

『証券経済学会年報』第 58 号別冊
第 95 回全国大会
学会報告論文

「持ち合い株式と長期雇用人材の関係：
保有の有無に基づく比較分析」¹²

¹ 本報告論文の執筆に当たり、第 95 回全国大会にて、コメンテーターを務めて頂いた取越達哉氏、貴重なアドバイスを頂いた川本真哉氏をはじめとして証券経済学会ご関係者の皆様に深く謝意を表します。

² 本研究は、日本学術振興会 科学研究費助成事業 若手研究 (23K12499) 「株式所有構造の変化と日本的経営：長期雇用人材との関係についての実証研究」の助成を受けて行われました。

「持ち合い株式と長期雇用人材の関係」

－保有の有無に基づく比較分析－

杉山 佳子

東北大学大学院経済学研究科

1. はじめに

(1) 問題意識

本稿は、国内企業のステークホルダーのうち、長期間の継続的關係となる可能性を有する、人材（従業員・経営層）と株主との関係の現状を、政策保有株式のうち、持ち合い株式の分析の観点から明らかにすることを試みるものである。

我が国では2000年代に入り株式の所有構造が変化し、国内金融機関に代わり海外投資家の保有割合が増加したが、企業が純投資以外の目的で他社の株式を保有する株式の政策保有は戦後、財閥解体後の国内企業で特有の慣行であり続けた。後述のように政策保有株式は持ち合い株式であることも多いが、その特徴には、株式保有を通じて他社に継続的に関わる中、安定株主として議決権行使と売却に制限がある株主であるという暗黙のルールがあり、保有先の企業経営に長期的に安定した株主として関わることを前提としていることがある。そしてこうした政策保有株式と企業のパフォーマンスの関係については、これまで先行研究で知見が積み重ねられてきた。

他方、別の視点から企業と継続的な関係を有するステークホルダーの中には、企業に雇用される人材の存在がある。特にこれまで国内企業は、日本的経営（Abegglen, 2006）に基づく長期にわたる雇用慣行が特徴とされてきており、企業内部で技能を蓄積された人材が経営層となる流れがあった。これまで特に伝統的な国内企業では、一つの企業で育成されたコア人材が経営幹部に登用されることが多かったことに鑑みると、株式の保有状況と長期雇用人材の関係の現状を確認することは、国内企業のガバナンスのあり方を明らかにすることに繋がるものであるともいえる。

そこで本稿では、企業と長期継続的な関係を有するステークホルダーという観点に基づき、特にガバナンスの観点から、政策保有株式のうち特に持ち合い株式につい

て、企業の人材の関係を明らかにすることを試みる。

ここで改めて政策保有株式とは、企業内容等の開示に関する内閣府令に基づき有価証券報告書に記載される、「保有目的が純投資以外の目的である投資株式」の保有のこととする。宮島・齋藤（2023）は、政策保有はしばしば株式相互持合いと同一視されるが、あくまで保有企業側の概念であることを指摘している。

本稿では改めて、政策保有株式のうち、保有先の企業の経営に影響を及ぼす可能性がある持ち合い株式と企業の人材との関係に焦点をあてて、以下の確認を行う。

(2) 本研究の文脈

国内では1990年代に資産バブルが崩壊した後、経済の低成長が長期化したことが影響し、2000年頃を境に銀行が融資の関係に基づく取引先等の上場企業の保有株式を売却し、株式の持ち合いを解消し始めた。しかし、宮島・新田（2011）によれば、海外のアクティビティスト・ファンドの動きが活発になるという株主圧力の上昇に対して、日本企業は改めて新たな環境に適合した自社の株式所有構造を再検討し、一部の企業は、持ち合いを「復活」させることによって急速な株式所有構造の変化への対応を図ったという。

そして近年では特に、2018年の改訂コーポレートガバナンス・コード以降に動きがあることが挙げられる。

同年の改訂コードでは、政策的な株式保有に関する説明責任が強化され、2019年には企業内容等の開示に関する内閣府令の改正を受けて、有価証券報告書での開示の拡充が図られるようになった。さらに2022年には同府令で、貸借対照表上の上位60銘柄と取引関係にある場合は開示することとされている。

このような流れの中、大和総研（2023）の2022年の調査によれば、政策保有株式は全体的に減少傾向にあるものの継続する企業が少なからず存在しているという。政策保有先は10社未満である企業が最も多く、保有目的で

