

経営者の持株比率と株式パフォーマンス

鄭 義 哲

1. はじめに

「所有と経営の分離¹⁾」、会社形態の中で株式会社を成長・発展させたもっとも重要な要因である。一方、「所有と経営の分離」の故に、生じる問題も株式会社が成長していく段階において必然的に発生する特徴である。特に後者の問題はエージェンシー問題 (Jensen and Meckling, 1976) といわれ、コーポレート・ガバナンス (企業統治) 議論の出発点ともいえよう。

エージェンシー問題によって発生するコストは、最終的には会社の所有者である株主が企業価値の減少という形で負担することになる。そのため、エージェンシー問題を緩和する仕組み—経営者の利害を株主のそれと一致させるためのインセンティブの付与 (業績連動報酬やストック・オプション・現物株式など) や経営者を監督する取締役会の改革など—の確保は企業価値最大化につながる方法として長い間学術的に議論され、かつ企業の現場でも実践されてきた²⁾。

では、実際に「所有と経営の分離」は企業のパフォーマンスとの間にはどのような関係があるのだろうか。この疑問についてはすでにたくさん

- 1) 1930年代にバリー&ミーンズは、株式所有の分散が進むとともに、株主が会社に対する実質的支配権を失うという事態が招来されることを指摘し、それを「所有と経営の分離」と名付けた (伊丹・加護野 (2005) のp191)。
- 2) 改革の方向は企業側だけではなく投資家にも向けられてきている。2014年に2月には資金提供者である投資家の責任などを明記した「日本版ステュワードシップコード」が金融庁より発表され、モニターされる企業側の規律だけではなくモニターする投資家の規律も求められるようになっている。

の実証分析が国内外で行われてきた (Morck et al (1988) , McConnel and Servaes (1990) , Lichtenberg and Pushner (1994) , Mehran (1995) , short et al 1999, 手嶋 (2004) 、島見 (2011) 、三輪 (2011) 、久保 (2001)) 。経営者の自社株式所有の割合で測った所有と経営の分離の度合いと財務業績や企業価値を表す代理変数 (トービンのQなど)³⁾で測った企業のパフォーマンスの関係について行った先行研究の分析結果を見渡すと、企業のパフォーマンスに対する経営者の持株比率は統計的に有意な影響を及ぼしているというのが先行研究の結果の共通集合といえよう。ただ、両者の関係は経営者の持株比率が高まれば、企業のパフォーマンスも高まるという単純な線形の関係ではなく、持株比率の範囲によって両者の関係の符号が変わる非線形の関係であることを示唆する分析結果が多く見受けられる。そのロジックとして考えられるものとしては次の二つの効果が提示されている。アライメント (alignment) 効果&エンツレッチメント (entrenchment) 効果。前者は、経営者の持株比率があるレベルまで高くなればなるほど、経営者の利害は所有者である株主のそれと一致の度合いが高まり、経営努力のインセンティブが働く結果、企業のパフォーマンスの向上につながるというものである。後者は、経営者の持株比率がある範囲を超えるとかえって企業のパフォーマンスに負の影響をもたらす効果を指している。「経営者自身の持株比率が高くなると経営者のコントロール力が高まり、外部からの力 (テイクオーバー) が届きにくくなるため、ある一定程度を超えた経営者の持株は企業価値に負の影響を及ぼす」という Stulz (1988) の説明は分かりやすい。

このように企業の意思決定を行う経営者の持株比率は、アラインメント効果やエンツレッチメント効果というメカニズムによって企業 (経営者) の行動に変化をもたらし、その結果企業のパフォーマンスにも経済的影響を及ぼしているということが、先行研究の結果は示唆している。先行研究の結果のように、経営者の持株比率の違いが当該企業の経営者の行動に何らかの影響をもたらしているのであれば、株式市場における当該企業への

3) Lichtenberg and Pushner (1994) は企業のパフォーマンスを収益性変数 (ROA) と総生産性要素 (Total Factor Productivity) で測っている。

評価としての株式リターンのパフォーマンスに差はないだろうか。本研究の問題意識はここにある。

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を分析した近年の海外の先行研究としては米国の企業を対象とし分析を行ったLilienfeld-Toal and Ruenzi(2014)がある⁴⁾。彼らは、CEOの持株比率と株式リターンのパフォーマンスについて実証分析を行い、CEOの持株比率が高い企業をポートフォリオに組み入れた場合、4%~10%の異常リターン（年次）が発生していると報告している。彼らは分析結果に対する解釈としていくつかの仮説の可能性を検証して、その中で、経営者の自社株式所有によってもたらされる「いいガバナンス」のメカニズムすなわち、アラインメント効果の可能性が高いという見解を示している。そしてアラインメント効果が株式の超過リターンにつながる理由としてはGompers, Ishii and Metrick(2003)と同様に、経営者の持株比率の持つガバナンスメカニズムが適切にかつ十分に反映されていない可能性に触れている。

そこで、本稿では上記で述べた問題意識を踏まえ、日本の企業を対象に経営者の持株比率と株式リターンのパフォーマンスの関係について実証分析を行い、日本の株式市場においてもLilienfeld-Toal and Ruenzi(2014)で報告されているような、正の超過リターンが発生しているかどうかを検証することを目的とする。もし経営者の持株比率と株式リターンの間に関係があるとすれば、ガバナンス関連投資指標としての持株比率の可能性を示唆する結果にもつながる。

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分析を行った国内の先行研究は筆者の知る限りでは見当たらないが⁵⁾、国内の

