

# 政策保有株式の売却行動の決定要因



一橋大学大学院 経営管理研究科 准教授

円谷 昭一

東北学院大学 経営学部 講師

古賀 裕也

## 1. はじめに

本研究では、事業会社における政策保有株式の売却（縮減<sup>(注1)</sup>）行動の決定要因を明らかにする。

2018年6月のコーポレートガバナンス・コードの改訂においても、政策保有株式の「縮減に関する方針・考え方など」の開示があらたに求められることとなった。上場会社が保

有する政策保有株式に対しては、縮減を求める要請が強まりつつあるが、どのような企業が株式を売却し、一方でどのような企業が政策保有を継続するのか、その決定要因を明らかにした研究は蓄積が少ない。

これまで政策保有株式の売却行動に関する実証研究では、事業会社と銀行（メインバンク）との関係に焦点を当てたものが多い。本研究では銀行との関係だけに限定せず、保有先との関係性すべてに分析対象を拡張したことが先行研究と異なる点である。また先行研究では、独自情報にもとづいて構築された持ち合い株式データベースを用いた分析が少ないが、本研究では2010年3月期から有価証券報告書で開示が始まった政策保有株式の個別情報を用いている点に特徴がある。

検証の結果、下記の点が明らかとなった。

### 目次

1. はじめに
2. 先行研究の整理と仮説構築
3. リサーチ・デザイン
4. 検証結果
5. おわりに

第1に、政策保有株式の売却は、保有企業の財政状態、経営成績、株式保有リスクなどによって決定される可能性があるということである。こうした点は保有企業の内的要因が政策保有株式の売却を促していることを示唆している。第2に、一般的に指摘される安定株主構築による企業経営の安定化の意図と政策保有株式の売却に関連があるという強い証拠は得られなかった。第3に、資本市場のモニタリングは政策保有株式の売却を促している可能性がある。とりわけ、保有先との関係性が希薄な株式において資本市場のモニタリングは株式の売却を促す要因となっている。第4に、政策保有株式が事業会社間での相互持ち合い株式である場合、当該株式が売却される可能性が低くなることである。

## ■ 2. 先行研究の整理と仮説構築

### 2.1 先行研究の整理

政策保有株式とは、「企業内容等の開示に関する内閣府令」において、「投資有価証券に該当する株式のうち保有目的が純投資目的以外の目的であるもの」とされている。政策保有株式の典型例は持ち合い株式であるといわれる<sup>(注2)</sup>。以下では、持ち合い株式に関する先行研究を概観し、仮説を構築する。

持ち合い株式は1960年代から1980年代までの日本企業の企業金融と企業統治の特徴の1つとして位置づけられていたといわれる。そもそも持ち合い株式は、敗戦直後に持株本社

を強制的に解体されてしまった旧財閥グループ企業が互いの紐帯を強めるために生み出した慣行であり、企業は相互に株式を所有することにより強固なグループ関係を構築することを目的としていた。その後、資本自由化に伴って起こりうる海外企業による買収への防衛手段として株式持ち合いが広がったが、その中心となったのは都市銀行であり、顧客開拓の一環として多くの企業が持ち合いネットワークに引き込まれた(岡部 [2002]、加護野 [2011])。

しかしながら、1997年の銀行危機を画期として、日本企業の株式の所有構造は大きく変化した。その変化の中心は、銀行・事業法人間の持ち合い関係の解消である。事業法人は銀行の格下げや破たんによって銀行株式の保有リスクが上昇したことをうけ、銀行株式を保有し続けるか、売却するかを選択に直面した。また、銀行は不良債権問題に直面し、その償却原資を必要としたため、1997年から保有株式の売却を開始した(宮島 [2011])。

法制度の側面からは、2001年11月に「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」が制定され、銀行は株式保有を自己資本の範囲内に制限された。さらに、金融商品会計基準が改正され、有価証券に時価評価が義務付けられたため、銀行は保有株式の売却に迫られることとなった(薄井 [2013])。また、事業会社による持ち合い株式は、会計基準の変更を受け、2003年から2004年にかけて売却が進展した(宮島・新田 [2011])。

持ち合い株式の売却が一段落した2004年以降、一部の企業では“戦略的提携”という名目で資本関係強化の動きがみられ、株式持ち合いの復活として社会的に注目された。その背景には、外国人投資家などアウトサイダー保有や敵対的買収事案の増加、三角合併の解禁など経営環境の変化があると指摘される(宮島 [2011])。買収やアウトサイダー保有などの資本市場のプレッシャーに対抗する手段としての持ち合い復活が注目された。

Miyajima and Kuroki [2007] は、持ち合い株式の売却が進んだ銀行危機前後(1995年3月から2002年3月)の事業会社と銀行との持ち合い株式の売却要因を分析した。検証の結果、銀行との持ち合い株式の売却は、①企業が売却する必要があると判断する場合に促される、②持ち合い先である銀行の健全性によって促される、③格付評価を維持もしくは向上するシグナルを送るために行われる可能性があることを見出した。一方で、買収の脅威、銀行との関係性は持ち合い株式の売却を阻害する要因となっている可能性があることを示唆している。

宮島・新田 [2011] は、2000年代半ばに見られた株式持ち合いの再強化に着目し、事業会社による持ち合い株式の変化要因を検証した(2002年3月から2008年3月)。敵対的買収の機運が高まった2005年から2008年にかけて、事業会社間の株式持ち合いが増加していると指摘されていたが、その増加規模は小さく、所有構造を変化させるほどの影響はない

ことが示されている。

上記の先行研究は持ち合い株式データベースを著者が独自情報にもとづいて構築し、検証を行ったものである。2010年3月期から持ち合い株式は政策保有株式の開示という形で有価証券報告書に記載されることとなった。近年では、2015年6月に公表されたコーポレートガバナンス・コードを受けて政策保有株式の保有目的の開示が推奨されるなど、政策保有株式の所有や投資行動に再び注目が集まっている。しかしながら、政策保有株式の情報をを用いて株式所有行動について検証した実証研究はほとんど存在しない。本研究では政策保有株式のデータを用いることで実証結果の蓄積を図る。

