

TMTの特徴と政策保有株式、企業業績 の関係：英国機関投資家の視点をふまえて

2025年9月2日 証券経済学会

杉山 佳子 東北学院大学情報学部
脇屋 勝 京都大学経営管理大学院

報告の目的

上場企業のガバナンスと企業業績の関係について、
次の関係から混合調査法で現状を明らかにすることを試みること

1. TMTの構成と政策保有株式の保有との関係

▶ 特に、TMT(トップマネジメントチーム/取締役会)構成員の特徴

2. (政策保有株式の縮減に伴い重要性を増す)海外の長期投資家が、 企業価値を向上するガバナンスとして、TMT構成、政策保有株式を どのように考えているのか

▶ 本報告では、後述の理由から英国長期保有投資家を対象とする

[本年度報告の特徴 (政策保有株式に関する、2024年度杉山報告との比較)]

① 定性: 英国の長期機関投資家(関係者)への調査

② 定量: 直近(2024年度)までの政策保有株式データを含む分析

はじめに

○研究の文脈

○先行研究

○先行研究からの視点

研究の文脈

- 政策保有株式をめぐる動き -

- 2000年代以降:株式持合いの減少
 - 対金融機関 減少 (∵株式の時価評価導入、など)
 - 事業会社間 横ばい **変わらず** (右表参照)
- 2006年頃～:株式持合いの「復活」(宮島・新田、2011)
 - 2006年頃 海外のアクティビスト・ファンドの台頭
 - 2007年夏から サブプライム問題に端を発する世界金融危機
- 戦略的経営への活用への変化 (鳥居、2013)
- 2015年 コーポレートガバナンス・コードの導入
 - 2018 改訂CGコード 「政策保有株式の縮減に関する方針・考え方の開示」
- 開示府令の改正(政策保有株式の開示拡充)
 - ・保有目的が純投資目的である投資株式に変更した場合、株式数や貸借対照表計上額に加えて保有目的の変更理由、変更後の保有・売却の方針などの開示を新たに求める
 - ・開示が求められる期間が1年間から5年間に延長

先行研究

□ 上場企業の所有構造と企業支配の特性 3つのタイプ (宮島・齋藤2023)

英米: アウトサイダー優位の
分散した株式所有構造

- ・ エージェンシー問題は、敵対的買収や、アクティビティスト・ファンドの活動を通じた活発な経営権市場で解決
- ・ 近視眼的経営の難点は、複数議決権や経営判断原則を通じて処理

大陸欧州、アジアの新興
国: 家族・政府などの支配株
主を伴う集中した所有構造

- ・ 企業支配権の移動は支配株主による私的な交渉が中心
- ・ 創業者家族を中心とする支配株主による長期的な経営が可能となる一方、少数株主保護規制が重要なガバナンスの課題

日本の株式所有構造

- ・ 株式所有が高度に分散し、事業法人、銀行、生命保険会社などのインサイダーが支配的な地位を占める
- ・ 企業支配権は経営者自身に管理される傾向を持ち、長期経営を可能とする反面、経営者が外部の株主から遮断される故結果、インサイダーコントロールに陥る可能性

長期停滞の一因が、企業統治面からはこのインサイダー優位の所有構造にあるという見方がある(たとえば、Ikeda et al., 2018)

先行研究（政策保有株式関連）

□ 企業支配権の観点から

安定株主・経営の安定

- ・予期されない状況が起こり、株式保有が困難になるまでは株を持ち続けるという了解と、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了解（加護野、2011） ※
- ・企業買収を防衛し、安定株主を構築すること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強い関係があるとはいえない
(円谷・古賀、2018)

外国人機関投資家との関係

- ・外国人株主比率が多い企業にある傾向（宮島・新田、2011）
- ・機関投資家の存在は、持合いの解消を促進する
企業統治改革は、各企業の売却銘柄数をそれ以前に比べて2.5～3.4銘柄引き上げる効果有（宮島・齋藤、2020）

※ cf. Sheard (1995) 「安定株主の要件」

- ① 現在の経営陣を支持する友好的な内部者として株式を保持
- ② 現在の経営陣を支持しない第三者などに株式を売却しないことに同意
- ③ 株式を売却する必要がある場合は、売却の意思を事前に伝える(相談する)

先行研究（政策保有株式関連）

□ 企業支配権（役員構成）の観点から

社内役員との関係

- ・経営者のエンtrenチメントの代理変数としての取締役会における内部取締役人数は、持合い再強化期において、持合い株式の増減割合と正に有意な値
(宮島・新田、2011)
- ・安定株主に囲まれた経営者は地位が安定し、困難な意思決定を避けて Quiet Lifeを指向。結果的に投資額は抑制される (Ikeda et al., 2018)

社外役員との関係

- ・企業価値(トービンのq)が低く、外国人機関投資家の圧力が弱く、政策保有割合(事業法人持株比率)が高いほど、社外役員のうち政策保有先等の出身者が半数以上を占める傾向
政策保有社外役員工作は社外役員を義務づける法規制を骨抜きにして、敵対的買収策としての持合や政策保有を補強 (胥・高橋・田中、2019)
- ・役員構成からみたガバナンスでは、役員総数の多さや社外役員比率の低さから、政策保有株式を持たない企業でインサイダーコントロールが働きやすい傾向 (杉山、2024)

先行研究（政策保有株式関連）

業績関連

財務パフォーマンスとの関係

- ・高度成長期まで…「相互保険としての企業集団」(中谷、1983)
企業集団構成企業の利益率は、独立系企業よりも低い傾向
(植草、1974; Caves & Uekusa, 1976)
- ・政策保有株式の保有が多い企業ほど利益率等が低い傾向
(円谷・柳樂・金、2020)
- ・従業員処遇に積極的な企業は、人的資本への投資の効果を損なわないために低いレバレッジを選択 (佐々木・花枝、2014)

