

ファミリー企業の経営の自由度は高いのか

2014年11月30日



大阪市立大学商学部 宮川研究室

杉山聡一 竹内梨子 西孝史 橋詰悠生 細見圭祐

ご注意

本資料は大阪市立大学および同大学院における講義に使用するため本学学生向けに作成された教材です。また、担当教員の講義を前提とし、講義や議論を進める上での補足資料として学生の理解を促進する目的で便宜的に構成されています。そのため本資料には講義内容や表題のトピックがすべて網羅されているわけではありません。また、本資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。したがって本資料は上記以外の目的や用途で使用しないよう厳重にご注意ください。

発表の流れ

1. 企業分析をきっかけに
2. ファミリー企業の定義と先行研究
3. 仮説構築 -ファミリー企業の特性に着目-
4. 仮説検証 -重回帰分析-
5. まとめと今後の課題

1. 企業分析をきっかけに
2. ファミリー企業の定義と先行研究
3. 仮説構築 -ファミリー企業の特性に着目-
4. 仮説検証 -重回帰分析-
5. まとめと今後の課題

この製品に見覚えありませんか？



“あったらいいな”をカタチにする

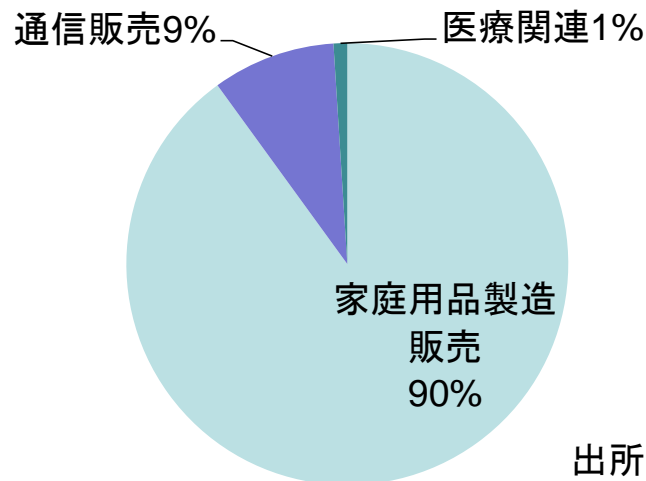
小林製薬株式会社

本社: 大阪市中央区

事業内容: 家庭用品製造販売、通信販売、医療関連

売上高: 1,272億円(14.3期)

事業別売上高構成比(14.3期)



出所)有価証券報告書より作成

(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

小林製薬はファミリー企業



創業者 小林忠兵衛

小林家による経営が続く



6代目 小林章浩

現社長は発行済み株式総数の約11%を保有

ちなみに年間受取配当金額を計算すると...

$$4,632,000(\text{株}) \times 43(\text{円}) \times 2(\text{回}) = 398,352,000(\text{円})$$

⇒年間約4億円の配当収入

多面的に小林製薬を分析

定性分析

セグメント分析
トイレタリー業界動向
マーケティング分析

定量分析

マルチプル分析
財務分析
DCF法



小林製薬の現状・強みを分析し、業績を予想

小林製薬の企業価値の算出

1. 5年予想FCFの算出

$FCF = \text{当期純利益} + \text{減価償却費} - \text{運転資本の増加分} - \text{設備投資額}$

	2015	2016	2017	2018	2019
FCF	12,739	12,652	13,652	14,716	15,900

2. 加重平均資本コスト(WACC)の算出

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times r_e + \frac{D}{D+E} \times r_d \times (1 - t)$$

$$= 4.96\% \quad (\text{リスクプレミアム} 6\% \quad \beta = 0.753 \quad r_f = 0.466\% \text{と仮定})$$

3. 企業価値の算出

$$\text{企業価値} = \sum_{n=1}^5 \left\{ \frac{FCF_n}{(1+WACC)^n} \right\} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} = 311,447 (\text{百万円})$$

小林製薬の分析をおえて

小林製薬の強みはどこにあるのか

- マーケティング能力
潜在的ニーズの発掘、独特のプロモーション
- 製品開発能力
積極的な研究開発、15,000件に及ぶアイデア提案
- ファミリー企業
迅速な意思決定と自由な経営？

1. 企業分析をきっかけに
2. ファミリー企業の定義と先行研究
3. 仮説構築 -ファミリー企業の特性に着目-
4. 仮説検証 -重回帰分析-
5. まとめと今後の課題

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)では以下の3つの観点を述べている。

- (1)創業者一族による株式所有
- (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

Harvey James(1999)

長期的な経営を目指すファミリー企業の経営者には、所有と経営の分離により生じるエージェントコストを抑え、企業価値の最大化を目指すインセンティブが生じやすい。

Anderson and Reeb(2003)

