

政策保有株式と会計数値の関係



一橋大学大学院 経営管理研究科 准教授

一橋大学大学院 商学研究科 博士後期課程

専修大学 商学部 講師

円谷 昭一
柳樂 明伸
金 鐘勲

1. 問題の所在

本研究の目的は、政策保有株式の保有量によって会計数値（利益率、利益率の安定性、売上高・総資産の成長性）が変化するかどうかを実証的に明らかにすることである。

2018年度の全上場会社の政策保有株式の個別開示銘柄数（延べ）は約4万9,900銘柄（み

〈目 次〉

1. 問題の所在
2. 先行研究と残された課題
3. 株式持合いの状況
4. 政策保有株式の多寡と会計数値との関係
5. 株式売却前後での数値変化
6. なぜ利益率が低いのか

なし保有を含まず）であるが、その保有理由を集計したところ、もっとも多い理由は「取引関係の維持・強化」であり、次いで「取引関係の維持・強化のため」、「企業間取引の強化」と続いている。文言を一字一句そのまま集計した結果であるが、多少の言い回しの違いがあっても、取引関係の「維持」「強化」が保有理由の上位を独占しており、これは2018年度以前の記載でも同様である。企業側が保有理由として挙げる「取引関係の維持・強化」という効果のみを切り出して定量化することは困難であるが、実取引の変化を通じて会計数値にその効果が表れてくると考えれば、会計数値を分析することで、株式持合いにメリットがあるかどうかを間接的に検証できと思われる。

六大企業集団（三菱、三井、住友、芙蓉、

三和、一勧)の存在がいまだ大きかった1970～90年代中頃にかけては、六大企業集団の構成企業と非構成企業(独立系企業)とで利益率、利益率の安定性、成長性をはじめ投資行動や配当行動などが異なるかどうかを検証した研究が報告されていた。しかしながら、バブル崩壊による企業集団の解体によって、この種の研究は行われなくなった。一方で、企業集団は解体に向かったものの、後述するように企業の株式持合いは依然として続いている。ある専門家はこれを“根雪”と表現しているが、政策保有株式をめぐる企業と機関投資家との対話への関心が高まる中で、あらためて研究蓄積が求められている。

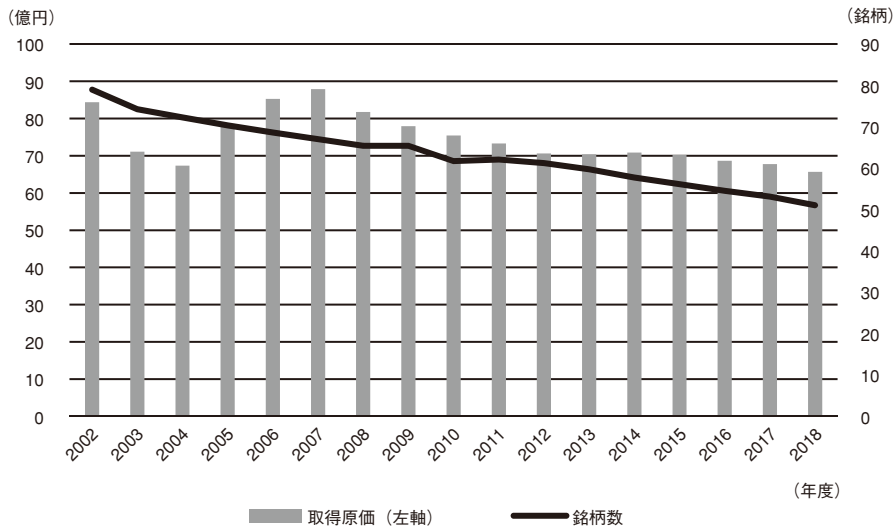
■ 2. 先行研究と残された課題

企業集団の財務特性に関する実証研究として比較的初期に行われたものがCaves & Uekusa [1976]、植草 [1982] である。これらの研究は、1961～70年の東証1部243社のデータを用いて、企業集団構成企業の利益率は独立系企業よりも低いことを見出した。しかしながら、なぜ利益率が低いのかという具体的な説明が課題として残された。これに説明を与えたのが中谷 [1983] である。中谷 [1983] は1972～80年の三井、三菱、住友、芙蓉グループ構成企業の税引後事業利益を独立系企業と比較した結果、どのグループにおいても5%水準で独立系企業の利益率が有意に高いことが分かった。他方で業績の安定性

