

ファミリー企業の財務政策について ～東証一部上場製造業データから～

国際企業戦略研究科
金融戦略・経営財務コース
蒔苗 浩徳
(IM15F036)

問題意識、研究の動機

- 上場企業においてもファミリー企業が多い。(Anderson, et al., 2003)

(企業サイクル)

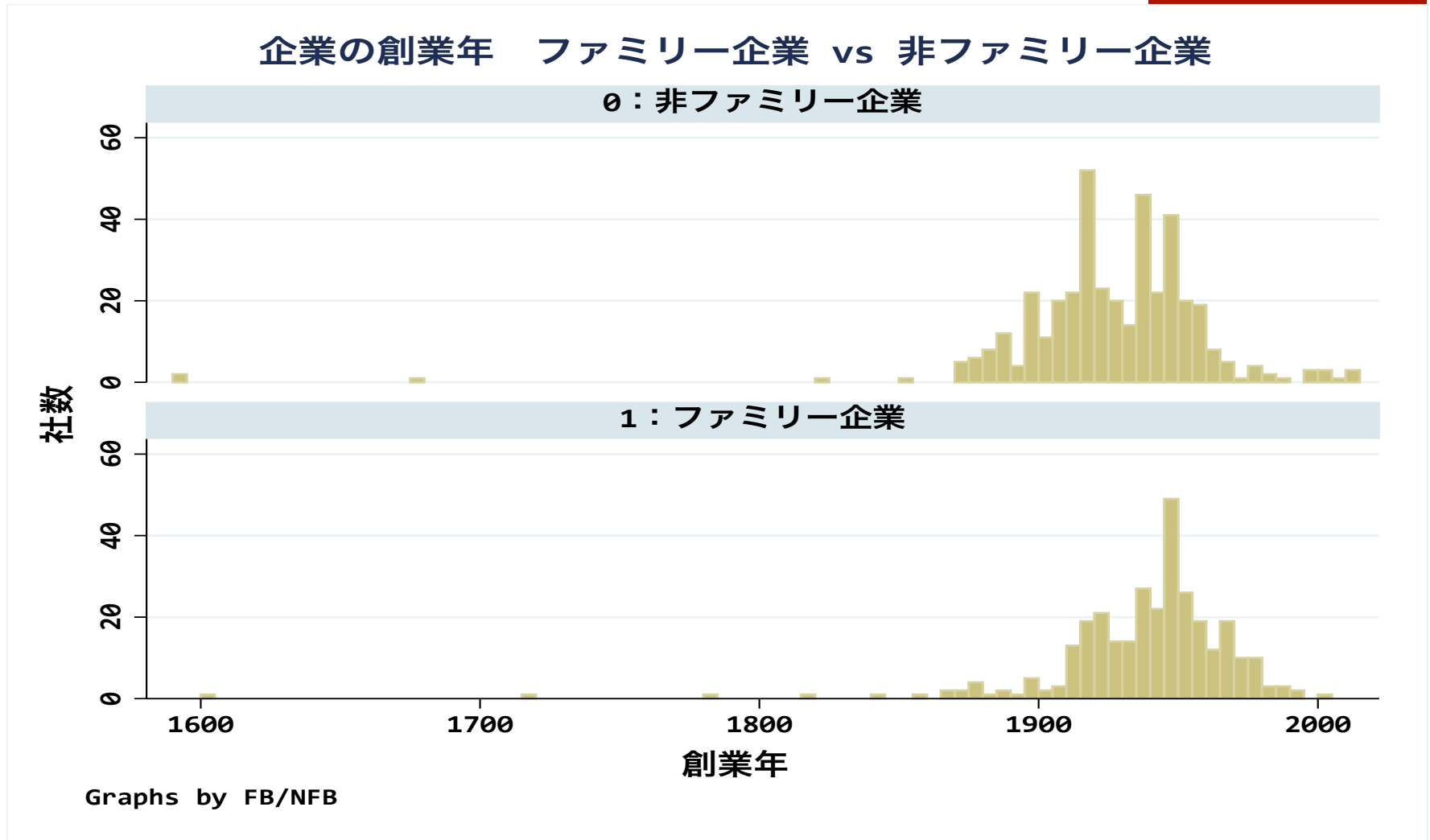
創業⇒規模の拡大⇒調達が多様化⇒ステークホルダーの増大

⇒持分の希釈⇒ファミリー支配の後退

- 血縁・婚姻関係により結びついているファミリーが、無数の外部株主を前提とする上場企業においても影響力を持ち続けている。
- ステークホルダーの関心事であるキャッシュ配分(Payout、従業員・役員待遇、設備投資、研究開発)を観察することで、ファミリーの非ファミリーとの行動の差異、あるいは上場企業においても影響力を持ち続けている背景が検出できるのではないか？

東証一部製造業 創業年

- ファミリー企業は相対的に若い。



関連先行研究

○エージェンシー理論 (Jensen & Meckling, 1976)

- 株主(principal)と経営者(agent)との利害対立

○フリーキャッシュフロー仮説 (Jensen, 1986)

