

## エントレンチメント企業のリスク・リターンの特性について

鄭 義 哲

### 1. はじめに

鄭 (2017) では、Shuto and Takada(2010)を参考に会計上の (条件付) 保守主義と経営者の持株比率<sup>1)</sup> の関係について実証分析を行っている。企業価値 (トービンのQで測定) と経営者の持株比率の関係からは、経営者のエントレンチメントを示唆するような証拠は発見できなかったという鄭 (2016) の結果を踏まえて、会計上の保守主義の観点から経営者のエントレンチメント存在の有無を考察している。分析の結果からは、経営者の持株比率と企業価値の関係からのそれとは異なり、一部推定モデル<sup>2)</sup> においては経営者のエントレンチメントの可能性が示唆された。(条件付) 保守主義<sup>3)</sup> (以下、保守主義は条件付保守主義を指す) の代理変数としてKhan and Watts(2009)のC\_Scoreを用いた場合、経営者の持株比率が35%から45%<sup>4)</sup> の間に存在する企業群 (以下、エントレンチメント・グループとす

- 1) 本稿における経営者の持株比率は NEEDS Financial Quest の項目コード J01008 である取締役と監査役の持株数を発行済株式数で割って計算している。
- 2) 3つの推定モデルを使用している。一つ目は、Shuto and Takada(2010)と同様に Basu(1997)モデルを拡張したモデルを、二つ目は、経営者の持株比率をいくつかの区間に分けて行う piecewise 回帰モデルを、三つ目は Khan and Watts(2009)によって提案された C\_Score を使った推定モデルである。
- 3) 会計上の保守主義には、条件付保守主義 (conditional conservatism) と無条件保守主義 (unconditional conservatism) の二つのタイプがある
- 4) 経営者のエントレンチメントの存在が想定される中間範囲については先行研究の結果などを参考にし、いくつかのパターン (① 5%・25%、② 10%・30%、③ 20%・40%、④ 35%・45%、⑤ 40%・50% の五つのパターン) で推定を行っている。④以外のケースにおいては、統計的有意性は見られない。

る)において、経営者の持株比率と保守主義は統計的に有意に正の関連性を見せていることが報告されている。保守主義がエージェンシー問題を緩和するメカニズムとして働いているのであれば<sup>5)</sup>、経営者のアントレンチメントによるエージェンシー問題が懸念されるケースにおいて、保守主義への(市場からの)要求は高まるというのがそのロジックである。

本稿では鄭(2017)の結果を踏まえて、保守主義の観点から経営者のアントレンチメントの可能性が示唆されたアントレンチメント・グループにフォーカスを当て当該企業の属性を財務的特性や株式パフォーマンス(リスクとリターン)からとらえて、経営者のアントレンチメントの有無について再考察する。当該範囲における企業の保守主義の度合いと経営者の持株比率との正の関係が経営者のアントレンチメントに起因しているのであれば、当該企業の財務や株式パフォーマンスはアントレンチメントが懸念されない企業と比べて有意な違いが確認されるはずである。もし、そのような実証的証拠が得られないとしたら経営者のアントレンチメントは存在しないと評価せざるをえない。

本稿の構成は次のとおりである。第2章では分析に用いるデータ及び本研究の注目対象となっている「アントレンチメント・グループ」とC\_Scoreとの関係など、鄭(2017)の結果を再確認し、第3章ではアントレンチメント・グループのパフォーマンスを財務業績や株式リターンとリスクの観点から考察し、アントレンチメント・グループの特性を明らかにする。最後に第4章では全体をまとめる。

## 2. 使用データ及びアントレンチメント・グループと保守主義との関係

### 2.1 使用データ

本研究は上記のように、鄭(2017)で報告されている結果(アントレンチメント・グループにおいて、経営者の持株比率とC\_Scoreは正の関連性を持つ)を受けて、当該企業の財務や株式パフォーマンスを通して経営者

---

5) エージェンシー問題を緩和するガバナンスのメカニズムとしての保守主義に注目した研究としては LaFond and Watts(2008)、Shuto and Takada(2010)がある。