は、事業会社間では取引関係の維持・強化が首位となっており、業務提携・資本提携も少なくない。そして株式の持ち合いが多い状況にある（図1-1、図1-2参照）。

図1-1 TOPIX500 政策保有銘柄数

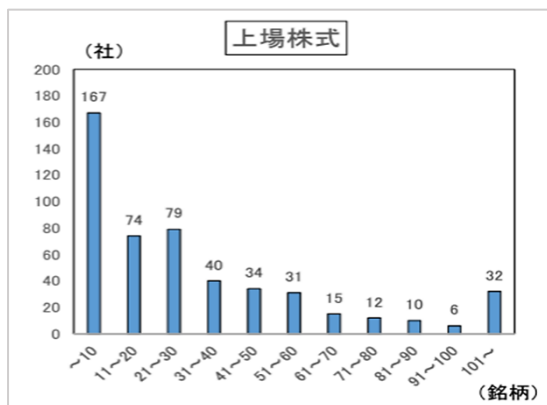


図1-2 TOPIX500 政策保有 保有目的

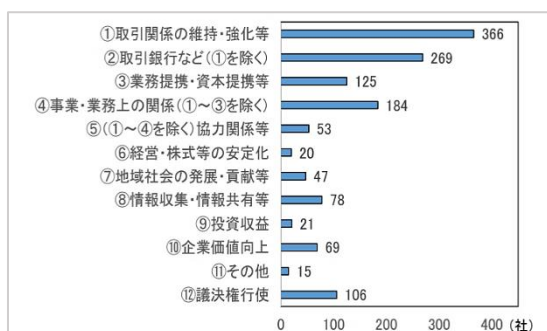


図1-1・2出所：大和総研レポート（2023）「政策保有株式の開示状況と今後の対応」一部抜粋

2. 先行研究と分析の視点

次に、先行研究を確認する。はじめに政策保有株式に関して、企業業績および株主の権利に関わる観点から、続いて企業の人材との関係について確認することとする。

(1) 政策保有株式の意義・影響

(a) 企業業績との関係

純投資目的以外で株式の保有することに合理的説明を求める流れは、その一つに企業の収益性の低下を理由としてきた。

バブル崩壊前に企業集団形成企業と独立系企業の比較を行った中谷（1983）によれば、企業集団形成企業の方が

利益が低いという。双方の企業による暗黙の了解による「相互保険のシステム」の考えに基づき、企業集団形成企業では、従業員への付加価値分配が独立系企業よりも高く、他方で株主・経営者への所得分配率は逆の傾向にあり、系列企業に対して利潤よりも従業員や金融機関への分配を重視していると指摘した。

2000年以降の近年の研究でも、政策保有株式を多く有する企業ほど利益率等が低い傾向にあることが指摘されている（円谷・柳楽・金、2020）。また宮島・齋藤（2023）は、政策保有の売却で得られた資金は主として自社株買い（株主還元）に充当され、総資産回転率は向上したもののROEが上昇する傾向は確認できないこと、政策保有の売却と並行した自社株買いが行われることは、日本の上場企業の所有構造を、相互持ち合いから事業法人のブロック保有の方向に徐々に進化させたことが推定されることを述べている。

なお、国内の経営人材の特徴については（2）で述べるが、社外役員について政策保有株式と企業業績との関係では、企業価値が低く、政策保有割合が高く、外国人機関投資家の圧力が弱いほど、社外役員のうち政策保有先等の出身者が過半数を占める状況であることが指摘されている（胥・高橋・田中、2019）。

(b) 株主の権利との関係

続いて、株主の権利との関係を確認する。株主としては、必ずしも経済的な利益率を短期で高める方向に働くとは限らない株式の保有に関して、たとえばAoki（1988）は、持ち合い株式はその目的が長期の安定株主や現経営陣の経営の安定化にあることを指摘している。

経営陣にとって経営の安定とは、具体的には長期的に経営を担うことや敵対的買収のリスクへの防衛を意味するが、加護野（2011）は、持ち合い株式では株主間において次の2つの“暗黙の了解”があることを指摘している。すなわち株式の「保有期間」は、予期せぬ事態が発生するような場合以外は基本的に無期限であることを前提とすること、「議決権行使に関する了解」では、株主総会で経営陣を支持する方向で議決権を行使することである。このような了解のある関係は、株主が互いの企業に関して、公開情報以上の情報を有し、モニタリングを行うことが出来ることを前提として成り立つが、しかし株主平等の原則からは疑義が生じるものでもある。

また宮島・齋藤（2023）は、従来の日本の株式所有構造の特徴について、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

占めてきたことを挙げ、こうした所有構造の下では企業支配権は、経営者自身に管理される傾向を持っていたことを指摘している。このことは長期経営を可能とする反面、経営者が外部株主の介入から遮断される結果、インサイダーコントロールに陥る危険を伴うと指摘している。

(2) 日本の資本市場の特徴と人材との関係

(a) 資本市場と労働市場の制度補完性

ここで改めて、株式の政策保有を含む日本の資本市場の特徴と人材の関わりの特徴を確認する。

Hall and Soskice (2001) は、「資本主義の多様性」や「忍耐強い資本」の概念に基づき、流動的な労働市場、株主利益を重視する企業統治を原理とする英米の自由競争型の市場経済に対し、ドイツや日本などの調整された市場経済は、メインバンク関係を通じて組織化された資本市場と企業の協調的な労使関係、継続的な雇用関係が組織化された労働市場が制度的補完関係を形成し、金融資本主義化の圧力にも関わらず、既存の制度と多様な資本主義を維持し、利益の追求を抑制してきたと指摘している。そして宮本 (2014) は、日本ではメインバンク制を軸とした株式の相互持ち合いや安定株主の組織化がこの要素に該当するとした。

