

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～

鮫島 涼子・末近 菜穂子・寒川 綾乃・東浦 智哉・横山 遼大朗・吉延 世羅
(宮川ゼミ I 部3 回生)

1. はじめに：本研究の問題意識

経営者と株主を別個の経済主体として捉える Jensen/Meckling(1976)のエージェンシー理論は企業金融論の研究に影響を及ぼしてきた。エージェンシー理論において経営者に裁量を委ねることは経営者の余剰資金の乱用を招き、企業価値を毀損すると考えられている。この前提を元に、多くの研究ではいかに企業価値を向上させるかという問題について実証研究を行ってきた。この問題に対して Jensen(1986)が提唱したフリーキャッシュフロー仮説では、経営者の利益配分に関する裁量を狭め、余剰資金をすべて株主に還元することで企業価値を回復させられるとした。

一方で純粋なプリンシパル・エージェント関係ではない企業としてファミリー企業が挙げられる。ファミリー企業では創業者一族が株主と経営者を兼ねているため、両者の利害対立は相対的に小さくなる。それによって株主からの圧力が弱くなり、経営者は利益配分に関してある程度裁量が認められているはずである。エージェンシー理論において、経営者は利益配分に関する裁量が大きいと自己利益を追求する行動を取り、企業価値を損ねてしまうと考えられる。しかしながら、ファミリー企業は非ファミリー企業よりも優れた業績をあげていることを示した実証研究も数多くある。

我々は、経営者の利益配分に関する裁量が認められているにも関わらずファミリー企業が高い業績をあげていることを説明するために、Myers(2000)の外部株主モデル(Outside Equity)に着目した。外部株主モデルに沿って考えると、ファミリー企業の経営者の利益配分に関する裁量は企業価値を毀損するのではなく、むしろ高い業績の源泉となっているのではないかと考えられる。宮川(2010)において Myers(2000)の外部株主モデルとは、経営能力を所与とした経営者の裁量に着目した理論として紹介されており、ファミリー企業の利益配分の裁量が業績に結び付いていることを説明する理論として相応しいと考えられる。

ファミリー企業の高い業績を外部株主モデルで説明するにあたり、実際にファミリー企業の経営者に利益配分に関する裁量が与えられていることを明らかにする必要がある。そこで本研究では、ファミリー企業の配当政策に関する仮説を立て実証する。

本稿の構成は以下の通りである。続く第 2 章でファミリー企業に関する先行研究と本研究が依拠する理論的枠組みとして Jensen/Meckling(1976)のエージェンシー理論、Jensen(1986)のフリーキャッシュフロー仮説、Myers(2000)の外部株主モデルを紹介する。第 3 章では、仮説を設定し、第 4 章では本研究におけるリサーチデザインについて説明を行う。第 5 章では、仮説を検証するために配当に注目して回帰モデル式を設定した。第 6 章で仮説の検証

結果を示した。最後に第7章で、本研究の結論を述べるとともに、今後の研究課題について言及する。

2. 先行研究と本研究が依拠する理論的枠組み

2.1 ファミリー企業の定義

まず、先行研究においてファミリー企業がどのように定義されているかを概観する。ファミリー企業研究は各国で行われており、様々な定義が存在している。後藤(2012)では、ファミリー企業の定義で共通している要素は4つあると述べられている。

第1に、ファミリーの影響力である。これは法的な所有権、相対的多数による株式保有である。第2に、ファミリーの経営参画である。これは、ファミリーが取締役や経営陣に存在することを指している。第3に、複数のファミリーメンバーの関与である。これを定義に含める理由は、オーナー企業と区別するためである。最後に、次世代に継承する意思である。これは現在創業者だけがファミリービジネスの関係者として関与していても、次世代に継承する意思があれば、ファミリー企業に含めるということである。