のアントレンチメントの存在について追加検証を実施することを目的としている。そのため、分析は鄭(2017)と同じサンプル(延べ15983社)を対象とし、行った。分析対象の選定は次のようなプロセスで行われている。2002年3月から2014年3月までの分析期間において、東京・大阪・名古屋・札幌・福岡の各証券取引所の上場全社(上場廃止込みで、金融業及び電気・ガス業を除く一般事業会社)を最初の分析ユニバースとし、次の条件を満たす企業を最終的な分析対象とする。まず、①自己資本が正であること、②決算期の違いによる分析結果への影響を取り除くため、3月期決算企業(分析期間内に決算期の変更があった会社も除外)であること、③分析のため必要となるデータが取得できる企業に限定する(本稿で使用している財務データ(連結決算優先)および株価データ(権利落ち修正済み月次株価)はすべて日経NEEDS Financial Questからダウンロードして入手している)。

## 2.2 C\_Scoreと経営者の持株比率の相関関係

本研究は先行研究の結果に基づき、①保守主義は経営者のアントレンチメントに起因するエージェンシー問題を緩和し、またその保守主義は外部(マーケット)によるディマンドによって採択されていること<sup>6)</sup>、②C\_Scoreがその保守主義の度合いを適切にとらえているということを分析の前提としている<sup>7)</sup>。この前提に立つと、鄭(2017)で報告されている、経営者の持株比率が35%から45%までの区間における「C\_Scoreと持株比率の正の関係」は、経営者の自社株式保有の高まりによって想定されるアントレンチメントの可能性を示唆していることになる。そして、もしアントレンチメントが実際に存在しているとすれば、アントレンチメント・グループの財務業績や株式パフォーマンスはアントレンチメント・グループ以外

6) 中村(2014)は保守主義に関する近年の実証研究の結果を検討し、「条件付保守主義は主に企業外部者からの需要に応じて探られる保守主義であり、無条件保守主義は主に企業内部者からの需要に応じて探られる保守主義である」と結論付けている。

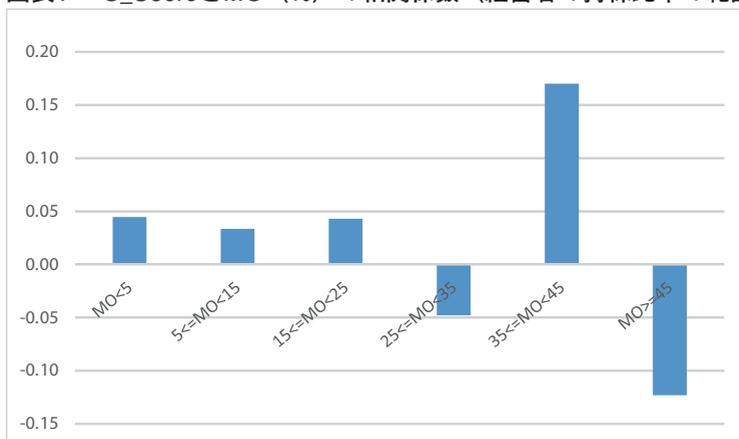
7) C\_Scoreが保守主義を適切にとらえているとしたら、C\_Scoreの高いほど、保守主義の度合いは高まることを意味する。

のグループ（以下、その他グループとする）のそれとは何らかの違いが想定できる。それぞれのパフォーマンスに関しては3章で考察することにする。

本章ではグループ間のパフォーマンスを比較する前にまず、C\_Scoreと経営者の持株比率の関係の再確認からスタートしよう。図表1は、経営者の持株比率（MO）をその大きさ別に分けてC\_Scoreとの（単）相関係数を棒グラフで示したものである。図表から分かるように持株比率が35%から45%のエントレンチメント・グループの場合、MOとC\_Scoreとの相関係数は他のグループと比べると正の方向で一番高い。当該範囲における両者の正の関係は、鄭(2017)で報告されているように、C\_Scoreに影響を与えうる他の変数（Size:株式時価総額対数値、MtB:時価簿価比率、レバレッジ:負債/資産、Ret\_vol:株式リターンの標準偏差）などをすべてコントロールした以下の回帰モデル（式1）の結果でも維持されている。

$$C\_Score_{it} = \beta_0 + \beta_1 MO_{0,a} + \beta_2 MO_{a,b} + \beta_3 MO_{b,c} + \beta_4 MtB_i + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Ret\_vol_{it} + year\ dummy + industry\ dummy + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