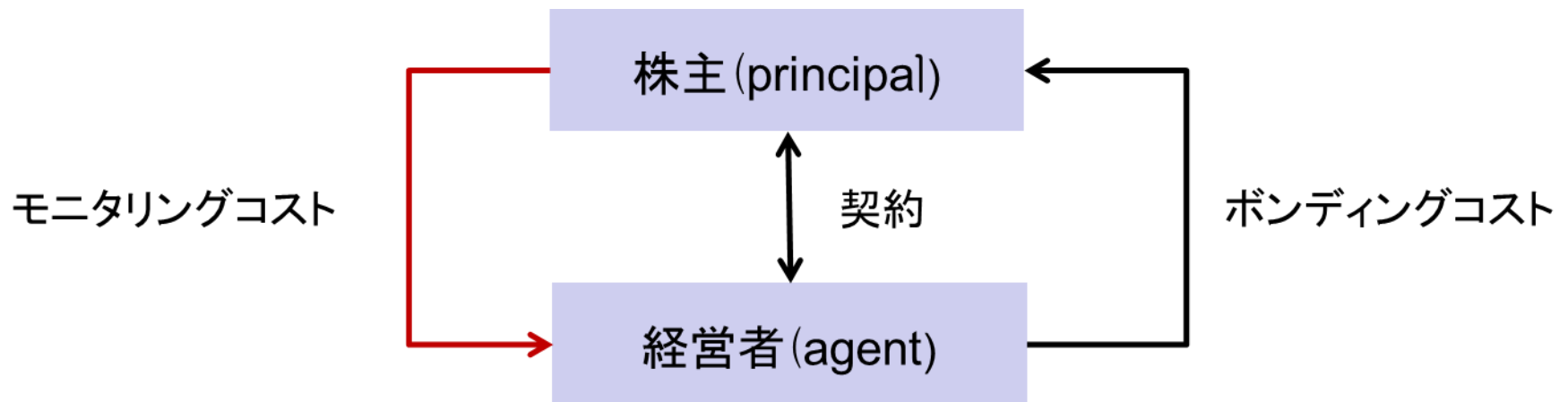
ファミリー企業は非ファミリー企業より良い業績を上げている。

1. 企業分析をきっかけに
2. ファミリー企業の定義と先行研究
3. 仮説構築 -ファミリー企業の特性に着目-
4. 仮説検証 -重回帰分析-
5. まとめと今後の課題

経営者と株主の間に情報の非対称性が存在する

エージェンシー理論: 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。両者の間には情報の非対称性があるため、経営者の取る行動は必ずしも株主に便益をもたらさず企業価値を毀損しうる。



配当によってエージェンシーコストを削減

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、株主は配当または負債によって経営者の持つ手元資金を外部に流出させ裁量を狭める必要がある。

ファミリー企業の場合は

フリーキャッシュフロー仮説に基づくならば、経営者と株主の間に発生するエージェンシーコストを抑えるために経営者は余剰資金を株主に還元しなければならなくなる。

- ファミリー企業ではFCF仮説で仮定するエージェンシー関係が成り立たないのではないか
- 経営者は手元に資金を保持し自らの裁量で経営をすることを望むのではないか

ファミリー企業では経営者と株主の間のエージェンシーコストが小さいため、配当によって手元資金を削減するよりも、現金保有を高めて自由な経営を行うと考える方が合理的である

本研究で検証する仮説

仮説

所有と経営の分離が不十分なファミリー企業では、両者間のエージェンシーコストが抑えられているため、モニタリングによる制約が弱く経営の自由度が高い



利益配分に着目

経営者の株式保有比率が高まれば配当性向は低くなる

→ モニタリングを行う株主が少なく低配当でも経営者は制約を受けない

1. 企業分析をきっかけに
2. ファミリー企業の定義と先行研究
3. 仮説構築 -ファミリー企業の特性に着目-
4. 仮説検証 -重回帰分析-
5. まとめと今後の課題

データセット

対象期間

2009～2013年度

母集団(853社)

東証一部上場の製造業

(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(242社)

1. 四季報(2014年秋号)の大株主の欄に創業者一族で且つ経営者が存在している
2. 対象期間の財務指標が取得可能である

配当性向を従属変数とした重回帰式を設定する

$$DIV_i = \alpha + \beta_1 \cdot SHR_i + \beta_2 \cdot \ln(AST_i) + \beta_3 \cdot PMS_i + \beta_4 \cdot DER_i$$

