

基礎研 レター

企業間の取引関係を探る

持合ネットワーク構造を用いた分析

金融研究部 主任研究員 高岡 和佳子

(03)3512-1851 takaoka@nli-research.co.jp

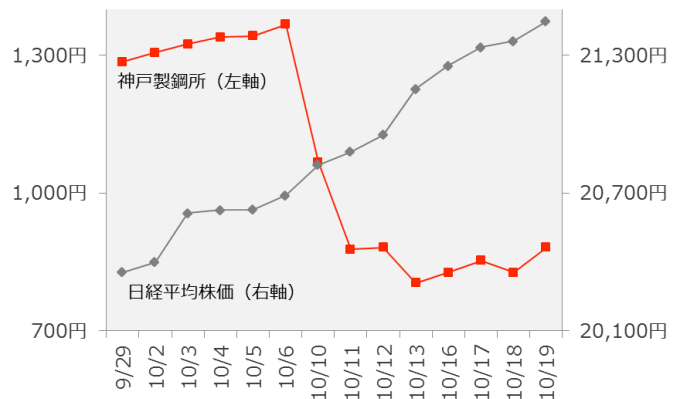
1— 特定企業の問題公表による他企業への影響度把握に、株式持合関係が役に立つ

10月初旬、神戸製鋼所がアルミ・銅製品の一部製品につき、検査証明書のデータを書き換える等、不適切な行為があったことを公表した。同社の株式は、公表翌営業日に22%、公表翌営業日から5営業日累計では40%も値を下げた(図表1)。

筆者は、企業間の株式持合い関係を用いて上場企業間のネットワークを捕捉することで、特定の企業による問題公表が、他企業の株価に与える影響を分析している。以前実施した分析において、問題公表企業と直接株式持合関係にある企業(以下、直接企業と記す)に加え、直接企業と株式持合関係にある企業(以下、間接企業と記す)にも、影響が波及することを確認した(以下、直接企業と間接企業の総称を評価対象企業と記す)。前回分析した以下3事例に、神戸製鋼所の事例を加え、再評価を試みる。

- (1) 東洋ゴム : 免震ゴムの認定にあたり、試験データの一部が改ざんされていたことを公表
- (2) 東芝 : 不適切な会計処理があった可能性と、特別調査委員会の設置を公表
- (3) 東芝 : 米国の原子力発電事業における特別損失計上の可能性を公表

図表1：問題公表後の株価推移

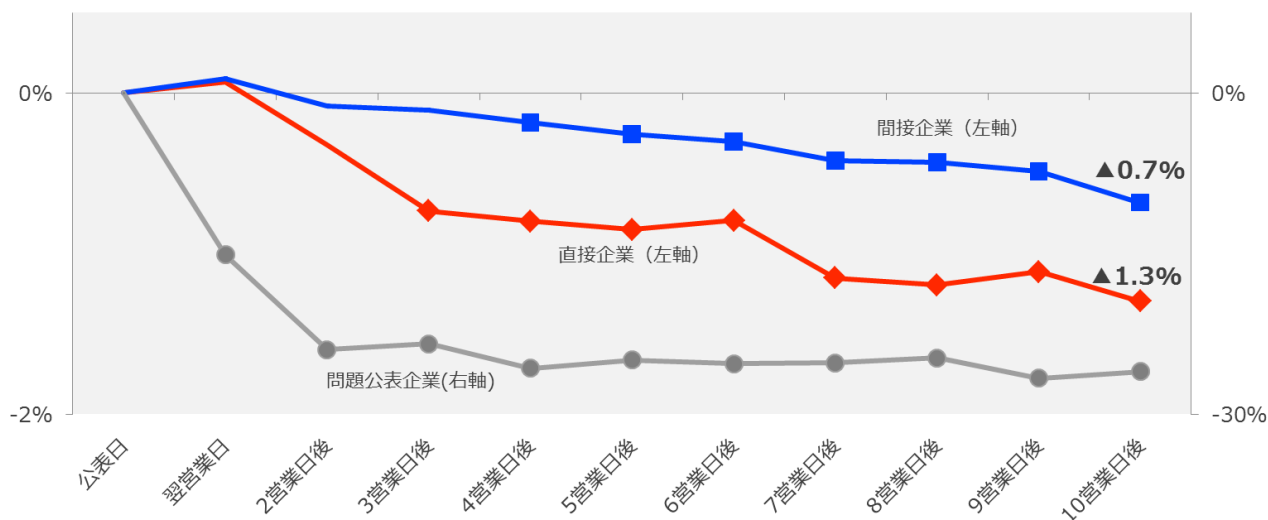


図表2：問題公表企業との関係別企業分類



— 株式持合関係を表す

図表3：問題公表後の平均相対収益率（推移）



※折線グラフ上の各マーカーは平均相対収益率が統計的に有意に負であることを意味する

まず、評価方法や利用データは前回と同様である。具体的な評価方法や利用データに御興味のある方は先のレポートを参照いただきたい。

図表3は、問題公表企業および評価対象企業が発行する株式の平均相対収益率の推移を表す。相対収益率とは、各株式の収益率がマーケット全体の収益率（TOPIX 収益率）を上回る収益率である。問題公表企業および評価対象企業それぞれの相対収益率を求め、分類毎に単純平均したものが平均相対収益率である。また、折線グラフ上の各マーカーは平均相対収益率が統計的に有意に負であることを意味する。