については、各企業の分析期間9年間にわたる平均利益率の企業集団内の分散値を独立系企業の分散値と比較した結果、独立系企業よりも企業集団構成企業の安定性が高いことが明らかとなった。これらの結果を総合して中谷 [1983] は、「企業集団とは、企業業績に関する「相互保険のシステム」であるといえるであろう」(66頁)と結論している。つまり、利益率を犠牲にしても業績の安定性を確保しているという解釈である。その他の先行研究でも企業集団構成企業の低利益率が報告されており(Genay [1991]、翟 [1999] など)、相互保険システム説が概ね受け入れられている。

しかしながら、高度経済成長期とその終了後とでは結果が異なると主張するのが小田切 [1992]、岡崎 [1992]、Isobe *et al.* [2006] などである。また、1980年代に企業集団構成企業の財務特性が変化したという実証結果も報告されている(Lincoln *et al.* [1996]、Tabeta & Rahman [1999] など)。このように、企業集団構成企業と独立系企業との違いについて様々な見解が報告されたが、バブル経済の崩壊と企業集団の解体によって実証研究は下火となった。1990年度以降のデータを用いた新田 [2000] が報告されているが、それ以降は筆者が知る限り政策保有株式と会計数値の關係に焦点を当てた実証研究は行われていない。企業集団構成企業と独立系企業との比較とは異なる視点で、政策保有株式と会計数値との關係を大量データ分析によって

(図表 1) 日本企業の株式保有状況



*取得原価情報は2002年度から2018年度まで一貫してその他有価証券の注記情報が入手できる上場会社2,752社（IFRS・米国会計基準適用企業を除く）の単純平均。銘柄数は2002年度から2018年度まで一貫してデータが入手できる1,183社の単純平均。ただし、2002～2008年度は有価証券明細表データを用いており、2009年度からは政策保有株式のデータを用いている。

(出所) 筆者作成

浮き彫りにする必要がある。

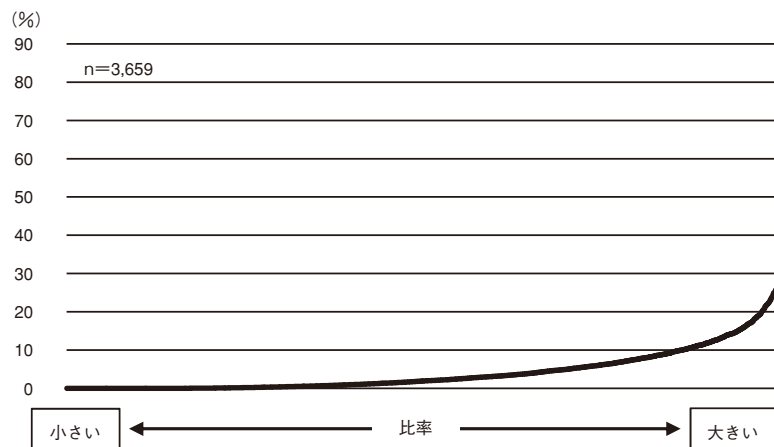
3. 株式持合いの状況

実証研究の壁の1つがデータに関するものである。現行制度で開示されている株式データは複数あるが、それぞれが異なる特徴を有しており、分析視点によって使い分ける必要がある。株式持合いに関する実証分析や実態調査を行う際に、そのデータの性質上、有価証券報告書の政策保有株式の情報がもっとも適切である。なぜならば、「投資有価証券に区分される株式（投資株式）のうち純投資目的以外の目的で保有する株式」という定義の

もとで保有目的にもとづいて開示されているデータだからである。その他の株式データは資産の内訳を注記開示したものであり、保有目的によって分類された株式データではない。