図表1 C\_ScoreとMO（%）の相関係数（経営者の持株比率の範囲別）



注) 全サンプル延べ15983社を対象と計算。全サンプルの内、MOが35%から45%までの企業は173社

## 2.3 業種別に見たアントレンチメント・グループのC\_Score

次に図表2では、業種による経営者の持株比率のばらつき<sup>8)</sup>を考慮して、アントレンチメント・グループを業種別に分けてC\_Scoreと経営者の持株比率の値（平均と中央値）を示したものである。アントレンチメント・グループを業種別に分けて、それぞれの業種に対応するその他グループの数値も合わせて比較対象として示している<sup>9)</sup>。各業種におけるアントレンチメント・グループのサンプル数が少ないことから比較対象となるグループとの平均値の差を統計的に判断することはできないが、アントレンチメント・グループのC\_Scoreはその他グループのそれより（平均値及び中央値両方ともに13業種中8業種において）大きい傾向をみせている。つまり同じ業種でもアントレンチメント・グループの保守主義の度合いが大きいことを意味する。しかし、企業の数で相対的に多くを占めている業種（サービス業の44社・電気機器の31社）においてはアントレンチメント・グループのC\_Scoreの平均（中央値）はむしろ小さい結果となっているなど、業種で分割した結果はアントレンチメント・グループのC\_Scoreが必ずしも大きい結果にはなっていない。

図表2 業種別のC\_Scoreの平均値（中央値）

業種名	企業数	MO	C_score(平均)		C_score(中央値)	
			アントレンチメント	その他	アントレンチメント	その他
食料品	2	0.365	0.097	0.025	0.097	0.042
化学	6	0.363	-0.294	0.025	-0.049	0.035
ゴム製品	1	0.443	0.465	0.084	0.465	0.063
金属製品	10	0.396	0.161	0.096	0.148	0.084
機械	4	0.390	0.013	0.035	0.038	0.042
電気機器	31	0.395	-0.014	0.027	0.008	0.041
その他製品	2	0.417	0.140	0.045	0.140	0.055
倉庫・運輸関連業	2	0.360	0.245	0.093	0.245	0.083
情報・通信業	33	0.386	-0.005	-0.022	0.009	0.015
卸売業	9	0.388	0.212	0.102	0.245	0.086
小売業	9	0.385	-0.013	0.040	0.004	0.055
不動産業	20	0.423	0.065	0.038	0.067	0.041
サービス業	44	0.389	-0.026	0.031	0.023	0.055

注) エントレンチメント・グループ（延べ173社）を対象。表内の経営者の持株比率(MO)は各業種のMOの平均を表している。

## 2.4 エントレンチメント・グループにおける主要株式所有者の持株比率

図表3は、エントレンチメント・グループの経営者以外の株式所有者別の持株比率のデータを表したものである。会計上の保守主義が、経営者のエントレンチメントに対する外部（マーケット<sup>10)</sup>）からのディマンドの結果であることを認めるとしたら、外部株主の構成においても経営の方針にモノが言える株主が背後に存在していることが想定される<sup>11)</sup>。そこで、図表3では個人投資家を除く主要株式所有者別（金融機関・外国人・その他法人投資家）の持株比率の平均値および中央値そしてそれらの差の検定を行った結果を示している。

図表3 エントレンチメント・グループにおける主要株式所有者の持株比率

	その他	エントレンチメント	t 検定	その他	エントレンチメント	U 検定
金融機関	0.251	0.121	***	0.242	0.100	***
外国人	0.102	0.091	**	0.065	0.084	
事業法人	0.261	0.119	***	0.232	0.095	***
時価総額	120701.35	60650.66		26385.14	18636.15	

注) 時価総額の単位は100万円である。表の右側はWilcoxonの順位和検定の結果を、また\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1を意味している。

- 8) 鄭 (2015) は上場全社を分析対象とした分析結果の中で、サンプル全体の上位グループにおいてはサービス業・小売業・電気機器・卸売業・情報通信業が、下位グループにおいては電気機器・化学・輸送用機器・機械などの業種が多く分布していると報告している。
- 9) エントレンチメント・グループとその他グループののC\_Scoreの業種別平均値の順位で相関係数を計算すると0.73の高い相関関係を示しており、エントレンチメント・グループにおける「C\_Scoreと経営者の持株比率」との関係の説明する上で業種要因をコントロールする必要性が分かる。
- 10) Shuto and Takada(2010) や Lafond and Roychowdhury(2008) では暗黙にマーケットからのディマンドによって採択されるという趣旨で書かれている。
- 11) Santhosh Ramalingegowda, Yong Yu(2012) は、株主が保守的な会計処理を要求（ディマンド）していると指摘している既存の先行研究の結果から、「では保守的な会計処理を要求する株主は誰か？」という問題意識から実証分析を行った。分析結果は、①経営者をモニターできる機関投資家の持株比率が高いほど、より保守的な会計処理につながっていること、②そしてこのような正の関係は、（直接経営者をモニタリングするのが難しく保守主義の採択によるベネフィットが高い）成長機会が豊富でより情報の非対称性が高い企業において堅調であるという。

