

# 同族企業のペイアウト政策<sup>1</sup>

海老原崇（武蔵大学）・高橋孝輔（武蔵大学）

1. はじめに
2. 先行研究
  - 2.1 同族企業の定義
  - 2.2 経営者による株式所有と配当政策
  - 2.3 同族企業の配当政策
3. 研究デザイン
  - 3.1 仮説
  - 3.2 分析モデル
  - 3.3 データ
4. 分析結果
5. 要約と今後の展望

## 1. はじめに

本研究の目的は、同族企業のペイアウト政策、特に配当政策が、非同族企業とどのように異なるかを調査することにある。同族企業は、各国の上場企業において比較的多くの割合を占め、各国経済において重要な役割を担っている。しかし、同族企業を対象とした研究は海外において多くの研究蓄積がある一方、わが国においてはデータベース構築の困難さなどから、研究が進んでいるとはいえない状況にある。本研究は、上場企業全社を対象とした10年を越える同族企業の識別結果を用いて、同族企業の配当政策について研究を行う。同族企業は、一般に（1）創業者一族による株式所有と（2）取締役における創業者一族の存在の2つの条件によって特徴付けられる。したがって、同族企業はこれまで盛んに研究されてきた経営者による株式所有（managerial ownership）の一形態であるといえることができる。ゆえに、同族企業の配当政策は、創業者一族以外の経営者によって株式が所有されている企業の配当政策と比較することによってその特徴を検証する必要がある。

本研究は、以下の構成をとる、はじめに、第2節において、同族企業の定義を明らかにし、経営者による株式所有と配当政策に関する先行研究ならびに同族企業の配当政策に関する先行研究を概観する。つづく第3節において本研究の仮説を設定し、分析デザインを

---

<sup>1</sup> 本研究はJSPS 科研費 JP 21243029 ならびに JP 25245052 の助成を受けている。なお、本稿中にありうべき誤謬は、全て筆者両名の責に帰すべきものである。

構築する。そして第 4 節において分析結果を考察し、最後の第 5 節で本研究の要約と今後の展望を述べる。

## 2. 先行研究

### 2.1 同族企業の定義

先行研究における同族企業の定義は様々だが、主として (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) の所有の 3 つの観点によりなされている。たとえば Anderson and Reeb (2003) は、(1) 創業者一族が株式を保有している、(2) 創業者一族が取締役を務めているという 2 つの条件の少なくとも一方を満たす企業を同族企業として定義し、サンプルのうち 35% が同族企業に該当することを確認している<sup>2</sup>。Villalonga and Amit (2006)、Ali *et al.* (2007)、Cheng *et al.* (2008) など多くの先行研究でも Anderson and Reeb (2003) と同様の定義を採用している。日本企業を対象とした研究では、Saito (2008) において、創業者一族が (1) 最大株主である、(3) 社長か会長を務めているという条件の少なくとも一方を満たす企業を同族企業として定義しているほか、沈 (2009) において、創業者を含めた創業者一族 (血族、姻族または養子) が (1) 株式を所有している、(3) 最高経営責任者として企業をコントロールしているという条件の少なくとも一方を満たす企業を同族企業と定義している。

このように、先行研究では先にあげた (1) から (3) の条件のうちの少なくとも 1 つを満たす企業を同族企業と定義している。ただし、Saito (2008)、入山・山野井 (2014) で示されているように、日本においては、(1) 創業者一族によって株式所有がなされている企業の大部分で (2) 創業者一族が取締役を務めている傾向がある。したがって、日本の同族会社の特徴は、創業者一族による所有と経営の一致によってもたらされていると考えられる。言い換えれば、日本においては、(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の 2 つの条件を同時に満たす企業と同族企業を定義することが適当であると考えられる<sup>3</sup>。

---

<sup>2</sup> 日本における同族企業を調査した海老原他 (2013) は、創業者一族が (1) 代表権を保有している、(2) 10%以上の株式を保有しているという条件を満たす企業を同族企業と定義し、2006 年度から 2008 年度の全上場企業 9,859 企業-年のうち 31.30% が同族企業であるという結果を得ている、

<sup>3</sup> 本研究のサンプル (33,350 企業 - 年) において、同族取締役が存在する企業は 16,296 企業 - 年 (48.9%) であり、このうち同族取締役が全く株式を保有していないオブザベーションは 1,965 企業-年であった。したがって、(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の 2 つの条件を同時に満たすオブザベーションは 14,331 企業 - 年 (43.0%) である。

## 2.2 経営者による株式所有と配当政策

前項で述べたように、同族企業は(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によって特徴付けられる。したがって同族企業は、経営者による株式所有の一形態であるとみなすことができる。同族企業の配当政策を考える前に、本項では経営者による株式所有と配当政策に関する先行研究を概観する。

経営者による株式所有と配当政策の関係については、これまで多くの研究蓄積がある。これらの先行研究では、配当政策に関する(1) 結果仮説 (outcome hypothesis) と(2) 代替仮説 (substitute hypothesis) という 2 つの競合する仮説を前提として検証が行われている。

(1) 結果仮説は、効率的なコーポレート・ガバナンスの結果として配当を位置づけ、ガバナンスが効率的な企業ほど多くの配当を行うとするものである。Jensen (1986) が示すように、配当によってフリーキャッシュフローを減少させることで、経営者による浪費を防ぎ、エージェンシー・コストは減少する。結果として、コーポレート・ガバナンスの効率性と配当の大きさとの間には正の関係が成り立つことになる<sup>4</sup>。(2) 代替仮説では、配当を代替的なガバナンス・メカニズムと捉えている。Easterbrook (1984) が示しているように、企業は多くの配当を支払うことで、増資などによって資本市場で資金を集める機会が増加する。この結果、投資銀行等が経営者をモニタリングすることによって、エージェンシー・コストは減少する。ゆえに、他の手段で効率的なコーポレート・ガバナンスを達成している企業は、配当によってエージェンシー・コストを減少させる必要がないため、より少ない配当を行うとするものである。

