

基礎研 レター

株式持ち合い解消後を占う(1)

持合比率によって変わる事、変わらない事

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

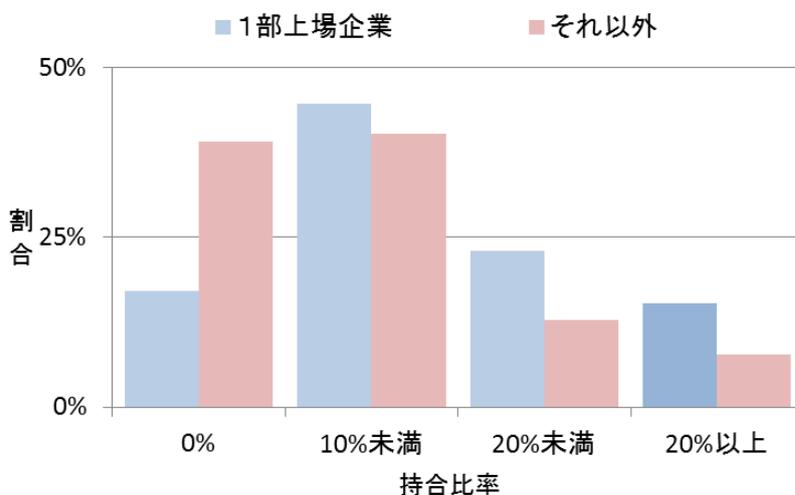
今年から、政策保有株式として上場株式を保有する場合、一定の条件を満たす上場会社はその方針を開示する必要がある。また、主要な政策保有については中長期的経済合理性や将来見通しを検証し、検証結果を説明することが求められる。更に、支配関係を目的としない保有株式から生ずる『配当収益等の益金不算入制度』が見直される兆しもある。これらを背景に、政策保有株式の更なる削減が予想される。では、政策保有株式の減少は、企業の資金調達、合併・事業譲渡・譲受等の行動、更には、行動の結果としての利益率並びに剰余金処分の方法等に変化をもたらすだろうか。

そこで、様々な行動やその結果と持合比率¹（企業が相互に株式を保有し合う関係にある企業が保有する株式が発行済み株式数に占める割合）との関係について確認した。2回に分けて、その結果と政策保有株式の減少がもたらす影響予想を報告する。今回は、資金調達行動と事業再編について報告する。

【図表－1】持合比率の分布(2014年3月末)

2—データの概要

今回の分析は、弊社が算出する企業別の持合比率(2014年3月時点)を用いた。弊社では全上場企業を対象に持合比率の算出を実施しているが、今回の分析では、一部上場企業(東証、名証)のみを対象とした。一部上場企業(いわゆる、大企業)は、それ以外の企



¹ 持合比率算出方法に関する詳細は基礎研レポート『[劇的な環境変化にさらされる「株式持ち合い」制度～企業行動の解明に一助を](#)』参照

業に比べて持合比率が高い傾向がある（図表－1）。一部上場企業のみ分析対象としたのは、企業規模の違いから生じる差を持合比率の違いから生じる差と見誤る可能性を排除する為である。なお、2014年3月以降に合併し消滅したなどを理由に、分析対象外とした銘柄もある。

今回は、一部上場企業の約15%を占める持合比率20%以上の企業とそれ以外の一部上場企業に分けて分析している。

3—分析結果

1 | 資金調達行動

一般に、投資家が、企業には魅力的な投資機会があると考えない限り、増資や転換社債の発行は、株価を下げる傾向がある。このため、外部資金調達の必要性に迫られた経営者は融資や社債を優先し、株式や転換社債による資金調達を避ける傾向がある（ペッキングオーダー理論）。ならば、企業が直面する魅力的な投資機会に対する理解が深い株主を多く有する企業は、そうでない企業に比べ増資や転換社債の発行に対するハードルが低くなるだろう。つまり、持ち合い関係にある会社が一般投資家に比べて理解が深く、持合比率の高い企業は増資や転換社債の発行割合が高い可能性がある。