戦略的提携への移行

- ・「支配の確保」の側面、「投下資本量の確保」の側面が以前に比べて弱まり、株式取得という積極的な外部資源への投資で提携関係を構築し、結果的に利益向上に結び付ける動き
 - ①コスト削減(販売費等)
 - ②新製品開発
 - ③材料調達の安定化
 - ④市場開拓・販路拡大
- (鳥居、2012)

先行研究（政策保有株式関連）

□ 政策保有株式縮減の影響

ブロック所有への移行

- ・CG改革以後も政策保有株式売却の大部分は少額の保有部分の売却に限定され、戦略的理由等に基づくブロック保有は相対的に維持されている

（宮島・齋藤、2023）

自己株式取得の流れ

- ・自社株買いを通じて、企業の経営陣と投資家の合意水準が向上

（Huang&Thakor,2013）

- ・企業の政策保有株の解消に対して、市場は特に自社株買いと組み合わせた場合、概ね正に反応（宮島・齋藤、2020）※

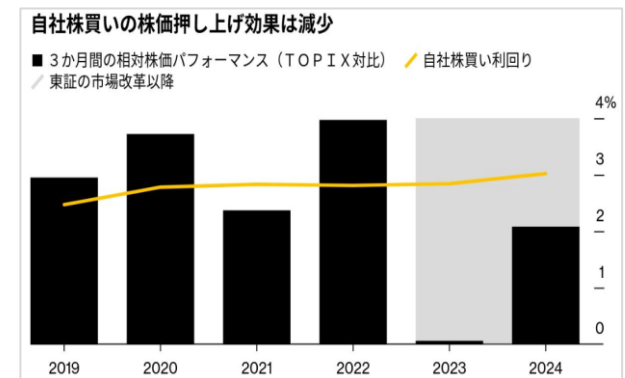
- ・しかし当局が当初、アベノミクスで規制の目的としたのは、（自己株式取得ではなく）設備投資による企業の成長（宮島・齋藤、2023）

※ cf. 自己株式取得に対する市場(株価)の反応

Bloomberg記事(2025.1.16)

「自社株買いのジレンマ、取得枠最高でも弱まる株高効果－消えた新鮮味」

- －2024年の自社株買い銘柄、3カ月間の超過リターンは以前より低下
- －ROEの改善持続など投資家の目が厳格化、東証意識の背伸びも限界



出所：Bloomberg HP

<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2025-01-16/SQ4230T0AFB400>

先行研究からの調査の視点

開示による規制強化(コーポレートガバナンス・コードの導入(2015))後、政策保有株式の保有は現在、次の方向性へ

- ①継続・新規 ⇒ 戦略的提携によるブロック所有の強化
 - ②縮減 ⇒ 自己株式取得にまわり、成長のための設備投資にはまわっていない
- しかし、2024年からの大幅な縮減が、新たな安定株主を必要とする可能性

【改めて分析の視点】

2025年の内閣府令改正による開示強化で、政策保有株式の保有の合理性がさらに問われる中、TMT構成の観点からのガバナンスとあわせ、次の各視点から現状を確認する

視点1: 国内企業で戦略的目的の保有への移行が継続⇒上記は①②ともに今も同じか？

視点2: 新たな安定株主として存在感を強める海外投資家は、日本の現在の状況に
対していかなる認識でいるのか？

実証

視点1について⇒ 政策保有株式の動向(2019～2024)との関係〔定量〕

視点2について⇒ 新たな安定株主の一つとしての、英国長期投資家※の視点〔定性〕

※日亜欧を対象とする杉山のパイロットインタビュー(杉山、2025)から、特に人材の課題は中長期的視点を有する欧州、中でも英国投資家への言及があったことを契機

実証1.

○定量研究(2019~2025)

定量調査の概要

□ データ

- 大株主データ
東洋経済大株主データ
- 株価及び財務データ
Nikkei NEEDS-Financial QUEST
※全上場企業を対象とする

□ 期間

- 2019年3月期から2025年3月期まで

□ 目的

- 企業が保有している政策保有株式の増減が、企業業績および投資家の評価へ与える影響を検証する
- TMTの構成が、政策保有株式の縮減に与える影響を検証する

記述統計量

2020年	平均値	標準偏差	第2四分位	中央値	第3四分位
ROA(%)	5.39	8.89	2.04	4.89	8.66
TobinQ	1.83	3.93	0.78	1.01	1.61
創業年数	47.52	31.98	18	49	72
時価総額(億円)	1,622	7,393	57	164	610
売上高成長率(%)	10.36	321.65	-4.23	1.22	7.9
政策保有株式(億円)	8,477	53,966	0	148	2,286
総資産(億円)	8,491	98,411	89	298	1,113
自己資本比率(%)	51.42	21.95	35.98	52.52	68.38
負債比率(%)	2.22	9.86	0.44	0.88	1.73
総資産割合(%)	0.03	0.22	0.00	0.01	0.03
フリーキャッシュフロー(百万円)	34,030	537,056	0	351	2,216
研究開発費(百万円)	3,979	31,961	0	1	413
設備投資(百万円)	11,466	86,870	36	458	2,823
社外役員比率(%)	31.53	16.68	22.22	33.33	41.67
女性役員比率(%)	6.41	7.95	0.00	0.00	11.00
外国人持株比率(%)	10.23	12.34	1.07	5.23	15.77
金融機関持株比率(%)	14.95	13.55	2.38	11.90	24.51
事業法人持株比率(%)	22.56	18.73	6.48	19.34	35.09
N	3815				