一般に、経営者が株式を保有していない状況、すなわち所有と経営が分離した状況では、経営者と株主との利害の対立によりエージェンシー・コストが発生する。Jensen and Meckling (1976) が示すように、経営者による株式所有は、経営者と株主との利害を一致させ (アライメント効果)、エージェンシー・コストは低下する。一方、経営者が多くの株式を所有するようになると、経営者と少数株主との利害の衝突が起こり (エントレンチメント効果)、エージェンシー・コストは増加する (Morck *et al.* 1988)。したがって、経営者がある程度の株式を所有している状況が、効率的なコーポレート・ガバナンスが実現している状況といえる。経営者による株式所有とコーポレート・ガバナンスの効率性の関係を先に記した 2 つの仮説に照らすと、(1) 結果仮説の下では経営者による株式所有と配当が逆 U 字の関係で記述される一方、(2) 代替仮説の下では経営者による株式所有と配当が U 字の関係で記述されることになる。

経営者による株式所有と配当は、先行研究において(2) 代替仮説を支持するものが多く見受けられる。たとえば Schooley and Barney Jr. (1994) は、CEO の株式所有比率が増加す

---

<sup>4</sup> Adjaoud and Ben-Amir (2010) は、カナダの企業を対象として、Globe & Mail annual corporate governance を用いてコーポレート・ガバナンスの効率性を測り、配当性向との関係を調査している。分析の結果、コーポレート・ガバナンスが強化されている企業ほど高い配当性向を示すとの証拠を得ている。

るほど配当性向は減少し、CEO の株式所有比率が 14.9%を超えると、所有比率が増加するほど配当性向が減少するとの結果を得ている。また Farinha (2003) は、経営者とその家族等による株式所有比率が増加するほど配当性向は減少し、1996 年度を分析対象とした場合は 25%、1991 年度を分析対象とした場合は 32%を超えると、所有比率が増加するほど配当性向が増加するとの結果を得ている。一方 Aoki (2014) は、日本において (1) 結果仮説と (2) 代替仮説のどちらが支持されるかについて、筆頭株主が社長ないし取締役の企業 (MO firms) と他の会社である企業 (CO firms) とに分けて研究を行っている。分析の結果、MO firms では (1) 結果仮説が支持され、CO firms では (2) 代替仮説が支持されるという興味深い結果を得ている。

### 2.3 同族企業の配当政策

同族企業の配当政策に焦点を当てた研究は、経営者による株式所有と配当政策に関する研究の同様の方法で行われた研究が散見される。Chen *et al.* (2005) は、香港における上場企業を対象として、創業者一族による株式所有比率と配当との関係を検証している。創業者一族による株式所有比率を (1) 10%未満、(2) 10%以上 35%未満、(3) 35%以上に区分して 3 つの変数を作成し、ピースワイズ回帰を行った結果、小規模の企業においてのみ、所有比率と配当利回りが (1) の区間で負、(2) の区間で正の関係を示すことが確認されている<sup>5</sup>。一方 Huang *et al.* (2012) は、台湾企業を対象として、創業者一族の収益受取権 (cash flow right) の所有比率と配当との関係を検証している。Chen *et al.* (2005) と同様に収益受取権の所有比率が (1) 10%未満、(2) 10%以上 20%未満、(3) 20%以上に区分して 3 つの変数を作成し、ピースワイズ回帰を行った結果、所有比率と配当支払は (1) の区間で正、(2) の区間で負、(3) の区間で正の関係を示すことを確認している。このように、同族企業を対象とした研究では、配当政策との関係について (1) 結果仮説を支持する結果と (2) 代替仮説を支持する結果が混在している。

この他、Isakov and Weisskopf (2015) は、スイスの上場企業を対象として、同族企業と創業者一族以外の株式所有構造を持つ企業の配当性向を比較した。分析の結果、配当性向は創業者一族の株式所有比率と有意に正の関係を持つことが明らかとなった。この結果について、Isakov and Weisskopf (2015) は、同族企業が創業者一族の所得を増やすとともに、幾分かは自社のレピュテーションを向上させるためにより多くの配当を行っている結論付けている。ただし、この研究では、創業者一族の株式所有比率と配当性向との間に U 字ないし逆 U 字の関係性は見出していない。

---

<sup>5</sup> なお、(3) の区間については、有意な関係性が確認されていない。

### 3. 研究デザイン

#### 3.1 仮説

前節で述べたように、同族企業は、創業者一族による所有と経営の一致によって特徴付けられると同時に、同族企業は経営者による株式所有の一形態であるとみなすことができる。しかしながら、既存の同族企業の配当政策に関する研究は、創業者一族による株式所有と配当との関係に焦点を当てるのみで、創業者一族以外の経営者（以後非同族経営者とする）による株式所有と配当との関係と比較するものは少ない。また、創業者一族による株式所有を創業者一族の経営者（以後同族経営者とする）による所有比率と創業者一族の非経営者（以後同族非経営者とする）による所有比率とに区分して分析したものも少ない。

本研究は、同族企業の配当政策において、結果仮説が成立するか、代替仮説が成立するかという点ではなく、同族経営者による株式所有と非同族経営者による株式所有が配当政策に与える影響の差異を検証することを目的としている。本研究では、同族経営者と非同族経営者の経営におけるインセンティブの違いが、配当政策の差異を生じさせると考える。

同族企業を特徴づける、もしくは同族経営者の経営に対するインセンティブを説明する理論として、社会情緒的資産（Socioemotional Wealth: SEW）理論（以下 SEW 理論とする）がある（Gomez-Mejia *et al.* 2011）。SEW 理論は、創業者一族が財務的なパフォーマンスでなく、事業を通じて得られる非財務的な価値、すなわち「社会情緒的資産」を優先的に追求するとする考え方である。社会情緒的資産は、(1) 企業への強い感情的な結びつき、(2) 事業による一族の永続、(3) 創業家内での利他主義の 3 つに大別される<sup>6</sup>。この理論にしたがえば、同族経営者は (1) 企業への強い感情的な結びつきによって自社を保有・経営し続けること、(2) 事業による一族の永続を願って事業を子孫に継承することに強いインセンティブを持つ。