政策保有株式データは2010年3月期から入手でき、基本的には提出会社（親会社）の情報である。各社が保有している株式の個別銘柄情報が入手できる反面、取得原価情報を知ることにはできない。取得原価が分からないため、前年と比べて株式を売却したかどうかを政策保有株式データから把握することはできない。そのため、取得原価の変化額のデータが必要となる研究を実施する際には、企業会

(図表 2) 総資産に占める政策保有株式の比率 (2018年度)



(出所) 筆者作成

計基準第10号「金融商品に関する会計基準」で開示が要請されているその他有価証券（株式）データを用いる必要がある。その他有価証券データは2001年3月期から入手でき、財務諸表（連結優先）の注記情報である。その特徴は取得原価情報が入手できる点にある。2018年度の全事業会社（IFRS・米国会計基準採用企業を除く）3,425社の政策保有株式とその他有価証券の金額の相関を調べたところ、相関係数は0.966であり、両データには代替性がある。本研究では、政策保有株式データを用いて検証を進めるが、取得原価情報が必要となる検証では代替的にその他有価証券データを用いている（注1）。

まず、日本企業の株式保有状況を確認する。2002年度以降の1社当たりの平均保有銘柄数と保有株式の取得原価の推移を示したのが図表1である。

保有株式の取得原価は2004年度から2007年度まで増加しているが、これはアクティビスト対策のための持合い再強化期にあたる。ただし、持合い再強化期でも平均保有銘柄数は減少基調であり、保有株式の選択と絞り込みをしつつ、重要な相手との持合いを中心に再強化したといえる。2007年度以降は保有額は減少傾向にあり、コーポレートガバナンス・コードが導入された後は、2016年度から若干だが減少が加速している。このように日本企業の株式持合いは銘柄数・取得原価ともに減少傾向にはあるものの、いまだに“根雪”として残っている部分が少なくない。

図表1は時系列の推移を示しているが、総資産（連結優先）に占める政策保有株式の帳簿価額の比率を各社ごとに計算し、その比率が小さい企業から順に並べて表示したものが図表2である。グラフの左端に行くほど比率

が小さい企業、右側に行くほど大きい企業の順に2018年度の全社の比率を表示している。

多くの日本企業では総資産に占める政策保有株式の比率はそれほど大きくはないものの、一部の企業が多く株式を保有しており、総資産に占める比率がかなり高い企業も存在している。比率の平均値が4.5%であるのに対して中央値が2.0%であることもその証左である。つまり、政策保有株式は日本企業全体に均一的に広く薄く存在しているというよりも、特定の企業に集中しており、ほとんど保有していない企業もかなりの社数にのぼっているのである。実証研究や制度設計の際にはこうした現状を十分に把握したうえで議論を進める必要があろう。

■ 4. 政策保有株式の多寡と会計数値との関係

保有している政策保有株式の量(帳簿価額)と会計数値には関係があるであろうか。本研究では検証対象として利益率、利益率の安定性、売上高・総資産の成長性を採用する。前述したように企業の株式保有目的は「取引関係の維持・強化」が上位を占めている。もしこれが本当であれば、株式保有の帰結として利益率やその安定性、さらには成長性が高い可能性がある。分析では大日方[2013]第3章のノンパラメトリック分析を採用する。本研究では政策保有株式の多寡と1つの会計数値との関係を検証しているため、ノンパラメ

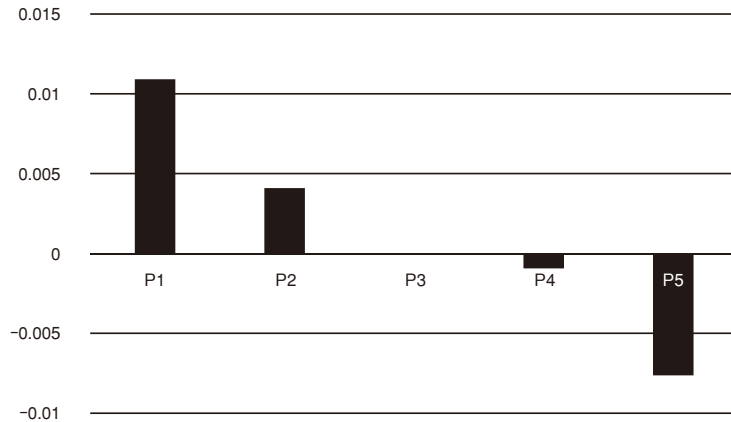
トリック検定が可能である。また、図表2で視覚的に示したように、政策保有株式が一部の企業に偏在している一方で、ほとんど保有していない企業もかなり存在している。そこで分析サンプルを政策保有株式の保有量にもとづいて5つのポートフォリオに分割し、それぞれのポートフォリオ間で会計数値に差異があるかどうかを検証した。