すべての株式所有者別においてエンタレンチメント・グループよりその他グループノ持株比率ノ平均値（中央値）は大きい。エンタレンチメント・グループは経営者ノ持株比率だけで発行済株式数ノ35%から45%を占めている企業であることを考えると、経営者を除く主要株式所有者ノ持株比率でその他グループノの方が高いのはある意味当然ノ結果である。興味深いのは、相対的に規模ノ大きい企業を選好する外国人投資家ノエンタレンチメント・グループへノ持株比率である。金融機関や事業法人ノ持株比率に関してはエンタレンチメント・グループとその他グループノ2グループ間ノ差ノ検定（平均値および中央値）ノ結果はすべて統計的に有意な差が認められる。一方、外国人投資家ノ持株比率に関しては、平均値ノ差ノ検定においては有意であるものの、中央値ノ場合、両グループ間ノ統計的な差は認められない結果である。外国人投資家ノ株式保有ノパターン<sup>12)</sup>は図表4ノ結果（投資対象企業ノ株式時価総額と相関が高い：0.536）からも確認できるように、比較的に規模ノ大きい企業が多い。経営者ノ株式保有が集中して規模ノ小さい企業が多い（図表3で示されているように、その他グループノ株式時価総額ノ平均値が約1207億円であるのに対してエンタレンチメント・グループノそれは約半分である605億円である）エンタレンチメント・グループにおいて（他の株式所有者に比べ）相対的に高い外国人投資家ノ持株比率は注目するに値する。経営者ノエンタレンチメントに対するガバナンスノ役割として会計上ノ保守主義が働きかつそれが外部ノ株主ノ要求によるものだとしたら、その主役は外国人投資家である可能性が高いことを示唆する結果と解釈できるかもしれない。

**図表4 株式所有者別ノ持株比率と株式時価総額間ノ相関係数**

	金融機関	外国人	事業法人
時価総額	0.276	0.536	-0.244

注) 持株数ノデータが取れない場合は0とし、計算している。

### 3 エントレンチメント・グループのパフォーマンス

#### 3.1 財務パフォーマンス

本節では、エントレンチメント・グループの財務的屬性についてみてみる。財務的特性を収益性・安全性・成長性の三つのファンダメンタル指標に分けて示している。その指標の定義は以下のとおりである。

収益性：ROA（営業利益／総資産）、ROE（当期純利益／自己資本）

安全性：Lev（負債合計／総資産）

成長性：増収率（前年対比）、MtB（株式時価総額／自己資本）

分析結果は図表5に示しているが、図表5-(Ⅱ)は業種の中央値で業種間の違いを調整した結果である。収益性を表す指標であるROA・ROEともにエントレンチメント・グループはその他グループのそれより上回っている。本業の収益性を表すROAはすべてのケースにおいてその他グループのそれとは統計的に有意な差が認められる結果である。一方ROEに関してはその他グループのROEより高い数値をみせているものの、業種調整済後の結果では差の統計的有意性はきえている。安全性を表す負債比率に関して、その他グループは総資本の約半分を負債が占めているのに対してエントレンチメント・グループの平均値は37.3%である。エントレンチメント・グループの負債比率の低さは業種中央値を引いた後の数値(-0.119)からもみてとれる。成長性に関しては会計数値での伸び率を測る増収率と企業の将来の成長性（成長機会）に対する市場の評価を表すMtBを用いているが、エントレンチメント・グループの増収率は業種調整後の数値でみてもその他グループのそれより約3倍以上高い値を見させている。また両グループの平均値の差も統計的に5%水準で有意である。MtBはその他グループのそれより高い値をみせてはいるが、業種を考慮した後の結果からは両グループの統計的に有意な差はみられない。