また Aoki (2010) は、ドイツや日本などの調整型市場経済の流れについて、配当重視や株主重視の方向を強めていく一方、雇用においては長期雇用を維持し、より強く異質な制度を接合するハイブリッド型組織へ深化する可能性があるとした。

なお資金調達の手段との観点では、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することが指摘されている (佐々木・花枝, 2014)。

(b) 日本的経営と人材との関係

続いて、これまでの国内企業の経営人材の特徴を改めて確認する。

国内企業の特徴としては、日本的経営 (Ouchi & Jeger, 1978) に基づく長期雇用慣行が存在していることが挙げられる。Abegglen (2004) は日本的経営の3つの柱を挙げ、最大の柱は企業と従業員の間に社会契約「終身の関係 (Lifetime commitment)」があり、企業と個人との終身 (長期) 関係という社会契約が受け入れられていることにあるという。第二の柱は「年功制」であり、第三の柱は、労働組合が「企業内組合」の形態を取ること、であ

るとする。米国の企業が経済的企業であるのに対して、日本の企業は社会組織であり、家族であり、共同体であり、村である。キャリアの頂点は取締役への昇進であり、社内取締役、内部昇進、終身雇用、平等主義の報酬制度、企業内組合、仕入先との長期的な関係といった各要素が日本的な経営の仕組みを形作るとした。

また国内企業の伝統的な昇進構造については、川本 (2009) が、主に設立から年数の長い長期雇用志向の企業では、OJT で企業特殊的能力を獲得した生え抜き人材がコア人材として役員への登用に有利とされてきたことを指摘している。

以上の一連の先行研究からは、日本的経営の影響を強く有する企業であるほど、企業特殊能力を形成した人材が、社内役員となる流れが存在してきたことが伺われる。

なお長期雇用制度は近年、崩れてきたともいわれるが、加藤・神林 (2016) によれば、勤続年数の減少傾向は若年世代での短期勤続者の増加によるものであり、それ以外では長期的な雇用は現在も安定的で、その割合に減少傾向は見られないという。大湾・佐藤 (2019) も正社員について、従業員 1,000 人未満の企業で働く高卒社員は継続的に定着率が低下し、雇用の流動化が進んでいるが、裏返せば、「終身雇用」制度は国内の大企業の大卒労働者を中心に、対象が絞られつつ頑健に存続し、2極化が進展しつつあることを指摘している。フルタイムで働く大企業の大卒者を対象に、終身雇用を前提とし、企業のOJTで内部育成を行う日本的な雇用は根強く存在し、「遅い昇進」を基本とする昇進構造もまた現存していることが伺われる状況にある。

次に役員構成の観点からは今日、女性の役員登用が課題の一つにある。政府は「女性版骨太の方針 2023」で、2030年までに、女性役員比率を30%以上とすることを目指すことを閣議決定しているが、国内企業ではインサイダー・コントロールとジェンダー・ダイバーシティが相反する制度的論理において、当該企業の高い知名度、外国人株主と社外取締役のパワーの様々な構成などの複数の要因が重なり企業にプレッシャーがあるとき、女性の社外取締役の任命が経営者の対応として起こることが指摘されている (Yoshikawa, et al., 2020)。

(3) 先行文献から導出される視点

以上の先行研究からは、政策保有株式を有する企業は自社の利益が低くても、その経営はインサイダーコントロールに基づいて安定し、また日本的経営の影響を有し

て長期の雇用を重視する傾向にあり、これらは制度補完的であることが伺われる。そしてインサイダーコントロールを可能とする企業特性およびガバナンスは、ステークホルダーと長期的に関係を有する前提として、創業からの年数が長く、その間に株式の所有構造が高度に分散化している企業であり、役員構成では従来の昇進構造で企業特殊技能を形成した者の登用が重視されて社内役員が多く、社外役員や女性役員（日本総研の調べでは、2023年時点で約 85%が社外役員）の比率は低いこと、また政策保有先からの役員派遣に関する先行研究からは、実質的な討議を行う人数以上に役員数が多いことに繋がる可能性が推察される。

そこで、株式所有構造と経営が「日本的」であることについて、改めて政策保有株式のうち持ち合い株式と長期雇用を前提とした経営の観点から、直近の状況を確認することとした。具体的には、2022 年度の政策保有株式データ（東洋経済新報社）を用いて、持ち合い株式を有する企業群（以下「保有群」という。）と保有の無い企業群（以下「無保有群」という。）に区分し、以下を主な仮説として検証する。2022 年度を調査対象とするのは、2018 年の改訂コーポレートガバナンス・コード以降、株式の政策保有は全体として縮減傾向にある中、現在の保有の傾向を確認することに意義があると考えからである。

仮説 1 保有群は安定株主を求める動機を有する。創業からの年数が長く、成長の鈍化が継続し、企業価値が低いことが買収の脅威となっているためである。

仮説 2 保有群は日本的経営の特徴を有する。そこで長期の雇用に基づき企業特殊的技能を有する人材を重視し、社内役員では生え抜きが多い傾向にある。

仮説 3 保有群ではインサイダーコントロールが働き、役員構成では社内役員が重視され、多様性が制限される。すなわち、高まるアウトサイダーの要求に基づき社外役員、女性役員は存在しても、役員総数が多く、これらの役員の比率は低い。