2025年	平均値	標準偏差	第2四分位	中央値	第3四分位
ROA(%)	5.51	12.66	2.56	5.56	9.59
TobinQ	1.73	2.75	0.90	1.14	1.74
創業年数	52.07	30.82	23	52	77
時価総額(億円)	2,526	13,488	55	174	736
売上高成長率(%)	8.74	29.81	0.23	5.48	12.39
政策保有株式(億円)	7,860	56,136	0	151	2,518
総資産(億円)	10,095	116,238	76	291	1,236
自己資本比率(%)	52.04	24.11	37.21	53.72	69.58
負債比率(%)	1.05	57.44	0.42	0.83	1.63
総資産割合(%)	0.03	0.15	0.00	0.00	0.03
フリーキャッシュフロー(百万円)	85	186,464	-645	50	952
研究開発費(百万円)	5,154	42,334	0	3	469
設備投資(百万円)	16,088	131,370	48	552	3,505
社外役員比率(%)	41.19	14.46	33.33	40.00	50.00
女性役員比率(%)	13.73	10.51	8.00	13.00	20.00
外国人持株比率(%)	10.42	12.74	1.39	4.87	15.71
金融機関持株比率(%)	12.52	12.12	1.62	9.22	20.38
事業法人持株比率(%)	26.95	19.36	10.65	24.16	40.17
N	4047				

■ 政策保有株式

- 2020年から2025年にかけて、平均値で見ると減少
- その一方で、中央値や第3四分位数では増加
- 一様に政策保有株式を減少させているのではなく、政策保有株式を増やしている企業もある

■ TMT(社外取締役割合や女性取締役割合)

- CGコードの強化もあり、2020年と2025年と比較では、平均値や各四分位数で上昇。全体的に底上げがなされている
- 特に女性取締役の割合が、平均値が6%台から13%台、中央値も0%から13%へと大きく上昇
- 各社のCGコードへの対応が進んでいることがわかる

縮減グループ、増加・増減なしグループの比較①

	政策保有株式の減少					政策保有株式の増加・増減なし					
	平均値	標準偏差	第2四分位	中央値	第3四分位	平均値	標準偏差	第2四分位	中央値	第3四分位	有意水準
ROA(%)	5.58	13.54	2.65	5.77	9.96	5.27	9.32	2.39	5.08	8.40	0.51
TobinQ	1.80	2.83	0.90	1.17	1.84	1.53	2.48	0.89	1.06	1.46	0.01
創業年数	48	31	20	45	75	65	27	45	74	82	0.00
時価総額(億円)	1,967	13,223	48	136	536	4,288	14,157	98	426	2,102	0.00
売上高成長率(%)	9.41	32.62	0.21	5.81	13.22	6.62	18.13	0.28	4.57	10.16	0.01
政策保有株式(億円)	6,667	60,804	0	43	1,717	11,624	37,578	72	785	7,010	0.02
総資産(億円)	9,523	121,050	60	221	826	11,899	99,580	202	755	4,213	0.58
自己資本比率(%)	52.39	24.87	37.31	54.34	70.08	50.94	21.49	37.08	52.50	67.01	0.10
負債比率(%)	0.69	65.83	0.41	0.81	1.61	2.19	5.98	0.48	0.87	1.66	0.48
総資産割合(%)	0.03	0.17	0.00	0.00	0.03	0.03	0.04	0.00	0.01	0.03	0.75
フリーキャッシュフロー(百万円)	-1,705	157,249	-505	56	811	5,734	257,811	-1,728	25	1,817	0.28
研究開発費(百万円)	3,536	41,817	0	0	268	10,258	43,556	0	140	2,197	0.00
設備投資(百万円)	13,026	143,561	33	390	2,381	25,750	81,059	199	1,623	10,689	0.01
社外役員比率(%)	40.31	14.78	33.33	40.00	50.00	43.99	13.02	33.33	42.86	50.00	0.00
女性役員比率(%)	12.95	10.43	0.00	13.00	20.00	16.19	10.40	10.00	15.00	22.00	0.00
外国人持株比率(%)	9.14	11.87	1.22	4.07	13.05	14.45	14.44	2.40	10.31	22.36	0.00
金融機関持株比率(%)	11.13	11.51	0.97	7.76	18.01	16.90	12.94	5.53	14.72	27.44	0.00
事業法人持株比率(%)	27.41	19.64	11.03	24.86	40.85	25.53	18.39	9.72	21.96	37.85	0.01
N	3073					974					

2025年のデータで、政策保有株式の縮減グループ、増加・増減なしグループの比較

■ ROA とTobinQ

- ROAは、両者のグループの差はない
- それに対して、投資家の評価が反映されるTobinQは、政策保有株式の縮減グループの方が、平均値や各四分位数が高い

縮減グループ、増加・増減なしグループの比較②

■政策保有株式

- 政策保有株式を「増加・増減なし」のグループの方が、政策保有株式数が多い
- 創業年数の平均値や中央値からも分かるとおり、当該グループの方が長く、歴史的な経緯やしがらみが多いことが考えられる。そのため戦略的な「ブロック所有」に移行している可能性がある

■TMT(社外取締役、女性取締役の割合)

- 政策保有株式を「増加・増減なし」とした企業の方が、社外取締役割合や女性取締役割合の平均値がやや高い傾向を示している
- 政策保有株式を「増加・増減なし」とした企業は、プライム市場上場の時価総額の高い企業が多く含まれている
- CGコードへの積極的な対応により社外取締役や女性取締役の導入が進んでいると考えられる