加護野、吉村、上野(2003)では、事業法人の中で、最大の持株比率を持つ一事業法人の持株比率が20%未満であり、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%超の企業を同族支配と定義している。米村(2004)は、①事業継承者として創業者の名前が取りざたされている、②創業家一族が重要な経営トップの地位にあるもの、と定義している。茶木(2008)では、10大株主の中に創業者または創業者一族及びその関連企業または財団が名を連ねており、かつ一族が会長または社長の地位にあるものとしている。海老原・久保田・竹原・横田(2012)では、創業者一族が①代表権を保有している、②10%以上の株式を保有しているという二つの条件をともに満たす企業をファミリー企業と定義し、2006年から2008年の全上場企業のうち31%がファミリー企業に該当することを確認している。

2.2 ファミリー企業に関する先行研究

ファミリー企業に関する研究は1950年代に欧米で始まったとされており、日本においては2000年以降に始まった比較的新しい研究分野である。中でも、業績分析はファミリー企業研究の重要なテーマとされており、多くの研究はファミリー企業が一般企業に比べて、業績が優位であることを指摘している。Anderson/Reeb(2003)では、1992年～1999年の米国S&P 500社から金融を除いた企業403社を対象に分析を行った結果、特にROAにおいて一般企業を大きく上回った。また、Allouche et al.(2008)は東証一部上場企業1271社を対象にファミリー企業を抽出してROAとROEに関して分析を行った結果、一般企業に比べて業績が優位であることを証明した。

また、業績の優位性の原因を探る研究もさかんに行われている。Habbershon/Williams(1999)では、ファミリー企業の競争優位は「ファミリー性」にあると資源ベース理

論を用いて提起した。ファミリー性とは「ファミリー、個人およびビジネス間のシステム相互作用から生じる、企業固有の資源の束」として、この根源は創業者精神にあると述べた。また、ファミリー企業の業績の優位性が所有と経営の一致にあると主張した論文が Jensen/Meckling(1976)である。ファミリー企業は、所有と経営が株主と経営者との利害の一致によりエージェンシー問題が緩和されると述べている。Van den Bergh/Carchon(2003)では、ファミリー企業においてエージェンシーコストが緩和される原因が①ファミリー独特の歴史、②協同的所有関係、③ファミリーのエージェント間における意思疎通および協働に関するインセンティブに基づく情報の非対称性の低減、④企業の長期的業績および戦略に対する忠誠心ならびにコミットメントを可能にする能力の創出、の4つにあると主張している。先行研究では、このようなファミリー企業の特徴が競争優位の要因になっていると主張されている。

これまでエージェンシー理論において、所有と経営の分離が不十分な企業では経営者が自らの利益を追求してしまうことで企業価値を毀損してしまうと考えられていた。しかし、ファミリー企業においては所有と経営の一致が業績優位の源泉になっていることが先行研究からわかる。本研究では、この理由が Myers(2000)の外部株主モデルで説明できるのではないかと考え検証を行う。

2.3 Jensen/Meckling(1976)によるエージェンシー理論

Jensen/Meckling(1976)において、企業は経営者をはじめ株主、債権者、従業員、取引先、顧客といった様々なステークホルダーによって成り立つ「契約の束」とであるとされている。その中でも株主と経営者に着目し、両者の関係をエージェンシー関係と呼んだ。株主は経営者に企業の経営権を委譲し、経営者はその忠実な代理人として企業経営を行うという契約を結ぶ。しかし、実際は、株主と経営者は別個の経済主体であるため、利害の不一致が生じる。経営者は株主を無視した私的便益を追及して必ずしも企業価値最大化に専念できない。

またエージェンシー関係の存在によって発生し、企業価値を毀損するコストをエージェンシーコストと呼ぶ。Jensen/Meckling(1976)は、エージェンシーコストは三つの要素によって構成されるとした。第一に、株主が経営者を監視するために発生するコストをモニタリングコスト、第二に、経営者が株主価値を毀損しないことを株主に示すためのコストをボンディングコストと定義した。そして第三に、上記二つ以外のコストを残余コストとした。