このようなインセンティブは、配当政策に大きな影響を与えられとされる。配当は現金の流出をもたらす、自己資本比率、流動・当座比率などの悪化を通じて企業の安全性を低下させる。安全性の低下は、(1) 自社を保有・経営し続けることや (2) 事業継承にネガティブな影響を与えられとされる。また、持続的な高配当は株価を高めると期待されるが、事業継承時の株式の相続の際に税として多額のキャッシュアウトフローを生じさせる。したがって、たとえ収益性が高かったとしても、同族企業、言い換えれば同族経営者が株式を所有している企業は、非同族経営者が株式を所有している企業よりも、配当を抑制すると期待される。以上より、本研究では以下の仮説を設定する。

仮説： 同族経営者と非同族経営者の株式所有比率が等しい場合、同族経営者が株式を保

---

<sup>6</sup> 入山・山野井 (2014) が Gomez-Mejia *et al.* (2011) で示された 3 つの社会情緒的資産をまとめており、本研究ではこの記述にしたがっている。

有している企業は、非同族経営者が株式を所有している企業よりも配当が抑制される。

### 3.2 分析モデル

仮説を検証する分析モデルを構築する前に、企業の配当水準の代理変数について考えた。多くの先行研究では、配当水準を表す変数として配当性向を用いている。しかしながら、配当性向は(1)企業の収益性の影響を強く受ける変数であり、その結果として(2)分散が非常に大きいことが知られている。(1)は、配当が安定的であることが大きく関係していると考えられる。日本企業による配当の特徴を調査した石川(2007, 20)において、企業は増配後の配当水準維持および減配による市場からのペナルティーに対する懸念から、配当額を頻繁に変更しないことが示されている。つまり、配当は「拘束性」(binding power)が備わっており、とりわけ減配回避のインセンティブが強いため、「下方硬直的」(sticky on the downside)である。このように、配当が比較的安定的であるならば、分母の税引後当期純利益が大きくなるほど、言い換えれば収益性が高くなるほど、配当性向は小さくなる。すなわち、収益性と配当性向の間には、強い負の関係がある。先行研究では、収益性の変数を説明変数として加えることによってコントロールを試みているが、十分にコントロールできているかは疑問の余地が残る。

また、(2)の影響を緩和するために、先行研究では配当性向の5年間平均を用いる(Farinha 2003 など)、配当性向が負の場合と100%を超える場合は一律100%とする(Isakov and Weisskopf 2015 など)、配当を税引後当期純利益ではなく総資産額や時価総額でデフレートする(Aoki 2014 など)といった対策を採っている。配当水準を表す変数としては配当性向が最も適当であると考えられるが、先行研究で採用している方策は、分析結果を歪める結果になりかねないと考えられる。

以上のような配当性向の特徴を克服するために、本研究では配当性向を被説明変数としては利用せず、配当と利益の関係から間接的に配当性向を導出する、従来の研究とは異なるアプローチを用いて仮説の検証を行う。先に議論したように、企業の配当性向( $\pi = Div_{it} / Netinc_{it}$ )は、収益性、すなわち税引後当期純利益( $Netinc_{it}$ )と負の関係にある。ここで、 $Div_{it}$ は*i*社の*t*期における配当額を表している。本研究では、 $\pi$ を $Netinc_{it}$ の(1)式のような1次式で表すことで、両者の負の関係が表現できると仮定する<sup>7</sup>。ここで、 $Netinc_{it} > 0$ の領域において $\alpha_2 < 0$ である。また、 $Div_{it}$ は非負であり、 $Netinc_{it} > 0$ ならば $\pi$ も非負となるので、

---

<sup>7</sup> 配当額( $Div_{it}$ )が収益性に関わらず常に一定(旧額面配当率が一定など)であれば、 $\pi = \alpha_2 / Netinc_{it}$ と表現できる。このとき、 $Div_{it} = \alpha_2$ であり、 $\alpha_2$ は収益性に関わらず一定となる配当額を表す。しかし、配当は「拘束性」と「下方硬直的」を持つものの、収益性の向上に対して記念配等による一時的な増配が期待できるため、収益性に対して一定とはならないと考えられる。ゆえに本研究では、 $\pi$ を $Netinc_{it}$ の1次式で表すことにした。

$Netinc_{it} > 0$  の領域において  $\alpha_1 > 0$  である。 $Netinc_{it} < 0$  の領域における  $\alpha_1$  および  $\alpha_2$  の符号については定かではない。

$$\pi = \frac{Div_{it}}{Netinc_{it}} = \alpha_1 + \alpha_2 Netinc_{it} \quad (1)$$

つぎに、(1) 式の両辺に  $Netinc_{it}$  をかけることで、企業の配当 ( $Div_{it}$ ) と税引後当期純利益 ( $Netinc_{it}$ ) の関係は、 $Netinc_{it}$  の 2 次式で表現することができる。

$$Div_{it} = \alpha_1 Netinc_{it} + \alpha_2 Netinc_{it}^2 \quad (2)$$

本研究では、上記 (2) 式を配当と当期純利益 (収益性) の関係を表す基本モデルと考える。

(2) 式の推定に際し、分散不均一性の緩和のために、 $Div_{it}$  と  $Netinc_{it}$  を期末の自己資本簿価 ( $BV_{it}$ ) でデフレートする。左辺の  $Div_{it} / BV_{it}$  は自己資本配当率 ( $DOE_{it}$ ) であり、右辺の  $Netinc_{it} / BV_{it}$  は期末の自己資本のみで計測した自己資本純利益率 ( $ROE_{it}$ ) であるため、(2) 式は (3) 式のように書き換えることができる。なお、(3) 式には誤差項 ( $\varepsilon_{it}$ ) を加えている。

$$DOE_{it} = \alpha_1 ROE_{it} + \alpha_2 ROE_{it}^2 + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

このとき、企業の配当性向 ( $\pi$ ) は、(3) 式の両辺を  $ROE_{it}$  で割ることによって (4) 式のよう求められる。なお、(4) 式では、誤差項をゼロとしている。

$$\frac{DOE_{it}}{ROE_{it}} = \frac{Div_{it}}{BV_{it}} \times \frac{BV_{it}}{Netinc_{it}} = \pi = \alpha_1 + \alpha_2 ROE_{it} \quad (4)$$