- Payoutが経営者の私的利得追求や過剰投資を牽制し、principalとagentとの利害対立を緩和させる。

○Payoutについて

- ファミリー企業ではファミリーの収入需要を満たすために配当性向は高い。特に持分が大きい場合。(Isakov, et al., 2013)
- ファミリー企業はPayout性向が高い。ファミリーの経営関与よりも持分関与が行動のdriverになっている。(Schmid, et al., 2010)

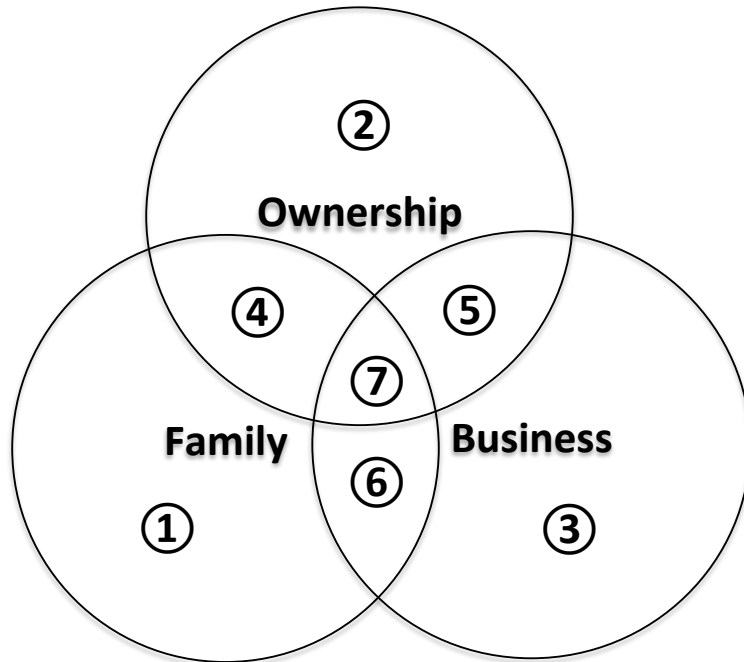
○設備投資、研究開発について

- ファミリー企業は投資行動、特にリスクの高い研究開発において消極的。(Anderson, et al., 2010)

ファミリー企業とは？

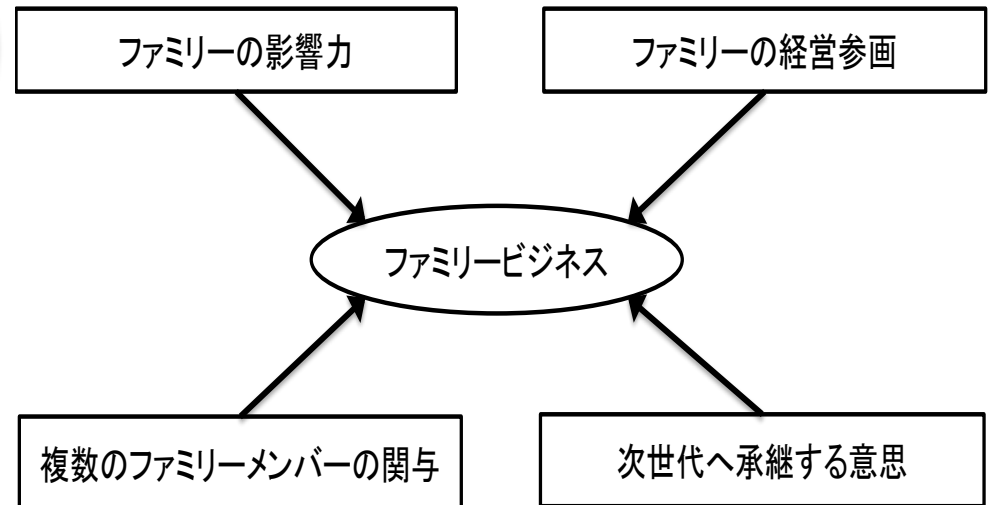
○多様なファミリー企業の定義 (Miller, et al., 2007など)

ファミリー・ビジネスの3サークル・モデル



Tagiuri and Davis (1982)より

ファミリー・ビジネスの定義を構成する要素



後藤俊夫編著 (2012)より

仮説の設定

- ファミリー企業は保有するキャッシュをどのように分配しているのか。それは非ファミリー企業とどのように異なるのか。
- 企業経営者が決定する主たるキャッシュ配分
 - ・ Pay-out(配当・自社株買い)：株主へのremuneration
 - ・ 経費負担：優秀な社員・役員のretention(高報酬・快適な職場環境)
 - ・ 設備投資：成長への布石(固定資産の取得)
 - ・ 研究開発：成長への布石(高リスク投資)
- ファミリー企業は非ファミリー企業と比較して
 - 【仮説1】 配当性向は高い。(income demand)
 - 【仮説2】 自社株買いは低い。(income demand)
 - 【仮説3】 経費負担が大きい。(従業員・役員のretention)
 - 【仮説4】 設備投資に消極的である。(risk aversion)
 - 【仮説5】 研究開発に消極的である。(risk aversion)