各仮説について、以下、確認を行うこととする。

3. 政策保有の有無に基づく実証分析

(1) 調査対象及び分析方法

調査は、調査時点で直近である 2022 年度について、プ

ライム市場上場企業を対象とした。グローバルな投資対象として高い流動性が求められるところ、投資部門別では海外機関投資家はその保有で一定割合を占め、インサイダーコントロールに対するアウトサイダーの拮抗が最も明確となると考えたためである。そして本稿では政策保有株式のうち、相互の保有を通じて双方企業の安定経営に影響する可能性を持つ、持ち合い株式を対象とする。

はじめに、全市場とプライム市場上場企業の、政策保有株式や、株式持ち合いに限定した保有の状況は次の表 1 の通りである。政策保有株式は、全上場企業で 73.4%が、プライム市場上場企業では 86.1%が保有しており、このうち株式が持ち合いである割合は、プライム市場では 9割近くと、全上場企業のうちでもプライム市場上場企業では多数が持ち合い株式を現在も保有する状況にある。

表 1 政策保有・株式持ち合いの状況(2022)

	企業数 (N)	政策保有 あり	%	うち株式持 合あり	%
全上場企業	3860	2834	73.4	2410	85.0
プライム市場	1691	1457	86.1	1301	89.2

注 1：株式持ち合いは、事業会社間のみならず金融機関等を広く含む。
注 2：プライム市場の企業数は、有効なデータが取得された数である。

なお、対象企業に関する基本情報および財務情報は Bloomberg ターミナルから取得した。ただし創業年及び従業員の平均勤続年数の情報は含まれないため、各社の価証券報告書から個別に取得している。

また役員に関する情報は「役員四季報(2022年版)」(東洋経済新報社)から、政策保有株式に関する情報は「政策保有株式データ」(東洋経済新報社)の各データベースからそれぞれ入手した。

(2) 記述統計量

表 2 のパネル A は、対象であるプライム市場のうち、欠損値を除外し有効な情報が取得出来た全上場企業(N=1691)の変数の記述統計量を表したものである。

続いて表 3-1 のパネル B は、持ち合い株式の「保有群」(N=1301)を、表 3-2 のパネル C は、「無保有群」(N=390)の各々の記述統計量を表している。

本研究は、経営の視点を持ち企業の人材の特性をみるため、変数の選択にあたっては、政策保有株式について社外役員工作と企業価値の観点から分析を行っている、胥・高橋・田中(2019)を参考の中心とした。企業の特性ととし

て、企業年（創業から 2023 年時点の年数）、企業規模を表す従業員数、長期雇用の指標として平均勤続年数を、またこのうち特に財務面の特性については、ROE 及び自己資本比率、を用いている。

続いて、企業買収の脅威の観点からは、浮動株比率、時価総額、PBR を用いた。

そして株式の持ち合いが経営に与える影響は役員構成から確認することとし、役員総数、多様性の指標として社外役員比率及び女性役員比率を、生え抜き重視の傾向があるかにつき社内役員入社年齢、を変数とした。

表 2 【パネル A】 記述統計量：プライム市場全上場企業

変数	平均	中央値	p25	p75	最小値	最大値	標準偏差
企業年	61.48	67.00	38.00	80.00	2.00	165.00	30.33
従業員数	6665.81	2763.00	1051.00	6430.00	135.00	69784.00	10461.07
平均勤続年数	14.13	14.50	10.80	17.20	3.10	23.59	5.25
浮動株比率 (%)	66.10	66.08	52.99	80.37	31.02	96.09	16.53
時価総額 (百億円)	241894.15	72384.87	31310.52	231785.90	8561.07	3347958.36	462116.11
PBR	1.55	1.05	0.66	1.73	0.24	8.37	1.42
ROE	9.92	9.11	5.82	13.06	-10.46	32.48	6.70
自己資本比率 (%)	53.45	53.65	40.83	67.56	4.67	87.27	18.50
役員総数	11.33	11.27	9	13	6	17	2.43
社外役員比率 (%)	46.76	46.00	40.00	52.90	30.80	71.40	0.09
女性役員比率 (%)	13.00	11.00	9.10	15.40	5.00	30.00	0.05
社内役員入社年齢	34.88	33.80	27.50	40.67	23.00	58.40	9.01
N	1691						

表 3-1 【パネル B】 記述統計量：(プライム市場上場企業) 持ち合い株式有り

変数	平均	中央値	p25	p75	最小値	最大値	標準偏差
企業年	69.93	74.00	54.00	85.50	2.00	165.00	27.48
従業員数	7322.16	3328.00	1300.50	7324.00	137.00	69784.00	10810.73
平均勤続年数	15.52	15.70	12.90	17.80	3.10	23.59	4.58
浮動株比率 (%)	68.95	69.03	57.12	82.46	31.08	96.09	15.69
時価総額 (百億円)	261069.26	79360.00	33356.82	231785.90	8561.07	3347958.36	483821.35
PBR	1.24	0.90	0.60	1.52	0.24	7.86	1.07
ROE	8.91	8.27	5.44	11.57	(10.46)	32.48	5.84
自己資本比率 (%)	53.37	54.04	41.38	66.80	4.67	87.22	18.13
役員総数	11.72	12	10	13	6	17	2.36
社外役員比率 (%)	45.85	45.50	40.00	50.00	30.80	71.40	0.08
女性役員比率 (%)	12.72	11.00	9.10	15.40	5.00	30.00	0.05
社内役員入社年齢	33.81	32.00	26.33	39.33	23.00	58.40	9.07
N	1301						

