

# 株式所有構造と株式リターン

——大口株主による所有の影響——

山 田 隆  
蜂 谷 豊 彦

## 要 旨

本稿の目的は、大口株主（ブロックホルダー）による所有が株式リターンにどのような影響を与えているかを実証することである。そのために、株式の「所有比率」と「所有形態」という2つの軸を設定して株式所有構造の類型化を行っている。第1に、株主の属性（投資主体）による所有比率ではなく、「大口株主を特定するための所有比率」を設定する。これは株主総会における決議要件（会社法）に準拠し類型化している。第2に、株主間の「資本関係の有無」を考慮した「大口株主の所有形態」の軸を設定する。分析の結果、大口株主の存在する企業の超過リターンは、「所有比率」、「所有形態」それぞれのカテゴリーにおいて、分散所有されているベンチマーク企業より有意に小さいことが示された。また、大口株主の存在する企業は、財務行動、配当行動および収益性がベンチマーク企業と異なることが判明し、企業行動が超過リターンに与える影響をみると、超過リターンを引き下げている理由のひとつは財務行動に求められることが示唆された。検証結果から、大口株主による所有が、企業のファンダメンタルズや経営者行動を通して、またその所有自体が株式リターンに影響を与えている可能性が高いことを示した。本研究は、日本的なブロックホールディングのあり方を考察する上で、新たな視点を提供するものである。

## 目 次

- |                 |                |
|-----------------|----------------|
| I. はじめに         | 3. 記述統計量       |
| II. 先行研究と仮説     | 4. 単変量分析       |
| III. 株式所有構造の類型化 | (1) アブノーマルリターン |
| IV. 実証分析        | (2) 説明変数       |
| 1. 変数の設定        | 5. 回帰分析        |
| 2. 分析手法         | V. 結論          |

## I. はじめに

我が国では、2003年頃から株式所有に構造的な変化が生じている。こうした株主構成や資本政策の変化をもたらした要因は数多く指摘されているが、代表的なものとして、ひとつには、2002年後半からの金融再生プログラムの実行が銀行の保有株式売却を加速したこと、もうひとつには、2004年から2005年にかけて特に顕著にみられる「東証株価指数 (TOPIX) の浮動株化」の影響が挙げられる。これらに伴い、大株主の整理や、株式持ち合いの解消が進み、子会社同士の合併、完全子会社化の動きなど、株主構成や資本政策に影響を与える企業行動が多くみられた。特に、昨今では「親子上場」の見直しが進んでいる。株式所有構造を見直すことにより、グループ全体の企業価値の極大化を図るとともに、優良な子会社の買収防衛に加え、親会社子会社間での市場評価の歪みといった非効率性を解消しようといった動きがみられる。また、MBOなど外部資本導入等により非上場化する動きもある。

本稿では、株式持ち合いや資本関係のある複数の株主による過半数所有のような日本的なブロックホールディングのあり方を統一的に分析する枠組みを設定し、大口株主による株式所有構造の相違によって株式リターンにどのような相違が生じるかを吟味する。

本研究の貢献は、各企業の株式所有構造を把握するにあたって、一定水準以上の持ち株比率により経営に介入する権利を有する主体として「大口株主」を定義し、その「大口株主」が当該企業の株式をどのような比率および形態で所有しているかを独自の切り口で「類型化」し、

株式所有構造と株式リターンとの間に一定の関係性を見出した点である。

## II. 先行研究と仮説

本研究の理論的基礎はエージェンシー理論に求められる。Jensen and Meckling [1976]をはじめとするエージェンシー理論の研究では、プリンシパルである株主とエージェントである経営者との間では常に利害が一致するとは限らず、また情報の非対称性が大きいほど、それらが一致しない可能性が大きくなり、エージェンシー・コストが発生することを示している。Shleifer and Vishny [1986]は大口株主の存在が分散所有に伴うフリーライダー問題の解決策を提供する可能性があることを理論的に示している。また Holderness [2003]は、大口株主のインセンティブおよび、企業の意思決定に対する影響、さらには企業価値への影響を概観し整理している。それによれば、大口株主は共有ベネフィット (期待キャッシュフローの増加) に加えて、私的ベネフィット (個人的な役得) を獲得することができる。これは、経営権を行使するインセンティブを強め、零細株主によるフリーライダー問題を解消する一方で、大口株主による新たなエージェンシー・コストを生み出す可能性がある。