本研究におけるファミリー企業

■ ファミリー企業の定義

- ①創業者ではない創業ファミリー・メンバーが、分析時点において役員(取締役)についている
- ②創業ファミリーに限らず、特定ファミリーが、分析時点において役員(取締役)または主要株主のうち2名以上を占めている

■ ファミリー企業のsub分類

sub分類	所有 (株主)	経営 (取締役)	タイプ
タイプ-1	筆頭	○	所有・経営型
タイプ-2	10大株主	○	
タイプ-3	筆頭	×	所有型
タイプ-4	10大株主	×	
タイプ-5	—	○会長・社長	経営型
タイプ-6	—	○それ以外	

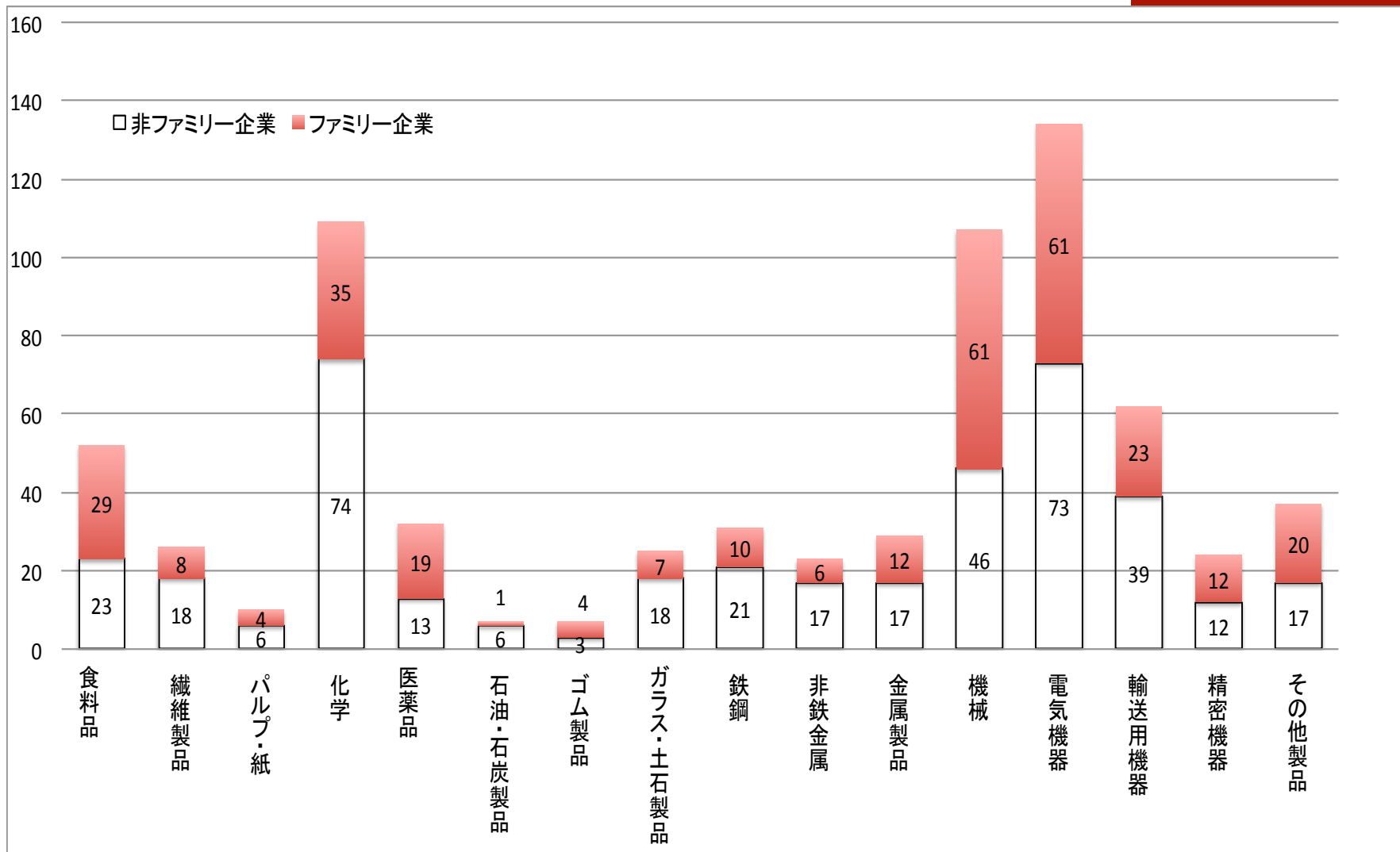
データ・セットの作成

- 分析対象 「東証一部上場の36%、製造業の80%」が対象
東証一部上場企業(1,971社)⇒製造業(897)⇒3月決算(715)
- データ・ベース
 - ・基礎・財務データ、株主情報：Astra Manager[®]、SPEEDA[®]
 - ・創業者・創業年・取締役会データ：各社HP、株主総会資料、日本会社史総覧
- 分析ソフト：STATA[®]
- 分析手法：クロス・セクション



製造業に占めるファミリー企業

■ 東証一部上場の製造業44%が「ファミリー企業」



実証分析 (1)