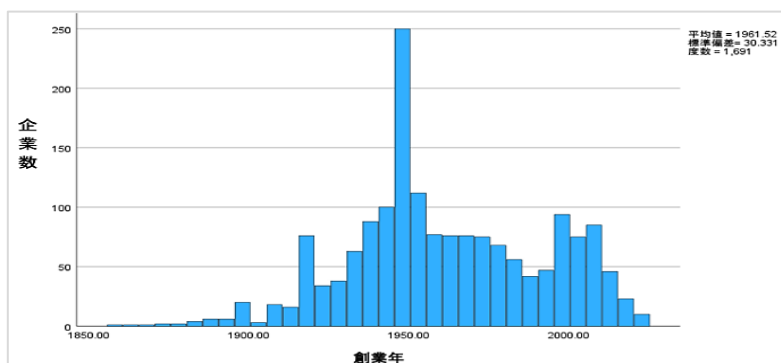
表 3-2 【パネル C】 記述統計量：(プライム市場上場企業) 持ち合い株式無し

変数	平均	中央値	p25	p75	最小値	最大値	標準偏差
企業年	33.29	26.00	18.00	43.00	2.00	121.00	20.90
従業員数	4476.27	1229.50	476.25	5573.25	135.00	62774.00	8866.30
平均勤続年数	9.50	8.25	5.50	13.45	3.20	23.51	4.68
浮動株比率 (%)	56.60	54.81	44.62	66.08	31.02	95.47	15.73
時価総額 (百億円)	177927.96	56707.97	25961.41	172751.58	9171.58	3079633.17	374370.25
PBR	2.58	1.81	1.26	3.59	0.27	8.37	1.88
ROE	13.29	11.82	8.53	18.80	(9.79)	32.48	8.16
自己資本比率 (%)	53.72	53.52	38.29	71.95	4.83	87.27	19.71
役員総数	10.03	10	8	12	6	16	0.10
社外役員比率 (%)	49.82	50.00	42.90	57.10	33.33	71.40	0.05
女性役員比率 (%)	13.96	11.10	11.00	16.70	6.70	30.00	7.84
社内役員入社年齢	38.45	37.80	32.83	43.60	23.13	58.00	4.68
N	390						

平均値、中央値ともに、株式持ち合いの有無による 2 群には後述のように相違が見られる変数が多かったが、特筆すべき差異は見られないものもあった。一つは自己資本比率（平均値はいずれも約 53%）、二つ目は女性役員比率である（平均値は約 13%）。特に女性役員比率は、2 群ともに 2 名未満の企業が多く、同じく役員構成の多様性を測る観点の社外役員比率（保有群：約 50%、無保有群：約 46%）のような違いは見られなかった。

2 群の大きな相違の一つには企業年があるが、プライム企業全体の創業年の分布は次の図 2 の通りである。創業した企業数が最も多いのは、戦後の復興期にある 1950 年である。続いて 2000 年となっており、バブル崩壊後に非製造業、特に IT 企業が台頭してきた時期に相当する。企業年は全体の平均が約 61 年のところ、保有群では約 70 年、無保有群は約 33 年で、その年数に倍以上の期間の違いがある。また国内の産業構造からは、主に製造業であるか否かの業種の違いも推察される状況にある。