## 2.2 仮説構築

持ち合い株式は、長期の安定株主を確保し、経営陣の経営権の安定化を目的として形成された(Aoki [1988]、Sheard [1991]、Osano [1996]、岡部 [2002]、加護野 [2011])。また、加護野 [2011] によれば持ち合い株式には2つの“暗黙の了解”がある。1つは、株式保有期間に関する了解である。保有期間は定められず、つまり、無期限である。しかし、永遠に持ち続けるということではなく、予測せぬ事態が生じ株式保有が困難になった場合には、保有先の企業の承諾を得て売却することが可能である。いま1つは、議決権の行使に関する了解である(注3)。株主総会での議決権は経営陣を支持する方向で行使するという

---

ものである。こうした暗黙の了解の下で保有された持ち合いの解消の契機は、外部環境の変化にある。先行研究は銀行危機、有価証券の時価評価、株式の保有を制限する法令の制定といった外部環境の変化が持ち合い株式の売却を促したことを明らかにしている（宮島 [2011]、宮島・新田 [2011]、薄井 [2013]）。

企業の内的要因から持ち合い株式の売却要因を検証したMiyajima and Kuroki [2007]は事業会社が持ち合い保有する銀行株式の売却の選択を、①売却の必要性、②保有する銀行の財務健全性、③事業会社に対する格付評価、④買収の潜在的可能性、⑤保有銀行との融資・株式保有関係を代理する変数に回帰した。その結果、銀行との持ち合い株式の売却は、①財政状態や持ち合い株式の割合が高く株式保有リスクが高いなど、企業が売却する必要があると判断した場合に促される、②持ち合い先である銀行の健全性によって促される、③格付評価を維持もしくは向上するというシグナルを送るために行われる可能性があると報告している。一方で、買収の脅威、銀行との融資・株式保有関係は売却を阻害する要因となっている可能性があることが示唆されている。

2000年代半ばの持ち合い株式の増減要因を検証した宮島・新田 [2011]は、2000年代半ばに持ち合い株式が復活した要因を検証している。宮島・新田 [2011]は持ち合い復活の背景として敵対的買収の脅威やアウトサイダー保有の増加があると推測し、株主からの圧

力の代理変数としてアクティビスト・ファンドによる買収を経験した企業、アウトサイダーによる株式保有比率、経営者の私的便益を示す取締役会における内部取締役人数、余剰資金比率を持ち合い株式の増減割合に回帰している。その結果、持ち合い再強化期（2004年から2007年）において、上記の変数と持ち合い株式の増減割合が正に有意な値となっており、このことは敵対的買収の脅威やアウトサイダー保有が持ち合い株式を増加させている可能性があることを示唆している。

本研究は、Miyajima and Kuroki [2007]、宮島・新田 [2011]の先行研究を受け、政策保有株式の売却要因を明らかにすべく、保有会社の特性と保有銘柄の特性の視点から仮説を構築する。

### 2.2.1 売却の必要性

事業会社は財政状態と経営成績を維持し、投資家からの評価を維持する必要がある。そのため、財政状態いかによっては、政策保有株式を売却し、手元流動性を確保する必要に迫られる。Miyajima and Kuroki [2007]は、持ち合い株式の売却において持ち合い株式の保有会社は自社の財政状態や経営成績、持ち合い株式の保有リスクを勘案していることを示唆している。それゆえ、政策保有株式の売却は保有会社の財政状態や経営成績が悪く、政策保有株の保有リスクが高い企業が行うと予想する。

H1：財政状態と経営成績が悪く、政策保有株式の保有リスクが高い企業ほど、政策保有株式が売却される。

### 2.2.2 買収の脅威

持ち合い株式の保有理由として、安定株主を確保し、買収の脅威を減じるためであると指摘される (Aoki [1988]、Sheard [1991]、Osano [1996])。政策保有株式の多くは持ち合い株式であるといわれており、買収の脅威にさらされていない企業では政策保有株式を保有し続けるインセンティブは有しないと予想する。

H2：買収の脅威が低い (時価総額が高い、株価純資産倍率が高い、過去に買収のターゲットになっていない企業) ほど、政策保有株式が売却される。

### 2.2.3 資本市場のモニタリング

格付機関は事業・資本関係の維持を目的とした政策保有株式の保有を追加的な時価変動リスクとして認識している場合があり (R&I [2015])、政策保有株式の時価変動リスクを考慮した格付評価を行っている可能性がある。もし格付機関が政策保有株式の多寡を考慮して評価しているのであれば、格付を取得している企業は格付の向上や維持を目的として時価変動リスクの高い政策保有株式を売却すると予想する。

H3a：外部格付を取得している企業では、政策保有株式が売却される。

格付機関と同様に、証券アナリストは企業の外部資金調達の際には、資本市場に対してその調達に関する様々な分析情報を提供している。同時に、アナリストは経営パフォーマンスのモニタリングにおいて重要な役割を担っている (Jensen and Meckling [1976])。政策保有株式の保有は時価変動リスクをもたらし得ることから、アナリストがその保有を企業の将来業績に対するリスクであると認識する可能性がある。それゆえ、アナリスト・フォローを有する企業は投資家に対する評価を向上させるために、政策保有株式を売却すると予想する。

H3b：アナリスト・フォローを有する企業では、政策保有株式が売却される。

外国人投資家は“モノ言う”投資家と指摘され (岩壺・外木 [2007]、本合 [2010])、外国人投資家の影響が増すことによって企業経営者へのモニタリングが強まることが示唆されている (岩壺・外木 [2007]、宮島・新田 [2011])。政策保有株式の所有が安定株主の構築によって経営者の私的便益を維持することに利用されているのであれば、外国人投資家は政策保有株式の売却を要求すると予想する。

H3c：外国人投資家の持ち株比率が高いほど、政策保有株式が売却される。

#### 2.2.4 保有株式の評価差額

政策保有株式は時価評価されており、有価証券の時価が低下した場合には保有企業の財政状態に影響を及ぼすことになる。それゆえ、保有する政策保有株式の時価が低下する場合には、当該政策保有株式の所有リスクと財政状態への影響を最小限にするために保有株式を売却すると予想する。