① **ファミリー企業 vs 非ファミリー企業** (t検定、wilcoxon検定)

② **重回帰分析**

$$Y = \alpha + \beta(\text{ファミリー・ダミー}) + \gamma(\text{コントロール変数}) + \varepsilon$$

(被説明変数) 配当、自社株買い、設備投資、研究開発 (対総資産比率)

(ファミリー・ダミー) **ファミリー企業、ファミリー企業6分類、ファミリー会長・社長、**

ファミリー筆頭株主、ファミリー10大株主、

ファミリー所有・経営型、ファミリー所有型、ファミリー経営型

(コントロール変数)

配当・自社株買い：企業年齢, 総資産, DER, ROA, Tobin's Q, 産業ダミー

設備投資・研究開発：売上高, 企業年齢, DER, ROA, 現金比率, 産業ダミー

実証分析 (2)

③Tobitモデルによる分析

打ち切られた被説明変数(配当・自社株買い・設備投資・研究開発)

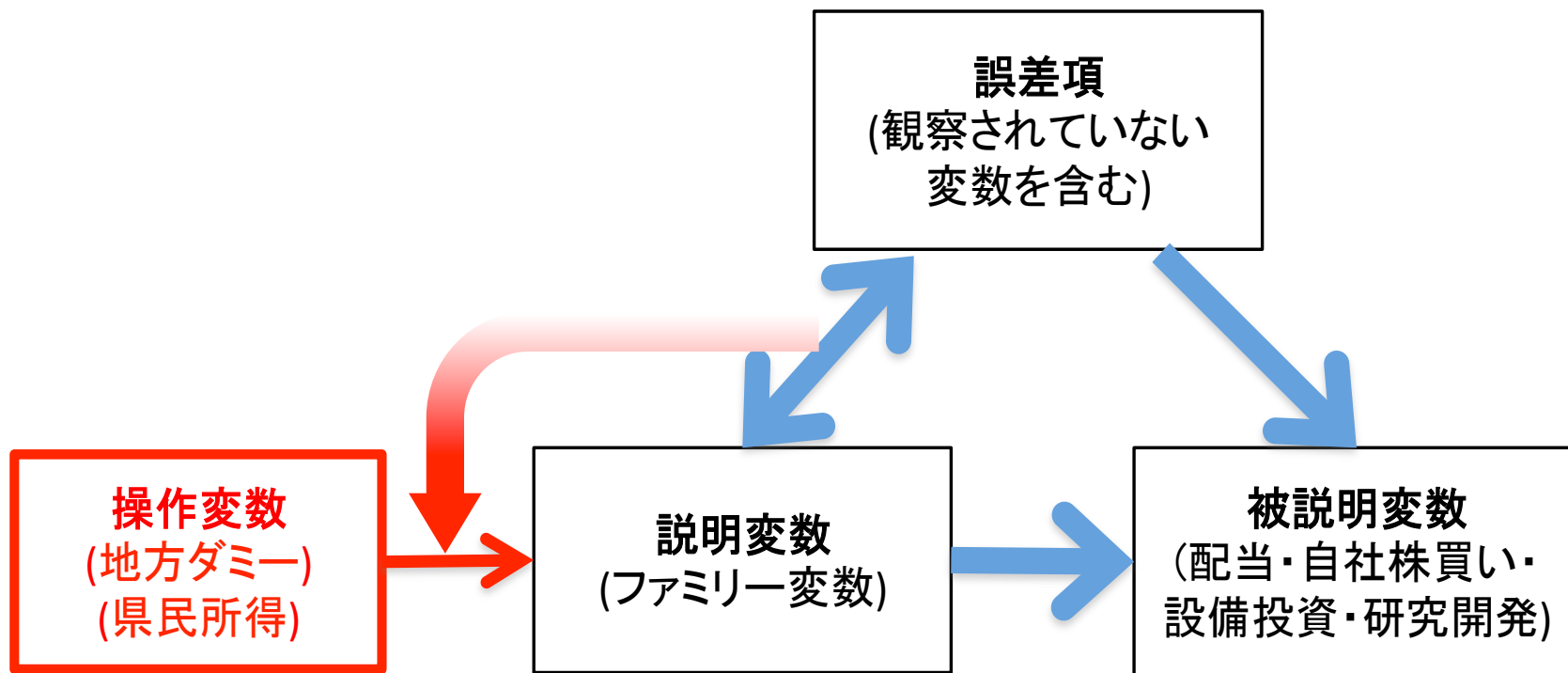
④操作変数-2段階最小二乗法(IV-2SLS) = 内生性問題への追加的試み 被説明変数(財務政策)はファミリー・ダミーではなく、実はファミリーに関係があるが、モデルで制御されていない隠れた変数による影響を受けているのではないか？

- ・ ファミリーの行動は外部株主により牽制される。
- ・ 外部株主の牽制力は保有する企業情報の洗練度合いによる。
- ・ 企業情報が豊富な地元における情報洗練度 \cong 県民所得レベル

