

# 【公募型】 令和3年度 客員研究員 研究報告書

滋賀大学経済経営研究所

氏名	氏名（ふりがな）	所属学科・職名
	脇屋 勝(わきや まさる)	日本取引所グループ 総合企画部 主任研究員 兼 東京証券取引所 情報サービス部

期間	令和3年4月1日～令和4年3月31日
調査・研究のテーマ	政策保有株式の保有比率と企業業績および流動性との関係
研究成果の概要 (中間成果も可)	<p>2022年4月、東証の上場基準の流通株式およびTOPIXの浮動株比率の定義が変更となる。コーポレート・ガバナンスコードでは、これまで政策保有株式を保有する企業の開示の充実を求めて来たが、政策保有株式を保有されている企業に直接的な影響は無かった。しかし、東証の制度改正やルール変更により、政策保有株式を保有される企業に影響が生じることとなる。</p> <p>具体的な影響として、政策保有株式を流通時価総額や浮動株比率から除外することで、上場維持基準の抵触やTOPIXの組入ウェイトの低下するケースがある。そのため、政策保有株式の縮減が進む可能性がある。</p> <p>政策保有株式が多く保有されている企業は経営者への規律付けが弱まることで経営成績の悪化や市場に流通する株式の減少による流動性の低下が懸念されている。しかし、先行研究では、政策保有株式を保有されている企業側に焦点が当たることは多くは無かった。</p> <p>その理由の1つとして、データの整備が煩雑なことが挙げられる。代替的なデータやアンケートによる検証が中心となっており、精度の高いデータで市場全体を分析対象にまで広げることは困難なことがある。したがって、本研究では有価証券報告書のコーポレート・ガバナンスの状況で開示されている個別データの積み上げによる作成データを用いることとした。</p> <p>本研究では、政策保有株式の保有比率と企業業績および流動性との関係をテーマに、政策保有株式が多く保有されるほど、経営成績の悪化や市場に流通する株式の減少による流動性の低下が確認できるのか検証を行った。分析対象としたのは、2019年1月から2021年3月決算期の東証上場の全企業である。結果は次の通りとなる。</p> <p>政策保有株式を持たれている状況は、平均的には6%、第3四分位で9%、最大値で53%であった。全体的に政策保有株式が保有されているのではなく、一部の企業が多く政策保有株式が保有されている</p>

	<p>ことが分かった。また、政策保有株式を保有される割合は、企業年齢や時価総額と正の相関が見られた。</p> <p>次に ROE と流動性指標の ILLIQ を被説明変数とするパネルデータ分析（固定効果）を行い、被政策保有株式比率と ROE に、負の関係が 10% の有意水準で確認できた。しかし、企業年齢との交差項を入れたモデルでは、有意な結果は得られなかった。また、被政策保有株式比率と流動性に負の関係は確認できなかった。</p> <p>以上の結果から、政策保有株式を持たれていることで懸念されている点が、顕著に表れていることは確認できなかった。その理由として、コーポレート・ガバナンスコードやステewardシップ・コードにより、企業価値向上に寄与しない政策保有株式の縮減が進んでいることや建設的な対話によるポジティブな効果が考えられる。</p>
<p>研究成果発表の計画 (学会報告及び学術誌への投稿)</p>	<p>現時点では、政策保有株式と ROE と流動性指標のシンプルな分析に留まっており、考慮できていない点も多い。本研究では、有価証券報告書のコーポレート・ガバナンスの状況で開示されている個別データの積み上げによるデータを作成したが、持合い関係、安定株主、業種特性まで考慮が出来ていない。</p> <p>したがって、上記のデータ整備を行った後、分析モデルも再検討したい。その後、ディスカッションペーパーの公表を行い、そこでいただいたご意見を踏まえ、学会報告及び学術誌への投稿も検討している。</p>