具体的には、総資産に占める政策保有株式の比率を基準にして全上場会社を順に並べ、それを5つのポートフォリオに等分する。もっとも保有比率が小さい企業群をポートフォリオ1(P1)、もっとも保有比率が大きい企業群をポートフォリオ5(P5)とし、P1の次に保有比率が大きいのがP2、P2の次に大きいのがP3、P3の次に大きいのがP4といったように、P1からP5まで5つのポートフォリオにサンプルを分割する。なお、ポートフォリオの分割はサンプル企業をプールして行うのではなく、東証業種別株価指数の基となる17業種分類に従って、業種ごとに行っている。政策保有株式の開示は2010年3月末日決算に係る有価証券報告書から始まっている。本研究ではサンプルの決算期を3月期に限定せず、全上場会社を分析対象としている。よって、2010年度(2010年4月期～2011年度3月期)以降が分析期間となる。

(1) 利益率との関係

利益率との関係の検証では、ポートフォリオ組成(t 期)の翌期($t+1$ 期)から3期先(t

(図表 3) ポートフォリオ別の調整利益率 (t+1 期)



(出所) 筆者作成

+ 3 期) までの利益率を検証した。たとえば、2010年度 (t期) に全上場会社を 5 つのポートフォリオに分割し、2011年度 (t+ 1 期) から2013年度 (t+ 3 期) にかけてポートフォリオごとに利益率が異なるかどうかを検証する。したがって、ポートフォリオ組成は2010年度から2015年度にかけて 6 回行う。ポートフォリオを組成した各年度の観測数は2010年度3,247社、2011年度3,262社、2012年度3,326社、2013年度3,438社、2014年度3,530社、2015年度3,627社である。各年度ともにサンプルを 5 分割した 5 つのポートフォリオを組成し、各ポートフォリオを2010~2015年度でプールした結果、各ポートフォリオの観測数は概ね3,980サンプルとなった。

ポートフォリオ間で比較する利益率は大日方 [2013] と同様に売上総利益・営業利益・経常利益・税引前利益・当期純利益の 5 段階

利益である。本研究では全上場会社を分析対象としているので、連結財務諸表作成企業は連結利益を、非作成企業は個別利益を用いている。5 つの段階利益を前期末総資産・前期末純資産・売上高の 3 つのデフレーターによってデフレートする。さらに、この15パターンの各企業のデフレート後の利益率から、その企業が所属する業種の利益率の平均値・中央値を控除して業種影響を調整した後の調整利益率を算出する。したがって、5 つの段階利益× 3 つのデフレーター× 2 つの業種利益ベンチマークの合計30パターンの調整利益率を用いて検証を行っている。

図表 3 は営業利益を前期末総資産でデフレートし、業種調整を業種中央値で行った場合の結果である (t+ 1 期のみ)。

P 1 は政策保有株式を持っていない、またはほとんど持っていない企業群であり、P 5

がもっとも多く保有している企業群である。P1の調整営業利益率がもっとも高く、P5がもっとも低い結果となった。各ポートフォリオ間の調整利益率の差異が有意(1%水準)であるかどうかのMann-Whitney検定を行った結果、P2-P3間およびP4-P5間で有意な差が確認できた。つまり、政策保有株式を大量に保有することは翌期の低利益率につながっていることを示唆している。