⇒操作変数：ファミリー企業の地方性

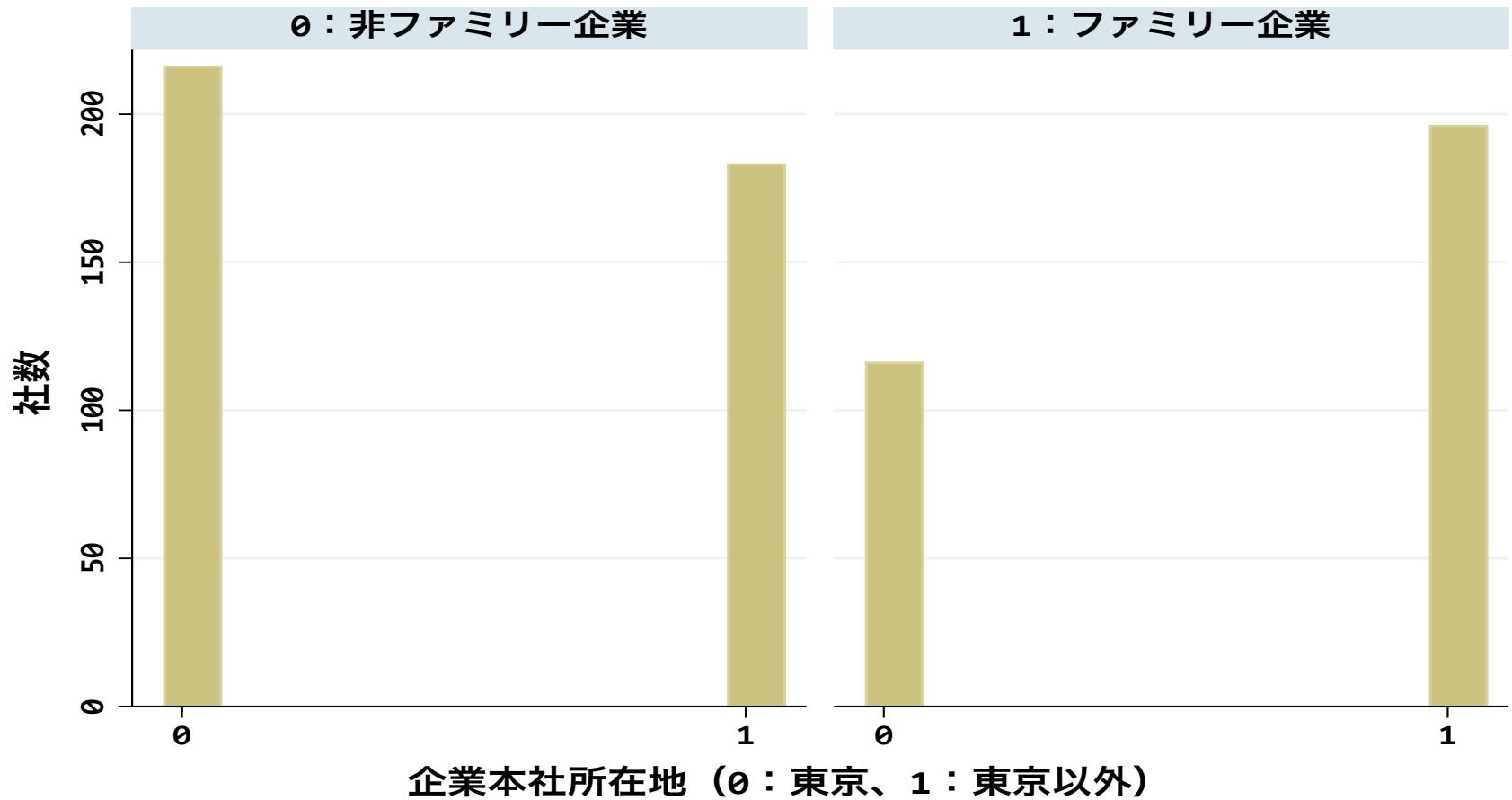
(1) 地方ダミー (0:東京、1:それ以外)

(2) 県民所得 (内閣府の県民経済計算から)