H4：政策保有株式の評価差額が低下するほど、政策保有株式は売却される。

#### 2.2.5 保有先との関係性

持ち合い株式は取引関係の維持に利用されてきたといわれる（岡部 [2002]）。また、相互に保有し続けるという暗黙の了解があることが指摘されており（加護野 [2011]）、保有先との取引関係の維持を目的として株式を保有している場合には、保有を継続する（売却しない）と予想される。具体的には、保有企業と保有先企業とがお互いの株式を相互に政策保有し合っていることが確認される場合や、保有先が銀行、メインバンクの場合には取引関係を維持するために保有が継続されると予想する。したがって、一方のみが保有している場合（片持ち）など、保有先との関係が相対的に希薄な株式ほど売却されやすいと考えられる。

H5：保有先企業との関係性が希薄なほど、政策保有株式は売却される。

#### 2.2.6 保有株式の集中度

政策保有株式の保有リスクは特定の銘柄に集中している場合に高いと想定される。株式保有リスクが高いほど持ち合い株式が売却される可能性が高く（Miyajima and Kuroki [2007]）、特定の銘柄への集中投資が行われている場合、その銘柄の保有リスクを低下させるために当該株式はより売却されると予想する。

H6：保有株式の集中度が高いほど、政策保有株式は売却される。

### 3. リサーチ・デザイン

#### 3.1 検証モデル

政策保有株式の売却要因を検証するために、Miyajima and Kuroki [2007]、宮島・新田 [2011] にならい、政策保有株式の株式数が前年度と比べて減少している場合に、前述した仮説が成り立つかどうかを下記の①式によって検証する。

$$\begin{aligned} SELL_t = & a_0 + a_1 D/E_{t-1} + a_2 TBSV/A_{t-1} \\ & + a_3 ROS_{t-1} + a_4 LN\_MV_{t-1} \\ & + a_5 PBR_{t-1} + a_6 TARGET_{t-1} \\ & + a_7 RATING_{t-1} \\ & + a_8 ANALYST\_FOLLOWING_{t-1} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
& +\alpha_9 FOREIGN_{t-1} + \alpha_{10} M\_VALUE_{t-1} \\
& +\alpha_{11} CROSS\_HOLDING_t \\
& +\alpha_{12} BANK\_HOLDING_t \\
& +\alpha_{13} MAIN\_BANK_t \\
& +\alpha_{14} MAIN\_NONCITYBANK_t \\
& +\alpha_{15} BSV/S_{t-1} + INDUSTRY + YEAR
\end{aligned}$$

①

分析において説明される変数(被説明変数)は当該政策保有株式が前期と比べて減少したかどうかを示すダミー変数 (*SELL*) である。ダミー変数とは、数字ではないデータ、たとえば「開示している」「開示していない」というようなデータを、「開示している場合は1」「していない場合は0」といったように1と0を割り当てて変数化したものである。具体的には、*t*期の政策保有株式数が*t*-1期の政策保有株式数を下回る場合、したがって政策保有株式数が前年度よりも減少しているときに1をとるダミー変数が*SELL*である。なお、本研究では株式併合・分割をしたサンプルを分析から除外しており、前期比で株式数が売却した理由のほとんどは売却によるものだと考えられる。

説明変数は保有企業の特性と保有銘柄の特性の2つを代理する変数である。保有企業の特性として売却の必要性(仮説H1)、買収の脅威(H2)、資本市場のモニタリング(H3)の代理変数をモデルに含めている。分析で重視するのは各変数の係数 $\alpha_1 \sim \alpha_{15}$ の符号の向き、つまり正か負かである( $\alpha_0$ は定

数項)。たとえば有利子負債比率( $D/E$ )の係数 $\alpha_1$ の符号が正の場合には、有利子負債比率が大きくなればなるほど政策保有株式が(前期比で)減少していることを意味し、したがって有利子負債比率が大きい企業ほど政策保有株式を売却しているという結果を得る。同様に被説明変数(*SELL*)を説明するための変数 $D/E$ から $BSV/S$ までの係数 $\alpha_1 \sim \alpha_{15}$ が正(負)であれば、その説明変数の値が大きくなると被説明変数である政策保有株式の売却がより行われていると判断される。なお、分析は複数年のデータを用いているので年度の違いを調整するための変数*YEAR*、および産業特性を調整するための*INDUSTRY*を分析モデルに組み込んでいる。

以下、各説明変数の詳細である。売却の必要性の代理変数は有利子負債比率( $D/E$ )、政策保有株式所有比率( $TBSV/A$ )、営業利益率(*ROS*)の3つである。具体的には、 $D/E$ は有利子負債比率、 $TBSV/A$ は総資産に占める政策保有株式簿価合計額の割合、*ROS*は売上高営業利益率である。これら3変数は当該企業が政策保有株式を売却する必要性にどれほど迫られているかを代理する変数であり、すべて当該年度の期首(前期末)の値を用いる。

次に買収の脅威の代理変数は、株式時価総額( $LN\_MV$ )、株価純資産倍率(*PBR*)、過去に買収対象となったことがあるかどうか(*TARGET*)である。 $LN\_MV$ は前期末時点の時価総額の自然対数である。*PBR*は前期末

時点の株価純資産倍率である。TARGETは前期末以前の過去3年間にアクティビスト・ファンド<sup>(注4)</sup>と認識されるファンドに発行済株式の5%以上を保有されたことがある企業に1をとるダミー変数である。宮島・新田[2011]に基づき、日本経済新聞の記事<sup>(注5)</sup>から20のアクティビスト・ファンド<sup>(注6)</sup>が特定された。これらの変数は当該企業が買収の脅威にどれほどさらされているかを代理する変数である。

資本市場のモニタリングの代理変数は、発行体格付の有無(RATING)、アナリスト・コンセンサス予想の予想社数(ANALYST\_FOLLOWING)、外国人持株比率(FOREIGN)である。RATINGは前期末時点でR&I、JCR、S&P、Moody's、Fitchのいずれかから発行体格付が付されている企業に1をとるダミー変数である。ANALYST\_FOLLOWINGはQUICKコンセンサス予想社数である。FOREIGNは外国人持株比率である。

FOREIGNまでは政策保有株式を保有している企業自体の特徴を示す変数であったが、以下は保有している株式自体の特徴を代理する変数である。まず、政策保有株式の特性として政策保有株式の評価差額(H4)、保有先企業との関係性(H5)、保有株式の集中度(H6)に関する代理変数をモデルに含めている。政策保有株式の評価差額はM\_VALUEである。M\_VALUEは政策保有株式の1年間のキャピタルゲイン(ロス)であり、前期末の1株当たり簿価と当期末の1株当た