以上、3つの標準的なファンダメンタル指標からみたエントレンチメン

---

12) 外国人投資家の銘柄選択行動として、規模が大きく、流動性、海外売上比率の高い企業を 선호するホームバイアスがあるといわれる（宮島・保田、2012）

ト・グループの特性は<sup>13)</sup> 収益性や成長性、安全性すべての面においてその他グループを下回るような結果は見当たらない。

図表5 エントレンチメント・グループとその他グループの財務業績の比較

( I )	ROA	ROE	Lev	増収率	MtB
エントレンチメント	0.076	0.065	0.373	4.221	1.439
その他	0.047	0.040	0.520	2.750	1.143
p-value	0.000	0.000	0.000	0.185	0.000

( II )	ROA	ROE	Lev	増収率	MtB
エントレンチメント	0.020	0.009	-0.119	3.255	0.303
その他	0.011	-0.001	0.082	0.909	0.323
p-value	0.013	0.136	0.000	0.021	0.776

注) p-valueはウェルチのt検定からのp値を表している。増収率に関しては%単位で表示している。

### 3. 2 株式パフォーマンス

#### 3. 2. 1 リスク

本節では、エントレンチメント・グループの株式パフォーマンスをリスクとリターンの観点から考察する。経営者の自社株式の保有の度合いが強まるにつれてエントレンチメント効果が発生するとしたら（または、あると予想されるとしたら）、株式市場における評価にも影響を及ぼすと考えられる。

まずリスクについてみてみよう。本稿ではリスクに対する市場の指標として株主の資本コストを用いる。情報の非対称性が存在する場合、経営者のエントレンチメントはエージェンシー問題を悪化させ、その結果、株主

13) 鄭(2015)の分析の中では、分析対象のサンプルを経営者の持株比率で上位10%(20%)・下位10%(20%)・中位80%(60%)に分けてそれぞれの分位グループの財務パフォーマンス(収益性・成長性・安全性)を測定している。分析結果は、経営者の持株比率の高い上位グループのパフォーマンスは下位グループのそれを上回っていると報告している。本稿のエントレンチメント・グループは持株比率が35%から45%の企業に当たるので、鄭(2015)のデータでいうと上位10%に入るグループである。

資本コストを高める可能性が考えられる。従ってもし、本研究で定義している「エントレンチメント・グループ」に経営者のエントレンチメントがあるとすれば、当該グループの株主資本コストは「その他グループ」のそれより高い可能性が考えられる。

株主資本コストは、CAPMとFama and French (1993) の3ファクターモデルを用いて推計する。毎年3月の時点における各企業*i*の株主資本コストは、2月から遡って3年分(36か月)の月次リターンで推定をし得られる各パラメータを式(2)と式(3)の期待プレミアム<sup>14)</sup>にかけて求める。なお、負の資本コストの企業は分析対象から除外した。

$$E[r_{i,t}] = r_f + \beta_1(E[r_m] - r_f) \quad (2)$$

$$E[r_i] = r_f + \beta_1(E[r_m] - r_f) + \beta_2 Smb_i + \beta_3 Hml \quad (3)$$

両グループ間における株主資本コストの平均差のWelchのt検定(両側検定)の結果を図表6に示している。エントレンチメント・グループの株主資本コストの平均値はCAPMの場合2.71%、そして3ファクターモデルの場合6.53%である一方、その他グループはそれぞれ2.69%、7.6%である。両グループ間の株主資本コストの平均値に有意な差はみられない(p値はそれぞれ、0.9094と0.1032)。各業種の中央値で調整した結果でも、その傾向に大きな変化は見られないが、CAPMの資本コストにおいてエントレンチメント・グループの株主資本コストの平均値は大きく下がっており(-0.00076)その他グループの平均値(0.00081)との差は10%水準で有意である。この結果をもってエントレンチメント・グループの株主資本コストがその他のそれより小さいとは言えない。しかし、エントレンチメント・グループの平均値の95%信頼区間が-0.0023~0.0008であるのに対して、その他は0.0007~0.0009であることを考えると、すくなくともエントレンチ

14) 株主資本コストを計算するために必要となるデータ(市場リターン、そしてFama-Frenchの3ファクター)はすべて関西大学商学部商学科太田教授のホームページ([http://www2.ipcku.kansai-u.ac.jp/~koji\\_ota/](http://www2.ipcku.kansai-u.ac.jp/~koji_ota/))よりダウンロードしている。また、資本コストの算出の時、必要となる各パラメータの推定は、サンプル数の減少を避けるために3年間にしている。期待プレミアムは各*t*時点から過去の1977年2月までの各ファクターの月次データの平均で計算されているという。