2.4 Jensen(1986)によるフリーキャッシュフロー仮説

エージェンシー理論の枠組みの中で、株主と経営者とのコンフリクトによって発生するエージェンシーコストを解消、もしくは低減して企業価値を回復させられる方法の研究が多数なされている。その中で Jensen(1986)が提唱したのがフリーキャッシュフロー仮説である。

フリーキャッシュフロー仮説とは、経営者に私的便益を追及させないために企業内の余剰資金を外部に放出させ、経営者の裁量を狭めることで、エージェンシーコストを解消し、企業価値を回復させることができるという理論である。これに基づけば、配当を支払うということは企業内のフリーキャッシュフローを減少させてエージェンシーコストを低減させる効果があるため、企業価値拡大につながると考えられる。

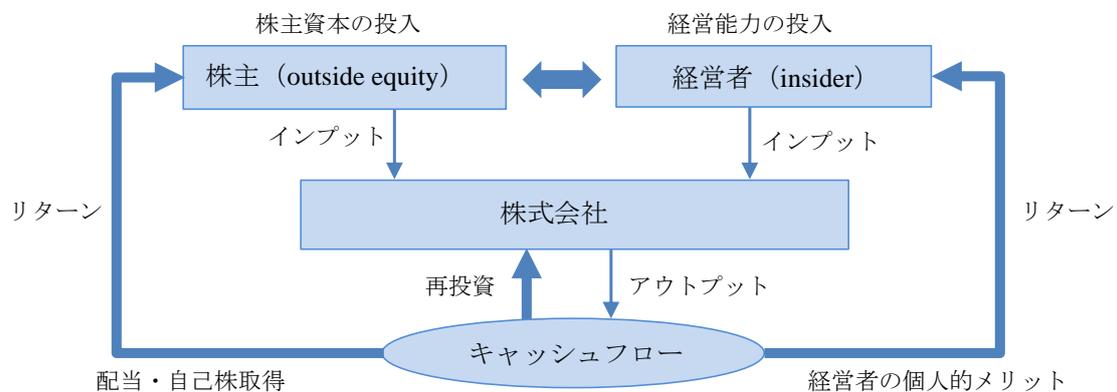
2.5 Myers(2000)による外部株主モデル(Outside Equity)

続いて Myers(2000)が提唱した外部株主モデルを宮川(2010)に従って説明する。エージェンシー理論において企業は、株主と経営者という異なる経済主体によって構成されていると提唱した。それによってフリーキャッシュフロー仮説では企業内の余剰資金を株主に還元することが株主価値の拡大に繋がると考えられた。

それに対して Myers(2000)は、経営者が投入する理念や人的資本といった無形資産と、外部株主が投入する株主資本の双方の投資によって企業は形成されていると主張した。お互いが同じように資本を投入しているため双方が企業によって生み出されるキャッシュフローからのリターンを期待している。またそのリターンの分配方法は株主と経営者の交渉力によって決定されるとした。株主があまりに過度なモニタリングを行う事は経営者のモチベーションを下げってしまう。このモチベーションの低下によって経営者の能力が十分に発揮されなければ、企業価値の向上は実現されない。株主は企業の資産の一部もしくは全部を経営者から剥奪する権利(残余コントロール)を有している一方で、経営者は従業員と自分たちが企業から去ることで投下した人的資本を引き上げることが出来るのである。

株主が過剰なモニタリングを行い、本来その企業の競争優位となっている人的資本を経営者が企業から引き揚げてしまうと株主は不利益を被る。経営者が株主資本コストに見合った固定的配当政策を継続できる限り、株主は経営者の私的便益を認めることで経営者が経営能力を投入するインセンティブを保持する必要がある。この経営者へのリターンを認めた点が外部株主モデルの大きな特徴であるといえる。

図1 Myers(2000)による外部株主モデル



宮川(2010)より抜粋

3. 本研究の仮説

外部株主モデルで企業を捉えると、経営者は株主から過度なモニタリングを受けず、利益配分に関して比較的自由的な裁量が与えられていると想定される。その中で、経営者は短期的な株主還元が求められないため中長期的な視点で経営を行うことができ、また自らの経営能力を十分に発揮するインセンティブが保持されている。これらの要因が業績の優位性につながっているのではないかと考えられる。