り簿価との差額をもとに算出する。

保有先企業との関係性の代理変数は、政策保有先と相互持ち合いを行っているかどうか(CROSS\_HOLDING)、保有先が銀行かどうか(BANK\_HOLDING)、保有先がメインバンクかどうか(MAIN\_BANK)、保有先が都市銀行以外のメインバンクかどうか(MAIN\_NONCITYBANK)である。CROSS\_HOLDINGは、政策保有株式の保有企業と保有先企業とが相互に株式を持ち合っている場合に1をとるダミー変数である。BANK\_HOLDINGは政策保有株式が銀行株式である場合に1をとるダミー変数である。MAIN\_BANKは、政策保有株式がメインバンク(最大融資先銀行)の株式ないしは最大融資先銀行の持株会社の株式である場合に1をとるダミー変数である。MAIN\_NONCITYBANKは、政策保有株式が都市銀行(みずほ銀行、三井住友銀行、三菱東京UFJ銀行、りそな銀行)以外のメインバンク(最大融資銀行)の株式である場合に1をとるダミー変数である<sup>(注7)</sup>。

最後に、保有株式の集中度に関する代理変数はBSV/Sである。BSV/Sは、当該政策保有株式が、その企業が保有する政策保有株式全体に占める割合である。具体的には、前期末の当該株式簿価÷政策保有株式簿価(全体)によって算出する。

### 3.2 サンプル抽出と記述統計量

本研究の検証サンプルは、政策保有株式の開示後の2012年3月期から2016年3月期まで

(表1) 変数の定義

| 変数                       | 定義  |
|--------------------------|---|
| <i>SELL</i>              | 前年と比べて政策保有株式数が減少したかどうか<br>売却の必要性 (保有企業の特性)                    |
| <i>D/E</i>               | 有利子負債比率   |
| <i>TBSV/A</i>            | 総資産に占める政策保有株式の比率  |
| <i>ROS</i>               | 売上高営業利益率  |
|                          | 買収の脅威 (保有企業の特性)   |
| <i>LN_MV</i>             | 株式時価総額の自然対数   |
| <i>PBR</i>               | 株価純資産倍率   |
| <i>TARGET</i>            | 過去3年間にアクティビスト・ファンドに5%以上の株式を保有されたかどうか<br>資本市場のモニタリング (保有企業の特性) |
| <i>RATING</i>            | 発行体格付を取得しているかどうか  |
| <i>ANALYST_FOLLOWING</i> | QUICKコンセンサス予想の予想社数  |
| <i>FOREIGN</i>           | 外国人持株比率   |
|                          | 保有株式の評価差額 (保有株式の特性)   |
| <i>M_VALUE</i>           | 1株当たり簿価の前期末と当期末との差<br>保有先との関係性 (保有株式の特性)                      |
| <i>CROSS_HOLDING</i>     | 政策保有株式が保有先との相互持ち合い株式かどうか                                      |
| <i>BANK_HOLDING</i>      | 政策保有株式が銀行(メインバンク以外)株式かどうか                                     |
| <i>MAIN_BANK</i>         | 政策保有株式がメインバンクの株式かどうか  |
| <i>MAIN_NONCITYBANK</i>  | 政策保有株式が都市銀行以外のメインバンクの株式かどうか<br>保有株式の集中度 (保有株式の特性)             |
| <i>BSV/S</i>             | 当該政策保有株式の保有株式全体に占める割合   |
| <i>INDUSTRY</i>          | 日経中分類に基づく産業ダミー変数  |
| <i>YEAR</i>              | 年度ダミー変数   |

(注8) の事業会社が所有する政策保有株式から構成される。政策保有株式の情報および分析に必要となる財務データ・株価データはNEEDS-Financial QUESTから取得している。格付データ、QUICKコンセンサス予想データはAstra Managerから取得した。株式併合・分割した銘柄／年はサンプルから除いている。また、ダミー変数を除く各変数については上下0.5%を異常値として除外している。

表2は記述統計量(各変数の平均値や中央値といった基本統計量)を示している。2012年3月期から2016年3月期までの5年間での観測数は11万4,977サンプルである。これは株式ベースでの観測数なので、延べ11万

4,977銘柄のデータを用いた分析となる。

政策保有株式の売却の有無(*SELL*)の平均値は0.015であり、これは売却される政策保有銘柄は全体の1.5%ということを意味しており、売却された銘柄はかなり少ない。表3は具体的な株式増減数を示している。政策保有株式の全銘柄に占める売却銘柄の割合は各年で1.3%~1.9%であるのに対し、増加銘柄の割合は各年で11.5~13.2%と増加銘柄の方が割合は高い。しかしながら、増加銘柄の平均増加株式数よりも、売却銘柄の平均減少株式数の方が多く、政策保有株式を売却する際は相対的により多くの株式が売却されている。また、大多数の政策保有株式においてその株式数に2期間での変動はなく、つまり、