図 2 創業年の分布（プライム市場全上場企業）



(3) 持ち合い株式の有無による 2 群の比較

改めて、企業特性とガバナンス（役員構成）の特性、の 2 つの観点から、2 群の比較を行う。

各変数のうち、特に企業特性で保有群と無保有群の 2 群の差異が特徴的なものを表したのが、図 3-1 である。

図 3-1 2 群の差：企業特性関係（持ち合い無し：0, 有り：1）

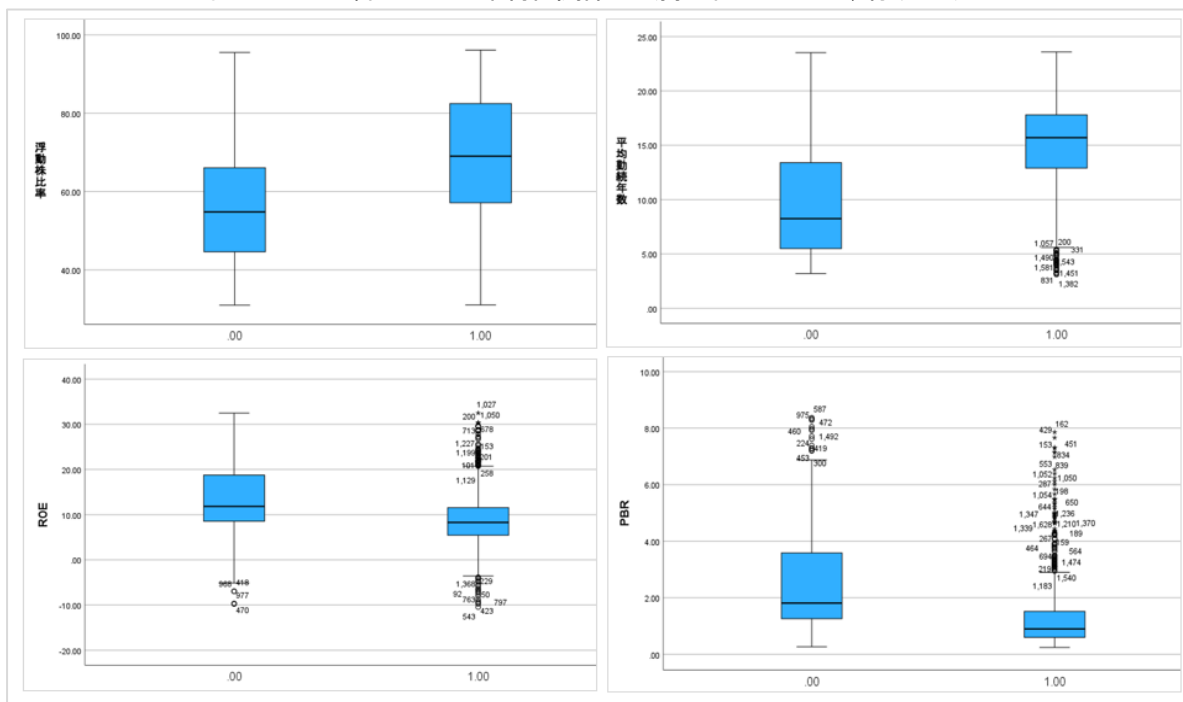
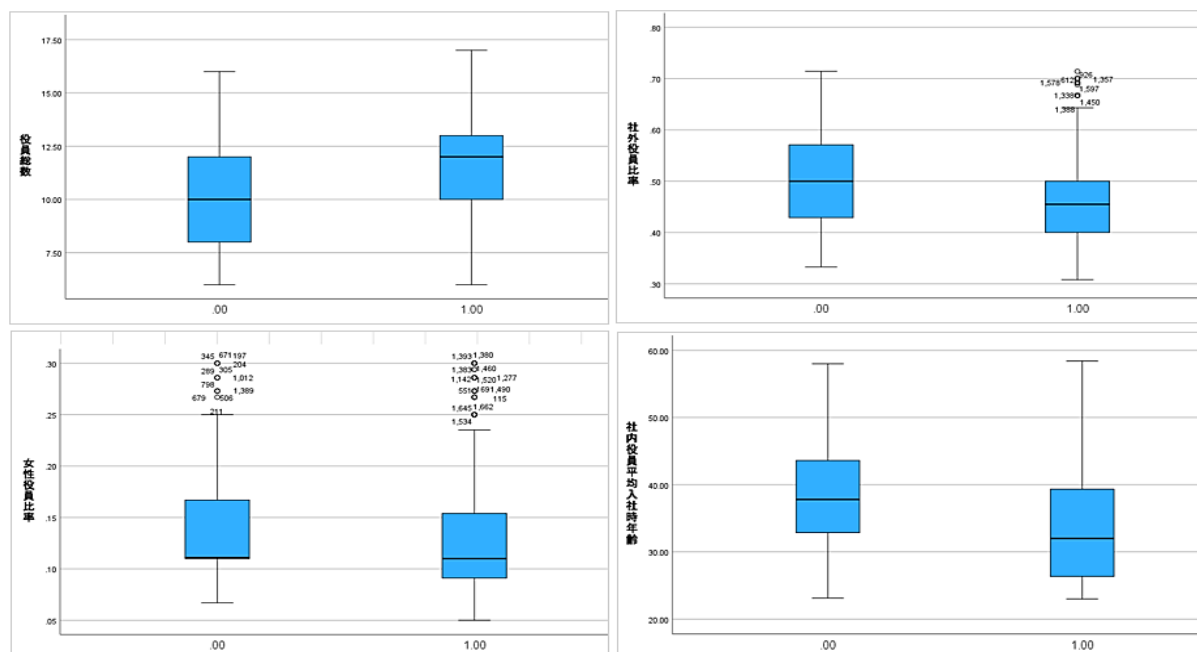


図3-2 2群の差：ガバナンス（役員構成）の特性（持ち合い無し：0, 有り：1）



まず企業特性について、保有群では創業からの年数が長い、すなわち企業年齢が長い企業群が該当し、浮動株比率が高く、ROE や PBR は低い。特に PBR では顕著な違いが見られた。中央値は、保有群は 0.9 であるのに対し、無保有群は 1.8 と約 2 倍の違いがある。

次にガバナンス（役員構成）の観点から、保有群と無保有群の 2 群の差異が特徴的なものを表したのが、図3-2である。保有群では役員総数が多く、中央値では無保有群が 10 人であるのに対し、保有群は 12 人となっており、取締役会が形骸化しやすい傾向が見られる。また社外役員比率は、無保有群が 50% で半数であるのに対し、保有群は 45% で社内役員が過半数を占める状況にある。