メント・グループの株主資本コストが平均的に高いことを示唆するような証拠は得られていない<sup>15)</sup>。次節では、株式リターンのパフォーマンスから、アントレンチメント・グループの特性について考察してみる。

図表6 株主資本コストの平均差のt検定結果

CAPM			3ファクター		
アントレンチメント	その他	p 値	アントレンチメント	その他	p 値
0.0271	0.0269	0.9094	0.0653	0.0760	0.1032
-0.0008	0.0008	0.0518	0.0009	0.0093	0.1872

注) 表内の下段の数値は業種中央値で調整したものである。

### 3. 2. 2 株式リターンパフォーマンス

経営者のアントレンチメントを直接観察するのは難しい。見えないものの測定は難しく、経営者のアントレンチメントと市場におけるその評価としての株式リターンの関係については、経営者のアントレンチメントを発生させるイベント（例えば、買収防衛策の導入日<sup>16)</sup>）を特定し、そのイベント日前後の短期の株式リターンの変化から間接的に判断することが多い。本研究では、経営者の自社株式保有の集中による経営者のアントレンチメントが分析の対象であるので先行研究のような株価変化を測定する短

15) 大橋 (2016) は、2001 年から 2011 年まで 13269 企業・年を分析対象とし、会計上の保守主義を二つのタイプ（無条件保守主義と条件付保守主義）に分けて、株主資本コストへ及ぼす会計上の保守主義の影響について実証分析を行っている。被説明変数の株主資本コストは本稿と異なって修正 PEG レシオに基づくインプライド株主資本コストを用いている。そして株主資本コストに影響を与える会計上の保守主義以外の要因も説明変数としてコントロールした重回帰分析を行っている。分析結果は、条件付保守主義が株主資本コストを高めている一方で、無条件保守主義はそれを低減しているという。

16) 買収防衛策導入が企業価値へ及ぼす影響についての説明仮説としては経営者のアントレンチメント仮説と株主利益仮説が用いられる。買収防衛策導入に対する市場の反応が正であればそれは、「買収防衛策の導入によって敵対的買収の可能性を低下させることは経営者に安定的な経営の保証を与え、企業特殊的な人的投資を経営者に促すことと解釈され、市場の反応が負であればそれは、買収防衛策の導入によって経営者の裁量の範囲が増え保身行動に走る可能性が高くなることと評価される（広瀬・藤田・柳川 (2007)）」

期のイベントスタディを行うことはできない。しかし、経営者の持株比率と株式リターンパフォーマンスの関係についてはLilienfeld-Toal and Ruenzi(2014)の研究がヒントになるかもしれない。Lilienfeld-Toal and Ruenzi(2014)はCEOの持株比率と（リスク調整後の）株式リターンパフォーマンスの関係について実証分析を行い、CEOの持株比率が高いポートフォリオにおいては正の超過リターンが発生していると報告している<sup>17)</sup>。そしてその解釈として、経営者の自社株式保有の持つガバナンスメカニズム（アラインメント効果）が適切にかつ十分に反映されていない可能性を指摘している。もし同様のロジックがエントレンチメント効果にも当てはまるのであれば<sup>18)</sup>、本稿で注目しているエントレンチメント・グループの株式パフォーマンスはその他グループのそれを下回る（アンダーパフォーマンス）可能性は高いと考えられる。そこで本節では、エントレンチメント・グループの株式リターンパフォーマンスを通して経営者のエントレンチメントの存在について考察する。株式リターンパフォーマンスの測定は次のように行う。本稿で定義したエントレンチメント・グループとその他グループそれぞれを毎年6月の時点でポートフォリオを構築し、翌年度5月までの1年間の月次リターンを測定する。同様の方法で毎年1回、ポートフォリオは再構築され、リターンパフォーマンス（equal-weighted）の測定は2002年6月から2015年3月までの154か月間で行った。

図表7にそれぞれのグループの株式リターンパフォーマンスを示している。月次の株式リターンの平均ではエントレンチメント・グループの方が約0.07ポイント上回っているが（表には掲載していないが、平均差のt検定では有意な差は認められなかった）、グループのリスク（月次リターンの標準偏差）で調整したシャープレシオでは逆に僅かに下回っている。図表8には次の4つの回帰モデル（4）から（8）を用いて（3ファクターおよびモー