(表2) 記述統計量

|  | 平均値    | 標準偏差  | 最小値    | 25%     | 中央値    | 75%    | 最大値    |
|--|--------|-------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <i>SELL<sub>t</sub></i>                | 0.015  | 0.123 | 0.000  | 0.000   | 0.000  | 0.000  | 1.000  |
| <i>D/E<sub>t-1</sub></i>               | 0.593  | 0.851 | 0.000  | 0.074   | 0.309  | 0.749  | 7.651  |
| <i>TBSV/A<sub>t-1</sub></i>            | 0.061  | 0.050 | 0.001  | 0.026   | 0.048  | 0.082  | 0.357  |
| <i>ROS<sub>t-1</sub></i>               | 0.049  | 0.043 | -0.089 | 0.021   | 0.041  | 0.069  | 0.287  |
| <i>LN_MV<sub>t-1</sub></i>             | 10.384 | 1.709 | 6.824  | 9.116   | 10.180 | 11.543 | 15.170 |
| <i>PBR<sub>t-1</sub></i>               | 0.979  | 0.601 | 0.245  | 0.580   | 0.820  | 1.194  | 5.196  |
| <i>TARGET<sub>t-1</sub></i>            | 0.030  | 0.170 | 0.000  | 0.000   | 0.000  | 0.000  | 1.000  |
| <i>RATING<sub>t-1</sub></i>            | 0.319  | 0.466 | 0.000  | 0.000   | 0.000  | 1.000  | 1.000  |
| <i>ANALYST_FOLLOWING<sub>t-1</sub></i> | 2.484  | 4.431 | 0.000  | 0.000   | 0.000  | 3.000  | 23.000 |
| <i>FOREIGN<sub>t-1</sub></i>           | 0.119  | 0.117 | 0.000  | 0.019   | 0.082  | 0.191  | 0.509  |
| <i>M_VALUE<sub>t-1</sub></i>           | 0.126  | 0.302 | -0.986 | -0.042  | 0.066  | 0.270  | 2.368  |
| <i>CROSS_HOLDING<sub>t</sub></i>       | 0.228  | 0.419 | 0.000  | 0.000   | 0.000  | 0.000  | 1.000  |
| <i>BANK_HOLDING<sub>t</sub></i>        | 0.181  | 0.385 | 0.000  | 0.000   | 0.000  | 0.000  | 1.000  |
| <i>MAIN_BANK<sub>t</sub></i>           | 0.017  | 0.128 | 0.000  | 0.000   | 0.000  | 0.000  | 1.000  |
| <i>MAIN_NONCITYBANK<sub>t</sub></i>    | 0.004  | 0.063 | 0.000  | 0.000   | 0.000  | 0.000  | 1.000  |
| <i>BSV/S<sub>t-1</sub></i>             | 0.053  | 0.091 | 0.000  | 0.008   | 0.020  | 0.054  | 0.779  |
| 観測値                                    |        |       |        | 114,977 |        |        |        |

(表3) 政策保有株式の増減数

|              | 2012/03 | 2013/03 | 2014/03 | 2015/03 | 2016/03 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 増加銘柄比率       | 13.2%   | 12.2%   | 11.9%   | 11.5%   | 11.7%   |
| 維持銘柄比率       | 85.5%   | 86.5%   | 86.3%   | 87.0%   | 86.8%   |
| 売却銘柄比率       | 1.3%    | 1.3%    | 1.9%    | 1.5%    | 1.6%    |
| 平均増加株式数 (万株) | 14.4    | 34.2    | 14.0    | 8.7     | 8.0     |
| 平均縮減株式数 (万株) | -64.1   | -105.8  | -100.5  | -146.3  | -70.8   |

検証期間において多くの銘柄の株式数は不変である。

政策保有株式が保有先との相互持ち合い株式であるかどうか (*CROSS\_HOLDING*) の平均値は0.228となっており、全体の22.8%が事業会社間の相互持ち合いである。逆に言えば、それ以外の株式は一方的な保有 (片持ち) の株式であることを意味している。

## 4. 検証結果

### 4.1 全体サンプルのプロビット分析

表4が①式によって推定された各変数の係数 ( $a_1 \sim a_{15}$ ) である (注9)。検証において関心があるのは係数の符号 (正か負か) である。分析結果の信頼性が担保されているかを示すのが有意水準であり、表4の中では「\*」を付けて示している。有意水準が\*\*\* (1%水準) となっている変数は結果の信頼性が

かなり高く、逆に\*（10%水準）のものは相対的に信頼性が劣っているために結果の解釈に注意を要する。\*\*（5%水準）はその中間である。「\*」が付いていない変数は、係数の符号（正か負か）が統計的に信頼できる水準ではなく、それらの変数は政策保有株式の売却に影響していないと考えられる。

信頼できる有意水準となった変数は売却の必要性に関する3つの変数、つまり有利子負債比率（ $D/E$ ）、総資産に占める政策保有株式の比率（ $TBSV/A$ ）、営業利益率（ $ROS$ ）である。さらに、政策保有株式が相互持ち合い株式かどうか（ $CROSS\_HOLDING$ ）、銀行株式かどうか（ $BANK\_HOLDING$ ）、当該政策保有株式の全保有株式に占める比率（ $BSV/S$ ）も信頼できる有意水準にある。やや信頼性は劣るが、買収の脅威の代理変数である時価総額（ $LN\_MV$ ）および資本市場によるモニタリングの代理変数であるアナリスト・フォロワー数（ $ANALYST\_FOLLOWING$ ）も有意水準にある。

売却の必要性の代理変数はそれぞれ仮説と整合的な結果を得られており、財政状態が悪く、収益性が低く、政策保有株の保有リスクが高い企業ほど政策保有株式を売却している可能性が高い。これは、政策保有株式を保有している企業は自社の経営パフォーマンスへの影響を考慮し、経済合理的に売却判断している可能性を示唆している。

買収の脅威の代理変数は時価総額（ $LN\_MV$ ）のみが正に有意な値となっており、時

価総額が高い企業ほど政策保有株式を売却していることを示唆している。時価総額の高さは、買収を考えているファンドもしくは企業にとって資金調達面の障壁になることが予想され、高時価総額企業ほど買収の脅威が小さく、政策保有株式を保有するインセンティブが低いと解釈される。ただし、時価総額は企業規模も示し得ることから、単に企業規模の大きい企業が政策保有株式を売却しているという解釈も可能である。そのため、買収の脅威が政策保有株式の売却に影響を与えているかについては解釈に注意が必要である。

資本市場のモニタリングについては、アナリスト・フォロワー数（ $ANALYST\_FOLLOWING$ ）のみ正に有意な値となっており、アナリスト・フォロワーが多い企業ほど政策保有株式を売却する可能性が高い。しかしながら、格付の有無（ $RATING$ ）および外国人持株比率（ $FOREIGN$ ）の係数は有意な値ではない。したがって、資本市場によるモニタリングが政策保有株式の売却を促していると強く主張することはできない。

保有している政策保有株式の評価差額を示す $M\_VALUE$ は正の値であるものの有意ではない。株式評価差額が売却行動に影響を与えているという相関はみられない。

保有先との関係性に関しては、 $CROSS\_HOLDING$ は有意な負の値となっており、事業会社間の相互持ち合い株式は売却されにくい。相互保有の株式は片持ちの政策保有株式に比べて売却される可能性が低いと解釈され