他の29パターンについても同様に検証した結果、図表3のように調整利益率が $P1 > P2 > P3 > P4 > P5$ の順に下がっていく傾向が観察された。紙幅の関係で詳細は省くが、金融機関をサンプルから除いたり、東証1部企業に限定するなど5つの追加分析を実施したが、追加分析でも同様の結果が得られている。つまり、政策保有株式を多く持つ企業ほど利益率が低く、これは先行研究の結果と整合的である。

(2) 利益率の安定性との関係

次に、利益率の安定性との関係の検証である。まず前項と同様に5つの段階利益×3つのデフレーターで15パターンの利益率を算出する。その15パターンの利益率ごとに2010～2018年度の9期間の標本標準偏差を各社ごとに計測する。計測された各社の標本標準偏差を用いて、17業種分類に従って業種平均値・中央値を算出し、各社の標本標準偏差から業種平均値・中央値を控除することで業種特性を調整した後の調整標本標準偏差を作成す

る。ポートフォリオの組成は2010年度で行い、それを固定する^(注2)。この調整標準偏差が5つのポートフォリオ間で異なるかどうかを比較した。

検証の結果、P1-P2間、P2-P3間でほぼすべてのパターンにおいて1%水準で有意な差異がある一方で、P3-P4間、P4-P5間では有意な差異は一部でしか観察されなかった。この結果の含意は2つある。まず、政策保有株式をほとんど保有していない企業(P1・P2)は、保有している企業(P3～P5)と比べて利益率の安定性が低いということである。次に、保有している企業群(P3～P5)に限定すれば、とりわけ多く保有しているP5の利益率の安定性が相対的に高いという結果は得られなかった。これらを総合すると、政策保有株式を持つことは利益率の安定性を高める可能性があるが、そうした安定性向上の効果は、株式保有量がある一定の水準を超えともはや発現しなくなり、保有量が増えれば増えるほど利益率の安定性が増すという傾向は見られない。

(3) 売上高・総資産の成長性との関係

売上高・総資産の成長性との関係の分析では、2010年度から2018年度の9年間の売上高・総資産の年平均成長率(CAGR)がポートフォリオごとに異なるかどうかを検証する。ポートフォリオの組成は2010年度で行い、それを固定する。用いる売上高・総資産データは連結優先データであり、各社の売上高・総

資産のCAGRは17業種分類によって業種平均値・中央値を算出し、各社のCAGRから業種平均値・中央値を控除することで業種特性を調整した後の調整CAGRを作成して比較した。

売上高の調整CAGRではP1－P2間で有意な差異が見られ、総資産の調整CAGRではP2－P3間で有意な差異が見られるが、その他のポートフォリオ間の差異は有意とはなっていない。成長性の検証結果の含意も、利益率の安定性と同様である。つまり、政策保有株式をほとんど保有していない企業（P1・P2）は、保有している企業（P3～P5）と比べて成長性が高いということである。次に、保有している企業群（P3～P5）に限定すれば、とりわけ多く保有しているP5の成長性が平均的な保有企業（P3・P4）と比べて異なるという結果は得られなかった。これらを総合すると、政策保有株式を持っている企業の売上高・総資産の成長性は低いものの、持てば持つほど成長性が低下するというわけではなく、株式保有量がある一定の水準を超えると政策保有株式の多寡と売上高・総資産の成長性との関係は観察されなくなる。

利益率、利益率の安定性、売上高・総資産の成長性のそれぞれの検証の結果、大きく2つの点が明らかとなった。まず、利益率に関しては、政策保有株式を多く持つ企業ほど利益率が低いことが明らかとなった。次に、政策保有株式をほとんど持っていない企業は利

益率の安定性が低く、成長性が高いことが分かった。ただし、政策保有株式を持っている企業群に限定した場合には、より多く持っている企業ほど安定性が高く、成長性が低いという結果は得られなかった。つまり、持っていない企業と比べると政策保有株式を持つことで利益率の安定性の向上と売上高・総資産の成長性の低下が観察されるが、より多く持てば持つほどそうした傾向がより一層に強くなるわけではない。