債務超過企業を除けば  $DOE_{it}$  は非負であり、(1) 式と同様に、 $ROE_{it} > 0$  の領域では  $\alpha_1 > 0$  かつ  $\alpha_2 < 0$  となる。同様に、 $ROE_{it} < 0$  の領域における  $\alpha_1$  および  $\alpha_2$  の符号については定かではない。

(3) 式は、 $ROE_{it} > 0$  の領域における  $DOE_{it}$  と  $ROE_{it}$  の関係を記述しているが、企業の中には  $ROE_{it} < 0$  の状況、すなわち赤字でも配当を行う企業が存在する。本研究では、サンプリング・バイアスを回避するために、赤字企業も含めたサンプル<sup>8</sup>で分析を行いたい。赤字の影

---

<sup>8</sup> 本研究における全サンプル 33,350 企業 - 年のうち、赤字のオブザベーションは 6,106 企業 - 年であった。なお、黒字のオブザベーションのみで赤字ダミー変数との交差項を含まずに (6) 式を推定した場合も、分析結果に概ね変化はなかった。

響は、 $ROE_{it} < 0$  の場合に 1 をとる赤字ダミー変数 ( $Loss_{it}$ ) と  $ROE_{it}$  の 1 次の項、2 次の項との交差項を (3) 式に含めることでコントロールする。

$$DOE_{it} = \alpha_1 ROE_{it} + \alpha_{12} ROE_{it} \times Loss_{it} + \alpha_2 ROE_{it}^2 + \alpha_{22} ROE_{it}^2 \times Loss_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

同族経営者の株式所有比率 ( $FamExOwn_{it}$ ) と非同族経営者の株式所有比率 ( $NonFamExOwn_{it}$ ) が配当性向に与える影響の差異を計測するために、両変数と (5) 式の誤差項を除く右辺の各項との交差項を導入する。また、コントロール変数として、外国人の株式所有比率 ( $Foreign_{it}$ )、金融機関の株式所有比率 ( $Institute_{it}$ )、財務レバレッジ ( $Leverage_{it}$ )、利益剰余金 ( $Retained_{it}$ )、フリー・キャッシュフロー ( $FCF_{it}$ ) との交差項もあわせて導入する。以上より、(5) 式は以下の (6) 式のように書き換えることができる。

$$\begin{aligned} DOE_{it} = & \alpha_1 ROE_{it} + \alpha_{12} ROE_{it} \times Loss_{it} + \alpha_2 ROE_{it}^2 + \alpha_{22} ROE_{it}^2 \times Loss_{it} \\ & + \alpha_3 ROE_{it} \times FamExOwn_{it} + \alpha_{32} ROE_{it} \times FamExOwn_{it} \times Loss_{it} \\ & + \alpha_4 ROE_{it}^2 \times FamExOwn_{it} + \alpha_{42} ROE_{it}^2 \times FamExOwn_{it} \times Loss_{it} \\ & + \alpha_5 ROE_{it} \times NonFamExOwn_{it} + \alpha_{52} ROE_{it} \times NonFamExOwn_{it} \times Loss_{it} \\ & + \alpha_6 ROE_{it}^2 \times NonFamExOwn_{it} + \alpha_{62} ROE_{it}^2 \times NonFamExOwn_{it} \times Loss_{it} \\ & + \alpha_7 ROE_{it} \times Foreign_{it} + \alpha_{72} ROE_{it} \times Foreign_{it} \times Loss_{it} \\ & + \alpha_8 ROE_{it}^2 \times Foreign_{it} + \alpha_{82} ROE_{it}^2 \times Foreign_{it} \times Loss_{it} \\ & + \alpha_9 ROE_{it} \times Institute_{it} + \alpha_{92} ROE_{it} \times Institute_{it} \times Loss_{it} \\ & + \alpha_{10} ROE_{it}^2 \times Institute_{it} + \alpha_{102} ROE_{it}^2 \times Institute_{it} \times Loss_{it} \\ & + \alpha_{11} ROE_{it} \times Leverage_{it} + \alpha_{112} ROE_{it} \times Leverage_{it} \times Loss_{it} \\ & + \alpha_{12} ROE_{it}^2 \times Leverage_{it} + \alpha_{122} ROE_{it}^2 \times Leverage_{it} \times Loss_{it} \\ & + \alpha_{13} ROE_{it} \times Retained_{it} + \alpha_{132} ROE_{it} \times Retained_{it} \times Loss_{it} \\ & + \alpha_{14} ROE_{it}^2 \times Retained_{it} + \alpha_{142} ROE_{it}^2 \times Retained_{it} \times Loss_{it} \\ & + \alpha_{15} ROE_{it} \times FCF_{it} + \alpha_{152} ROE_{it} \times FCF_{it} \times Loss_{it} \\ & + \alpha_{16} ROE_{it}^2 \times FCF_{it} + \alpha_{162} ROE_{it}^2 \times FCF_{it} \times Loss_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (6)$$

債務超過企業を除くと  $DOE_{it}$  は非負であり、標準的な打ち切り (censored) データである。したがって、本研究では (6) 式を tobit モデルを用いて推定する。

(4) 式のように、(6) 式の両辺を  $ROE_{it}$  で割ると、配当性向が得られる。各項の係数は、その他の条件を一定であると仮定した場合に、配当政策に影響を与える諸要因が 1 単位増加した場合の配当性向の変分であり、配当性向に与えるマージナルな影響を表している。同族経営者の株式所有比率と非同族経営者の株式所有比率が配当性向に与えるマージナルな影響 ( $\Delta\pi_{Fam}$ 、 $\Delta\pi_{NonFam}$ ) は、以下の (7) 式ならびに (8) 式で表すことができる。なお、本研究では、 $ROE_{it} < 0$ 、すなわち赤字についてはあくまでも分析上のコントロールを行うに



とどめ、分析結果の解釈ならびに仮説の検証は  $ROE_{it} > 0$ 、すなわち黒字の場合について行う。ゆえに、赤字ダミー変数との交差項は、(7) 式ならびに (8) 式から除いている。

$$\Delta\pi_{Fam} = \alpha_3 \times FamExOwn_{it} + \alpha_4 \times ROE_{it} \times FamExOwn_{it} \quad (7)$$

$$\Delta\pi_{NonFam} = \alpha_5 \times NonFamExOwn_{it} + \alpha_6 \times ROE_{it} \times NonFamExOwn_{it} \quad (8)$$