(表4) プロビット分析の検証結果

|                          | 予測  | 係数        | z値     | p値      | 係数        | z値     | p値    |
|--------------------------|-----|-----------|--------|---------|-----------|--------|-------|
| <i>_cons</i>             | +/- | -3.079*** | -13.83 | 0.000   | -3.081*** | -13.83 | 0.000 |
| 売却の必要性                   |     |           |        |         |           |        |       |
| <i>D/E</i>               | +   | 0.126***  | 4.82   | 0.000   | 0.126***  | 4.83   | 0.000 |
| <i>TBSV/A</i>            | +   | 1.487***  | 3.26   | 0.001   | 1.484***  | 3.26   | 0.001 |
| <i>ROS</i>               | -   | -1.517*** | -2.90  | 0.004   | -1.513*** | -2.89  | 0.004 |
| 買収の脅威                    |     |           |        |         |           |        |       |
| <i>LN_MV</i>             | +   | 0.051**   | 2.23   | 0.026   | 0.051**   | 2.22   | 0.026 |
| <i>PBR</i>               | +   | 0.000     | 0.00   | 0.999   | 0.000     | 0.01   | 0.995 |
| <i>TARGET</i>            | -   | -0.127    | -1.22  | 0.222   | -0.126    | -1.21  | 0.226 |
| <i>RATING</i>            | +   | 0.042     | 0.93   | 0.351   | 0.042     | 0.93   | 0.351 |
| 資本市場のモニタリング              |     |           |        |         |           |        |       |
| <i>ANALYST_FOLLOWING</i> | +   | 0.015**   | 2.44   | 0.015   | 0.015**   | 2.46   | 0.014 |
| <i>FOREIGN</i>           | +   | 0.162     | 0.55   | 0.583   | 0.156     | 0.53   | 0.598 |
| 保有株式の評価差額                |     |           |        |         |           |        |       |
| <i>M_VALUE</i>           | -   | 0.056     | 1.52   | 0.128   | 0.057     | 1.54   | 0.123 |
| <i>CROSS_HOLDING</i>     | -   | -0.199*** | -5.92  | 0.000   | -0.199*** | -5.93  | 0.000 |
| 保有先との関係性                 |     |           |        |         |           |        |       |
| <i>BANK_HOLDING</i>      | -   | 0.105***  | 3.20   | 0.001   | 0.105***  | 3.19   | 0.001 |
| <i>MAIN_BANK</i>         | -   | 0.060     | 0.79   | 0.429   | 0.173**   | 2.14   | 0.032 |
| <i>MAIN_NONCITYBANK</i>  | -   |           |        |         | -0.520*** | -2.69  | 0.007 |
| 保有株式の集中度                 |     |           |        |         |           |        |       |
| <i>BSV/S</i>             | +   | 1.665***  | 18.82  | 0.000   | 1.687***  | 19.08  | 0.000 |
| 疑似決定係数                   |     |           | 0.057  |         |           | 0.057  |       |
| 観測値                      |     |           |        | 114,977 |           |        |       |

(注) \*は10%水準、\*\*は5%水準、\*\*\*は1%水準で有意であることを示す。z値は企業クラスターによって補正した値を用いている。

る。銀行との関係については、銀行株式 (*BANK\_HOLDING*) は有意な正の値を示しており、政策保有株式が銀行株式の場合には、仮説とは反対に積極的に売却される可能性がある。また、メインバンク株式 (*MAIN\_BANK*) は有意に正であるが、都市銀行以外のメインバンク株式 (*MAIN\_NONCITYBANK*) は有意に負であり、係数の符号は反対となっている。つまり、メインバンク株式は売却されやすいが、そのメインバンクが都市銀行以外の場合には逆に売却されにくい。都市銀行各行は原則として事業会社の政策保有株式を売却するという方針を近年公表している一方、一部を除く地方銀行はそうした方針を公表していない。また、メインバンクが地方銀

行の場合は、事業会社との地理的な結び付きが都市銀行と比べて相対的に強いため、株式が売却されないのかもれられない。

保有株式の集中度に関しては、*BSV/S*は正の有意な値となっており、仮説と整合的に全体に占める割合が大きい株式ほど売却される傾向にあることを示唆している。

以上の点を考慮すると、売却の必要性、資本市場のモニタリング、保有株式の集中度は政策保有株式を売却する要因になっている可能性がある。また、銀行株式は売却される可能性が高いことも示唆された。これは平均的に見て政策保有株式の保有企業は合理的な売却を行っていると考えられ、Miyajima and Kuroki [2007] と整合的な結果が得られて