-
- 4) 株式所有構造と株式リターンの関係については他には、アメリカ企業を対象としたFahlenbrach(2009)は創業者CEO企業の株式リターンを調べ、正の異常リターンがあることを報告している。
 - 5) 光定・蜂谷(2009)は、企業を市場志向的ガバナンスが働きやすい（外国人持株比率と事業法人持株比率を代理変数として使っている）株主構成を持つグループとそうでないグループに分けて分析を行い、前者の方が統計的に有意な正の異常リターンがあることを報告している。そしてその原因としては、市場志向的ガバナンスの働きやすい株主構成を持つ企業の経営者の株主重視の行動に変化が現れ、投資家のエージェンシーコストの見積額が減少した結果である可能性を指摘している。

先行研究の中で類似したものとしては竹原（2014）がある。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フォーカスを当てている本稿の問題意識と違って、竹原（2014）は、創業者が発行済株式総数の10%以上の株式を所有しているかあるいは創業者が企業の代表権をもつ役員である企業を「同族企業」と定義し、これら同族企業の財務的特性を収益性やリスクを表すいくつかの代理変数を用いて明らかにしている。竹原（2014）は収益性の代理変数として会計ベースの指標群と一緒に、マーケットベースの収益性指標として株式リターン⁶⁾を使い、①創業者による（10%以上の）株式所有ならびに②代表権を持つ創業家出身役員の有無が当該企業の財務上の特性に与える影響を分析している。本稿はLilienfeld-Toal and Ruenzi(2014)や竹原（2014）の分析方法を参考にしながら、CEOや同族企業における創業者の持株比率でなく、役員全体としての経営者の持株比率を用いている⁷⁾。

本稿の構成は次のとおりである。まず第2章では分析で用いるデータの説明と上場企業における経営者の持株比率の状況について概観し、第3章では分析結果を次の3つに分けて報告する。経営者の持株比率で分けた各グループの財務パフォーマンス、そして当該グループの株式リターンのパフォーマンスを報告した後、最後にリスク調整後の株式リターンパフォーマンスの結果を報告する。最後に第4章では全体をまとめる。

2. 使用データ及び上場企業における経営者の持株比率の状況

(1) データ

本研究では、分析期間である2001年から2013年3月まで⁸⁾存在していた東

6) 過去60か月の月次平均ヒストリカルリターンとファーマ・フレンチの3ファクターモデルの定数項を用いている。

7) 竹原（2014）の同族企業の定義の一つである「創業者出身者が代表権を保有し、経営に参加しているケースは、本研究の分析対象の中に含まれることになる。

8) 事後的株式リターンパフォーマンスの測定は2014年3月までに行っているため、実際は2014年3月までに存在していた企業を分析対象としている。

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対象）を最初のサンプルとし、次の条件を満たす企業を分析対象とする。まず、自己資本が負の企業は除外する。また、決算期の違いによる分析結果への影響を取り除くため、分析対象は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）とする。次に、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。なお、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) 上場企業における経営者の持株比率の状況

まず、分析期間における日本の上場企業の経営者の持株比率（役員持株数／期末発行済株式総数）⁹⁾の特徴からみてみよう。図表1にその記述統計量を示している。

図表1 年度別の役員の持株比率（平均値）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
10th	0.0009	0.0009	0.0009	0.0008	0.0007	0.0007	0.0007	0.0007	0.0007	0.0007	0.0007	0.0007	0.0007
25th	0.0021	0.0022	0.0021	0.0020	0.0020	0.0019	0.0017	0.0017	0.0018	0.0018	0.0018	0.0019	0.0019
中央値	0.0066	0.0071	0.0074	0.0075	0.0072	0.0066	0.0061	0.0060	0.0062	0.0069	0.0069	0.0069	0.0071
75th	0.0473	0.0491	0.0481	0.0484	0.0471	0.0435	0.0411	0.0406	0.0399	0.0391	0.0393	0.0346	0.0348
90th	0.1563	0.1557	0.1545	0.1558	0.1495	0.1439	0.1382	0.1298	0.1346	0.1312	0.1263	0.1114	0.1124
平均	0.0460	0.0465	0.0460	0.0470	0.0445	0.0427	0.0410	0.0395	0.0414	0.0404	0.0396	0.0383	0.0396
標準偏差	0.0850	0.0860	0.0841	0.0858	0.0811	0.0815	0.0762	0.0742	0.0798	0.0770	0.0769	0.0762	0.0816
最大	0.5942	0.7004	0.5684	0.6424	0.6412	0.9300	0.5053	0.5037	0.5968	0.5846	0.6149	0.5732	0.9111
最小	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
会社数	1829	1815	1807	1797	1796	1778	1762	1731	1771	1732	1719	1696	1692

注) 分析期間において役員の持株比率のデータが取れるすべての企業を対象に計算¹⁰⁾。

- 9) 日経NEEDS Financial Questの項目コードJ01008。役員持株数は取締役と監査役の持株数の合計。本稿では経営者と役員は同義語として使っている。
- 10) 経営者の持株比率の最大値は2006年、2013年それぞれ93%（高松コンストラクショングループ）、91%（ジャンパンマテリアル）になっているが、これら2社を除いて計算したら、最大値は77.8%（2006）、68.1%（2013）である。

図表2 証券取引所別の役員の持株比率

上場場所	平均値	中央値
東証1部	3.33%	0.40%
東証2部	5.99%	1.44%
大証1部	2.17%	0.91%
大証2部	5.85%	2.70%
名証1部	0.65%	0.42%
名証2部	7.94%	4.04%
福証	11.26%	4.72%
札証	2.41%	0.80%