ただし、この結果の解釈には注意が必要である。各ポートフォリオの構成企業を調べたところ、政策保有株式をほとんど持っていない企業群（P1・P2）には新興市場企業が相対的に多く含まれていた。よって、新興企業と成熟企業という企業特性の違いが利益率の安定性と売上高・総資産の成長性の違いに表れており、政策保有株式の保有行動が影響しているわけではない可能性がある。この問題に対処するため、ある企業が株式を売却した場合に、売却した期の前後で会計数値が変化したかどうかを時系列で明らかにした。

■ 5. 株式売却前後での数値変化

前述したように、現行の開示制度の中で株式の取得原価情報が入手できるのは、金融商品会計で注記開示が要請されているその他有価証券（株式）データだけである。この情報を用いて、前年比で取得原価が減少している場合に「売却」が実施されたと考え、2002～

2018年度の間に前年比で「10%以上売却」「25%以上売却」「50%以上売却」の3つの判断基準によって売却実施サンプルを抽出した(注3)。売却した年度を境に売却前と売却後とで、利益率は前後3期間での、利益率の安定性と売上高・総資産の成長性は前後5期間で数値が変化しているかどうかを検証した。

まず利益率については、10%以上売却、25%以上売却サンプルで5%水準で有意な差が観察されており、売却前3期と比べて売却後3期の利益率が高まっていた。ただし、50%以上売却サンプルでは有意な差は見られない。これらの結果からは、その他有価証券の売却後に利益率が高まる傾向があるものの、売却幅によって利益率の上昇が観察されておらず、必ずしも頑健な結果ではない。しかしながら、どのパターンであっても利益率の低下は観察されておらず、前章の結果を補完する結果であるといえる。

利益率の安定性については、売却前5期と売却後5期を比較したが両者で有意な差はどの売却幅においても観察されなかった。利益率の安定性は株式売却によって変化しておらず、これも前章の結果を補完する結果であるといえる。最後に売上高・総資産の成長性である。10%以上売却、25%以上売却サンプルでは売上高・総資産ともにCAGRは有意に正の変化を示している。つまり、売却前と比べて売却後では売上高・総資産の成長性が向上している。ただし、50%以上売却サンプルでは有意な差異は生じていない。これらの結果

からは株式売却後に企業の成長性が高まっている可能性を指摘できる。もしこれが取引関係の変化によって生じているのであれば、相手株式の売却によって、これまで拘束的であった取引関係が見直されたことで新たな成長機会を得たと解釈することもできよう。

■ 6. なぜ利益率が低いのか

なぜ株式持合いが強固な企業の利益率が低いのか。中谷[1983]の解釈は相互保険システム説であった。ただし、企業集団を対象とした先行研究においても、高度経済成長終了後では相互保険システム説では説明できない結果も得られており、また、本研究でも株式持合いが強固な企業の利益率の安定性と売上高・総資産の成長性の優位性は観察されなかった。したがって、相互保険システム説とは別の解釈も視野に入れる必要がある。これについて小田切[1992]と今井[1990]の主張を取り上げる。

小田切[1992]は高度経済成長の終了後に企業集団構成企業の安定性・成長性の優位性が失われた理由を、「これは、石油危機以後の急速な産業構造の変化に対して、メンバー企業の適応が非メンバー企業に比べ遅れたことを示すものではないかと思われる」(210頁)と考え、その理由を「企業集団参加の経営者たちが現実認識に甘く、適切な対応策を取るのに遅れをとった可能性も強い。それは、集団内の相互保険メカニズムを過信して油断し

たためかも、集団内取引に慣れて市場競争の厳しさを過小評価したためかもしれない。あるいは規模や歴史に安住して企業家精神や組織の柔軟性を欠いてしまったのかもしれない」(212頁)と解釈し、経営者の企業家精神と組織の柔軟性の喪失に解を求めている。