この考察のもと、我々はファミリー企業の業績の優位性を外部株主モデルに依拠して説明を行うことにした。そこで、本研究ではファミリー企業が外部株主モデルに則った経営をしていることを示す。そのために、ファミリー企業が外部株主モデルに則った経営をしていると推測した理由を挙げ、その後、外部株主モデルとフリーキャッシュフロー仮説を比較しながら仮説を構築していく。まず、ファミリー企業が外部株主モデルに整合的であると推測した理由を以下3点述べていく。

一つ目の理由は、所有と経営の分離が不十分であるということである。そのため、株主と経営者の利害が比較的一致しており、ファミリー企業は株主から一定以上のリターンを求められることがない。その結果、経営者が自由に使うことができる現金が大きくなり、経営者の裁量が大きくなるため経営者は自らの能力を十分に発揮できると考えられる。

二つ目の理由は、ファミリー企業の経営者は創業者から受け継がれ続けている「ファミリー性」という独自の経営資源を有していることである。この「ファミリー性」とは、Harbbershon/Williams(1999)において創業者精神に起源を発するファミリー企業固有の経営資源であり、ファミリー企業の業績の優位性の源泉となっていると提起されている。このことから、ファミリー企業の経営者は独自の経営資源を用いて経営を行う能力を有していると考えられる。このことは、経営者は株主と同様に企業に経営能力や人的資本といった資本を投下しているという外部株主モデルの特徴と整合的であると推測した。

三つ目の理由は、ファミリー企業が自社の存続と発展を重視し中長期的な経営を行っているため、短期的な株主還元をしないということである。この特徴は、外部株主モデルの配当は固定的になるという部分と整合的であると推測した。

以上が、ファミリー企業が外部株主モデルで説明できると考えた理由である。では実際にファミリー企業が外部株主モデルに整合的であるならば、利益や現金に応じて配当を支払っていないはずである。そこでフリーキャッシュフロー仮説のような配当政策を行うと想定される非ファミリー企業を抽出し、ファミリー企業と比較することで、ファミリー企業の配当政策は利益や現金に連動していないことを明らかにする。

したがって、本研究の仮説を「ファミリー企業は非ファミリー企業と比較して利益や現金に応じて配当を支払わない」と設定する。

4. リサーチデザイン

4.1 ファミリー企業・非ファミリー企業の特定

さて、ファミリー企業が利益や現金に応じて配当を支払っていないことを実証するために、ファミリー企業と比較分析をする非ファミリー企業を特定する必要がある。そこでファミリー企業、非ファミリー企業共に東証一部製造業より抽出する。

ファミリー企業を抽出するにあたって我々が設定した条件は、①『会社四季報 2016 秋号』（東洋経済新報社）の 10 大株主の欄に創業者一族が存在し、②経営陣に創業者一族の名前がある、という二点である。その結果ファミリー企業は 149 社となった。非ファミリー企業については、所有と経営が最も分離していると考えられる企業を抽出した。すなわち、10 大株主持株比率で並べた下位 149 社である。この条件を設定した理由は、10 大株主持株比率が低いということは、株主が分散していること意味し、エージェンシー理論が示すような株主と経営者の利害対立が顕著であると考えたからである。また、対象期間を 2012 年度から 2016 年度と設定し、分析に必要な財務データは『NEEDS Financial QUEST』（日本経済新聞社）から収集した。ただし、営業利益が赤字の企業は経営者が意図的な配当政策を行えないため、対象期間中に 2 年以上営業利益赤字を記録した企業は分析の対象外とした。また、分析に使用する財務データに欠損値が存在している企業も対象から除外した。