注) 図表1のデータを証券取引所別に分けて算出

役員の持株比率のサンプル全体の中央値と平均値はそれぞれ0.68%、4.3%で、年度を通じて大きな変動はみえない。相対的に規模の大きい東京証券取引所第1部上場銘柄に制限すると、その値はさらに小さく中央値・平均値はそれぞれ0.4%・3.33%となっている(図表2を参照)。S&P1500 indexでカバーされている米国の上場企業を主な分析対象としたLilienfeld-Toal and Ruenzi(2014)のCEOの持株比率の平均値である7.05%と比較して平均的な水準は低い。Lilienfeld-Toal and Ruenzi(2014)で用いたCEOの持株比率は、役員の中で一番高い持株比率をCEOの持株比率とみなし、計算していることを勘案すると(役員全体の持株比率の合計として計算した本稿の)日本企業の場合、役員の持株比率は全般的に低い水準といえよう。役員の持株比率の水準から判断するには、エントレンチメント仮説で想定されるような負の効果が危惧されるほど高いケースは多くは存在しないようには見える¹¹⁾。

経営者のエントレンチメントが起きうる持株比率のレンジに関しては、統一した先行研究の分析結果はなく、持株比率が中間(intermediary)のレンジに存在するケースを指す場合が多いように見受けられる。またその

11) 図表1の結果でいうと、下位25%と上位25%それぞれの分岐点となる比率は0.2%、4.7%でその中間に入るデータのほとんどが0.2%~4.7%という低い数値を見せている。ただ役員の株式保有比率だけではなく、取引関係にある会社との持ち合い株式の比率も合わせて考えると役員の低い持株比率の状況においてもエントレンチメント効果の存在のかの可能性は否定できない。

両端のレンジに経営者の持株比率が存在するケースにおいては経営者と株主の利害が図られるアラインメント効果が表れる可能性を示唆する先行研究の結果が散見される（Morck et al（1988）、島見（2011）、Shuto and Takada(2010)¹²⁾）。そこで本稿では、経営者の持株比率によって経営者のインセンティブをまたはエンブレチメントをもたらす持株比率のレンジの特定を行うことはせず、単純に経営者の持株比率の大きさで上・中・下の3つのグループに分け、それぞれのグループにおける株式リターンのパフォーマンスについて実証分析を行うことにする。上・下グループのパフォーマンスに注目しながら、中間グループは先行研究でも報告されているようなエンブレチメント効果の存在可能性を意識し、上・下グループのパフォーマンスと合わせてみることにする。グループの作成は次のように行う。毎年3月決算期時点の役員の持株比率で分析対象全体の会社を上位10%（20%）、下位10%（20%）、そして中間の80%（60%）の6つのグループに振り分ける。

3. 分析結果

(1) 経営者の持株比率で分けた各グループの財務的特性

本節では、上記の各グループに対する市場の評価である株式リターンのパフォーマンスを次節で見る前に、いくつかの基本的な財務指標を通して各グループの財務的特性からまずみてみよう。経営者の持株比率の度合いによって経営者の行動に違いをもたらすメカニズム（アラインメント効果またはエンブレチメント効果）が働いているのであれば、その結果としての財務パフォーマンスにも影響があると予想される。使用する指標は後述する収益性・安全性・成長性といった企業のファンダメンタルズを表すものを用いる。また過去の株式リターンの平均値とその標準偏差も示し、各

12) Shuto and Takada(2010)は、日本企業を分析対象とし、経営者の持株比率と保守的会計処理の関係について実証を行っているが、持株比率が高いレンジに入る企業と低いレンジに入る企業に関してはインセンティブ・アラインメント効果を示唆する結果を、持株比率が中間のレンジにある企業の場合はエンブレチメント効果を示唆する結果が得られていると報告している。

グループの過去の株式リターンのパフォーマンスとリスクの特徴もみてみる。基本的にこれらの変数は竹原（2014）で使用している指標を参考にしているが、配当性向を示す指標は追加で算出し、利益の還元に対する経営者の行動に、経営者自身の株式所有の度合いによって違いがあるかどうかについても合わせてみる。配当性向は自己資本に対する現金配当金額の割合で計算する¹³⁾。

収益性の指標としては総資産営業利益率（ROA）、売上高営業利益率（OP_sales）、自己資本利益率（ROE）の3つを用いる。成長性の指標としては売上高伸び率 $[\text{sales_gr} = (\text{売上高}_t - \text{売上高}_{t-1}) / \text{売上高}_{t-1}]$ 、安全性の指標としては負債比率（Lev=負債合計／総資本）を用いる。以下、各グループにおける上記財務指標の、事前に期待される特徴についてまとめておこう。

まず、収益性に関しては、上位のグループに入っている企業であるほど、所有と経営の分離の度合いは小さく、それによってアラインメント効果が表れているとすれば、上位グループのパフォーマンスの収益性は下位のグループより上回ることが期待される。負債比率で測っている安全性に関しては、「収益性が高い優良企業であるほど保守的な負債比率を保つ傾向がある」¹⁴⁾ ことを考えると、上位グループの収益性がアラインメント効果によって下位グループのそれよりいい傾向を見せているのであれば、上位グループの負債比率が下位グループのそれより低い可能性は高いと予想される。一方収益性がよくビジネスリスクの低い企業であるほど、株主にとって負債を持つメリット（レバレッジ効果）は大きく、そういう企業であるほど負債を多く導入している可能性も考えられる。成長性に関しては、収益性が高い企業であるほど、成長性も高いといわれているが、収益性の良さが成長性の高さにつながるという理論的根拠はない。

