

# 基礎研 レター

## 株式持ち合い解消後を占う(2)

持合比率によって変わること、変わらないこと

金融研究部 准主任研究員 高岡 和佳子  
(03)3512-1851 takaoka@nli-research.co.jp

### 1—はじめに(前回の要約)

政策保有株式を取り巻く環境変化を背景に、政策保有株式の更なる削減が予想される。当レポートでは、政策保有株式の減少が企業の行動にもたらす変化を予想する。前回は、資金調達行動と事業再編に関する分析結果を報告し、政策保有株式の削減に伴い、株式や転換社債の発行による資金調達が減る可能性を指摘する一方、事業再編の頻度や速度にはさほど影響がなさそうであると報告した。今回は企業業績と利益の還元方法、並びに株主層（個人株主）の拡大に対する企業の取り組みに着目する。

### 2—分析結果(続き)

【図表－1】持合比率の水準別企業業績（平均）

#### 1 | 企業業績

一般に、外部資金調達の必要性に迫られた経営者は融資、社債、転換社債、株式の順に優先する。前回、持合比率が相対的に高い企業は、増資や転換社債を発行する割合が高いことを示した。しかし、持合比率が高い企業は業績の低迷などを

持合比率	総資産利益率 (平均)	総資産営業利益率 (平均)
20%以上	3.24%	4.48%
20%未満	4.00%	6.20%

理由に融資や社債による資金調達が困難な企業が多く、その結果、増資や転換社債を発行する企業の割合が高いだけかもしれない。そこで、持合比率の水準と投資の効率性との関係を確認した。

企業業績の尺度として、株主資本利益率（ROE）ではなく、総資産利益率（ROA）と総資産営業利益率を採用した。これは、資本構成の差の影響を極力排除するためである。持合比率が相対的に高い企業は、そうでない企業に比べ、総資産利益率、総資産営業利益率共に低い傾向があるが（図表－1）、統計的に有意な差ではない。このため、持合比率が高い企業の増資や転換社債を発行する割合の高さを業績低迷で説明することはできない。また、株式持ち合いの解消が進むことで、総資産利益率や総資産営業利益率が上昇する可能性はあるが、あまり期待しないほうがいい。

## 2 | 利益の還元

次は、株主に対する利益の還元に着目する。最も代表的な利益還元方法は配当（インカム）であるが、自社株買いも利益還元策とみなされる。自社株買いにより株価の上昇（キャピタル）が期待できるからである。また、仮に市場が完全に効率的であれば、利益還元策と企業の株式の価値は無関係であることが示されている。しかし、市場が完全に効率的であるためには、取引コスト、税金や規制がなく、すべての市場参加者間に情報格差はないなど、様々な条件を満たす必要がある。実際の市場は決して完全に効率的ではない。例えば、配当に対し課される税率が高い投資家層が株主の大多数を占めるなら、企業は自社株買いを選択するべきだ。つまり、『配当収益等の益金不算入制度』の存在が、利益還元方法の選択に影響を与えている可能性がある。そこで、持合比率によって利益還元方法に差があるかを確認した。

まず、2014年4月～12月における自社株買いの決定・公表事例を用いて、持合比率の水準別に自社株買い実施割合を調べた。結果、持合比率が相対的に高い企業は、そうでない企業に比べ、自社株買いを実施した企業の割合が低い傾向があり（図表－2）、その差は統計的有意に異なることも確認できた。一方、持合比率の水準別に2014年度決算における配当性向（平均）を調べたところ、持合比率が高いほど配当性向はやや高いが、統計的有意な差は確認できなかった<sup>1</sup>。

株式持ち合いの解消が進むと、自社株買いを通じた利益還元が増えるかもしれないが、それにより配当が姿を消すというわけではない。

株式持ち合いの解消が進むと、自社株買いを通じた利益還元が増えるかもしれないが、それにより配当が姿を消すというわけではない。

## 3 | 株主層（個人株主）拡大に対する取り組み

上場会社が上場を維持するには、株主数が一定数以上である必要がある。また、個人株主に安定株主としての役割を期待する動きもある。そこで、持合比率によって株主層の拡大に対する取り組みに差があるか確認した。