本研究の仮説は、以下の (9) 式で示した (7) 式と (8) 式の差異が、 $ROE_{it} > 0$  の領域で負であれば支持される。なお、本研究の仮説は同族経営者の株式所有比率 ( $FamExOwn_{it}$ ) と非同族経営者の株式所有比率 ( $NonFamExOwn_{it}$ ) が等しい状況における配当性向への影響に関するものであるため、(9) 式において両変数は相殺消去している。

$$\Delta\pi_{Fam} - \Delta\pi_{NonFam} = \alpha_3 - \alpha_5 + (\alpha_4 - \alpha_6) \times ROE_{it} \quad (9)$$

### 3.3 データ

本研究では、2003年1月決算期から2012年7月決算期までの全上場企業について、(1) 東洋経済新報社「大株主データベース」および「役員データベース」に収録されており、(2) 日本基準で財務報告を行っている企業を研究対象とした。はじめに、全役員および30大株主における創業者一族の識別を行うために、各企業の創業者を特定した。創業者は、東洋経済新報社の『日本会社史総覧』を用いて、分析対象企業の企業史の調査を行うことで特定した。当総覧に掲載されていない企業や当総覧で創業者が確認できない企業については、各企業の有価証券報告書に掲載されている沿革、企業のWebページ、新聞雑誌記事等複数のデータソースを用いて企業史の調査を行って特定している。

次に、各企業の創業者の姓を手がかりに、大株主および役員における創業者一族の識別を行った。創業者一族には姓が異なる姻族も含まれ、また個人以外の大株主の中にも創業者一族によってコントロールされているものも含まれるので、有価証券報告書ならびに大量保有報告書の内容から識別した。創業者一族の識別の詳細な手順については、海老原他(2013)を参照されたい。

対象企業の創業者一族の識別後、(1) 銀行・保険・証券業に属する企業、(2) 被説明変数および説明変数が計算できない企業-年、(3) 債務超過の企業-年、(4) 非同族役員持株比率が計算できない企業-年、(5)  $DOE_{it}$ 、 $ROE_{it}$ 、 $Leverage_{it}$ 、 $Retained_{it}$ 、 $FCF_{it}$  の上下 0.5% を外れ値として除去し、最終的に 33,350 企業-年をサンプルとして抽出した。なお、財務情報は連結財務諸表データを使用している。サンプル選択のプロセスは、以下の表 2 を参照されたい。

表 3 では、本研究で用いた変数の記述統計量を示している。 $DOE_{it}$  の平均は 0.016 であり、平均的に自己資本の 1.6% 程度の配当を行っていることがわかる。 $ROE_{it}$  の平均は 0.012、メディアンは 0.047 であり、両者は大きく乖離している。本研究のサンプルには赤字のオブザ

バージョンも含まれているため、債務超過に陥る寸前で赤字を計上している企業の ROE がこの乖離に関係していると考えられる。 $FamExOwn_{it}$ 、 $NonFamExOwn_{it}$  の平均値はそれぞれ 0.076、0.024、中央値はそれぞれ 0.000、0.007 である。また、 $Foreign_{it}$  と  $Institute_{it}$  の平均値はそれぞれ 0.078、0.039、中央値はそれぞれ 0.032、0.021 であり、 $FamExOwn_{it}$  と同程度の水準であることが分かる。したがって、分析においてはこれらの株式所有比率に関する影響をコントロールすべきであるといえる。

表 4 では、変数間の相関表を示している。 $DOE_{it}$  と  $ROE_{it}$  間における Pearson の積率相関係数は 0.308 であり、有意な正の相関があることが分かる。また、 $DOE_{it}$  ならびに  $ROE_{it}$  と全ての持株比率に関する変数との間にも、有意な正の相関があることが確認できる。単変量解析の結果に限れば、経営者（同族・非同族）、外国人、金融機関の持株比率が高いほど、収益性が高く配当も積極的に行っていると解釈できる。

#### 4. 分析結果

(6) 式の推定結果を表 5 で示している。説明変数とコントロール変数の有無に応じて、モデル 1 からモデル 6 に分けて表示している。予想通り、全てのモデルにおいて  $ROE_{it}$  の係数  $\alpha_1$  は正、 $ROE_{it}$  の 2 乗の項の係数  $\alpha_2$  は負の値を示し、1%水準で有意である。すなわち、企業の収益性と配当性向は、平均的に有意な負の関係にあるということが出来る。また、モデル 1 の推定パラメータを用いて解釈すれば、 $ROE_{it}$  が高くなるにつれて  $DOE_{it}$  は上昇し、 $ROE_{it}$  が 20.6%付近では最大値の 3.08%を取った後、 $ROE_{it}$  がさらに高くなるにつれて  $DOE_{it}$  が低下することが分かる。

次に、 $ROE_{it}$  と  $FamExOwn_{it}$  との交差項の係数  $\alpha_3$  は全てのモデルで負、 $ROE_{it}$  の 2 乗と  $FamExOwn_{it}$  との交差項の係数  $\alpha_4$  は全てのモデルで正の値を示し、全て 1%水準で有意である。 $ROE_{it}$  と  $NonFamExOwn_{it}$  との交差項の係数  $\alpha_5$  は全てのモデルで負、 $ROE_{it}$  の 2 乗と  $NonFamExOwn_{it}$  との交差項の係数  $\alpha_6$  は全てのモデルで正の値を示しているが、 $\alpha_5$  はモデル 6 において 5%水準で有意な値を示すのみである。 $\alpha_6$  は、モデル 5 において 5%水準で有意、他のモデルでは 1%水準で有意である。したがって、仮説の検証は、 $\alpha_6$  が有意であったモデル 6 のパラメータを用いて行うこととする。