13) 配当性向は對自己資本で計算する。当期純利益を用いて計算する場合、赤字の時計算できないので、自己資本を用いて計算した。

14) 砂川・川北・杉浦（2008）のp171より。

15) 竹原（2014）では5年間の過去の株式月次リターンの平均を株式市場での収益性評価として用いている。

上記の財務指標以外の指標としては、竹原（2014）¹⁵⁾と同様に、（3月決算期末の時点から）過去3年の株式の月次リターンの平均（ret_perf）とそのリターンの標準偏差としてのリスク（ret_vol）変数を用いる。なお、分析結果への異常値の影響の可能性を考慮し、上記のすべての財務指標から毎年上・下1%に入るものは分析対象から除外する。

図表3の(a)に上記の変数で行った分析の結果を示している。また、図表3の(b)には、各変数を業種の中央値で調整し、同様の分析を行った結果が示されている。図表4から分かるように、経営者の持株比率は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。各グループのパフォーマンスにおける業種の要因を除去するため、各企業の財務指標から当該企業の属している業種の中央値を引いて調整を行った。例えば、過去3年間の月次リターンデータで求める株式リターン（ret_perf）の場合は、次のように各企業の株式リターンから当該企業が属している業種のリターン¹⁶⁾を引いて計算される。

$$\prod_{t=1}^{36} (1 + r_{i,t}) - \prod_{t=1}^{36} (1 + r_{industry,t})$$

では、分析結果についてみてみよう。

図表3 各グループの財務的特性

(a) 業種調整前

業種調整前	ROA	OP_sales	ROE	logAsset	Lev	ret_perf	ret_vol	sales_gr	Div_eq
Top10	0.059	0.064	0.049	4.465	0.470	0.161	0.100	3.582	1.944
Bot10	0.043	0.049	0.011	5.604	0.602	0.056	0.105	0.419	2.038
Mid80	0.044	0.047	0.022	4.798	0.540	0.218	0.100	1.256	1.714
p-value(i)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.002	0.000	0.019
p-value(ii)	0.798	0.013	0.006	0.000	0.000	0.000	0.000	0.011	0.000
Top20	0.053	0.057	0.040	4.525	0.482	0.162	0.097	2.990	1.851
Bot20	0.044	0.050	0.019	5.416	0.587	0.146	0.106	0.904	1.893
Mid60	0.041	0.043	0.025	4.717	0.531	0.227	0.100	1.066	1.694
p-value(i)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.452	0.000	0.000	0.099
p-value(ii)	0.000	0.000	0.058	0.000	0.000	0.000	0.000	0.484	0.000

16) 業種別東証株価指数から算出したリターン

(b) 業種調整後

業種調整後	ROA	OP sales	ROE	logAsset	Lev	ret_perf	ret_vol	sales_gr	Div eq
Top10	0.016	0.023	0.000	4.465	-0.019	0.102	0.039	2.290	0.407
Bot10	0.006	0.007	-0.030	5.604	0.090	0.030	0.038	-0.124	0.616
Mid80	0.007	0.008	-0.016	4.798	0.040	0.130	0.038	0.489	0.326
p-value(i)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.410	0.000	0.000
p-value(ii)	0.340	0.467	0.007	0.000	0.000	0.000	0.848	0.024	0.000
Top20	0.012	0.017	-0.006	4.525	-0.010	0.098	0.036	1.894	0.341
Bot20	0.006	0.009	-0.024	5.416	0.076	0.093	0.041	0.140	0.460
Mid60	0.005	0.008	-0.016	4.717	0.042	0.132	0.037	0.346	0.332
p-value(i)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.773	0.000	0.000	0.000
p-value(ii)	0.143	0.229	0.011	0.000	0.000	0.003	0.000	0.290	0.000

注) Top10 (20) :上位10% (20%)、Bot10 (20) :下位10% (20%)、Mid80(60) :中間80% (60%)。P-Value(i)は(上位と下位)グループ間における平均差の検定の結果を、P-Value(ii)は(下位と中間)グループ間における平均差の検定の結果を表している。

図表3には経営者の持株比率で分けた各グループの特徴をみるため、前述した各変数のグループの代表値として平均値を示している。またそれぞれのグループにおける特徴に互いに統計的に有意な差があるかどうかを判断するため、t検定の結果であるp-valueも報告する。最初のp-value(i)は上位グループと下位グループ間における平均差(上位-下位)の検定の結果を、2番目のp-value(ii)は下位グループと中間グループ間における平均差(下位-中間)の検定の結果を表している。経営者の自社株式所有の比率が高くなればなるほど、株主との利害の一致が図られ、業績改善のための経営努力のインセンティブが経営者に働くとすれば、上位グループの業績は下位グループのそれを上回る傾向をみせることが予想される。これについては上・下位(それぞれ10%または20%)グループ間における平均値の差の検定の結果のp-value(i)で確認することにする。一方、先行研究で報告されているように経営者の持株比率が中間範囲に存在するケースにおいてはアライメント効果よりエントレンチメント効果が存在する可能性を想定している。もしエントレンチメント効果がアライメント効果を打ち消すとしたら、その負の影響は業績に表れるかもしれない。その可能性は下位・中間(80%または60%)のグループ間の平均値の差(下位-中間)の検定結果のp-value(ii)で確認することにする。