(表5) 保有先との関係性で区分したプロビット分析の検証結果

|                                      | CROSS_HOLDING=1 |           |        |       | BANK_HOLDING=1 |        |       | MAIN_BANK=1 |        |       | MAIN_NONCITYBANK=1 |        |       | 左記以外       |         |       |
|--------------------------------------|-----------------|-----------|--------|-------|----------------|--------|-------|-------------|--------|-------|--------------------|--------|-------|------------|---------|-------|
|                                      | 相互持ち合い          |           |        |       | 銀行株式           |        |       | メインバンク株式    |        |       | 都市銀行以外の<br>メインバンク  |        |       | 片持ちの事業会社株式 |         |       |
|                                      | 予測              | 係数        | z値     | p値    | 係数             | z値     | p値    | 係数          | z値     | p値    | 係数                 | z値     | p値    | 係数         | z値      | p値    |
| <i>_cons</i>                         | +/-             | -3.145*** | -7.240 | 0.000 | -3.878***      | -9.940 | 0.000 | -4.698***   | -5.810 | 0.000 | -6.489***          | -2.620 | 0.009 | -2.931***  | -11.240 | 0.000 |
| <i>D/E</i>                           | +               | 0.122***  | 3.280  | 0.001 | 0.183***       | 3.640  | 0.000 | 0.223***    | 2.780  | 0.005 | 0.448**            | 2.370  | 0.018 | 0.099***   | 3.450   | 0.001 |
| 売却の必要性 <i>TBSV/A</i>                 | +               | 0.944     | 1.460  | 0.143 | 2.308***       | 3.640  | 0.000 | 3.765**     | 2.170  | 0.030 | -4.508             | -1.130 | 0.259 | 1.255**    | 2.500   | 0.012 |
| <i>ROS</i>                           | -               | -2.679*** | -2.780 | 0.005 | -1.367*        | -1.670 | 0.095 | -1.860      | -0.780 | 0.434 | 6.550              | 1.200  | 0.229 | -1.646***  | -2.840  | 0.004 |
| <i>LN_MV</i>                         | +               | 0.065     | 1.450  | 0.148 | 0.120***       | 3.010  | 0.003 | 0.145       | 1.500  | 0.134 | 0.289              | 1.040  | 0.297 | 0.020      | 0.780   | 0.434 |
| 買収の脅威 <i>PBR</i>                     | +               | 0.011     | 0.180  | 0.860 | -0.010         | -0.160 | 0.872 | -0.276**    | -2.080 | 0.038 | -0.037             | -0.260 | 0.797 | 0.009      | 0.220   | 0.829 |
| <i>TARGET</i>                        | -               | -0.441**  | -2.180 | 0.029 | -0.131         | -0.710 | 0.475 |             |        |       |                    |        |       | -0.053     | -0.460  | 0.642 |
| <i>RATING</i>                        | +               | -0.063    | -0.780 | 0.433 | -0.050         | -0.610 | 0.539 | 0.195       | 0.860  | 0.392 |                    |        |       | 0.106**    | 2.140   | 0.033 |
| 資本市場のモニタリング <i>ANALYST_FOLLOWING</i> | +               | 0.012     | 1.120  | 0.262 | 0.012          | 1.360  | 0.174 | -0.033      | -1.150 | 0.252 | 0.333              | 1.280  | 0.202 | 0.017**    | 2.500   | 0.012 |
| <i>FOREIGN</i>                       | +               | 0.072     | 0.100  | 0.920 | -0.025         | -0.050 | 0.960 | 1.393       | 1.300  | 0.195 | -23.825**          | -2.340 | 0.019 | 0.271      | 0.910   | 0.364 |
| 保有株式の評価差額 <i>M_VALUE</i>             | -               | 0.147**   | 2.110  | 0.035 | -0.036         | -0.330 | 0.745 | -0.878*     | -1.810 | 0.071 | 1.134              | 0.810  | 0.417 | 0.030      | 0.670   | 0.500 |
| 保有株式の集中度 <i>BSV/S</i>                | +               | 1.375***  | 8.170  | 0.000 | 1.990***       | 10.270 | 0.000 | 1.716***    | 3.580  | 0.000 | 0.854              | 1.000  | 0.315 | 1.676***   | 13.560  | 0.000 |
| 疑似決定係数                               |                 |           | 0.061  |       |                | 0.0759 |       |             | 0.177  |       |                    | 0.316  |       |            | 0.058   |       |
| 観測値                                  |                 |           | 26.175 |       |                | 20.815 |       |             | 1.919  |       |                    | 452    |       |            | 66.159  |       |

(注) \*は10%水準、\*\*は5%水準、\*\*\*は1%水準で有意であることを示す。z値は企業クラスターによって補正した値を用いている。

いる。一方で、政策保有株式が事業会社間での持ち合い株式、地方銀行のメインバンク株式である場合は売却の対象とはならない傾向にあることが伺える。

#### 4.2 保有先との関係性と売却要因

保有先との関係性によって、売却要因は異なる可能性があることが前節での結果からは示唆される。そこで本節では保有先との関係性、具体的には相互持ち合い株式、銀行株式、メインバンク株式、都市銀行以外のメインバンク株式、左記のどれにも該当しない（つまり、片持ちの事業会社株式）サブサンプルに分類して、それぞれモデルを推定する。

表5は、保有先との関係性の区分ごとに分析を行った検証結果を示している（注10）。相互持ち合い株式サンプルでは、売却の必要性の代理変数は、総資産に占める政策保有株式の比率（*TBSV/A*）を除き仮説と整合的な値となっている。買収の脅威の代理変数である *TARGET* が負の有意な値となっており、過去にアクティビストによる株式所有のあった企業は持ち合い株式を売却せず、維持（または増加）している可能性がある。これは相互持ち合い株式サンプルのみの特徴であり、宮島・新田 [2011] と整合的な結果となっている。資本市場のモニタリングの代理変数はいずれも有意な値にはなっていない。保有し

ている株式の評価差額を示す $M\_VALUE$ は正の有意な値であり、前年比でキャピタルゲインが生じた銘柄ほど売却されている可能性があることを示している。保有株式の集中度を示す $BSV/S$ は正の有意な値であり、保有している銘柄の全体に占める割合が高いほど売却されていることを示している。

銀行株式サンプルにおいては、売却の必要性の代理変数は全て有意な値となっている。買収の脅威に関しては時価総額 ( $LN\_MV$ ) が正の有意な値である。同じく、保有株式の集中度も売却要因となっていることを示している。

メインバンク株式サンプルにおいては、売却の必要性の代理変数である $D/E$ と $TBSV/A$ が有意な値となっている。買収の脅威の代理変数は $PBR$ の値が有意であるものの負の値となっており、仮説と整合的な結果ではない。これは、市場からの評価が低い企業が積極的にメインバンク株式を売却している可能性があることを示唆している。しかしながら、メインバンク株式が都市銀行以外である場合は異なる結果となっている。有利子負債比率 ( $D/E$ ) を除き売却の必要性、買収の脅威、保有株式の評価差額の代理変数はすべて有意な値ではなく、外国人持株比率 ( $FOREIGN$ ) のみ有意に負の値となっている。これは、外国人持株比率が小さいほど政策保有株式が売却されることを示しており、言い換えると、外国人持株比率が大きい場合には売却される可能性が低いことを示す。このことは仮説と

は反対に、外国人投資家によるプレッシャーを緩和するために政策保有株式の所有を維持もしくは増加させている可能性があることを示唆している。これは外国人持株比率が大きいほど持ち合い株式が増加している可能性があることを示唆した宮島・新田 [2011] と整合的である。