(7) 式ならびに (8) 式に推定したパラメータを代入したものを以下で示している。 $FamExOwn_{it}$  による配当性向へのマージナルな効果  $\Delta\pi_{Fam}$ 、 $NonFamExOwn_{it}$  による配当性向へのマージナルな効果  $\Delta\pi_{NonFam}$  はともに、 $ROE_{it}$  が低い状況では負の値をとり、 $ROE_{it}$  が一定水準以上の値になってから正の値に転じることが分かる。その境界は、(7) 式では約 25.5%、(8) 式では約 16.5%である<sup>9</sup>。つまり、経営者によって株式所有がなされている場合、一般

---

<sup>9</sup> 本研究のサンプルで  $ROE_{it}$  が 25.5%以上、16.5%のオブザベーションは、それぞれ 560 企業-年 (1.68%)、2,387 企業-年 (7.16%) である。

的な  $ROE_{it}$  の水準では配当性向を抑制する働きがあることが分かる。また、(7) 式ならびに (8) 式の右辺の各項にそれぞれ  $FamExOwn_{it}$  と  $NonFamExOwn_{it}$  が掛け合わせられていることから分かるように、経営者による株式所有によってもたらされる配当性向へのマージナルな効果は、株式所有割合が大きいほど強くなることが分かる。

$$\Delta\pi_{Fam} = -0.087 \times FamExOwn_{it} + 0.341 \times ROE_{it} \times FamExOwn_{it} \quad (7)$$

$$\Delta\pi_{NonFam} = -0.063 \times NonFamExOwn_{it} + 0.382 \times ROE_{it} \times NonFamExOwn_{it} \quad (8)$$

つぎに、仮説の検証のために (9) 式に推定したパラメータを代入したものを以下で示している。

$$\begin{aligned} \Delta\pi_{Fam} - \Delta\pi_{NonFam} &= -0.087 + 0.063 + (0.341 - 0.382) \times ROE_{it} \\ &= -0.024 - 0.041 \times ROE_{it} \end{aligned} \quad (9)$$

上記式より、 $ROE_{it}$  が正の領域では、 $\Delta\pi_{Fam} - \Delta\pi_{NonFam}$  は常に負の値をとることが分かる。すなわち、同族経営者と非同族経営者の株式所有比率が等しい場合、同族経営者による株式所有は、非同族経営者による株式所有よりも配当が抑制されることから、本研究の仮説は支持された。

## 5. 要約と今後の展望

本研究では、同族企業のペイアウト政策、特に配当政策が、非同族企業とどのように異なるかを調査した。同族企業は、経営者による株式所有の一形態であるため、非同族経営者によって株式が所有されている場合と比較することで、配当政策への影響を検証した。本研究では、SEW 理論に基づき、同族経営者が財務的なパフォーマンスよりも社会情緒的資産を優先的に追及すると仮定して、非同族経営者が株式を所有する企業よりも配当を抑制するとする仮説を設定した。そして、配当と収益性の関係から配当性向を間接的に表現する、既存研究とは異なるモデルを用いて仮説の検証を行った。分析の結果、本研究の仮説「同族経営者と非同族経営者の株式所有比率が等しい場合、同族経営者が株式を保有している企業は、非同族経営者が株式を所有している企業よりも配当が抑制される」は支持された。株式を所有する同族経営者は、社会情緒的資産の追及のため、非同族経営者が株式を所有する場合に比べて配当を抑制することが明らかとなった。この他、経営者が株式を所有する場合、一般的な ROE の水準では配当性向を抑制する効果があること、また経営者による株式所有によってもたらされる配当性向へのマージナルな効果は、株式所有割合が大きいほど強くなることも確認された。

本研究には残された課題がある。第 1 に、(1) 式で示した配当性向と収益性との関係に

関する関数形の問題が挙げられる。本研究では、配当性向と収益性を一次の線形関係で表現した。しかしながら、配当額は収益性に対して安定的なことから、配当性向と収益性の関係はより原点に対して凸な形状にあると考えられる。したがって、(1)式の関数形をより現実に近い形で表現して分析を行う必要があるといえる。第2に、結合仮説と代替仮説の検証に関する点が挙げられる。本研究は、同族役員による株式所有と非同族役員による株式所有が配当政策に与える影響の差異の検証を目的として分析モデルを構築した。しかしながら、日本の同族企業の配当政策において、平均的に結合仮説が成立するか、代替仮説が成立するかという基本的な検証は怠っていた。今後は、先行研究におけるモデルを利用して、両仮説の検証を行うことも必要である。最後に、分析における同族経営者の属性のコントロールが挙げられる。本研究では、同族経営者の株式所有比率のみを配当政策に影響を与える要因として扱った。しかし、同族企業のパフォーマンスの研究でも扱われているように、同族経営者が創業社長である場合と創業者の子孫である場合といった世代、取締役会における同族経営者の割合、同族取締役の代表権の有無などの属性も、配当政策に影響を与えると考えられる。今後は、これらの属性要素もコントロールして分析を行うことも有益であろう。

#### 参考文献

- Adjaoud, F., and W. Ben-Amir. 2010. Corporate governance and dividend policy: Shareholders protection or expropriation?. *Journal of Business, Finance & Accounting* 37: 648–667.
- Ali, A, T. Chen, and S. Radhakrishnan. 2007. Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics* 44: 238–286.
- Aoki, Y. 2014. How Does the Largest Shareholder Affect Dividends?. *International Review of Finance* 14(4): 613–645.
- 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: 1301–1328.
- Chen, S, X. Chen, and Q. Chen. 2008. Do Family Firms Provide More or Less Voluntary Disclosure?. *Journal of Accounting Research* 46(3): 499-536.
- Chen, Z., Y. L. Cheung, A. Stouraitis and A. W. Wong. 2005. Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal* 13(4): 431-449.
- Easterbrook, F. H. 1984. Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review* 74(4): 650-659.
- Farinha, J. 2003. Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: an empirical analysis. *Journal of Business Finance & Accounting* 30(9-10): 1173-1209.
- Gomez-Mejia, L. R., C. Cruz, P. Berrone, and J. De Castro. 2011. The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. *The academy of management annals* 5(1): 653-707.