相関係数

2020年	ROA(%)	TobinQ	創業年数	時価総額(億円)	売上高成長率(%)	政策保有株式(億円)	総資産(億円)	自己資本比率(%)	負債比率(%)	総資産割合(%)	フリーキャッシュフロー(百万円)	研究開発費(百万円)	設備投資(百万円)	社外役員比率(%)	女性役員比率(%)	外国人持株比率(%)	金融機関持株比率(%)	事業法人持株比率(%)
ROA(%)	1.00																	
TobinQ	0.15	1.00																
創業年数	-0.07	-0.15	1.00															
時価総額(億円)	0.05	0.04	0.08	1.00														
売上高成長率(%)	-0.01	0.01	-0.03	-0.01	1.00													
政策保有株式(億円)	-0.02	-0.03	0.16	0.51	0.00	1.00												
総資産(億円)	-0.04	-0.02	-0.03	0.32	0.00	0.13	1.00											
自己資本比率(%)	0.24	0.10	0.00	-0.03	-0.01	-0.06	-0.14	1.00										
負債比率(%)	-0.11	-0.02	-0.04	0.02	0.00	0.01	0.15	-0.31	1.00									
総資産割合(%)	-0.01	-0.02	0.10	-0.01	0.00	0.08	-0.01	0.00	-0.01	1.00								
フリーキャッシュフロー(百万円)	-0.03	-0.01	-0.03	0.22	0.00	0.05	0.89	-0.12	0.10	-0.01	1.00							
研究開発費(百万円)	0.00	-0.01	0.11	0.65	0.00	0.53	0.11	-0.03	-0.01	0.00	0.03	1.00						
設備投資(百万円)	-0.01	-0.02	0.08	0.67	0.00	0.65	0.15	-0.08	0.00	0.00	0.04	0.75	1.00					
社外役員比率(%)	0.01	0.17	0.31	0.11	0.04	0.06	0.08	0.01	0.00	0.03	0.07	0.10	0.08	1.00				
女性役員比率(%)	0.06	0.08	0.12	0.14	-0.01	0.09	0.05	-0.04	0.00	-0.01	0.04	0.10	0.10	0.35	1.00			
外国人持株比率(%)	0.12	0.19	0.22	0.32	0.01	0.16	0.09	0.05	-0.01	0.02	0.07	0.22	0.17	0.36	0.27	1.00		
金融機関持株比率(%)	0.08	-0.03	0.57	0.21	0.00	0.21	0.07	-0.05	0.01	0.06	0.07	0.16	0.16	0.36	0.25	0.49	1.00	
事業法人持株比率(%)	0.04	-0.01	0.25	-0.09	-0.02	-0.02	-0.03	0.01	-0.03	0.01	-0.02	-0.06	-0.05	0.21	0.02	-0.19	-0.08	1.00
2025年	ROA(%)	TobinQ	創業年数	時価総額(億円)	売上高成長率(%)	政策保有株式(億円)	総資産(億円)	自己資本比率(%)	負債比率(%)	総資産割合(%)	フリーキャッシュフロー(百万円)	研究開発費(百万円)	設備投資(百万円)	社外役員比率(%)	女性役員比率(%)	外国人持株比率(%)	金融機関持株比率(%)	事業法人持株比率(%)
ROA(%)	1.00																	
TobinQ	-0.30	1.00																
創業年数	0.00	-0.23	1.00															
時価総額(億円)	0.03	0.02	0.08	1.00														
売上高成長率(%)	0.06	0.19	-0.15	0.00	1.00													
政策保有株式(億円)	-0.01	-0.03	0.13	0.49	-0.01	1.00												
総資産(億円)	-0.03	-0.02	-0.02	0.47	-0.01	0.16	1.00											
自己資本比率(%)	0.27	-0.06	0.09	-0.04	-0.04	-0.04	-0.12	1.00										
負債比率(%)	0.00	0.00	0.01	0.01	0.00	0.01	0.03	-0.01	1.00									
総資産割合(%)	-0.02	-0.03	0.14	-0.01	-0.03	0.07	-0.01	0.03	0.00	1.00								
フリーキャッシュフロー(百万円)	0.00	0.00	-0.02	0.02	-0.01	0.01	0.36	0.00	0.00	0.00	1.00							
研究開発費(百万円)	0.01	-0.01	0.10	0.62	-0.01	0.45	0.14	-0.01	0.00	-0.01	-0.04	1.00						
設備投資(百万円)	0.00	-0.02	0.08	0.61	-0.01	0.63	0.18	-0.06	0.00	-0.01	-0.03	0.75	1.00					
社外役員比率(%)	0.02	0.03	0.02	0.13	0.01	0.04	0.08	0.01	-0.02	0.00	0.02	0.10	0.07	1.00				
女性役員比率(%)	0.08	-0.01	0.04	0.14	0.00	0.08	0.05	0.00	-0.01	-0.03	0.00	0.09	0.08	0.35	1.00			
外国人持株比率(%)	0.10	0.05	0.18	0.32	0.03	0.14	0.12	0.05	-0.01	0.05	0.00	0.22	0.15	0.32	0.29	1.00		
金融機関持株比率(%)	0.11	-0.11	0.48	0.24	-0.05	0.20	0.10	0.01	0.02	0.05	-0.04	0.17	0.16	0.26	0.29	0.50	1.00	
事業法人持株比率(%)	0.04	-0.03	-0.03	-0.13	-0.05	-0.06	-0.05	-0.02	0.01	0.00	0.01	-0.10	-0.07	-0.11	-0.13	-0.35	-0.31	1.00

- 政策保有株式と関連するものでは、2020年および2025年において、研究開発費や設備投資が正の相関が見られる。その理由として、政策保有株式を保有する企業は、他企業との協業が多い製造業が多いことが推察される
- 他の変数については、2020年、2025年のいずれも、ほぼ無相関である