株式所有構造と企業価値との関係については、Morck, Schleifer and Vishny [1988], Stulz [1988]などを先駆けとして数多くの実証研究が行われている。これらの研究のほとんどは、データ制約もあり、経営者、内部者、機関投資家などの投資主体別の持ち株比率や筆頭株主の持ち株比率に着目して企業価値との関係を分析している。本論文の問題意識に近い研究と

して、経営者あるいは内部者による所有が挙げられる。Morck, Schleifer and Vishny [1988]のようにアラインメント効果やエントレンチメント効果を報告している研究もみられるが、Demsetz and Villalonga [2001]が指摘しているように、多くの研究の実証結果はまちまちであり、結論を出すに至っていない。本研究では、Holderiness [2003]によるサーバイおよび内部者所有比率と企業価値との関係に関する先行研究に基づいて、大口株主による所有比率と企業価値との間には、正の三次関数で近似できるような非線型の関係があると考えられる。大口株主による所有比率が低いときには、所有比率が高まるにつれモニタリングが強化されるため企業価値は高まると考えられる。しかし、所有比率がある程度高まると、私的ベネフィットを追求する可能性が高まり、これは企業価値を損なう方向に作用する。さらに所有比率が高まると、エージェンシー・コストの発生しない100%所有に近づくため、再び企業価値を高める方向に反転すると考えられる。

他方、新田 [2000] や西崎・倉澤 [2003] 等が指摘しているように、日本企業の所有構造を分析対象とする場合には、事業法人間の株式持ち合い、メインバンクによる株式所有、企業系列などを無視することはできない。本研究では、これらを「資本関係のある企業による集团的な所有形態」ととらえ、これまでの研究で対象とされてきた単一の大口株主とは区別して取り扱う。集团的な所有は、集団内において常に利害が一致するとは限らないこと、分散所有におけるフリーライダー問題と同様の問題にさらされる可能性があること、集団内の調整に時間やコストがかかる可能性があることなどから、単一主体による所有に対して負の影響があると考

えられる。

東証1部上場企業の役員持株比率の分布をみると、その平均値や中央値が極めて低いことから、一般に、東証1部上場企業では「所有と経営が分離」していると言える<sup>1)</sup>。よって、エージェンシー理論が想定している状況であることを前提として仮説を構築する。本論文では「所有比率」と「所有形態」に着目し、先行研究と同様の非線型の関係が我が国における大口株主の所有比率と株式リターンとの間にも観察される、ということ。「仮説1」とし、「単独」所有、あるいは「複数」所有の場合は相互の「資本関係の有無」を考慮し、大口株主の所有形態によって株式リターンに差がある、ということ。「仮説2」とする。

### Ⅲ. 株式所有構造の類型化

本研究においては大口株主がどのような形態で経営権を掌握しているのかを特定し、株式所有構造を浮き彫りにするために、2つの軸を設定して類型化を行う。

第1に、株主の属性（投資主体）による所有比率ではなく、「大口株主を特定するための所有比率」を設定する。これは株主総会における決議要件（会社法）に準拠して、「50%超所有」、「33.3%超50%以下所有」、「20%以上33.3%以下所有」、「20%未満（少数）」の計4つのカテゴリーを設定する。その理由は次の通りである。50%超の場合、議決権の過半数を所有しているため、取締役の選任など経営権の取得、子会社化に代表されるように、通常の株主総会の決議事項を自身の方針に沿った形で決議することが可能となる。33.3%超の場合、経営上の拒否権を取得しているため、株主総会にお

いて特別決議を阻止できるといった、経営上重要な事項に対して拒否権を発動することが可能となる。20%以上の場合、議案提出権に始まり、総会招集請求権や会社解散請求権などを有することに加え、当該企業は連結会計上の関連会社となり、当該企業の損益が連結決算上加算されるようになる。また、子会社、関連会社に対する実質的な支配は、形式的な所有比率だけでなく、資金面、事業面での依存度や役員派遣、人的交流などから総合的に判断されていると考えられるが、本稿では株式所有に焦点を当てていること、持分基準にも目安としての意味は十分にあると考えられることからこのような分類を用いる。

