
最小値	-1.0000	-0.2231	-0.6170	-6.2241	9.5180
標準偏差	0.4925	0.0657	0.2382	12.8193	0.5867
合計	62.9840	34.1616	10.8113	461.1938	4977.2690
標本数	470	470	470	470	470

非ファミリー	配当増加率 (DIV)	自己資本当期純利益率 (ROE)	現金保有変化率 (CASH)	営業利益成長率 (OIG)	時価総額 (MV)
平均	1.9792	0.0617	0.0234	0.5044	10.9765
中央値	2.0000	0.0568	0.0082	0.1098	11.0508
最大値	20.9500	0.7458	1.7091	44.0476	12.6693
最小値	0.0000	-1.1366	-0.6025	-2.0122	9.0564
標準偏差	1.6834	0.1197	0.2719	2.5491	0.8642
合計	872.8052	27.2229	10.3034	222.4294	4840.6130
標本数	441	441	441	441	441



ファミリー企業は利益に応じた配当を支払っていない

ファミリー	係数	標準偏差	t値	p値
定数項	-0.3896	0.4115	-0.9469	0.3442
自己資本当期純利益率(ROE)	0.6490	0.3455	1.8783 *	0.0610
現金保有変化率(CASH)	-0.0034	0.0953	-0.0353	0.9719
営業利益成長率(OIG)	0.0028	0.0018	1.5986	0.1106
時価総額(MV)	0.0447	0.0388	1.1538	0.2492
重決定 R2	0.0170			
観測数	470			

非ファミリー	係数	標準偏差	t値	p値
定数項	0.7449	1.0367	0.7185	0.4728
自己資本当期純利益率(ROE)	1.2875	0.6869	1.8742 *	0.0616
現金保有変化率(CASH)	0.0210	0.2945	0.0714	0.9431
営業利益成長率(OIG)	-0.0230	0.0315	-0.7299	0.4658
時価総額(MV)	0.1062	0.0949	1.1190	0.2638
重決定 R2	0.0152			
観測数	441			

(注)*は片側検定10%有意であることを示している。



ファミリー企業は外部株主モデルに整合的である

検証結果

ファミリー企業のほうが非ファミリー企業に比べ、利益に応じた配当政策をとっていない。

→外部株主からのモニタリングが弱く、利益配分における経営者の裁量が大きい。

→その大きな裁量のなかで、経営者は自身の能力を最大限発揮し、企業内の資産を企業価値向上のために活用している。



今後の課題

- 他の企業形態でも外部株主モデルは成立するのか。
- 10%有意しかでていないため、モデル式を検討する必要がある。
- ファミリー企業の業績が良いことを実証したい。



参考文献

- ・後藤俊夫(2012)『FAMILY BUSINESS -知られざる実力と可能性-』
- ・海老原、久保田、竹原、横田(2013)「同族企業研究における同族企業データベースの構築」
- ・宮川壽夫(2013)『配当政策とコーポレートガバナンス』
- ・宮川壽夫(2016)『企業価値の神秘』
- ・Habberson, T. & Williams, M., (1999)「A Resource-Based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms」
- ・Allouche et al. (2008)「The Impact of Family Control on the Performance and Financial Characteristics of Family versus Nonfamily Businesses in Japan : A Matched-pair Investigation」