パネルデータ分析

政策保有株式の増減による影響を時系列で確認を行うため、パネルデータによる分析を行う

- 被説明変数 Y は、TobinQ、ROE、研究開発費、設備投資とし、説明変数として、政策保有株式の合計金額を用いた。コントロール変数として、時価総額、総資産、自己資本比率、負債比率、創業年数、社外役員比率、女性役員比率、外国人持株比率、金融機関、事業法人比率、業種ダミーを用いた
- a は、定数項、 b は各変数の係数、 u は各銘柄の固定効果、 s は時間の固定効果、 ε は誤差項を意味し、添え字の i は銘柄、 t は各年とする

$$Y_{i,t} = a + b_1 \text{政策保有株式比率}_{i,t} + b_2 \text{時価総額}_{i,t} + b_3 \text{総資産}_{i,t} + b_4 \text{自己資本比率}_{i,t} + b_5 \text{負債比率}_{i,t} + b_6 \text{創業年数}_{i,t} + b_7 \text{社外役員比率}_{i,t} + b_8 \text{女性役員比率}_{i,t} + b_9 \text{外国人持株比率}_{i,t} + b_{10} \text{事業法人比率}_{i,t} + b_{11} \text{事業法人比率}_{i,t} + b_{12} \text{業種ダミー}_{i,t} + u_i + s_t + \varepsilon$$

パネルデータ分析結果① TMT構成・外国人株主比率と政策保有株式の関係

■TMT

- ・社外役員比率
- ・女性役員比率
- ・外国人持株比率

■外国人持株比率

■政策保有株式

- ・全体
- ・減少
- ・増加

	政策保有株式		
	全体	減少	増加
ROA(%)	-30.03* (-2.49)	-31.48* (-2.48)	6.168 (0.35)
TobinQ	-161.5** (-2.83)	-164.8** (-2.79)	29.15 (0.36)
創業年数	134.4*** (18.15)	135.6*** (17.08)	185.3 (0.66)
時価総額(億円)	0.396*** (16.72)	0.559*** (21.05)	-0.125*** (-4.60)
売上高成長率(%)	-0.00827 (-0.03)	0.0271 (0.08)	3.797 (0.85)
総資産(億円)	0.0145*** (3.93)	0.00690 (1.83)	-0.0640* (-2.52)
自己資本比率(%)	1.958 (0.34)	-1.034 (-0.17)	8.707 (0.59)
負債比率(%)	-0.557 (-0.16)	-0.299 (-0.08)	-1.399 (-0.08)
総資産割合(%)	11113.0*** (53.84)	11136.0*** (51.74)	1503.3 (1.74)
フリーキャッシュフロー(百万円)	0.00259*** (5.70)	0.00298*** (6.47)	-0.00520*** (-3.73)
研究開発費(百万円)	0.154*** (24.60)	0.229*** (31.78)	-0.0522** (-3.28)
設備投資(百万円)	0.269*** (121.80)	0.264*** (109.06)	-0.0425*** (-8.25)
社外役員比率(%)	-188.5*** (-16.27)	-195.5*** (-15.84)	-29.12 (-1.52)
女性役員比率(%)	25.95 (1.34)	76.27*** (3.53)	12.72 (0.61)
外国人持株比率(%)	35.96* (2.28)	59.76*** (3.50)	-30.17 (-0.97)
金融機関持株比率(%)	322.6*** (18.66)	339.0*** (18.22)	30.56 (0.80)
事業法人持株比率(%)	33.68*** (3.33)	30.04** (2.77)	60.42* (2.21)
年	YES	YES	YES
業種	YES	YES	YES
切片項	-818.4 (-0.44)	-1079.9 (-0.56)	-3803.3 (-0.20)
N	86571	80782	5789
R	0.4202	0.4457	0.0813

* p<0.05 ** p<0.01 *** p<0.001

パネルデータ分析結果① TMT構成・外国人株主比率と政策保有株式の関係

■ 社外取締役の割合と政策保有株式

- ・ 社外取締役の割合と政策保有株式の増加は、1%の有意水準でネガティブな関係、つまり政策保有株式の縮減とはポジティブな関係が見られた
- ・ 社外取締役の割合が高まることで、政策保有株式の縮減の働きかけが強まっている可能性がある
- ・ そもそも社外取締役の割合の高まりは、全体的なCGコードへの対応度合が進んでいることを意味すると考えられ、企業のその姿勢が政策保有株式の減少につながっている可能性が高い

■ 女性取締役の割合と政策保有株式

- ・ 全体では女性取締役の割合と政策保有株式の増減とは、ポジティブな関係は確認できなかった
- ・ 女性取締役の割合は高まりつつあるとはいえ、限られた人数では影響力は限定的であると考えられる

■ 外国人投資家の割合

- ・ 外国人投資家の割合が高まることで、政策保有株式の縮減が進むということは確認できなかった
- ・ 投資先を選ぶに際し、政策保有株式の過多や売却意思が最も重要なファクターではなく、将来的な売却に際しても、一律売却を促すのではない可能性が示唆された
- ・ この点については、定性研究のパートで再度検討を行う