- Huang, Y, A. Chen, and L. Kao. 2012. Corporate governance in Taiwan: The nonmonotonic relationship between family ownership and dividend policy. *Asia Pacific Journal of Management* 29(1): 39-58.
- Isakov, D., and J. P. Weisskopf. 2015. Pay-out policies in founding family firms. *Journal of Corporate Finance* 33: 330-344.
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76: 323-329.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1976 Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics* 20: 293-315.
- Saito, T. 2008. Family firms and firm performance: evidence from Japan. *Journal of the Japanese and International Economics* 22: 320-646.
- Schooley, D. K., and L. D. Barney Jr. 1994. Using dividend policy and managerial ownership to reduce agency costs. *Journal of Financial Research* 17(3): 363-373.
- Villalonga, B., and R. Amit. 2006. How do family ownership, control, and management affect firm value. *Journal of Financial Economics* 80: 385-417.
- 石川博行. 2007. 『配当政策の実証分析』 中央経済社.
- 入山章栄・山野井順一. 2014. 「世界の同族企業研究の潮流」『組織科学』 48(1): 25-37.
- 海老原崇・久保田敬一・竹原均・横田絵里. 2013. 「同族企業研究における同族企業データベースの構築」『武蔵論集』 61(1-2): 49-57.
- 沈政郁. 2009. 「血縁主義の弊害—日本の同族企業のデータを用いた実証研究」 CEI Working Paper Series No. 2009-4. 一橋大学.
- 東洋経済新報社. 1995. 『日本会社史総覧』 東洋経済新報社.

表 1. 変数表

	定義
$DOE_{it}$	$i$ 社の $t$ 期における自己資本配当率： $DOE_{it} = Div_{it} / BV_{it}$ ただし、 $Div_{it}$ ：利益・資本剰余金からの配当総額 $BV_{it}$ ：期末自己資本額（純資産 - 新株予約権）
$ROE_{it}$	$i$ 社の $t$ 期における期末自己資本で測った自己資本純利益率： $ROE_{it} = Netinc_{it} / BV_{it}$ ただし、 $Netinc_{it}$ ：親会社株主に帰属する当期純利益（税引後）
$FamExOwn_{it}$	$i$ 社の $t$ 期における同族経営者（取締役）の株式所有比率
$NonFamExOwn_{it}$	$i$ 社の $t$ 期における非同族経営者（取締役）の株式所有比率
$Foreign_{it}$	$i$ 社の $t$ 期における外国人株主の株式所有比率
$Institute_{it}$	$i$ 社の $t$ 期における金融機関の株式所有比率
$Leverage_{it}$	$i$ 社の $t$ 期における利益剰余金：利益剰余金 / $BV_{it}$
$Retained_{it}$	$i$ 社の $t$ 期における財務レバレッジ：総負債 / 総資産
$FCF_{it}$	$i$ 社の $t$ 期におけるフリーキャッシュフロー： (営業キャッシュフロー + 投資キャッシュフロー) / $BV_{it}$

表 2. サンプル選択

東洋経済新報社「大株主データベース」および「役員データベース」収録企業一年	36,107
-) 銀行・保険・証券業に属する企業一年	(1,234)
-) 被説明変数・説明変数が計算できない企業一年	(268)
-) 債務超過の企業一年	(128)
-) 非同族役員持株比率が計算できない企業一年 <sup>1</sup>	(5)
-) $DOE_{it}$ 、 $ROE_{it}$ 、 $Leverage_{it}$ 、 $Cum_{it}$ 、 $FCF_{it}$ の上下 0.5% を外れ値として除去	(1,122)
分析サンプル	33,350

注 1 大株主データベースに役員持株比率の記載がない企業一年、種類株等の影響により同族役員持株比率が役員持株比率を上回り、非同族役員持株比率が負になってしまう企業一年を除いている。

表 3. 記述統計量 (N=33,350)

	Mean	SD	Q1	Median	Q3
$DOE_{it}$	0.016	0.014	0.008	0.014	0.022
$ROE_{it}$	0.019	0.217	0.014	0.048	0.091
$FamExOwn_{it}$	0.076	0.132	0.000	0.000	0.105
$NonFamExOwn_{it}$	0.024	0.054	0.003	0.007	0.022
$Foreign_{it}$	0.078	0.108	0.004	0.032	0.110
$Institute_{it}$	0.039	0.048	0.000	0.021	0.066
$Leverage_{it}$	0.515	0.209	0.352	0.524	0.678
$Retained_{it}$	0.398	0.632	0.280	0.523	0.701
$FCF_{it}$	0.029	0.273	-0.041	0.039	0.121

表 4. 変数の相関表 (N=33, 350)

		1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	<i>DOE<sub>it</sub></i>		0.308**	0.079**	0.065**	0.153**	0.198**	-0.068**	0.303**	0.032**
2	<i>ROE<sub>it</sub></i>	0.491**		0.039**	0.027**	0.072**	0.159**	-0.112**	0.530**	0.170**
3	<i>FamExOwn<sub>it</sub></i>	0.051**	0.062**		0.031**	-0.148**	-0.109**	-0.083**	0.033**	-0.082**
4	<i>NonFamExOwn<sub>it</sub></i>	0.042**	0.042**	0.253**		-0.124**	-0.117**	-0.006	-0.001	-0.068**
5	<i>Foreign<sub>it</sub></i>	0.186**	0.193**	-0.159**	-0.345**		0.479**	-0.139**	0.080**	-0.020**
6	<i>Institute<sub>it</sub></i>	0.267**	0.241**	-0.131**	-0.308**	0.678**		-0.097**	0.164**	-0.003
7	<i>Leverage<sub>it</sub></i>	-0.070**	0.006	-0.107**	-0.074**	-0.190**	-0.110**		-0.210**	0.035**
8	<i>Retained<sub>it</sub></i>	0.365**	0.260**	0.052**	0.060**	0.164**	0.191**	-0.316**		0.057**
9	<i>FCF<sub>it</sub></i>	0.080**	0.214**	-0.060**	-0.048**	-0.033**	0.005	0.079**	0.026**	