### ①株主優待

まず、株主優待に着目した。一般に、享受できる株主優待は保有株数に比例せず、小額投資家ほど有利な設計となっている。株主優待実施の目的は多岐に渡るが、株主優待を実施している企業は、実施していない企業に比べ個人株主の拡大を意識している可能性が高い。そこで、持合比率の水準別に、株主優待を実施している企業<sup>2</sup>の割合を調べた。

【図表－2】持合比率の水準別自社株買い実施割合と平均配当性向

持合比率	企業数			配当性向（平均）	
	全体	自社株買い 実施	割合	異常値※ 除き	異常値※ 込み
20%以上	271	53	19.6%	30.1%	44.4%
20%未満	1504	373	24.8%	30.0%	41.2%

※配当性向が負又は100%以上

<sup>1</sup> 優れた投資機会を有する企業においては、利益の還元（内部資本を減らす）ではなく、内部資本を新規投資に利用するほうが企業価値を高める。そして、企業価値の向上の恩恵は株主が享受する。つまり、利益還元方法の選択の以前に、利益還元を行うべきか否かが問題となる。当分析においては、持合比率が相対的に高い企業とそれ以外の企業で、優れた投資機会を有している企業の割合に差は無いことを前提としている。

<sup>2</sup> 分析時（2015年8月上旬）におけるYahoo!ファイナンス情報を利用

【図表－3】 持合比率の水準別

株主優待実施企業の割合

持合比率	企業数		
	全体	株主優待 実施企業	割合
20%以上	271	93	34.3%
20%未満	1503	598	39.8%

持合比率が相対的に高い企業は、そうでない企業に比べ、株主優待実施割合が低い傾向があり（図表－3）、その統計的有意性も確認できた。

### ②情報開示(ウェブサイト)

次に、ウェブサイトにおける情報開示の充実度に着目した。ウェブサイトにおける情報開示が充実している企業ほど、個人株主を含む幅広い投資家を意識していることは、説明するまでも無い。

持合比率とウェブサイトの充実度ランク<sup>3</sup>との関係を確認したところ、持合比率が相対的に高い企業は、そうでない企業に比べ、情報開示の充実度が低い（ランクが低い）企業の割合が高い傾向にあり（図表－4）、その統計的有意性も確認できた。

以上から、持合比率の高い企業ほど、個人株主の拡大に消極的であると解釈できる。その理由として、十分な安定株主の存在が考えられる。ならば、株式持ち合いの解消が進むと、株主優待実施企業が増加し、更にウェブサイトによる情報開示がより充実するかもしれない。

### 3—おわりに

政策保有株式の削減に伴い企業の行動がどのように変化するか予想することを目的として、持合比率による企業の行動の差を確認した。持合比率による本業（ビジネスの選択や利益率）への影響は確認できなかったが、資金調達、利益還元や情報開示に対する姿勢などは持ち合い比率の影響を受けていそうだ。

業種等の企業特性を考慮した分析や多期間のデータを用いた検証は今後の課題とする。また弊社では、持合比率に加えメインバンクをはじめとする金融機関など安定保有比率の算出も行っている。安定保有比率を用いた分析も併せて今後の検討課題とする。

【図表－4】 持合比率の水準別ウェブサイトの充実度ランクの割合

持合比率	企業数										
	全体	ランク1		ランク2		ランク3		ランク4		ランク5	
		割合	割合	割合	割合	割合	割合	割合	割合		
20%以上	268	62	23.1%	64	23.9%	62	23.1%	51	19.0%	29	10.8%
20%未満	1371	276	20.1%	256	18.7%	257	18.7%	279	20.4%	303	22.1%

<sup>3</sup> コーポレートガバナンス評価システム（NEEDS-Cges）の評点データを利用