パネルデータ分析結果②

企業業績、投資家の評価と の関係

- ・ROA
- ・Tobin' Q
- ・研究開発
- ・設備投資

	ROA	TobinQ	研究開発	設備投資
ROA(%)		-0.00396*** (-5.32)	-5.338 (-0.79)	-36.42* (-2.07)
TobinQ	-0.0888*** (-5.32)		-103.8** (-3.26)	-305.6*** (-3.66)
創業年数	0.0158*** (7.29)	-0.00660*** (-14.41)	62.40*** (15.07)	-171.9*** (-15.84)
時価総額(億円)	0.0000737** (10.62)	0.0000242** (16.52)	0.486*** (36.94)	1.378*** (40.04)
売上高成長率(%)	0.000995*** (10.78)	-0.00000398 (-0.20)	0.0414 (0.23)	-0.0349 (-0.08)
政策保有株式(億円)	-0.00000257 [▷] (-2.49)	-0.00000061 [▷] (-2.83)	0.0483*** (24.60)	0.578*** (121.80)
総資産(億円)	-0.00000153 (-1.42)	-0.00000185 [▷] (-8.09)	-0.00584** (-2.82)	0.0586*** (10.83)
自己資本比率(%)	0.122*** (73.72)	-0.00270*** (-7.49)	-9.593** (-2.95)	2.418 (0.28)
負債比率(%)	-0.00233* (-2.25)	-0.0000376 (-0.17)	0.475 (0.24)	-1.469 (-0.28)
総資産割合(%)	0.0292 (0.47)	-0.0168 (-1.30)	-823.4*** (-7.01)	-6243.1*** (-20.35)
フリーキャッシュフロー(百万円)	0.000000157 (1.18)	8.58e-09 (0.31)	0.000509* (2.01)	0.000598 (0.90)
研究開発費(百万円)	-0.00000146 (-0.79)	-0.00000127 [▷] (-3.26)		1.514*** (201.03)
設備投資(百万円)	-0.00000145 [▷] (-2.07)	-0.00000054 [▷] (-3.66)	0.221*** (201.03)	
社外役員比率(%)	-0.0209*** (-6.15)	0.0152*** (21.31)	55.00*** (8.49)	45.07** (2.65)
女性役員比率(%)	0.00224 (0.40)	0.00431*** (3.61)	7.011 (0.65)	92.91** (3.28)
外国人持株比率(%)	0.0117* (2.53)	0.0307*** (31.62)	249.9*** (28.47)	-255.7*** (-11.07)
金融機関持株比率(%)	0.0448*** (8.85)	-0.00475*** (-4.44)	-131.5*** (-13.60)	264.6*** (10.44)
事業法人持株比率(%)	0.00603* (2.04)	0.00959*** (15.38)	-78.14*** (-13.85)	69.11*** (4.67)
年業種	YES	YES	YES	YES
切片項	YES	YES	YES	YES
	2.568*** (4.69)	0.221 (1.91)	241.8 (0.23)	-908.0 (-0.33)
N	86571	86571	86571	86571
R	0.0952	0.1735	0.56	0.6263

* p<0.05 ** p<0.01 *** p<0.001

パネルデータ分析結果② 企業業績、投資家の評価との関係

■ ROA

- 政策保有株式の減少は、ROAに10%の有意水準であるが、負の関係が見られる
- 業績が芳しくない企業が、積極的に政策保有株式の売却を進めているケースが想定され、ROAとはネガティブな関係になったと考えられる

■ TobinQ

- 政策保有株式の減少は、TobinQに対しては5%の有意水準で負の関係が見られた
- ROAと同じく、業績が不調なため、業績が芳しくない企業が、積極的に政策保有株式の売却を進めているケースが考えられ、投資家もその点を見透かし評価しているものと考えられる

■ 研究開発、設備投資

- 政策保有株式の増加と両方ともポジティブな関係があり、政策保有株式の売却で得た資金で、研究開発、設備投資を行っているという関係性は見いだせなかった
- 自己株式取得にまわり、成長資金にまわっていないと指摘する宮島(2023)と整合的となった
- 研究開発、設備投資については、政策保有株式とは別の予算枠で意思決定がなされていると考えられる

定量分析 結果の総括

□政策保有株式の縮減傾向

- 政策保有株式は、全体としては縮減傾向にはあるが、一様に縮減させているのではない。その一方で、戦略的に政策保有株式を増加させている企業もある

□政策保有株式とガバナンス(TMT、外国人株主比率)との関係

- TMTとの関係では、社外取締役の割合が高い企業ほど、政策保有株式の縮減が進んでいた
⇒政策保有株式を保有する企業で社内役員比率が高いとする杉山(2024)との関連性が伺われる
- 外国人投資家の割合が高まることで、政策保有株式の縮減が進んでいることは確認できなかった

□政策保有株式と企業業績、投資家の評価、使用用途

- 政策保有株式の縮減とROAやTobinQの関係には、ポジティブな関係は見いだせない
- 政策保有株式を縮減した資金を用いて研究開発費・設備投資を活発化させているわけではない

全体的な政策保有株式の縮減は確認できたが、その縮減が企業側にとって必ずしもポジティブな影響があることは、現時点では確認できなかった。

実証2.

○定性研究(英国投資家ヒアリング)

定性調査の概要

□ 調査の対象

- 長期保有者を主な顧客とする、英国所在のアセット・マネージャー 計8社
(英国本社: 3社、 日系:4社、 米国本社:1社)
- 運用資産金額
非公開1社、他は10兆円以上

□ 調査時期

- 2023年6月(1件)、2025年3～4月(7件)

□ インタビュー方式

- オンライン 1件、 対面 7件 (インタビュアー: 杉山)
- 半構造化インタビュー

□ 主なインタビュー項目

1. 顧客の特徴(投資期間、等)
2. 日本株式への総評
3. 日本の経営人材(TMT)についての視点
4. 政策保有株式についての評価 etc.