---

17) ポートフォリオの構築は毎年入手できる公開情報に基づいて行われ、1年ごとにリバランスされる。

18) 経営者の自社株式保有に伴う正のガバナンスメカニズムであるアラインメント効果が適切に反映されないという仮定が成り立つのであれば、エントレンチメント効果にも同様の状況を想定することに大きな矛盾はないと考えられる。

メンタムファクターを加えた4ファクター) で標準的なリスク要因を調整した回帰分析の結果が示されている。リスク調整後のリターンパフォーマンスを表す  $\alpha$  を見ると、アントレンチメント・グループは正の、その他グループは負の超過リターンである結果を示しているが、両グループともに、その超過リターンの統計的有意性はない。いずれの結果においてもアントレンチメント・グループの株式リターンパフォーマンスで(経営者のアントレンチメントが存在すれば) 想定される「アンダパフォーマンス」は見当たらない結果である。

図表7 株式リターンの平均とシャープレシオ

	アントレンチメント	その他
平均リターン	0.90%	0.83%
シャープレシオ	0.1367	0.1454

注) 平均リターンは各グループの月次リターンの平均

$$R_{\text{アントレンチメント},t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_0(R_m - R_f) + \beta_1 \text{SmB}_t + \beta_2 \text{HmL}_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$R_{\text{その他},t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_0(R_m - R_f) + \beta_1 \text{SmB}_t + \beta_2 \text{HmL}_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$R_{\text{アントレンチメント},t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_0(R_m - R_f) + \beta_1 \text{SmB}_t + \beta_2 \text{HmL}_t + \text{Mom}_t + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$R_{\text{その他},t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_0(R_m - R_f) + \beta_1 \text{SmB}_t + \beta_2 \text{HmL}_t + \text{Mom}_t + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$R_{\text{アントレンチメント},t} - R_{\text{その他},t} = \alpha_i + \beta_0(R_m - R_f) + \beta_1 \text{SmB}_t + \beta_2 \text{HmL}_t + \text{Mom}_t + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

図表8 回帰分析の結果

	(1):Ent	(2):Others	(3)Ent	(4)Others	(5)Ent- Others
$\alpha$	0.0013 (0.003)	-0.0001 (0.001)	0.0013 (0.003)	-0.0000 (0.001)	0.0013 (0.003)
Rm-Rf	0.9885*** (0.056)	0.9834*** (0.020)	0.9951*** (0.055)	0.9754*** (0.017)	0.0197 (0.062)
SmBt	0.7631*** (0.118)	0.7353*** (0.029)	0.7366*** (0.118)	0.7672*** (0.026)	-0.0305 (0.123)
HmLt	0.1547 (0.167)	0.2956*** (0.037)	0.1417 (0.172)	0.3112*** (0.029)	-0.1695 (0.178)
MoMt			0.0908 (0.080)	-0.1090*** (0.024)	0.1998** (0.088)
Observations	154	154	154	154	154
R-squared	0.698	0.971	0.701	0.976	0.053

注) Entは $R_{\text{アントレンチメント},t} - R_{f,t}$  を、Othersは $R_{\text{その他},t} - R_{f,t}$  を、Ent-Othersは $R_{\text{アントレンチメント},t} - R_{\text{その他},t}$  を表している。カッコ内の数値はRobust standard errorsである。\*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

#### 4. おわりに

経営者の自社株式所有の割合が高まるにつれて想定される経営者のエントレンチメントは自社株式保有に伴うアラインメント効果とともに、エージェンシー理論の枠組みの中で取り上げられることが多い。しかし、経営者のエントレンチメントに関しては理論的に想定されるものの、その存在についての実証分析の結果は分析方法によって混在している。その中で、会計上の保守主義の観点から、経営者のエントレンチメントの存在について実証分析を行い、一部の経営者の持株比率の範囲においてエントレンチメントを示唆する結果を報告している鄭（2017）の研究は本研究のモチーフである。

そこで本稿では、鄭（2017）の分析結果を踏まえて、（条件付）保守主義の物差しとして使用したC\_Scoreと統計的に有意に正の関係があった、経営者の持株比率が35%から45%の間に存在する企業（エントレンチメント・グループ）について追加分析を行い、経営者のエントレンチメントが存在するかどうかを再度検証することを目的とした。