図表4 分析対象の業種別の内訳（社数と割合）

業種	上位10%	下位10%	上位20%	下位20%	上位10%	下位10%	上位20%	下位20%
水産・農林業	13	7	19	18	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%
鉱業	0	32	0	40	0.0%	1.4%	0.0%	0.9%
建設業	51	136	154	327	2.2%	5.9%	3.4%	7.1%
食料品	66	68	149	184	2.9%	3.0%	3.2%	4.0%
繊維製品	18	62	55	124	0.8%	2.7%	1.2%	2.7%
パルプ・紙	13	19	24	52	0.6%	0.8%	0.5%	1.1%
化学	128	185	331	435	5.6%	8.0%	7.2%	9.5%
医薬品	19	72	72	137	0.8%	3.1%	1.6%	3.0%
石油・石炭製品	0	47	0	65	0.0%	2.0%	0.0%	1.4%
ゴム製品	47	21	49	45	2.0%	0.9%	1.1%	1.0%
ガラス・土石製品	27	58	42	143	1.2%	2.5%	0.9%	3.1%
鉄鋼	7	88	50	190	0.3%	3.8%	1.1%	4.1%
非鉄金属	11	120	27	211	0.5%	5.2%	0.6%	4.6%
金属製品	52	26	190	62	2.3%	1.1%	4.1%	1.4%
機械	155	146	317	312	6.7%	6.4%	6.9%	6.8%
電気機器	214	448	445	667	9.3%	19.5%	9.7%	14.5%
輸送用機器	56	152	103	312	2.4%	6.6%	2.2%	6.8%
精密機器	13	38	37	112	0.6%	1.7%	0.8%	2.4%
その他製品	118	29	206	64	5.1%	1.3%	4.5%	1.4%
陸運業	49	104	88	234	2.1%	4.5%	1.9%	5.1%
海運業	7	27	13	59	0.3%	1.2%	0.3%	1.3%
空運業	0	31	0	40	0.0%	1.3%	0.0%	0.9%
倉庫・運輸関連業	23	9	62	35	1.0%	0.4%	1.4%	0.8%
情報・通信業	185	83	319	178	8.0%	3.6%	6.9%	3.9%
卸売業	209	140	572	233	9.1%	6.1%	12.5%	5.1%
小売業	333	38	593	72	14.5%	1.7%	12.9%	1.6%
不動産業	107	67	143	133	4.7%	2.9%	3.1%	2.9%
サービス業	378	46	532	108	16.4%	2.0%	11.6%	2.4%
合計	2299	2299	4592	4592	100%	100%	100%	100%

注) 表内に色付けがされているのは、各グループ（上位・下位・中間）の中、上位5位までの業種を表す。

まず、収益性の代理変数として用いた変数（ROA, Op_sales, ROE）は3つともに、持株比率が高い上位グループ（Top10, Top20）であるほど、業績はいい。持株比率の低いグループ（Bot10, Bot20）との各財務指標の平均差（Top-Bot）のt検定においても、その差は統計的に有意に認められ

る (p-value(i)を参照)。また、これらの結果は、業種調整後 (図表3の (b)) においてもその傾向は変わらないことが分かる。3つの収益性指標 (ROA, Op_sales, ROE) の中で、上・下グループ間の収益性の平均差が一番大きいのがROEである点は興味深い。たとえば、上・下10%のグループでいえば、Top10のROA(5.9%)、Op_sales(6.4%)、ROE(4.9%)はBot10のそれらをそれぞれ1.7, 1.6, 3.8ポイント上回っており、ROEの平均差が一番大きいことがわかる。企業の所有者である株主にとって大事なROE指標が、所有と経営の分離の度合いがもっとも小さい上位グループにおいて一番大きいというのは、当該グループにおける持株比率のアラインメント効果の存在を示唆する結果となっている。

次に、安全性 (Lev) は平均的に、Top10(20)の場合、総資本の約47%(48%)が負債で占められているのに対して、Bot10(20)のそれは約60%(59%)であり、その差は統計的に有意に異なる。業種調整後も上位グループの負債比率の平均が一番低い。成長性 (Op_sales) に関しても、上位グループは (業種調整前後ともに) 下位グループのそれを上回っている。他に規模 (logAsset) については経営者の持株比率が高いほど、規模は小さく、上位グループにおける後の株式リターンの分析では小型効果の影響を考慮する必要があることを示唆している。

次に株式市場における評価として用いた過去の株式リターン (ret_perf) は、Top10 (16.1%) に関してはBot10(5.6%)より上回っているが、上・下位グループの範囲を広げたTop20(16.2%)になると (業種調整前後とも) Bot20(14.2%)のリターンのパフォーマンスとの統計的に有意な差は見られない。そしてリスクの代理変数として用いているボラティリティ (ret_vol) に関しては、上位のグループは平均的に下位グループよりボラティリティは低いが、業種調整後の結果については、Top10とBot10間における統計的に有意な差はみられない。最後に、配当性向に関しては業種調整前後ともに上位グループは下位グループより平均的に配当性向は低い結果となっている¹⁷⁾。

以上、図表3の結果をまとめると、経営者の持株比率の高い上位グルー

プであるほど、下位グループより収益性、成長性ともに高く総資本に対する負債の割合は低い傾向があることが分かった。過去の株式リターンに関しては上位10%グループのパフォーマンスは下位10%グループよりアウトパフォーマンスしてはいるものの、上・下の範囲を広げ、上・下20%にするとグループ間の平均差の有意性はなくなる。それに対してリスクの水準は上位グループの方が小さい傾向が見えるが、業種調整後でみると上・下10%間における平均の差の統計的有意性は消える。配当性向に関しては、上位グループが下位グループより低い傾向を見せている。収益性と成長性の分析結果に照らし合わせてみると、経営者の持株比率の高い上位グループは収益性がよく、下位グループに比べて、配当金として配分されるより再投資され、企業の成長につなげるといった資金の有効活用を示唆する結果となっている。エンタレジメント効果を確認するために行った下位グループと中間グループ間における平均差の検定では、上・下間における関係と異なって収益性に関しては両グループの平均差は統計的な有意性が認められない対照的な結果が得られた。

(2) 経営者の持株比率で分けた各グループの株式リターンパフォーマンス

(1) での分析結果から、経営者の持株比率の高い上位グループは相対的にいい財務パフォーマンスをみせていることが分かった。持株比率がもたらすアラインメント効果の可能性を示唆する結果である。経営者の自社株式所有が所有と経営の分離に伴うエージェンシー問題を緩和させる「いいガバナンス」の役割をしているとすれば、投資指標としての経営者の持株比