続いて、長期雇用との観点で改めて確認すると、従業員の平均勤続年数では、2 群で顕著な違いがあった。中央値では、非保有群の平均勤続年数が 8.25 年であるのに対し、保有群は 15.7 年で、約 2 倍の開きが見られる。そして社内役員の平均入社時年齢の中央値は、非保有群が 37.8 歳であるのに対し、保有群は 32 歳と、保有群の企業で長期雇用で企業内特殊技能を形成した従業員が、社内役員となる傾向がある。

(4) 持ち合いの有無とその要因の分析

続いて、株式持ち合いの有無に影響する要因について

各仮説に基づき検証するため、従属変数を株式持ち合いの有無（「0. 無保有群」と「1. 保有群」の 2 値）として、ロジスティック回帰分析により各独立変数との関係について、さらに分析を行った（表 4）。具体的な各独立変数は、前項までの分析で 2 群に相違がみられた変数を導出し、ステップワイズ選択法に基づき、変数を選択した。買収の脅威を含む企業特性の観点からは、企業年、従業員平均勤続年数、時価総額、PBR の各変数を、ガバナンス（役員構成）では、役員総数、社外役員比率、社内役員入社時年齢、を用いた。人材の長期雇用の観点からは、従業員平均勤続年数及び社内役員入社時年齢、の 2 つが該当する。

モデル係数の X^2 検定は 0.1% 水準で有意であり、また Hosmer と Lemeshow の検定結果では有意確率が 19.1% でモデルの適合性も見られた。的中率は 85.6% である。各変数の内相関では 0.5 を超えるものはなく、多重共線性が懸念される強い相関性もないと判断する。なお、変数選択時に 2 群で平均値では相違がある「浮動株比率」は、有意確率が $<.01$ でモデルの適合性が見られなかったため除外した。

オッズ比を確認したところ、企業年、従業員の平均勤続年数、PBR、役員総数及び社外役員比率が持ち合い株式の保有に有意に寄与していることが確認された。特に役員総数はオッズ比が 1.21 と説明力が大きい状況にあった。他方、時価総額および社内役員入社時年齢は有意確率

が5%を超え、特に社内役員入社時年齢はオッズ比の95% 信頼区間が (0.989 —1.026) で、有意ではなかった。

表4 ロジスティックス回帰分析の結果 (持ち合い無し: 0, 有り: 1)

	回帰係数	標準誤差	オッズ比	オッズ比の 下限	オッズ比の 上限	有意確率
企業年	0.036	0.004	1.037	1.029	1.044	<.001
平均勤続年数	0.131	0.017	1.140	1.102	1.179	<.001
時価総額	(0.000)	0.000	1.000	1.000	1.000	0.496
PBR	(0.252)	0.052	0.777	0.703	0.860	<.001
役員総数	0.191	0.035	1.211	1.131	1.296	<.001
社外役員比率	(2.186)	0.814	0.112	0.023	0.554	0.007
社内役員入社時年齢	0.007	0.009	1.007	0.989	1.026	0.442
定数	(3.078)	0.724	0.046			<.001

モデル χ^2 検定 $p < .001$

4. 分析からの結論

プライム市場の上場企業では、2022年時点で8割超が政策保有株式を有し、さらにこのうち約9割が持ち合い株式を保有している。政策保有株式全体は縮減化の傾向の中、現存する持ち合い株式について、保有群と無保有群は、自己資本比率に大きな違いは見られないものの、資本市場に関わる指標では相違があった。保有群では時価総額が大きく、浮動株比率が高い一方、企業価値に関わる指標であるROEは低く、とりわけPBRは2倍近く低い状況がある。

そして、社内役員入社時年齢は有意な関連は見られなかったものの、企業年の長さや従業員の平均勤続年数といった長期雇用に関わる変数が、持ち合い株式の保有群に正の影響を有している。また役員構成では、役員数が多く、社外役員比率が無保有群より低いことが影響していた。

以上の分析結果から、仮説1は支持され、仮説2は部分的に支持された。従業員平均勤続年数では長期雇用の傾向はみられたものの、社内役員の勤続年数は有意ではなかったためである。

そして仮説3も、部分的に支持される。保有群では役員総数は多いものの、社外役員比率は低い。しかし女性役員は2群とも2名未満と少数であり、その比率に特段の差異はみられなかったからである。

5. おわりに

Hall and Soskice (2001) が、日本について、メインバンク制を前提として、組織化された資本市場と企業の協調的な労使関係、継続的な雇用関係が組織化された労働市場が制度的補完関係を形成する様子を「忍耐強い資本」と形容した状況は現在、事業会社間が中心となって株式の持ち合いが行われる状況にあって(円谷・古賀、2018)、長期雇用の制度を継続し、利益の追求を抑制している点で、継続しているということがいえよう。株式持ち合いと長期雇用人材の観点から、現在の状況を明らかにしたことに、本稿は意義を有するものであると考える。