4.2 実証方法の考え方

次に分析の方法であるが、仮説検証にあたりファミリー企業が非ファミリー企業に比べ収益性や現金保有比率と配当の連動性が低いことを検証する必要がある。

本研究では、従属変数を 5 年間の配当変化率と置き、利益と現金に関連する変数を独立変数とする回帰式を設定する。まず、利益の代理変数を対象期間 5 年の自己資本当期純利益率 (ROE) とし、現金の水準を測る代理変数を現金保有変化率とした。また、企業の成長性や、

規模による配当政策の違いが考えられるため、成長性の独立変数として営業利益変化率、規模の独立変数として時価総額を加える。なお、配当は主に繰り越した利益に応じて決定されるため、営業利益変化率に関しては対象期間前年度のデータを使用している。

5. 定式化とデータセット

ファミリー企業は非ファミリー企業と比較して利益や現金に応じて配当を支払わないという仮説を、ファミリー企業と非ファミリー企業の149社それぞれについて以下の回帰式を用いて検証した。

$$DIV_i = \alpha + \beta_1 \cdot ROE_i + \beta_2 \cdot CASH_i + \beta_3 \cdot OIG_i + \beta_4 \cdot MV_i + \varepsilon_i \quad (5.1 \text{ 式})$$

5.1式における各変数の具体的な定義は以下の通りである。従属変数 DIV_i は、企業 i の5年間の配当変化率である。この変数は『NEEDS Financial QUEST』(日本経済新聞社)の一株当たり配当金を用いて計算している。まず配当変化率の計算式は以下の通りである。

$$t \text{ 期の配当変化率} = \frac{t \text{ 期の一株当たり配当金} - (t-1) \text{ 期の一株当たり配当金}}{(t-1) \text{ 期の一株当たり配当金}} \quad (5.2 \text{ 式})$$

自己資本当期純利益率(ROE)は、当期純利益を期中平均した自己資本で除して求めている。現金保有変化率(CASH)は、現金と有価証券を足し、総資産で除した値の前年度比を計算している。営業利益変化率(OIG)は、営業利益率の前年度比を用いている。時価総額(MV)は、決算月の3か月後の株価終値の対数を取り、当てはめている。また、 ε_i は誤差項としている。

予想される係数の符号については、利益や現金に応じて配当を支払っているとすれば、自己資本当期純利益率と現金保有変化率の高い企業ほど配当変化率も高くなるはずである。また営業利益率と時価総額が高くなるほど変化率も高くなるはずである。したがって、指標にかかる係数はすべて正の値が期待される。注目すべきは、自己資本当期純利益率と現金保有率にかかる係数の大きさである。本研究の仮説では、ファミリー企業は利益や現金に応じて配当を支払っていないことになる。つまり、ファミリー企業の自己資本当期純利益率と保有変化率にかかる係数は、非ファミリー企業よりも小さくなることが期待される。

6. 分析結果

6.1 基本統計量

表1、2はファミリー企業、非ファミリー企業の分析に用いる各変数の基本統計量を示したものである。これを見ると2012年から2016年の分析期間においてファミリー企業の平均配当変化率は0.1534と非ファミリー企業よりも低く、相対的に固定的な配当政策を行っていることが確認できる。なお最小値が-1になっているのは無配に転落した企業を意味している。

表1 基本統計量（非ファミリー企業）

	配当変化率 (DIV)	自己資本当期純利益率 (ROE)	現金保有変化率 (CASH)	営業利益変化率 (OIG)	時価総額 (MV)
平均	0.2544	0.0660	0.0318	0.5187	11.0445
中央値	0.0017	0.0709	0.0082	0.1069	11.0812
最大値	18.9500	0.3779	1.7091	52.2381	12.8559
最小値	-1.0000	-1.2317	-0.6025	-1.3549	9.0640
標準偏差	1.3402	0.0946	0.2732	2.8953	0.7842
合計	178.8687	46.3650	22.3825	364.6243	7764.3060
標本数	703	703	703	703	703