17) 図表には掲載していないが、赤字企業における配当の実施有無について簡単な追加分析を行った。久保・齋藤 (2009) は経営者の持株比率は高い企業では、配当を支払うべきではない状況、例えば赤字でかつ投資チャンスが多い場合においても配当を支払うという「エンタレジメント仮設」で説明できる傾向がみられるという。そこで本稿では赤字企業の中で配当を実施している企業の割合をTop10,Bot10,Mid80の3つのグループ別に算出してみたが、結果は、それぞれ9.8%,12.7%,11.4%でTop10のグループが一番小さく、赤字企業にに限って言えば、久保・齋藤 (2009) で指摘されているような経営者の持株比率の高い企業におけるエンタレジメントの傾向は見えなかった。

率の有効性はないだろうか。ここで「いいガバナンス」への投資の（株式リターンの）パフォーマンスについて実証を行った先行研究の結果からそのヒントを探ってみよう。

企業のガバナンスと株式リターンパフォーマンスについて行った実証分析の初期の代表的なものとしてはGompers, Ishii and Metrick(2003)がある。彼らは、いいガバナンス¹⁷⁾の企業に投資することによって正の株式超過リターンが得られるという分析結果を報告している。光定・蜂谷(2009)は、市場志向的ガバナンスが働きやすい株主構成を持つ企業はそうでない企業に対して正の株式超過リターンをもつことを確認している。しかし、直近の先行研究からは両者の関係が否定される結果も報告されている。例えばBechuk, Cohen and Wang(2013)は、1990年代の分析期間で行われたGompers, Ishii and Metrick(2003)で報告されたガバナンスと株式リターンパフォーマンスにおける正の関係は、その後の2000~2008年までの期間では消えていると報告している。一方、Lilienfeld-Toal and Ruenzi(2014)は、CEOの持株比率と株式リターンのパフォーマンスとの関係を調べ、経営者の持株比率情報を利用した投資戦略で正の超過リターンを達成できるという分析結果を報告している。彼らは超過リターンが生じる原因としてもっとも可能性の高いのは、Gompers, Ishii and Metrick(2003)の解釈を引用して経営者の持株のもつインセンティブ効果を市場が正しく評価できていないことだろうと結論づけている。

そこで本節では、持株比率を投資指標として用いて作成された（第2章で定義した）各グループ（上位・下位・中間）の事後的な株式リターンのパフォーマンスを観察してみる。株式リターンパフォーマンスの測定は次のように行う。毎年6月末の時点で3月決算期における持株比率の値で各グループは分けられ、株式リターンの測定のため、1年間維持される¹⁸⁾。各グル

17) 株主の権利を弱める24個のガバナンス条項を用いて作られたG-Indexで測定

18) 本研究では3月決算期企業のみを分析対象としているので3か月後の6月末にはグループ分けのためのデータが出さることを想定し、グループ選定は各年度の6月末の時点で実施している。

ープの株式リターンは、図表3の結果からわかるように上位グループは相対的に規模の小さい企業が多く小型株効果の影響を考慮し、各グループ全体の時価総額合計に対する個別銘柄の時価総額をウェイトとする時価加重平均(value-weighted returns)で算出する。なお、リターン測定は2001年6月から2014年4月¹⁹⁾までの期間で行った。

図表5に、上記の方法で算出した株式リターン原数値の平均とシャープレシオをグループ別に示した。上位グループの株式リターンパフォーマンスは下位や中間グループのそれらよりよく、下位グループや中間グループ間においては際立ったパフォーマンスの違いは見られない。上位グループに限ってみると、上位20%から上位10%に持株比率が高まるほど、平均リターンの大きさはそれぞれ（年次換算で）5.7%から8.1%に増加していることが分かる。リスクを考慮したパフォーマンスの指標であるシャープレシオに関してもリターン（原数値）の平均値の結果と似た傾向を見せている。

図表6は、各グループのリターンパフォーマンスの変化を時系列でとらえるため、累積リターンの推移をグラフで示している。リターン測定の開始時点である2001年6月を1としている。

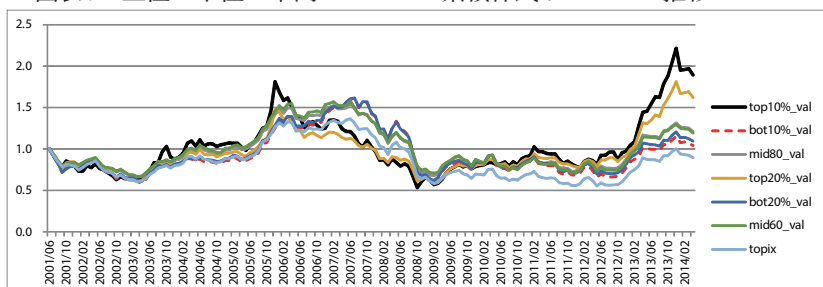
図表5 上位・下位・中間グループの株式リターンの平均とシャープレシオ

	平均	シャープレシオ
top10%	0.0065	0.0789
bot10%	0.0021	0.0177
mid80	0.0025	0.0288
top20%	0.0046	0.0654
bot20%	0.0023	0.0219
mid60	0.0024	0.0267

(注) シャープレシオは2001年7月から2014年4月までの月次リターンの平均から長期国債応募者利回りの月次換算値を引き、各グループの月次リターンの標準偏差で割って算出している。