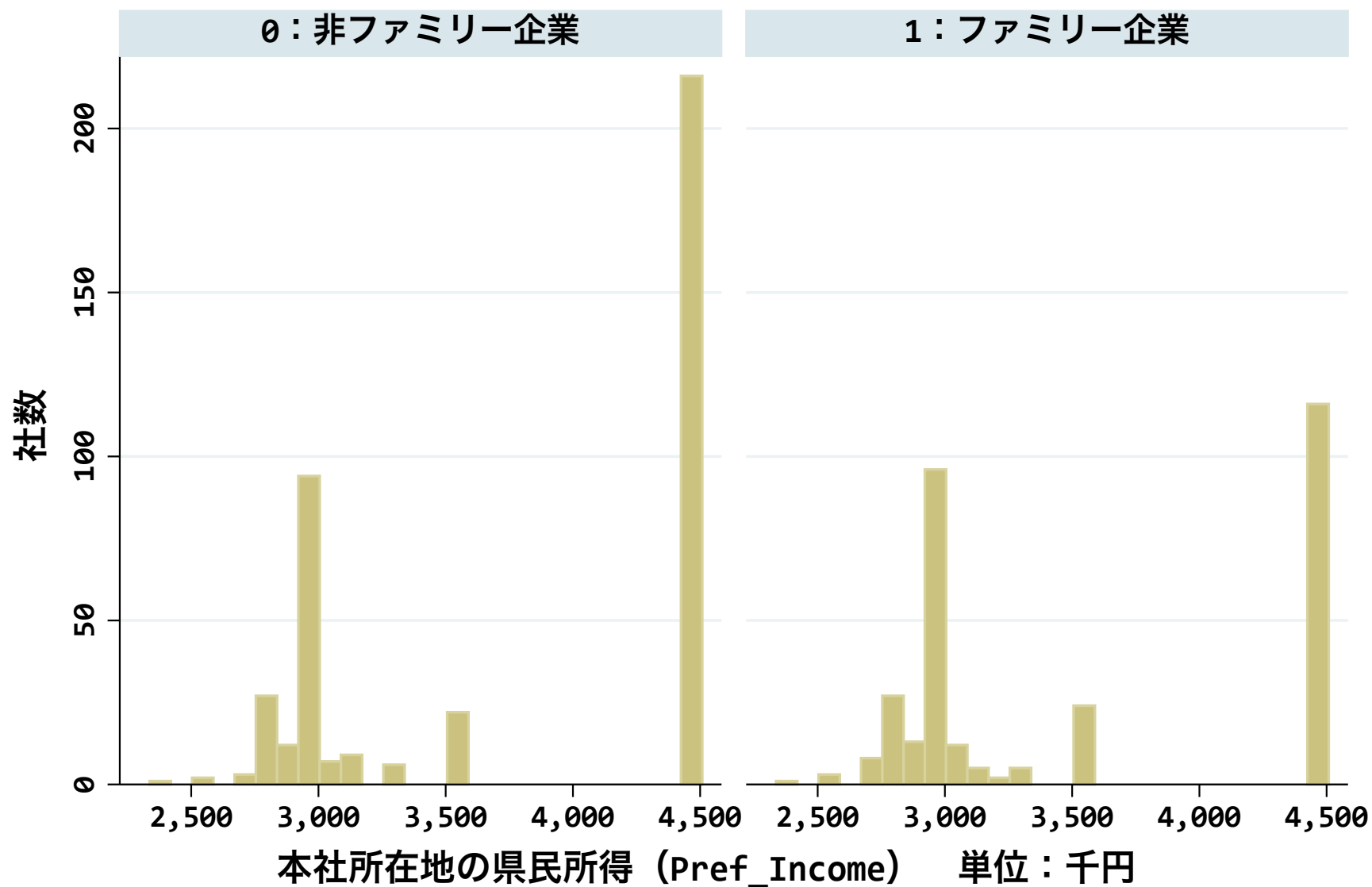
操作変数 (1) 地方ダミー

企業本社所在地



Graphs by FB/NFB

操作変数 (2) 県民所得



結果の概要 (1) (t検定 & Wilcoxon検定)

- 配当、経費ではファミリー企業が有意に高い。
- 自社株買い、設備投資、研究開発では有意な差が検出されず。

Div_pAsset_3ave
(配当/総資産の過去3年平均)

グループ	観察数	平均値	中央値
非ファミリー企業	401	0.0087	0.0076
ファミリー企業	311	0.0115	0.0097
合計	712	0.0099	0.0085
差異		-0.0028	-0.0021
		t = -5.0507	z = -5.326

SGAexD_pAsset_3ave
(販管費-減価償却/総資産の過去3年平均)

グループ	観察数	平均値	中央値
非ファミリー企業	392	0.1322	0.1137
ファミリー企業	308	0.1731	0.1357
合計	700	0.1502	0.1226
差異		-0.0409	-0.0220
		t = -4.7421	z = -2.962

結果の概要 (2) (OLS、Tobitモデル)

- ファミリー企業：配当(+), 設備投資(+), 研究開発(-)

VARIABLES	仮説1 (配当/総資産)		仮説4 (設備投資/総資産)		仮説5 (研究開発/総資産)	
	OLS	Tobit	OLS	Tobit	OLS	Tobit
ファミリー企業	0.0008 (1.5485)	0.0008 (0.0005)	0.0040* (1.9588)	0.0039* (0.0020)	-0.0034 (-1.6155)	-0.0035* (0.0021)
①筆頭株主&取締役あり	0.0014* (1.9593)	0.0014** (0.0007)	0.0049* (1.7072)	0.0049* (0.0029)	-0.0038 (-1.4335)	-0.0040 (0.0027)
⑤10大株主なし &会長社長あり	-0.0004 (-0.4694)	-0.0004 (0.0007)	0.0023 (0.5615)	0.0023 (0.0040)	-0.0062* (-1.7539)	-0.0062* (0.0035)
ファミリー会長・社長	0.0007 (1.3708)	0.0008 (0.0005)	0.0033 (1.5130)	0.0033 (0.0022)	-0.0037* (-1.8332)	-0.0038* (0.0021)
ファミリー筆頭株主 (①③)	0.0015** (2.2247)	0.0015** (0.0007)	0.0047* (1.7349)	0.0046* (0.0027)	-0.0038 (-1.5130)	-0.0041 (0.0026)
ファミリー非筆頭株主 (②④⑤⑥)	0.0002 (0.3518)	0.0002 (0.0006)	0.0033 (1.4199)	0.0033 (0.0023)	-0.0029 (-1.2542)	-0.0030 (0.0024)
ファミリー所有・経営型 (①②)	0.0011* (1.8297)	0.0011* (0.0006)	0.0051** (2.1044)	0.0051** (0.0024)	-0.0036 (-1.5310)	-0.0036 (0.0024)
ファミリー10大株主 (①②③④)	0.0012** (2.1139)	0.0012** (0.0006)	0.0037* (1.7392)	0.0037* (0.0021)	-0.0024 (-1.1267)	-0.0025 (0.0022)
コントロール変数	yes	yes	yes	yes	yes	yes
産業ダミー	yes	yes	yes	yes	yes	yes
観察数	643	643	649	649	649	649