(注)分析対象企業は2012年から2016年の間に東京証券取引所第一部に継続して上場した製造業の中で、10大株主比率で並べた。その間の財務データが取得不可能で、営業利益が2年連続で赤字の企業は除き、下位149社を抽出した。そして異常値を省いた結果、5年間で703サンプルとなった。DIVは、企業の5年間の配当変化率である。自己資本当期純利益率(ROE)は、当期純利益を期中平均した自己資本で除して求めている。現金保有変化率(CASH)は、現金と有価証券を足し、総資産で除した値の前年度比を計算している。営業利益変化率(OIG)は、営業利益率の前年度比を用いている。時価総額(MV)は、決算月の3か月後の終値の対数を取り当てはめている。

表2 基本統計量（ファミリー企業）

	配当変化率 (DIV)	自己資本当期純利益率 (ROE)	現金保有変化率 (CASH)	営業利益変化率 (OIG)	時価総額 (MV)
平均	0.1534	0.0712	0.0301	0.8911	10.6268
中央値	0.0116	0.0674	0.0147	0.0837	10.5835
最大値	3.9344	0.4460	2.4859	273.1579	12.6500
最小値	-1.0000	-0.3595	-0.6964	-6.2241	9.5180
標準偏差	0.4684	0.0616	0.2521	10.7977	0.5672
合計	108.4773	50.3592	21.2624	629.9989	7513.1090
標本数	707	707	707	707	707

(注)分析対象企業は2012年から2016年の間に東京証券取引所第一部に継続して上場した製造業の中で、『会社四季報2016秋号』（東洋経済新報社）の10大株主の欄に創業者一族が存在し、経営陣に創業者一族の名前がある149社である。その間の財務データが取得不可能で、営業利益が2年連続で赤字の企業は除いた。そして異常値を省いた結果、5年間で703サンプルとなった。DIVは、企業の5年間の配当変化率である自己資本当期純利益率(ROE)は、当期純利益を期中平均した自己資本で除して求めている。現金保有変化率(CASH)は、現金と有価証券を足し、総資産で除した値の前年度比を計算している。営業利益変化率(OIG)は、営業利益率の前年度比を用いている。時価総額(MV)は、決算月の3か月後の終値の対数を取り当てはめている。

次に表3、4はファミリー企業、非ファミリー企業の分析に使用される変数間の相関係数を示したものである。表3、4において従属変数である配当変化率の欄を縦に見ると概ね独立変数は正の関係にあり予想通りとなっている。しかし、ファミリー企業においては現金保有変化率、また非ファミリー企業においては、現金保有変化率と時価総額が負の相

関となり予想と異なる結果となった。なお、独立変数間の相関関係を見ても強い相関はないということが分かる。

表 3 相関関係 (非ファミリー企業)

	配当変化率 (DIV)	自己資本当期純利益率 (ROE)	現金保有変化率 (CASH)	営業利益変化率 (OIG)	時価総額 (MV)
配当変化率	1.0000				
自己資本当期純利益率	0.0645	1.0000			
現金保有変化率	-0.0227	-0.0797	1.0000		
営業利益変化率	0.0303	0.0243	-0.0480	1.0000	
時価総額	-0.0641	0.0907	0.0176	-0.0438	1.0000

(注)各サンプルの相関係数である。DIVは、企業の5年間の配当変化率である。自己資本当期純利益率(ROE)は、当期純利益を期中平均した自己資本で除して求めている。現金保有変化率(CASH)は、現金と有価証券を足し、総資産で除した値の前年度比を計算している。営業利益変化率(OIG)は、営業利益率の前年度比を用いている。時価総額(MV)は、決算月の3か月後の終値の対数を取り当てはめている。

表 4 相関関係 (ファミリー企業)

	配当変化率 (DIV)	自己資本当期純利益率 (ROE)	現金保有変化率 (CASH)	営業利益変化率 (OIG)	時価総額 (MV)
配当変化率	1.0000				
自己資本当期純利益率	0.0661	1.0000			
現金保有変化率	-0.0005	0.0592	1.0000		
営業利益変化率	0.0858	0.0244	-0.0086	1.0000	
時価総額	0.0841	0.1871	0.0339	0.0215	1.0000