上三角行列：Pearson の積率相関係数、下三角行列：Spearman の順位相関係数

表 5. (6) 式の推定結果

変数	予測符号	モデル 1		モデル 2		モデル 3		モデル 4		モデル 5		モデル 6	
		係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
$ROE_{it}$	$\alpha_1$	+	0.300		0.259		0.309		0.304		0.268		0.285
			153.169**		34.547**		127.450**		90.844**		35.165**		35.071**
$ROE_{it} \times Loss_{it}$	$\alpha_{12}$	?	-0.289		-0.251		-0.295		-0.276		-0.254		-0.259
			-126.08**		-29.097**		-100.919**		-72.968**		-28.773**		-27.204**
$ROE_{it}^2$	$\alpha_2$	-	-0.732		-0.792		-0.793		-0.883		-0.810		-0.971
			-74.215**		-20.342**		-64.208**		-52.950**		-20.574**		-22.991**
$ROE_{it}^2 \times Loss_{it}$	$\alpha_{21}$	?	0.733		0.764		0.794		0.889		0.784		0.945
			74.000**		19.556**		63.852**		53.215**		19.824**		22.209**
$ROE_{it} \times FamExOwn_{it}$	$\alpha_3$	?				-0.064		-0.055		-0.077		-0.087	
						-4.892**		-4.158**		-6.141**		-6.852**	
$ROE_{it} \times FamExOwn_{it} \times Loss_{it}$	$\alpha_{31}$	?				0.039		0.013		0.047		0.041	
						2.522*		0.829		3.167**		2.712**	
$ROE_{it}^2 \times FamExOwn_{it}$	$\alpha_4$	?				0.364		0.403		0.236		0.341	
						6.335**		6.950**		4.237**		5.993**	
$ROE_{it}^2 \times FamExOwn_{it} \times Loss_{it}$	$\alpha_{41}$	?				-0.365		-0.410		-0.240		-0.350	
						-6.316**		-7.057**		-4.290**		-6.137**	
$ROE_{it} \times NonFamExOwn_{it}$	$\alpha_5$	?				-0.043		-0.028		-0.048		-0.063	
						-1.509		-0.987		-1.764		-2.271*	
$ROE_{it} \times NonFamExOwn_{it} \times Loss_{it}$	$\alpha_{51}$	?				-0.003		-0.041		-0.014		-0.020	
						-0.074		-1.079		-0.413		-0.605	
$ROE_{it}^2 \times NonFamExOwn_{it}$	$\alpha_6$	?				0.407		0.479		0.241		0.382	
						3.616**		4.230**		2.186*		3.437**	
$ROE_{it}^2 \times NonFamExOwn_{it} \times Loss_{it}$	$\alpha_{61}$	?				-0.441		-0.523		-0.254		-0.399	
						-3.826**		-4.507**		-2.296*		-3.584**	
$ROE_{it} \times Foreign_{it}$	$\alpha_7$	?						0.066				-0.015	
								3.620**				-0.868	
$ROE_{it} \times Foreign_{it} \times Loss_{it}$	$\alpha_{71}$	?						-0.081				-0.014	
								-3.977**				-0.661	
$ROE_{it}^2 \times Foreign_{it}$	$\alpha_8$	?						0.136				0.260	
								1.669				3.141**	
$ROE_{it}^2 \times Foreign_{it} \times Loss_{it}$	$\alpha_{81}$	?						-0.139				-0.265	
								-1.710				-3.192**	
$ROE_{it} \times Institute_{it}$	$\alpha_9$	?						-0.116				-0.218	
								-2.678**				-5.185**	
$ROE_{it} \times Institute_{it} \times Loss_{it}$	$\alpha_{91}$	?						-0.592				-0.221	
								-9.585**				-3.608**	
$ROE_{it}^2 \times Institute_{it}$	$\alpha_{10}$	?						1.819				1.727	
								8.263**				7.952**	
$ROE_{it}^2 \times Institute_{it} \times Loss_{it}$	$\alpha_{101}$	?						-2.263				-1.954	
								-10.074**				-8.804**	
$ROE_{it} \times Leverage_{it}$	$\alpha_{11}$	?				-0.103				-0.106		-0.117	
						-10.754**				-11.070**		-12.108**	
$ROE_{it} \times Leverage_{it} \times Loss_{it}$	$\alpha_{111}$	?				0.085				0.084		0.095	
						7.529**				7.433**		8.196**	
$ROE_{it}^2 \times Leverage_{it}$	$\alpha_{12}$	?				0.307				0.304		0.414	
						6.382**				6.297**		8.430**	
$ROE_{it}^2 \times Leverage_{it} \times Loss_{it}$	$\alpha_{121}$	?				-0.284				-0.283		-0.390	
						-5.870**				-5.833**		-7.870**	
$ROE_{it} \times Retained_{it}$	$\alpha_{13}$	?				0.170				0.170		0.175	
						23.490**				23.571**		24.310**	
$ROE_{it} \times Retained_{it} \times Loss_{it}$	$\alpha_{131}$	?				-0.229				-0.231		-0.234	
						-30.146**				-30.334**		-30.712**	
$ROE_{it}^2 \times Retained_{it}$	$\alpha_{14}$	?				-0.087				-0.095		-0.143	
						-2.441*				-2.639**		-4.024**	
$ROE_{it}^2 \times Retained_{it} \times Loss_{it}$	$\alpha_{141}$	?				0.070				0.077		0.126	
						1.946				2.134*		3.525**	
$ROE_{it} \times FCF_{it}$	$\alpha_{15}$	?				-0.028				-0.032		-0.035	
						-4.291**				-4.800**		-5.265**	
$ROE_{it} \times FCF_{it} \times Loss_{it}$	$\alpha_{151}$	?				0.032				0.033		0.034	
						4.666**				4.700**		4.904**	
$ROE_{it}^2 \times FCF_{it}$	$\alpha_{16}$	?				0.104				0.111		0.136	
						3.894**				4.119**		5.072**	
$ROE_{it}^2 \times FCF_{it} \times Loss_{it}$	$\alpha_{161}$	?				-0.108				-0.116		-0.142	
						-4.020**				-4.297**		-5.272**	
$\Sigma$			0.015		0.014		0.015		0.014		0.014		0.014
			231.307**		232.365**		231.281**		231.443**		232.384**		232.389**
Log likelihood			74.692		77.061		74.749		75.161		77.106		77.266
N			33,350		33,350		33,350		33,350		33,350		33,350

\*\* 1%水準で有意、\* 5%水準で有意