*上段:推定係数(有意水準5%**、10%**)、下段:t値(OLS)、頑健推定誤差(Tobit)

結果の概要 (3) (IV-2SLS)

- 配当、自社株買い⇒OLS, Tobitとは異なる結果
- 設備投資、研究開発⇒OLS, Tobitと整合する結果

操作変数		仮説1 (配当/総資産)		仮説2 (自社株買い/総資産)		仮説4 (設備投資/総資産)		仮説5 (研究開発/総資産)	
		地方ダミー	県民所得	地方ダミー	県民所得	地方ダミー	県民所得	地方ダミー	県民所得
ダ ミ ー 変 数	ファミリー企業	-0.0051 (-1.4523)	-0.0054 (-1.4703)	-0.0156* (-1.8277)	-0.0173* (-1.8600)	0.0325** (2.1800)	0.0290* (1.8970)	-0.0300** (-2.2298)	-0.0312** (-2.1743)
	ファミリー筆頭株主	-0.0070 (-1.3938)	-0.0079 (-1.3815)	-0.0218* (-1.7038)	-0.0259* (-1.6734)	0.0441** (2.0728)	0.0420* (1.7779)	-0.0406** (-2.1127)	-0.0453** (-1.9976)
	ファミリー10大株主	-0.0056 (-1.4156)	-0.0062 (-1.4171)	-0.0172* (-1.8050)	-0.0201* (-1.7996)	0.0358** (2.1270)	0.0332* (1.8371)	-0.0330** (-2.1573)	-0.0358** (-2.0695)
	ファミリー会長・社長	-0.0088 (-1.2785)	-0.0104 (-1.2178)	-0.0272 (-1.4713)	-0.0351 (-1.3326)	0.0570* (1.7614)	0.0579 (1.4746)	-0.0524* (-1.8010)	-0.0623 (-1.6023)
	ファミリー所有・経営型	-0.0065 (-1.4002)	-0.0074 (-1.3821)	-0.0204* (-1.7137)	-0.0250* (-1.6563)	0.0410** (2.0859)	0.0397* (1.7813)	-0.0378** (-2.1060)	-0.0428** (-1.9778)
	コントロール変数	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
産業ダミー	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	
観察数	639	639	525	525	645	645	645	645	

考察とまとめ (分析が示唆するもの)