問題公表企業が、問題公表の翌営業日から大きく下落するだけでなく、評価対象企業の平均相対収益率も、問題公表の2営業日後から負に転じる。更に、直接企業は問題公表の3営業日後以降、間接企業は問題公表の4営業日後以降において、平均相対収益率が統計的に有意に負となる。やはり、直接企業だけでなく間接企業にまで、特定の企業による問題公表の影響が波及すると考えられる。

2— 株式持合関係により取引関係が探知できる

なぜ、評価対象企業に波及するのだろうか。その答えは、企業が互いに株式を持ち合う理由にある。

上場企業が、他の上場企業の株式を純投資以外の目的で保有する場合（所謂、政策保有株式）、有価証券報告書で、銘柄毎の具体的な保有目的を開示することが求められている。そこで、神戸製鋼所とその直接企業（20社）を対象に、有価証券報告書（直近）の記載内容を調べ、その結果を図表4に示す。

図表4を見ると、神戸製鋼所と直接株式持合関係にある企業とは、業務提携関係もしくは継続的取引関係にあることは明らかである。本来企業価値の向上のために活用すべき資本を投じて、株式を保有しているのだから、主要な取引先であることは容易に想像できる。

図表 4：神戸製鋼所と直接企業の保有目的

	神戸製鋼所が直接企業の株式を保有する目的	直接企業が神戸製鋼所の株式を保有する目的
企業 1	業務提携の一環として	戦略的提携関係の維持・発展
企業 2	業務提携の一環として	当社グループは同社グループと金属事業において共同出資関係があり、またセメント・金属・加工・アルミ事業等において取引関係があり、これらの関係等を維持・強化するため
企業 3	継続的取引関係の維持・深化の為	当社及び当社グループ会社全体にわたる、主にアルミ製品関連を中心とした主要取引先かつ仕入先であることに加え、当社の大株主であることから、当該会社株式を保有することにより取引関係の強化を図るため
企業 4	継続的取引関係の維持・深化の為	営業上の取引関係の維持強化を目的とするため
企業 5	継続的取引関係の維持・深化の為	取引関係の維持・強化
企業 6	継続的取引関係の維持・深化の為	協業関係強化の為
企業 7	継続的取引関係の維持・深化の為	取引先との関係強化（プレス関連製品事業）
企業 8	継続的取引関係の維持・深化の為	取引関係の維持・強化
企業 9	継続的取引関係の維持・深化の為	取引関係の維持・強化
企業 10	継続的取引関係の維持・深化の為	取引関係の維持強化
企業 11	継続的取引関係の維持・深化の為	特殊鋼材事業等における継続的取引関係の維持・強化のため
企業 12	継続的取引関係の維持・深化の為	資材購入または商品販売に関する業務のより円滑な推進
企業 13	継続的取引関係の維持・深化の為	原材料である帯鋼の調達先であり、事業上の関係を勘案し、良好な関係の維持・強化を図るため
企業 14	継続的取引関係の維持・深化の為	取引基盤の維持・強化・構築
企業 15	継続的取引関係の維持・深化の為	地域社会の発展・繁栄に資するため
企業 16	継続的取引関係の維持・深化の為	政策投資目的（取引関係強化）
企業 17	退職給付に抛出されたもの	企業間取引の維持強化
企業 18	---	仕入取引関係の維持・強化目的による政策投資
企業 19	---	企業間取引の強化及び株式の安定化
企業 20	---	関係の維持・強化

【資料】各社の有価証券報告書「コーポレート・ガバナンスの状況等」を基に筆者が作成
 神戸製鋼所の有価証券報告書において、企業 18～企業 20 の株式を保有していることが開示されていない。
 これは、開示範囲が貸借対照表計上額などによって、開示が免除されているからである。
 しかし、相手企業の有価証券報告書の「大株主の状況」から、神戸製鋼所が相手企業の株式を保有している事が確認できる。

企業間の取引関係を公開情報から把握する事は容易ではない。しかし、株式持合関係に着目すると、その保有目的から、企業間の取引関係を探知できる可能性が高い。特定の企業による問題公表後、評価対象企業の株価収益率が相対的に低迷する傾向が確認できるのは、株式持合関係がその企業にとって重要な取引関係を内包しているためと考えられる。

企業間の株式保有形態は、株式持合関係に限らない。一方の企業のみが株式を保有する関係（片持合）もある。片持合の場合も、取引関係と大きく関係していると考えられることから、今後は、片持合も含め、分析を進めていきたい。

ⁱ 基礎研レポート『[問題公表による他社株価への影響～持合ネットワーク構造を用いた分析](#)』（2017年9月1日）
なお、当レポートの「平均相対収益率」、「直接企業」、「間接企業」は、それぞれ前回レポートの「累積超過収益率」、「距離1」、「距離2」に対応する。