(注)各サンプルの相関係数である。DIVは、企業の5年間の配当変化率である。自己資本当期純利益率(ROE)は、当期純利益を期中平均した自己資本で除して求めている。現金保有変化率(CASH)は、現金と有価証券を足し、総資産で除した値の前年度比を計算している。営業利益変化率(OIG)は、営業利益率の前年度比を用いている。時価総額(MV)は、決算月の3か月後の終値の対数を取り当てはめている。

6.2 回帰モデルの検証結果

表 5 はファミリー企業、表 6 は非ファミリー企業における回帰式の検証結果である。それぞれ各独立変数に関する係数と、その符号が統計的に有意であるかどうかを示す t 値と p 値を記載している。アスタリスク「*」は、片側検定 10%水準有意であることを意味している。

まず本研究で注目していた配当変化率と自己資本当期純利益率の係数に注目する。非ファミリー企業では、自己資本当期純利益率の係数が正の値となり、片側検定 10%水準有意で支持されている。つまり、非ファミリー企業は利益に応じて配当を増加させていることが分かる。一方、ファミリー企業では、配当変化率と自己資本当期純利益率の相関が片側検定 10%水準有意とはならなかった。しかし係数に着目すると、非ファミリー企業の係数は 0.9766 であった。それに対して、ファミリー企業の係数は 0.3860 と非ファミリー企業の係数を大きく下回った。このことは、ファミリー企業の方が非ファミリー企業よりも利益に応じて配当を支払っていないことを示しており、我々が期待する結果となった。ファミリー企業において、自己資本当期純利益率が有意とならなかった原因は、業績に連動して配当を必ずしも支払っていないからであると推察される。

また、現金保有変化率に関しては期待と異なる結果となり、ファミリー企業、非ファミリー企業ともにt値が低く、統計的に有意とはならなかった。結果が有意とはならなかった要因として、現金保有が配当として外部に放出されるだけでなく、事業への投資資金として使われることなど別の使用用途があったため、配当を十分に説明できなかったのではないかと考えられる。

以上の結果から、回帰式の検証結果における自己資本当期純利益率の係数に着目すると、ファミリー企業は相対的に利益に連動した配当政策を行っていないことが読み取ることができ、本研究の仮説を支持する結果となった。

表5 本研究における回帰分析の検証結果（非ファミリー企業）

	係数	標準偏差	t値	p値
定数項	1.4881	0.7145	2.0829	0.0376
自己資本当期純利益率(ROE)	0.9766	0.5377	1.8162 *	0.0698
現金保有変化率(CASH)	-0.0726	0.1856	-0.3914	0.6956
営業利益成長率(OIG)	0.0115	0.0175	0.6584	0.5105
時価総額(MV)	-0.1179	0.0647	-1.8213	0.0690
重決定 R2	0.0100			
観測数	703			

(注)*は片側検定10%水準で有意であることを示している。

DIVは、企業の5年間の配当変化率である。自己資本当期純利益率(ROE)は、当期純利益を期中平均した自己資本で除して求めている。現金保有変化率(CASH)は、現金と有価証券を足し、総資産で除した値の前年度比を計算している。営業利益変化率(OIG)は、営業利益率の前年度比を用いている。時価総額(MV)は、決算月の3か月後の終値の対数を取り当てはめている。

表6 本研究における回帰分析の検証結果（ファミリー企業）

	係数	標準偏差	t値	p値
定数項	-0.5174	0.3317	-1.5596	0.1193
自己資本当期純利益率(ROE)	0.3860	0.2903	1.3297	0.1841
現金保有変化率(CASH)	-0.0099	0.0697	-0.1415	0.8875
営業利益成長率(OIG)	0.0036	0.0016	2.2142	0.0271
時価総額(MV)	0.0603	0.0315	1.9142	0.0560
重決定 R2	0.0166			
観測数	707			