- ファミリー企業は非ファミリー企業と比較して、

- **(仮説1) 配当が高い。**

⇒Isakov, et al., 2013に整合。フリーキャッシュフロー仮説と矛盾

- **(仮説2) 自社株買いが低い。**

⇒Schmid, et al., 2010に不整合。株価より現金重視？

- **(仮説3) 経費負担が大きい。**

⇒経費の中身など、分析のさらなる深堀が必要

- × **(仮説4) 設備投資に消極的。**

⇒ファミリーは積極的。Anderson, et al., 2010に整合。使途はどこに？

- **(仮説5) 研究開発に消極的。**

⇒Anderson, et al., 2010に整合。ファミリーが重視する"永続性"とは？

分析の問題点・課題≒研究の発展性

- データ・セットの充実、分析の精緻性追求

「クロス・セクション⇒パネル・データ」分析へ

- 操作変数としての妥当性検討

- 支配株主のsub分類

同じ支配形態で「ファミリー vs 非ファミリー」は異なるか？

- 企業が置かれた状況で財務政策に対してのファミリーの対応

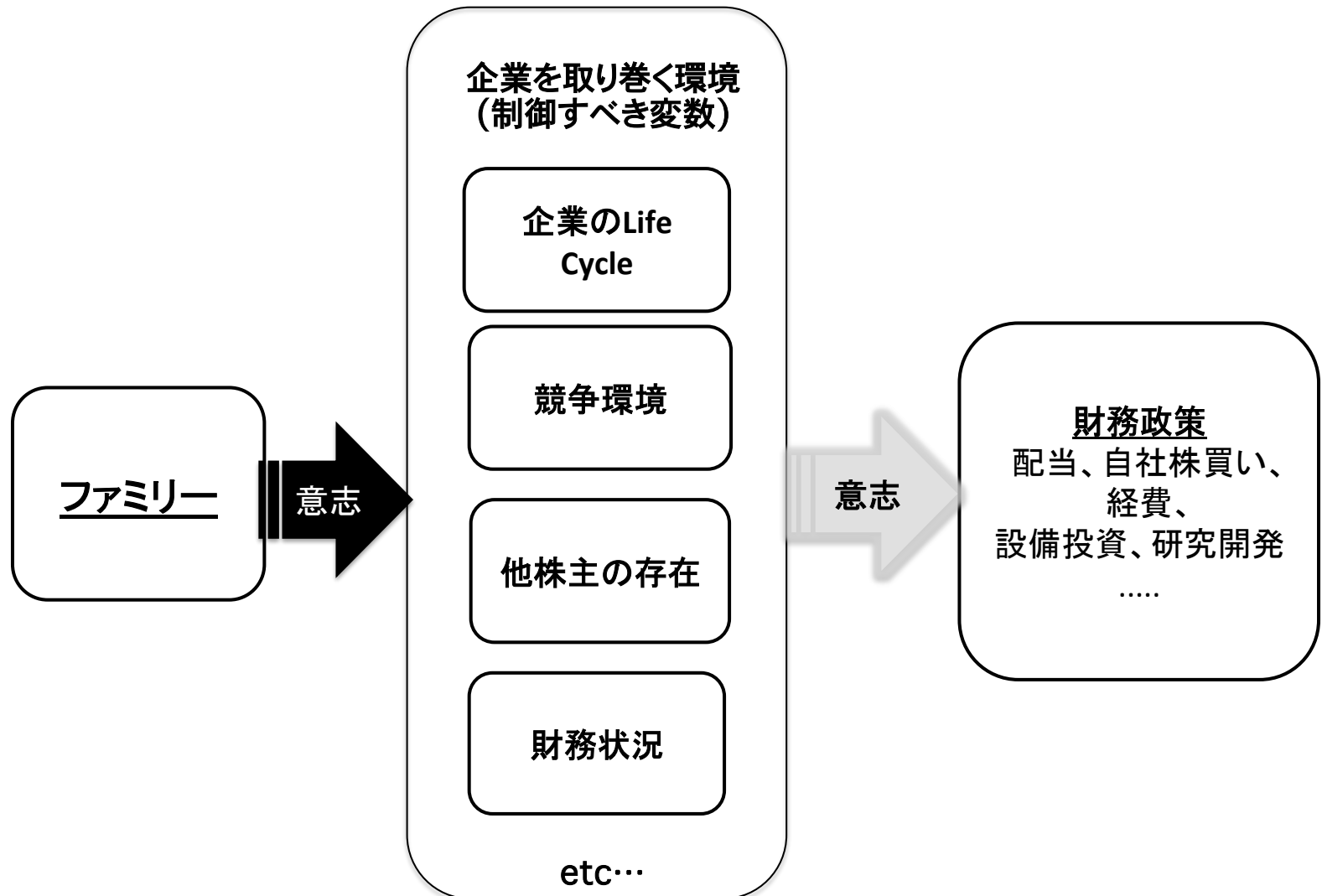
自社株買い (投資 vs 分配との相克、株価↗)

Stock Option (収入需要×、支配↗、株価↘)

- ファミリー的意思決定(コンセンサス形成)過程の究明

組織の枠組で捉えきれないファミリーメンバー(インナー)的意思決定

実証分析 = バイアスのコントロール



主な参考文献 (1)

- Anderson, R.C. and D.M. Reeb (2003) “**Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500**”, *The Journal of Finance* 58 (3), pp.1301-1328.
- Anderson, R.C., A. Duru, and D.M. Reeb (2010) “**Family Preferences and Investment Policy: Evidence from R&D Spending and Capital Expenditures**”, *Working Paper, American University*.
- Gugler, K. (2003) “**Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment**”, *Journal of Banking & Finance* 27, pp.1297-1321.
- Isakov, D., and J.F.Weisskopf (2013), “**Pay-out policies in founding family firms**”, *Journal of Corporate Finance* 33, pp.330-344.
- Jensen M.C. and W.H. Meckling (1976) “**THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE**”, *Journal of Financial Economics* 3, pp.305-360.
- Jensen M.C. (1986) “**Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers**”, *American Economic Review* 76 (2), pp. 323-329.

- Miller, D., I. Le Breton-Miller, R.H. Lester, and A.A. Cannella Jr. (2007) “**Are Family firms really superior performers?**”, *Journal of Corporate Finance* 13, pp.829-858.
- Schmid, T., M. Ampenberger, C. Kaserer, and A. Achleitner (2010) “**Controlling shareholders and payout policy: do founding families have a special ‘taste for dividends’?**”, *Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) working paper series, No. 2010-01*.
- Tagiuri, R., and J.A. Davis (1992) “**On the Goals of Successful Family Companies**”, *Family Business Review* 5(1), pp.43-62.
- 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』 白桃書房.
- 後藤俊夫監修、ファミリービジネス白書企画編集委員会編 (2015) 『ファミリービジネス白書 [2015年版] 100年経営をめざして』 同友館.