DIV : 配当性向5年平均

SHR : 経営者持株比率

AST : 資産合計5年平均

PMS : 売上高純利益率5年平均

DER : 負債比率5年平均

経営者持株比率と負の相関を期待する

変数	係数
経営者持株比率	—
総資産	+
売上高純利益率	+
負債比率	—

(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

基本統計量

	配当性向 (DIV)	経営者持株比率 (SHR)	総資産 (AST)	売上高純利益率 (PMS)	負債比率 (DER)
平均値	46.02	14.27	114303.74	5.11	106.05
中央値	31.11	9.25	50854.70	3.52	59.45
標準偏差	91.56	13.93	240386.85	20.39	212.87
最小値	0.00	1.00	2798.00	-19.75	3.32
最大値	1233.05	71.50	2679934.60	310.83	2902.67
合計	11137.59	3453.90	27661505.40	1235.50	25665.27
標本数	242	242	242	242	242

(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

配当性向では有意な結果とはならず

	係数	標準誤差	t 値	p値
定数項	94.9471	60.7870	1.5620	0.1196
経営者持株比率	-0.7182	0.4295	-1.6724	0.0958
総資産	-3.3735	5.3848	-0.6265	0.5316
売上高純利益率	-0.1787	0.2911	-0.6141	0.5398
負債比率	-0.0092	0.0282	-0.3266	0.7443
重決定 R2	0.0138			
観測数	242			

(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

配当性向が用いる変数として妥当ではなかった

有意な結果でなかった理由

配当性向は当期純利益の変動に影響を受けるため配当を測る指標として有効に機能しなかった

$$\text{配当性向} = \frac{\text{1株あたり配当金額}}{\text{1株あたり当期純利益}}$$

仮説の検証方法を変更

利益配分

経営者の株式保有比率が高まれば配当性向は低くなる

→ モニタリングを行う株主が少なく低配当でも経営者は制約を受けない



現金保有

経営者の株式保有比率が高まれば現金保有比率も高まる

→ 経営者へのモニタリングが弱く経営者は自由に手元資金を保持できる

現金保有比率を従属変数とした重回帰式を設定する

$$CASH_i = \alpha + \beta_1 \cdot SHR_i + \beta_2 \cdot \ln(AST_i) + \beta_3 \cdot PMS_i + \beta_4 \cdot DER_i$$

CASH : 現金保有比率5年平均

SHR : 経営者持株比率

AST : 資産合計5年平均

PMS : 売上高純利益率5年平均

DER : 負債比率5年平均

経営者持株比率と正の相関を期待する

変数	係数
経営者持株比率	+
総資産	-
売上高純利益率	+
負債比率	-

基本統計量

	現金保有比率 (CASH)	経営者持株比率 (SHR)	総資産 (AST)	売上高純利益率 (PMS)	負債比率 (DER)
平均	20.01	14.27	114303.74	5.11	106.05
中央値	17.83	9.25	50854.70	3.52	59.45
最小	1.77	1.00	2798.00	-19.75	3.32
最大	64.20	71.50	2679934.60	310.83	2902.67
標準偏差	11.07	13.93	240386.85	20.39	212.87
標本数	242	242	242	242	242

(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

経営者持株比率が高いと現金保有比率も高い

	係数	標準誤差	t 値	p値
定数項	0.3860	0.0690	5.5962 **	0.0000
経営者持株比率	0.0016	0.0005	3.3422 **	0.0010
総資産	-0.0181	0.0061	-2.9638 **	0.0033
売上高純利益率	0.0002	0.0003	0.5687	0.5701
負債比率	-0.0001	0.0000	-3.7341 **	0.0002
重決定 R2	0.1313			
観測数	242			

(注)**は片側検定1%水準で有意であることを示している。

(ご注意) 本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室におけるゼミ用教材を目的に作成したものです。資料には事実ではなく仮説として設定された内容が含まれています。これ以外の目的で使用することは固くお断りします。

1. 企業分析をきっかけに
2. ファミリー企業の定義と先行研究
3. 仮説構築 -ファミリー企業の特性に着目-
4. 仮説検証 -重回帰分析-
5. まとめと今後の課題

ファミリー企業の経営の自由度は高い

利益配分

経営者による株式保有比率が高い企業は配当性向が低い
→配当性向が当期純利益の影響を受けており有意な結果とは
ならなかった

現金保有

経営者による株式保有比率が高い企業は現金保有比率も高い
→外部株主からのモニタリングが弱く、経営者は自由に現
金保有をすることができる

今後の研究課題

ファミリー企業の配当はむしろ高いのでは？

- 経営者が配当による収入を期待している

経営者の自由裁量の企業価値への影響は？

- 一般的には自由裁量は企業価値にマイナスだが、ファミリー企業ではプラスではないのか

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」
- ・後藤俊夫(2012)『ファミリービジネス-知られざる実力と可能性-』
- ・宮川壽夫(2013)『配当政策とコーポレートガバナンス』
- ・Harvey James(1999)「Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firm」
- ・RONALD C. ANDERSON and DAVIDM. REEB(2003)「Founding-Family Ownership and Firm Performance:Evidence from the S&P 500 」