(注)DIVは、企業の5年間の配当変化率である。自己資本当期純利益率(ROE)は、当期純利益を期中平均した自己資本で除して求めている。現金保有変化率(CASH)は、現金と有価証券を足し、総資産で除した値の前年度比を計算している。営業利益変化率(OIG)は、営業利益率の前年度比を用いている。時価総額(MV)は、決算月の3か月後の終値の対数を取り当てはめている。

7. おわりに

本研究では、Myers(2000)の外部株主モデルに依拠し、ファミリー企業の利益配分に関する実証研究を行った。所有と経営の分離が十分でないファミリー企業は、非ファミリー企業に比べ株主と経営者の利害が比較的一致しているため、その業績の良さを外部株主モデルで説明できるのではないかと考えられる。この考えのもとに本研究では、ファミリー企業は非ファミリー企業よりもフリーキャッシュフロー仮説が成立しにくいのではないかと推測し、ファミリー企業は非ファミリー企業と比較して利益や現金に応じて配当を支払わないという仮説を設定した。この仮説を実証するために、2016年度のデータを用いて東証一部上場の製造業の中からファミリー企業149社、また所有と経営が最も分離していると考えられる10大持株比率の下位149社を非ファミリー企業と特定した。分析においては、配当変化率を従属変数とするモデル式を構築しファミリー企業と非ファミリー企業の比較分析を行った。

分析の結果、現金保有変化率に関しては有意な結果は得られなかった。一方で、自己資本当期純利益率に関して、非ファミリー企業は利益に応じて配当を出していることが明らかになった。つまり、株主と経営者が分離している企業では、業績に連動した配当政策を行っていることが予想される。それに対してファミリー企業では、利益と配当の相関を確認することはできなかったため、必ずしも利益に応じて配当を出していないことが分かった。また係数に着目すると、ファミリー企業は非ファミリー企業に比べ固定的な配当政策を行っていると考えられる。以上のことから、ファミリー企業は非ファミリー企業よりも相対的に利益に応じて配当を出していないことが示唆される。これは、ファミリー企業がフリーキャッシュフロー仮説にそぐわないことを示しており、ファミリー企業が外部株主モデルに整合的であるという本研究を支持するものである。

エージェンシー理論において、所有と経営の分離が不十分な企業では、経営者が自らの利益を追求してしまうことで企業価値を毀損してしまうと考えられている。それにも関わらず、ファミリー企業は高い業績を挙げている。その理由をMyers(2000)の外部株主モデルで説明できるのではないかと考え検証したことが本研究の特徴である。

しかし、本研究はいくつかの課題を残している。ファミリー企業は、非ファミリー企業よりも相対的に外部株主モデルに整合的であるということを明らかにすることはできた。しかし、本当に外部株主モデルに則っていることがファミリー企業の業績に結び付いているのかは考察に留まっており、検証には至っていない。外部株主モデルが企業の業績に結び付いているのかを明らかにすることが次の課題である。今後も研究を深めていきたい次第である。

参考文献

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」武蔵大学論集、武蔵大学経済学会、第6巻第1号、49-57頁。

- 後藤俊夫(2012)『FAMILY BUSINESS -知られざる実力と可能性-』白桃書房。
- 宮川壽夫(2010)「企業の経営能力と配当政策」『経営研究』第 61 巻第 1 号、25-38 頁。
- 宮川壽夫(2013)『配当政策とコーポレートガバナンス』中央経済社。
- 宮川壽夫(2016)『企業価値の神秘』中央経済社。
- リチャード・ブリーリー, スチュワート・マイヤーズ, フランクリン・アレン(2007)『コーポレートファイナンス(第9版)』(藤井眞理子, 国枝繁樹訳)日経 BP。
- 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” *Family Business Review*, 21(4), pp.315-329.
- Jensen, M.C. (1986) “Agency Costs of Free Cash Flow, corporate Finance, and Takeovers” *American Economic review*, pp.323-329.
- Habberson, T. & Williams, M. (1999) “A Resource-Based Framework for Assessing the Strategic” *Family Business Review*, 12(1), pp.1-25.
- Myers, S.C(2000) “Outside Equity” *The Journal of Finance*, 55(3), pp.1005-1037.