今井[1990]はバブル経済期に日本企業の閉鎖的な系列取引への諸外国からの批判が高まっていたことを受け、「グループ間競争においては、戦争と同じで力づくの競争になりがちだということである。それゆえに外国からみれば競争制限につながるはずだと考えられている日本の企業グループないし系列が、逆に過剰な競争を生みだし、それが外国企業の参入意欲を失わせるという実にパラドキシカルな現象があらわれている」(54頁)とし、「正しい対策は、企業間関係における「過剰」をそぐという接近である。すなわち、株式の相互保有は乗っ取りの防止や信頼関係の確保のためにどこまで必要なのか。仕事の事前の調整、情報の相互作用を生み出すための人間的接触、交際に過剰な部分はないのか。…(中略)…巨大な企業グループないし系列に属する企業は、互惠取引を禁ずる社内コードを作り、グループ間競争の過剰性を生み出す要因とインセンティブをとり除いてゆくべきである」(同)と警鐘を鳴らす。

小田切[1992]は経営者の企業家精神の喪失を主張し、今井[1990]は株式持合いによる企業間関係の過剰を主張する。筆者はそのどちらもが正しいと思う。結果的に、安定株

主の存在による買収の脅威からの解放がゆえに経営者の企業家精神が薄れ、競争や調整が過剰がゆえに経営が近視眼化し、中長期視点での経営改善から目を背けてはいないだろうか。まだ株式買占めの脅威が存在した終戦直後や1960年代には株式持合いは株式買占めの脅威という矢玉から身を守るための鎧としての役目を果たしたが、買占めの脅威が去った今では自らの手足を縛る重し、経営改善の足枷となっていないだろうか。これが低い利益率につながっていると筆者は考えている。

なお、本研究は紙幅の関係で内容を要約している。詳しくは円谷昭一著『株式持合いの攻防(仮題)』日本経済新聞出版(近刊)をご参照頂きたい。

〔参考文献〕

- ・Caves, R. E. & M. Uekusa "Industrial organization in Japan," The Brookings Institution, 1976.
- ・Genay, H. "Japan's corporate groups," Economic Perspectives, Vol. 15 No. 1, Jan 1991.
- ・Isobe, T., S. Makino & A. Goerzen, "Japanese horizontal keiretsu and the performance implications of membership," Asian Pacific Journal of Management, Vol. 23 Issue4, Dec 2006.
- ・Lincoln, J. R., M. L. Gerlach & C. L. Ahmadian "Keiretsu networks and corporate performance in Japan," American Sociological Review, Vol. 61, Feb 1996.
- ・Tabeta, N. & S. Rahman "Risk sharing mechanism in Japan's auto industry: The keiretsu versus independent parts suppliers," Asian Pacific Journal of Management, Vol. 16 Issue3, Dec 1999.

-
- ・ 今井賢一「国際的な批判浴びる日本の企業系列 有用だが、変革は不可避」『週刊東洋経済』1990年5月26日。
 - ・ 植草 益『産業組織論』筑摩書房、1982年2月。
 - ・ 岡崎哲二「資本自由化以後の企業集団」法政大学産業情報センター・橋本寿朗・武田晴人編『日本経済の発展と企業集団』（第7章）東京大学出版会、1992年2月。
 - ・ 小田切宏之『日本の企業戦略と組織』東洋経済新報社、1992年5月。
 - ・ 大日方隆『利益率の持続性と平均回帰』中央経済社、2013年3月。
 - ・ 翟 林瑜『資本市場と企業金融』多賀出版、1999年2月。
 - ・ 中谷 巖「企業集団の経済的意味と銀行の役割」『金融経済』、1983年10月。
 - ・ 新田敬祐「株式持合と企業経営―株主構成の影響に関する実証分析―」『証券アナリストジャーナル』、2000年2月。

(注1) 政策保有株式データは日経「NEEDS FinancialQUEST 2.0」から、その他有価証券データを含むその他の財務データはQUICK「AstraManager」から入手している。

(注2) 各社が区分されているポートフォリオは固定化する傾向がある。具体的には、2010年度でP1に分類された企業の70.0%が2015年度もP1に属しており、2010年度でP5に属していた企業の76.2%が2015年度もP5に属している。

(注3) これに加え、その他有価証券の簿価が総資産の2%以上、営業利益が黒字という条件も付している。その結果、得られたサンプルは10%以上売却基準では2,080企業・年度、25%以上では638企業・年度、50%以上では69企業・年度となった。