19) 次節の分析に用いる4ファクターリターンのデータは、関西大学商学部太田教授のホームページhttp://www2.ipcku.kansai-u.ac.jp~koji_ota/からダウンロードして使用しているが、サイトから現在入手できるデータは2014年4月までとなっているため、本稿の株式リターンのパフォーマンスの測定期間も2014年4月までとした。

図表6 上位・下位・中間グループの累積株式リターンの推移



注) 毎年6月に全サンプルを経営者の持株比率で10分割をして得られる各グループ（上位・下位・中間）の2001年7月から2014年4月までの累積リターンの推移。2001年6月時点の値を1としている。

グラフをみて分かるように、累積のリターンも図表5の結果と同じく、上位グループはその他グループをアウトパフォーマンスしていることが分かる。例えば2001年6月に上位10%のグループに投資された最初の投資額はリターン計算の算出終了時点である2014年4月においては約1.89倍になっていることに対して、下位10%の場合は約1.04倍の結果となっている（リターンの計算には取引コストは反映されていない）。また、グループ分けの基準を上・下20%に広げたケースにおいても、上位20%は投資額の1.62倍、下位20%は1.09倍になっており、持株比率の高いグループの株式市場でのパフォーマンスは高い傾向をみせていることが分かる。これは、サンプル期間において経営者の持株比率の高いグループの企業価値がそうでないグループに比べ、市場で評価され、高まったことを表している。

次節では、リスクをコントロールした上で各グループの株式リターンパフォーマンスを観察してみる。負担するリスクに見合うリターンでなければ「いい投資」とは言えない。標準的ファインスの実証分析で用いられるリスクファクターでリスクを調整した後、得られる超過リターンを用いて各グループのパフォーマンスをみてみよう。

(3) 4ファクターモデルでリスクを調整した後の株式リターンパフォーマンス

リスクファクターは、Fama and French(1993)の3ファクター ($R_m - R_f$, Small-Big: SmL , High-Low: HmL) にモーメンタムファクター (Momentum: Mom)を追加した4ファクターを用いる。次のモデル (1) で、各グループの月次の株式リターンを被説明変数として回帰分析を行って得られる定数項 α_p (超過リターン) の符号と統計的有意性で6つのグループのパフォーマンスを測ることにする。

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_0(R_m - R_f) + \beta_1 SmB_t + \beta_2 HmL_t + Mom_t + \varepsilon_{pt} \quad (1)$$

(R_{pt} はグループ p の t 月の時価総額加重リターン、 R_{ft} は t 月における安全資産収益率)

分析の結果は図表7に示している。経営者の持株比率の上位10%・下位10%・中間80%を対象にした分析の結果を図表7の (a)に、上位20%・下位20%・中間60%を対象にした分析の結果を (b)に示している。

上位10%(20%)グループの(月次ベースでの)超過リターン(定数項)は0.602%(0.433%)で10%(5%)の水準で統計的に有意に正である。また、このような正の超過リターンの統計的有意性は小型株効果の可能性をコントロールしても不変である。例えば、小型株効果を表す SmB_t の回帰係数をみると、上位10%・20%以外のグループにおいては統計的有意性はなく、小型株効果は見られない一方、上位10%グループにおいては0.353で5%の水準で有意である。また上位20%グループにおいてもその回帰係数は0.229に減ってはいるが1%の水準で有意である。前述の分析結果からも分かるように上位グループの規模は平均的に小型の企業が多い。上位グループの株式リターンパフォーマンスの良さが小型企業でみられる小型株効果(Banz,1981)²⁰⁾によってもたらされているのであれば、上位グループへの投資からのリターンは小型株の持つリスクの負担との引き換えにすぎない。

20) 小型企業に対するリスクプレミアムを指しており、規模の小さい企業の株式リターンのパフォーマンスが大型企業のそれを上回る現象

一方、下位10%(20%)グループの超過リターンは統計的に有意であるものの、その水準は上位10% (20%) グループの超過リターンの約43% (59%) にとどまっている。Mid80%・60%グループにおいては超過リターンの統計的有意性は認められない。

以上の分析結果から、リスクを調整した後も経営者の持株比率の高いグループの株式パフォーマンスは良好であることが確認できた。

図表7 回帰分析結果

(a) 経営者の持株比率上位10%・下位10%・中間の80%を対象に

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
	to10_Rf	bo10_rf	mi80_rf
<i>Rm-Rf</i>	1.078*** (0.0651)	1.083*** (0.0327)	0.942*** (0.0194)
<i>SmBt</i>	0.353** (0.145)	-0.0904 (0.0642)	0.0259 (0.0431)
<i>HmLt</i>	-0.341* (0.178)	-0.251*** (0.0712)	-0.0987** (0.0430)
<i>Momt</i>	0.0823 (0.0873)	-0.0780* (0.0435)	-0.0153 (0.0371)
Constant	0.00602* (0.00350)	0.00257* (0.00147)	0.00174 (0.00108)
Observations	154	154	154
R-squared	0.626	0.913	0.945

(b) 経営者の持株比率上位20%・下位20%・中間の60%を対象に

	(1)	(2)	(3)
VARIABLES	to20_rf	bo20_rf	mi60_rf
<i>Rm-Rf</i>	0.958*** (0.0396)	1.064*** (0.0251)	0.926*** (0.0212)
<i>SmBt</i>	0.229*** (0.0836)	-0.0623 (0.0530)	0.0223 (0.0448)
<i>HmLt</i>	-0.308*** (0.0834)	-0.223*** (0.0529)	-0.0596 (0.0447)
<i>Momt</i>	0.0845 (0.0537)	-0.0804** (0.0340)	0.000550 (0.0288)
Constant	0.00433** (0.00204)	0.00255* (0.00129)	0.00140 (0.00109)
Observations	154	154	154
R-squared	0.801	0.931	0.932