自己資本比率では、保有群と非保有群はほぼ僅差であるものの、ROEやPBRでは非保有群が上回り、特にPBRでは保有群が非保有群を大きく下回る状況がある。そして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、非保有群に比べインサイダーコントロールが働きやすい傾向が推察される。

持ち合い株式を保有するプライム市場所属の企業は1950年頃を中心とする、創業からの年数の中央値が70年を超える企業であった。国内の産業構造からは製造業の企業が中心であり、これまで特に、企業固有の製品などに関して、長期的な企業特殊的技能の形成や、その技能を形成した者が社内役員となり経営に参画することには、一定の意義があったことが考えられる。

他方で、企業年数の平均値が33年と、その多くがバブル経済崩壊後に創業された無保有群の企業との比較では、

保有群の企業は前述のように、ROE や特に PBR が低い状況にあり、役員構成においても違いが見られる。改めて株式の持ち合いを行う企業間において、互いの企業の情報やそれに基づくモニタリングの有り方については、長期雇用人材の有り方も観点をに入れて今後に向け、検証していく必要があると思われる。

政策保有株式については宮島・齋藤 (2023) が、自社株買い・金庫株の活用でブロック所有に移行したことで、むしろ前向きな、戦略的な提携等が出来るようになってきていることを指摘している。こうした新しい戦略的な動きがある中で、Hall and Soskice (2001) が「忍耐強い資本」と形容した我が国の状況は、従来のインサイダーコントロールにとどまらず、長期的に企業固有の強みを生かしつつさらに企業価値を高めていく方向で、役員構成や雇用人材では外部や多様な人材の活用とのバランスをも図ることへ、今一步踏み込んだ対応が望まれるのではないだろうか。

改めて今後の課題として、具体的には以下が挙げられる。

第一に、本報告は 2022 年度の単年度の分析であり、今後、時系列で政策保有株式を含む株式所有構造の変化と企業価値、人材に関する変数の変化の有無の観点からの分析が必要である。

第二に、業種の区分、政策保有の保有目的、保有社数・保有株数によりカテゴライズ化した、より詳細な分析が必要と考える。その際は前述のように、少額の持ち合いと、取引関係の維持・戦略的コミットメントメカニズムの意味合を有するとされるブロック保有、に区分した分析の視点、またそれらについて株主権の観点からの考察が必要と考える。

第三に、企業の長期雇用人材について、従業員を含み、多様性が促進されているかも、より多角的な観点からの調査が必要と思われる。

引き続き今後、調査年度や対象を広げ、検証を進めていくこととしたい。

参考文献

- 大湾秀雄, 佐藤香織 [2019], 「日本的人事の変容と内部労働市場」, 『日本の労働市場』(川口大司編), 有斐閣。
- 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』第 203 巻第 5 号, 1-9 頁。
- 加藤隆夫, 神林龍 [2016], 「1980 年代以降の長期雇用慣行の動向」, 『経済研究』第 67 巻第 4 号, 307-325 頁。
- 川本真哉 [2009], 「20 世紀日本における内部昇進型経営者—その概観と登用要因—」, 『企業研究』第 15 号, 5-21 頁。
- 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』第 35 巻第 0 号, 63-86 頁。
- 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 Discussion Paper Series』19-J-050。
- 大和総研, 「政策保有株式の開示状況と今後の対応」(https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20230131_023598.html) (2023. 12. 20 閲覧)
- 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』第 400 号, 24-39 頁。
- 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』第 434 号, 39-52 頁。
- 円谷昭一 [2020], 『政策保有株式の実証分析 : 失われる株式持合いの経済的効果』, 日本経済新聞出版。
- 中谷巖 [1983], 「企業集団の経済的意味と銀行の役割」, 『金融経済』第 202 号。
- 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 [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。
- 宮本光晴 [2014], 『日本の企業統治と雇用制度のゆくえ : ハイブリッド組織の可能性』, ナカニシヤ出版。
- Abegglen, J. C. [2006], 21st-century Japanese management : new systems, lasting values, Houndmills, Basingstoke, Hampshire ; New York : Palgrave Macmillan. (山岡洋一 (訳) 『新・日本の経営』, 日本経済新聞社, 2004 年。)
- Aoki, M. [1998], Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy, London:

Cambridge University Press.

Aoki, M. [2010] , *Corporations in Evolving Diversity: Cognition, Governance, and Institutional Rules*, London; Oxford University Press. (谷口和弘訳『コーポレーションの進化多様性—集合認知・ガバナンス・制度』, NTT 出版, 2011 年。)

Hall, P. A., and Soskice, D. [2001] , *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, London; Oxford University Press. (遠山弘徳他訳『資本主義の多様性-比較優位の制度的基礎』, ナカニシヤ出版, 2007 年。)

Ouchi, W. G., and Jeger, A. M. [1978] , “Type Z Organization: Stability in the Midst of Mobility,” *The Academy of Management Review* 3 (2) , pp,305-314.

Yoshikawa. T., Witt. M. A. and Yamada. J. [2020] , “Female Director Appointments Under Institutional Change: Neutralizing Response to Competing Logics,” *Academy of Management Proceedings* 2020 (1).