1. 顧客の特徴

- 資本コストを上回り長期的に確実にリターンが見込まれると精査し、ESG(特に後述のガバナンスに関連してマネジメントの質、女性役員の登用)のスクリーニング等をクリアした企業の株式を、長期・超長期で保有する傾向
- グロースではなく、バリュー株としての評価

項目	主な発言
投資期間/ 姿勢	・(ロングは最低)7年以上、20年、30年以上保有するケースもある【英】 ・過半数がグローバルの投資家で、世界の中の一部として日本をみている【日系に共通】 ・他の地域に比べて非常に長いスパンで考えた運用を行う 具体的には、コロナが明けてから中小型株中心のファンドは対ベンチマークのパフォーマンスが2～3年悪かったが、ファンド自体も、運用者も今でもきちんと存在して持ち続けた。短期のパフォーマンスで評価をするアジアとは大きく異なる【米】 ・市場のノイズに左右されない【日】 ・長期・超長期投資で保有して、確実にリターンが得られるような企業に投資をしたい、という考え。きちんと資本コスト上回りプラスアルファで長期的にリターンを上げられるような企業への投資を望む【日】 ・短期間で何が起こるかはあまり気にしない。長期的に、市場平均を上回るリターンを生み出すことを目指しているため、非常に長期間保有する【英】 ・長い歴史と文化に基づき、投資も代々受け継がれた資産を守りながら運用していくという姿勢、企業と一緒に成長していくという姿勢を有する(米国より日本に近い考え方を持つ)【米】

2. エンゲージメント

- 経営人材の年齢が、エンゲージメントの姿勢に影響
- IRを通じて、雇用の側面(専門人材)にも注目(ジョブ型雇用の支持が伺われる)
- 長期投資家として、エンゲージメントする企業へのアドバイザー的な役割を担うようになってきている(例:短期視点のアクティビスト対応等)

項目	主な発言
エンゲージメントの姿勢	・(IRではなく)経営トップとの対談を求める傾向【日】 ・マネジメントのクオリティを見極める(5年、10年後を見据えた成長戦略を描けているか)【日】 ・40代・50代に経営層の世代が変わると、欧米的な思想、マインドセットを持たれている方が多くなってきている。株式市場との対話にもより積極的な方が多く、少しその前向きな変化を投資家も感じている【日】
	・IRとのミーティングの場合は、キャリアに注目することが多い(専門人材か、関連のない業務の他部署からローテーションで移動してきた人材ではないか)【日】
	・ミーティングで発行体に長期的にしっかりとした考え方、戦略があれば、サポートをするケースが圧倒的に多い。ミーティングの最後のフィードバックも、この会社を良くするためにはというアドバイスをする事が多く、それをしっかりと聞く経営者も増えてきた【米】 ・(日本は美味しいと思って入ってくるアクティビストに対して)この場合はこういう風に言うといいといったアドバイスをする、発行体のコンサル的な役割を担う投資家が出てきている【米】

3. 日本の経営人材(TMT)についての視点

- 財務と並列でESGも確認する、という中で、日本に関しては圧倒的にGすなわちTMTメンバーの属性が重視されている
- 多様性(グローバル、女性)、CEOの実力、社外取締役の独立性について、一人ひとりを定性的に確認

項目	主な発言
日本の経営人材 (ESGの観点を含む)	・ESGに関して、日本に求められている(投資家が聞いてくる)のは圧倒的にGのところ それだけ日本のガバナンスはダメだというレッテルが貼られている 人材(HR)の課題はガバナンスに含めて考えられている【米】 ・ガバナンスに関しては、財務的な数値に直結する方も、ESGに関連する部分も、両面 がきちんと投資家に見られている【日】
	・興味深いのは、日本人のリーダーは世界中にあまりいないということ。 シリコンバレーに行けば、マイクロソフトも、アルファベットも、アドビもリーダーがイン ド人である。でも、日本には成功している外国人CEOはそれほど多くなく、世界で成 功している日本人CEOもほとんどいない【英】 ・(上記に関連して)日本は労働人口の減少が課題であるのに、IT人材も、経営レベルの 人材も日本は圧倒的に(人数的にも経験的にも)諸外国と比べて不足していることを 懸念【日】
	・女性が役員にいないということは、ガバナンスでバランスが効いていないのではない か、と捉えられている【米】
	・取締役会のメンバー構成を見た時に本当に独立性があるのか、1人1人の経歴(ビジネス でどのような形で企業の経営に携わり、企業価値の向上に貢献してきたのか)を定 性的に確認されている【米】

4. 政策保有株式についての評価、その他

- (戦略的な)政策保有株式の意義について、全員が認められないとする立場
- 経営権の観点からではなく、純粹に資本の効率性を阻害するもの、との評価
- 持ち合いによるメリットを話しても、その価値が曖昧であるとして理解されていない
- その他、国内の機関投資家・個人、それぞれが日本の株式を保有することを期待(日本人が買わない企業の株式を、なぜ、英国投資家を買わなければならないのか？という疑問から)

項目	主な発言
政策保有株式の意義等	・持ち合いに関しては基本的に認められないとして、今のJPXの改革については皆、賛成をしている状況【日、英、米、いずれも同趣旨】 ・政策保有株式は、グローバルの人からすると、理由が理解ができない。流動性に対してもネガティブである。【日】
その他	・日本の企業は一律に皆、同じ方向に動く傾向があり、日本企業を良く知り、長期的な視点で見ることができる)英国の金融機関に株式を保有してもらうことを志向する動きがある【米】 ・英国(欧州)の投資家は、何故、日本の機関投資家が自国の株式を買わないのか、と思っている(特にGPIFの、日本国内への投資の配分を疑問視)。その意味では新NISAは重要であり、個人投資家が(海外のアセットも買っているものの)日本株も買っているというデータが出ているため、ポジティブに思う投資家も多い【米】

定性研究 結果の総括

□ 経営人材:TMT

- 投資先を財務とESGの双方の視点で選定するにあたり、日本企業では最もガバナンスを重視、このためTMTの各構成員一人ひとりの属性が重要視される（多様性、社外の独立性等）
- 人材全般に対して、国境を超える広い人材獲得が出来ていない点でスキル・実力の不足を感じている（経営人材では特に、国際的に評価されるCEOの少なさに表れる）
- 労働人口の不足と相まって、専門人材、特に高度IT人材を重視。しかし経営人材と同様、国際的な人材獲得が困難なことをハンディと認識
- そもそも政策保有株式を評価せず、TMTをはじめとする人材と結びつける視点は持たない