注) ()内は頑健な標準誤差 (Robust standard errors)。*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$
top10_rf: (上位10%ポートフォリオのt月の月次リターン-t月の安全資産収益率)
bot10_rf: (下位10%ポートフォリオのt月の月次リターン-t月の安全資産収益率)
mid80_rf: (中間80%ポートフォリオのt月の月次リターン-t月の安全資産収益率)

5. おわりに

本稿では、株式会社の特徴でもあり、またエージェンシー問題の源泉ともいわれる「所有と経営の分離」が企業の株式リターンパフォーマンスには実際にどのような影響を及ぼしているかについて、日本の上場全社を対象に実証を行った。そのため、経営者の持株比率と企業の財務属性及び企業のパフォーマンスとの関係について分析を行った。

企業の意思決定を行う経営者自身が自社の株式を所有することで想定される効果としては一般的に、「アラインメント効果」と「エン trenチメント効果」があげられる。前者は、経営者が自社の株式を所有することによって株主との利害一致の度合いが高くなり、企業業績の改善のための経営者自身が努力を惜しまない「いい意味のインセンティブ」が働くというものである。後者は、経営者の株式所有が株主のための行動につながるの

ではなく経営者自身の私的便益を優先する「悪い意味のインセンティブ」が働き、その結果株主の利益が損なわれる状況を指している。そこで、本稿ではこの二つの仮説を考慮し、経営者の持株比率の大ききで分けた上・中・下グループにおける各グループの財務特性および株式リターンのパフォーマンスを測定した。もし、上記の二つの効果が日本の企業においてみられるとしたら、グループ間におけるパフォーマンスにも何等かの違いが検出されるだろうという仮定の下で分析を行った。

分析結果は次の通りである。財務的特性の分析結果からは、経営者が自社の株式を多く保有しているグループであるほど（所有と経営が一致しているほど）、企業のファンダメンタル（収益性・成長性・安全性）は持株比率の低いグループに比べ、いいことが分かった。少なくとも財務パフォーマンスの結果からは経営者の高い持分を持つ弊害（エントレンチメント効果）は見当たらない。また、持株比率を投資指標として用いて行った事後的株式リターンのパフォーマンスにおいても持株比率の高いグループは平均的に好調なパフォーマンスを見せている。この結果は、財務パフォーマンスの結果と合わせてみると、経営者の自社株式保有はその水準によって経営者の利害を株主のそれと一致させるいいガバナンスの役割を果たしており、また「いいガバナンス」への投資が「いい投資」につながっている可能性を示唆している。

参考文献

- Banz(1981) “The relationship between Return and Market Value of Common Stocks” *Journal of Financial Economics*, 9,p3-118.
- Bebchuk, L.A, A.Cohen and C.Y.Wang(2013) “Learning and the Disappearing association between Governance and Returns” *Journal of Financial Economics* 108, p323-348.
- Fahlenbrach(2009) “Founder-CEOs, Investment Decisions, and stock Market Performance” *Journal of Financial and Quantitive Analysis*, 44, p439-

466.

Gompers,P,J,Ishii and A.Metrick(2003) “Corporate Governance and Equity Prices,” *The Quarterly Journal of Economics*, Feb, p107-155.

Jensen,M.,and W.Meckling(1976) “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3,p305-360.

Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen, Charles C.Y. Wang (2013) “Learning and the Disappearing Association Between Governance and Returns“*Journal of Financial Economics*,108, p323-348.

Lichtenberg and Pushner(1994) “Ownership structure and corporate performance in Japan”, *Japan and the World economy*, 6,p239-261.

Liliefeld, V.V, and S.Ruenzi(2014) “CEO Ownership, stock Market performance, and Managerial Discretion” , *Journal of Finance* 3, p1013-1050

Mehran,K.,(1995) “ Executive Compensation Structur, Ownership, and Firm Performance” *Journal of Financial Economics*,38, p163-184.

Morck, R.,A.Shleifer, and R.W.Vishny(1988) “Management ownership and market valuation: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, 20, p293-315.

Short,H.,Keasey,K.,(1999), “ Managerial Ownership and the Performance of Firms:Evidence from the UK” *Journal of Corporate Finance*,5,p79-101.

Shuto and Takada(2010)“Managerial Ownership and Accounting Conservatism in Japan: A test of Management Entrenchment Effect” *Journal of Banking Finance & Accounting*, p1-26.

Stulz,R.(1988) “ Managerial Control of Voting Rights” *Journal of Financial Economics* 20, p25-59.

砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳（2008）『日本企業のコーポレートファイナンス』 日本経済出版社.

伊丹敬之・加護野忠男（2005）『経営学入門』日本経済新聞社.

久保克行（2001）「役員持株は企業業績に影響を与えるか？」一橋大学機

関リポジトリHERMES-IR 1-23.

久保真行・齋藤卓爾（2009）「配当政策と経営者持株—エントレンチメントの観点から—」『経済研究』60,1,47-59.

島見大（2011）「経営者による株式保有が企業価値に与える影響についての考察」神戸大学経営学研究科 current management issues.

竹原均（2014）「同族企業の収益・リスク特性」『経営財務研究』Vol.34,No1・2,53-71.

手嶋宣之（2000）「経営者の株式保有と企業—日本企業による実証分析」『現代ファイナンス』7,41-55.

光定洋介・蜂谷豊彦（2009）「株主構成と株式超過収益率の検証—市場志向的ガバナンスのわが国における有効性」『証券アナリストジャーナル』51-65.

三輪晋也（2011）「日本企業における役員の株式所有と企業業績」『國士館大學政経論叢』通号第158号,133-152.