分析の結果をまとめると次のとおりである。まず、エントレンチメント・グループの財務パフォーマンスはその他グループと比較をしても劣れることなく、収益性・成長性・安全性ともに良好な結果をみせていることが分かった。また、リスクの特性をみるため算出した株主資本コストの結果からは、エントレンチメント・グループのリスクはその他グループのそれと比べて統計的に有意な差はみられない。エントレンチメントの存在はエージェンシーコストを上昇させ、リスクを高める効果が予想される中でエントレンチメント・グループのリスクはその他グループのそれよりむしろ低い傾向もみせている。最後に行った株価リターンパフォーマンスの分析に関しても、エントレンチメント・グループがその他グループよりアンダーパフォーマンスするような分析結果は得られなかった。

以上、財務業績そして市場の評価としてのリスクやリターンの観点から見える「エントレンチメント・グループ」には、すべての分析結果からも経営者のエントレンチメントを示唆するような結果は見当たらず、その特

徴は株主との利害の一致が図られる「アラインメント・グループ」で想定されるものに近い。C\_Scoreが保守主義を適切に捉え、会計上の保守主義が経営者のエントレンチメントに対応するガバナンスの役割を果たしているという先行研究の結果を認めるとすれば、本研究の結果は会計上の保守主義がその役割を果たしたアウトカムとして解釈することも可能であるかもしれない<sup>19)</sup>。いずれにしても本研究の分析対象であった「エントレンチメント・グループ」から経営者のエントレンチメントを想像させるような証拠は発見できなかった。企業価値との関連性から経営者のエントレンチメントの存在について実証分析を行っている鄭(2016)の分析結果と本研究の結果を合わせてみると、経営者の自社株式保有の集中による弊害としての経営者のエントレンチメントは確認できない。

## 参考文献

- Khan,M.,and R.L.Watts(2009) “Estimation and Empirical properties of a firm year measure of accounting conservatism,” *Journal of Accounting and Economics* 48,pp.132-150.
- LaFond,R. and S.Roychowdhury(2008) “Managerial Ownership and Accounting Conservatism” *Journal of Accounting Research*, 46,No1, pp.1-36.
- LaFond,R. and R.L.Watts(2008) “The Information role of Conservatism” *The Accounting Review*, 83, pp.447-478.
- Lilienfeld,U.V,and Ruenzi(2014) “CEO Ownership,Stock Market Performance, and Managerial Discretion”, *Journal of Finance* 3, pp.1013-1050.
- Shuto,A. and Takada(2010) “ Managerial Ownership and Accounting Conservatism in Japan: A test of Management Entrenchment Effect” *Journal of Banking Finance & Accounting*, pp.1-26.
- Santhosh Ramalingegowda and Yong Yu(2012) “Institutional ownership and

---

19) 保守主義の尺度の妥当性や保守主義のもたらす経済的影響については統一した見解はなく、本研究で分析の前提としている会計上の保守主義の持つエージェンシー問題の低減効果や保守主義の尺度についてもより広範な検証が必要となるだろう。

- conservatism” Journal of Accounting and Economics,53, pp.98-114.
- 大橋良生 (2016) 「会計上の保守主義の影響に関する影響」博士論文、東北大学
- 鄭義哲 (2015) 「経営者の持株比率と株式パフォーマンス」『西南学院大学商学論集』第62巻第2号,73-94.
- 鄭義哲 (2016) 「経営者のエントレンチメントは存在するのか？－企業価値と経営者の持株比率の関係からの考察－」『西南学院大学商学論集』第63巻第1合併号,1-24.
- 鄭義哲 (2017) 「経営者のエントレンチメント－会計上の保守主義の観点からの考察－」『西南学院大学商学論集』第63巻第2・3・4合併号,43-70.
- 広瀬純夫・藤田友敬・柳川範之 (2007) 「買収防衛策導入の業績情報効果：2005年日本のケース」COEソフトロー・ディスカッション・ペーパーシリーズ,1-40.
- 中野誠・大坪史尚・高須悠介 (2015) 「会計上の保守主義が企業の投資水準・リスクテイク・株主価値に及ぼす影響」日本銀行金融研究所 『金融研究』,99-146.
- 中村亮介 (2014) 「保守主義に関する実証研究の動向：Conditional conservatism Unconditional conservatismの役」一橋大学大学院商学研究科 Working paper series 183, 1-14.
- 宮島英昭・保田隆明 (2015) 「株式所有構造と企業統治 - 機関投資家の増加は企業パフォーマンスを改善したのか - 」『ファイナンシャル・レビュー』財務省財務総合政策研究所 通巻第12号,3-36.