具体的には、2014年4月～12月における増資及び転換社債の発行決定事例を用いて、持合比率が20%以上の企業とそれ以外の企業との間の、上記決定を実施した企業の割合の差を調べた。持合比率が相対的に高い企業は、そうでない企業に比べ、増資を実施した企業および転換社債を発行した企業の割合が高い（図表－2）。なお、持合比率の水準により増資も転換社債の発行も行っていない企業の割合（図表－2の紫太枠の比率）は統計的有意²に異なることも確認できた。これは、持合比率が高い企業は、そうでない企業に比べ、増資や転換社債の発行による資金調達のハードルが低い可能性を示している。

もちろん、持合比率の高い企業にとって増資や転換社債の発行による資金調達のハードルが相対的に低いのではなく、持合比率の高い企業は資金調達ニーズが高い結果、増資や転換社債の発行に踏み切った企業の割合が高い可能性も考えられる。しかし、公募社債の発行事例を用いて同様の分析を行った結果、持合比率の高い企業とそうでない企業との間に統計的有意な差はなかった。むしろ、持合比率の高い企業の方が、公募社債を発行した企業の割合が低かった。

また、持合比率の高い企業にとって増資や転換社債の発行による資金調達のハードルが相対的に低いのではなく、持合比率の高い企業は、業績の低迷などを理由に融資や社債などによる資金調達

【図表－2】持合比率の水準別増資及び転換社債発行企業の割合

持合比率	企業数						
	全体	増資実施		転換社債発行		非実施	
		割合	割合	割合	割合		
20%以上	271	6	2.2%	7	2.6%	258	95.2%
20%未満	1504	24	1.6%	17	1.1%	1463	97.3%

² 今回の分析における統計的有意性の判断は、有意水準5%（片側）を基準に行う。

が困難な企業の割合が高い可能性も考えられる。ただし、持合比率と業績との間にも統計的有意な差は無い（詳細は次回報告）。

やはり、持合比率の高い企業における増資や転換社債の発行による資金調達ハードルは、相対的に低そうだ。つまり、株式持ち合いの解消が進むと、増資や転換社債の発行による資金調達ハードルが高くなる企業が増加し、その結果、株式や転換社債の発行による資金調達が減る可能性がある。ならば、従来型の優先債務による資金調達が困難な企業を中心に、資本金のある借入金の利用が更に進むかもしれない。

2 | 事業再編

めまぐるしく企業を取り巻く環境が変化中、企業が勝ち残っていくためには企業価値向上に向けた努力が必要不可欠である。その手段として、M&A を通じた規模の拡大による効率化、新しい事業への進出、非効率な事業の売却などがある。そして、M&A の一部は株主総会の特別決議が必要である。持合比率が高さは、積極的な事業再編の後押しとなるのか、はたまた、事業再編を通じた企業価値向上意欲を削ぐのだろうか。そこで、持合比率によって M&A に関与した企業の割合に差があるかを確認した。

具体的には、2014 年 4 月～12 月における M&A 公表事例³を用いて、持合比率が 20%以上の企業とそれ以外の企業との間の、M&A に関与した企業の割合の差を調べた。ただし、M&A のうち資本参加と出資拡大は分析対象から外した。当レポートの最終的な目的は、政策保有株式の削減が更に進むことがもたらす企業行動の変化の予想にある。このため、政策保有株式の削減とは対極にある資本参加と出資拡大を対象外とした。分析の結果、持合比率が相対的に高い企業は、そうでない企業に比べ、M&A に関与した企業の割合が低いことがわかった（図表－3）。しかし、この差に統計的有意な差は無いため、持合株式が高いと、事業再編を通じた企業価値向上意欲を削ぐとは言えない。

つまり、株式持ち合いの解消が進んでも、事業再編の頻度や速度が増すことは期待できない。

【図表－3】持合比率の水準別 M&A 関与割合

持合比率	企業数						
	全体	M&A関与 (買い手)		M&A関与 (売り手)		M&A関与	
		割合	割合	割合	割合		
20%以上	271	29	10.7%	3	1.1%	31	11.4%
20%未満	1503	202	13.4%	24	1.6%	219	14.6%

4 — 次回に続く

今回は、持合比率が資金調達や事業再編に影響を与える影響を確認した。次回は企業業績と利益の還元方法の他、株主層（個人株主）の拡大に対す企業の取り組みについて報告する。

³ マール 2015 年特大号（244 号）の「2014 年 M&A 全データ一挙掲載」を参考に分析