一方、上記以外 (片持ちの事業会社株式) の場合では、買収の脅威と保有株式の評価差額は全て有意な値となっている。とりわけ、資本市場のモニタリングの代理変数は他のサブサンプルでの分析では有意な値ではなかったが、ここでの分析では有意な値となっており、この点が特徴的である。この結果は、政策保有株式の保有先企業との関係性に応じて売却要因が異なっている可能性があることを示唆しており、資本市場のモニタリングは保有先との関係性が相対的に希薄な企業の株式の売却を促していることを示している。

## ■ 5. おわりに

本研究は2010年3月期から開示が始まった政策保有株式のデータを用いて、政策保有株式の売却要因を検証した。検証の結果、下記の点が明らかとなった。第1に、政策保有株式の売却は、保有企業の財政状態、経営成績、株式保有リスクなどによって決定される可能性があるということである。こうした点は保有企業の内的要因が政策保有株式の売却を促していることを示唆している。第2に、一般

的に指摘される安定株主構築による企業経営の安定化の意図と政策保有株式の売却に関係があるという強い証拠は得られなかった。第3に、資本市場のモニタリングは政策保有株式の売却を促している可能性がある。とりわけ、保有先との関係性が希薄な株式において資本市場のモニタリングは株式の売却を促す要因となっている。第4に、政策保有株式が事業会社間での相互持ち合い株式である場合、当該株式が売却される可能性が低くなることである。

以上の検証結果は、おおむね政策保有株式は経済合理的に売却されている可能性があることを示唆している。

#### [参考文献]

- ・岩壺健太郎・外木好美. 2007. 「外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係—分散不均一性による同時方程式の識別—」『経済研究』58(1).
- ・薄井彰. 2013. 「金融商品会計基準と「その他有価証券」の投資行動」『現代ディスクロージャー研究』13.
- ・岡部光明. 2002. 『株式持合と日本型経済システム』慶應義塾大学出版会.
- ・格付投資情報センター (R&I). 2015. 「業種別格付方法 (建設)」.
- ・加護野忠男. 2011. 「株式持ち合いについての覚書」『国民経済雑誌』203(5).
- ・本合暁詩. 2010. 「コーポレート・ガバナンスに外国人株主が与える影響—経営者報酬・ストックオプション導入の実証研究を通じて—」『経営行動科学』23(2).
- ・宮島英昭. 2011. 「日本の企業統治の進化をいかにとらえるか」『日本の企業統治—その再設計と競争力の回復に向けて』. 東洋経済新報社.
- ・宮島英昭・新田敬祐・齊藤直・尾身祐介. 2004. 「企業統治と経営効率：企業統治の効果と経路、及び企業特性の影響」『所報』33.
- ・宮島英昭・新田敬祐. 2011. 「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持ち合いの解消・「復活」と海外投資家の役割」RIETI Discussion Paper Series.
- ・由布志行、渡邊浩司、谷口達哉、中野常道. 2015. 「「コーポレートガバナンス・コード原案」の解説〔Ⅱ〕」『旬刊商事法務』2062.
- ・Aoki, M. 1988. *Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy*. Cambridge University Press.
- ・Jensen, M.H. and W.H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics* 3(4).
- ・Miyajima, H. and F. Kuroki. 2007. The Unwinding of Cross-Shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications. *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, Oxford University Press.
- ・Osano, H. 1996. Intercorporate Shareholdings and Corporate Control in the Japanese Firm. *Journal of Banking and Finance* 20.
- ・Sheard, P. 1991. The Economics of Interlocking Shareholding in Japan. Center for Economic Policy Research, Stanford University.

(付記) 本研究はJSPS科研費(円谷:17K17728、古賀:18K12895)の助成を受けたものである。

(注1) 本研究では、政策保有株式の株式数が前年比で減少したかどうかを被説明変数としたプロビット分析を行っている。分析期間において株式併合・分割を行ったサンプルは除外しているため、前

年比で株式数が減少した原因のほとんどは売却によるものだと考えている。したがって、「売却」と「縮減」とを同義として扱っている。

(注2) コーポレートガバナンス・コード原則1-4では政策保有株式の具体的な定義には触れられていないが、上場会社同士が互いの株式を相互に持ち合っている株式がその定義に含まれているとされる。加えて、一方の上場会社が他方の上場会社の株式を一方的に保有する“片持ち”のケースも含まれるとされる(由布他[2015])。

(注3) 相互に保有される株式は、一種の資金的準備(reserves)を作り出し、非常時にはそれを引き出すことができる(岡部[2002])。

(注4) アクティビスト・ファンドの明確な定義は存在しないが、一般に、大株主としての発言力を背景に、企業行動に影響を与えることで運用収益の向上を狙う、法制面の制約から比較的自由な、私的な運用機関と考えられている(宮島・新田[2011])。

(注5) 「日本経済新聞」(2015年9月16日付朝刊、2016年7月8日付朝刊)を参照。

(注6) 具体的には、ダルトン・インベストメンツ、シルチェスター・インターナショナル・インベスターズ、タイヨウ・ファンド、コーンウォール・キャピタル・マネジメント、シンフォニー・フィナンシャル・パートナーズ、ブランデス・インベストメント・パートナーズ、エフィッシモ・キャピタル・マネジメント、C&Iホールディングス、プロスペクト・アセットマネジメント、いちごアセットマネジメント、レノ、ストラテジックキャピタル、ベイリー・ギフォード・アンド・カンパニー、スティール、ペリー、セーフハーバー、ハービンジャー、ザ・チルドレンズ、サウスイースタン、村上ファンドである。

(注7) 保有先企業との関係性に関するこれら4つの代理変数については当期の値を用いている。

(注8) 政策保有株のデータは2010年3月期以降のデータを取得しているが、①開示府令の改正は段階適用であったこと、②分析において前期末のデー

タが必要であるために最終的な検証サンプル期間は2012年3月期から2016年3月期となっている。

(注9) 被説明変数の度数が非常に小さいため、プロビット分析に代えてポアソン回帰分析を行ったが、検証結果に大きな差はなかった。また、前年度よりも株式数が増加した銘柄を除いてプロビット分析を行ったところ、検証結果に大きな差はなかった。

(注10) 被説明変数の度数が非常に小さいため、主分析と同様にプロビット分析に代えてポアソン回帰分析を行ったが、検証結果に大きな差はなかった。また、前年度よりも株式数が増加した銘柄を除いてプロビット分析を行ったところ、検証結果に大きな差はなかった。