□ 政策保有株式の評価

- 個々の企業について、長期(超長期)の投資対象となるかを選定するにあたり、一つ一つの観点から確認する上で、財務的な面でその曖昧さが評価されない（従来、企業集団が持っていた価値や、現在の戦略的な提携のメリットは評価に入らない）

まとめ

- 結論
- 考察

結論

□視点1:国内企業で戦略的目的の保有への移行は継続の傾向か？
…政策保有株式の継続、縮減ともに、先行研究の状況は
現在も該当するのか

⇒ 【定量研究から】該当の可能性が高い

<理由>

- ・政策保有株式は、平均的には減少しているが、増加の企業の存在も認められ、戦略的提携等の目的であることが推察される
- ・政策保有株式の減少は、TobinQ、ROE、研究開発費・設備投資へのポジティブな関係は見られない状況は、宮島・齋藤(2023)で指摘された、成長への投資に回っていないことと同じ状況では
- ・TMT構成との関係では、社外役員の増加が政策保有株式の縮減を促している傾向を有する
しかし現状からは、企業成長に繋がるかは今後の課題

結論

□視点2:新たな安定株主として存在感を強める海外投資家は、
(政策保有株式が存在し続ける)日本の現在の状況に
いかなる認識でいるのか？

⇒ 【定性研究から】

英国投資家は、ガバナンス改善の必要性を認識

<理由>

- ・長期保有株主としての英国投資家は、個社におけるTMTのクオリティ、その経営判断に基づく一つ一つの価値を重視
- ・その中であって、特定の他社との事業上の関係性による（明確には測定がし難い）メリットを、政策保有株式保有の意義とすることは（それを許容する）マネジメントの質が問われることに繋がっている

考察

- 「何が、どのように」企業価値に資するか、国内外の視点の相違
- 長期保有の英国投資家は、長期であるが故にTMTのクオリティを最重要視し、自社の価値を各方面からいかに(効率よく)上げるかを考える
(⇒長期の投資家だとしても、政策保有株式は「理解できない」)

今後、日本企業が向かう方向性は？

-各社のTMTはその構成に基づきどの方向性を目指すのか-

- ・戦略的な提携関係には、資本による結びつきは不要
- ・政策保有株式の売却による業績の悪化は見られず、投資家にも高評価

or

長期的な関係におけるメリットを考え、保有株式に関する情報の開示
(による規制への対処)で、両者のバランスを図る

※ cf. Sheard (1995)

…現在日本の経済システムについて最もよく見られる見解の一つは、日本の経営陣が長期投資戦略を計画し実行できるという意味で「長期的志向」であるというもの。Abegglen & Stalk (1985)は次のように論じる。「日本の企業(kaisha)の経営陣は、会計士の専制から解放され、米国企業組織全体に存在する1株当たり利益の着実な向上を求める恐ろしい圧力からも解放されている…日本の経営者はより遠い未来を見据えることができ、成功した未来を確実にするために必要なことをより自由に実行できる」

参考文献

- Huang,S., and Thakor, A.V. (2013), Investor Heterogeneity, Investor-Management Disagreement, and Share Repurchases, *Review of Financial Studies.*, 26 (10) , pp, 2453-2491.
- Ikeda,N., Inoue, K., and Watanabe, S. (2018), Enjoying the quiet life: Corporate decision-making by entrenched managers. *Journal of the Japanese and International Economies.* .47,pp, 55-69.
- Sheard, P. (1995) , *The Structure of the Japanese Economy: Changes on the Domestic and International Fronts.* N.Y ;Palgrave Macmillan.
- Uekusa M.-Caves R. E. (1976), *Industrial Organization in Japan*, Wasinghton DC, the Brooking Institution.
- 植草益 (1974) 「企業利潤の決定要因」『三田学会雑誌』 67(10) ,168－85.
- 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) . 1-9
- 佐々木隆文・花枝英樹 (2014)「従業員処遇と資本構成」現代ファイナンス 35 (0), 63-86.
- 胥 鵬, 高橋 秀朋, 田中 亘 (2019) 「政策保有社外役員工作と企業価値」RIETIディスカッション・ペーパー 19-J-050.
- 杉山佳子 (2024)「株式持ち合いと長期雇用人材の関係：保有の有無による比較分析」証券経済学会年報別冊 第58号 (1-4) 1-10.
- 杉山佳子 (2025) 「国内企業の人材課題への機関投資家の視点：ESGからの探索的アプローチ」東北学院大学情報学部論集2,1-15.
- 円谷 昭一・古賀 裕也 (2018) 「政策保有株式の売却行動の決定要因」『月刊資本市場』 400, 24-39.
- 円谷 昭一, 柳樂 明伸, 金 鐘勲 (2020) 「日本企業の安定株主の実態：政策保有株式に焦点を当てて」『資料版商事法務』 (434), 39-52,
- 鳥居陽介 (2013) 「株式持ち合いの財務的役割の変化」経営学論集 (83集) 37,1-37.
- 中谷巖 (1983) 「企業集団の経済的意味と銀行の役割」『金融経済』 202.
- 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 11-J-011.
- 宮島 英昭・齋藤 卓爾 (2020) 「アベノミクス下の企業統治改革—2つのコードは何をもたらしたのか（第4回 コーポレートガバナンス・コードと政策保有株の売却—開示規制は有効であったか—）」旬刊商事法務2230, 71-80.
- 宮島 英昭・齋藤 卓爾 (2023) 「企業統治改革と政策保有株の売却：その決定要因と経済的帰結」RIETI Policy Discussion Paper Series 23-P-005.

謝辞

本研究は、科研若手研究（23K12499）、野村マネジメントスクールの助成を受けて行われました。