第2に、株主間の「資本関係の有無」を考慮した「大口株主の所有形態」の軸を設定する。所有形態に関しては、まず、「単独」所有と「複数」所有に分類する。「複数」所有に関しては、大口株主間の「資本関係の有無」を考慮して分類を行う。「単独」所有のケースの場合、創業者一族や親会社などが考えられる。「複数」所有のケースでは、集団所有に代表されるような、企業グループ、取引先企業などによる所有が考えられるが、このような大口株主は基本的に純投資者ではないと考える。

株主間相互に資本関係がある場合には、合算すると大口株主となり、経営に介入する権利を有する有力な主体としての地位を形成する局面も考えられる。そこで、経営権掌握の可能性という観点から、「株主間の資本関係の有無」による区分を加えて、株主の所有構造のあいまいさを排除することにした。大口株主をみるにあたっては、「単独」で所有しているのか、「資本関係あり」で複数所有しているのか、「資本関係なし」で複数所有しているのかの計3つのカ

テゴリーを設定する。

上述した「2つの軸」を考慮した結果、株式所有構造として4つの「所有比率」と3つの「所有形態」に分割する。所有比率20%未満については区別せず、ベンチマークとし、 $3 \times 3 + 1$ の「10個のセル」を設定する。例えば、X社の筆頭株主であるA社が35%の株式を所有、第2位の株主B社が33.8%の株式を所有していたとする。この場合、A社とB社に資本関係がある場合、A社とB社、両社でX社を所有している時は「セル2」に、A社とB社に資本関係がない場合で、両社が所有している時は「セル3」に、A社またはB社が単独で所有している場合は「セル4」となり、セル2、3、4に重複した形で分類されることになる<sup>2)</sup>。

この「10個のセル」への分類にあたっては『東洋経済新報社 大株主データ』（上位第35位まで収録）を用いて、東証1部上場企業（金融業は除く）に対して分析対象期間（2003年4月から2007年3月）に該当する2003年3月末から2006年3月末の各年度末における各企業の株主データ合計7,421件を1社ごとに抽出・分類作業を行う。株主間の資本関係があいまいな場合は、各企業のホームページ、有価証券報告書等を参照あるいは直接企業側に取材等を行っている。上記の分析対象期間を選択したのは、Iで述べたように、金融再生プログラム等の実行や外資系アクティビストファンドなどの台頭などから外国人の日本株買いと株式持ち合い解消の流れが重層的に重なり、株式所有構造と株式リターンの関係を考察するにあたってユニークな期間であり、分析上意義があると考えられるからである。なお、本稿で分析対象とするのは、分析対象期間において各セル間の移動がなく一

貫して同一のセルに属している企業とする。

上述の類型化を行った結果、サンプルは図表1のように各セルに分類された。分析に関しては、必要なアブノーマルリターン (AR)、株主データ、財務指標等の全てが揃う企業をサンプルとしている。

## IV. 実証分析

### 1. 変数の設定

株式所有構造はどのようにして企業価値や株式リターンに影響を与えるのだろうか。蜂谷 [2003] はこれまでのコーポレート・ガバナンスに関する実証研究を概観して、2つに大別できると述べている。ひとつには各種のガバナンス・メカニズムと企業価値との直接的な関係を分析する研究、いまひとつはまず各種のガバナンス・メカニズムと投資政策、財務政策、会計行動などの経営行動との関係を分析し、次にこれらを経由した企業価値への影響をとらえようとする研究である。

本研究の文脈でいえば、前者は、特定の株式所有構造をもつこと自体が、投資家の期待形成に影響を与え、その所有構造固有のリターンが発生することを分析しているといえる。例えば、機関投資家による所有の増加が、投資家による期待エージェンシー・コストの削減をもたらし、企業価値の増加をもたらすことなどが挙げられる。後者は、株式所有構造の変化によって、経営者が企業の投資行動や財務行動を変更することが予想され、それらの変化が企業価値に影響を与えることを分析対象としている。

エージェンシー理論に関する先行研究のなかで、投資行動に関しては、企業が多額の負債を

抱えている場合には過小投資問題が起こりうること (Myers [1977])、また経営者が株主価値最大化を意識するあまり、過大投資をする可能性があること (Jensen and Meckling [1976]) が指摘されている。また、Jensen [1986] は、経営者が株主価値の向上を伴わないフリー・キャッシュ・フローの流用や浪費を行うことを指摘している。それに伴うエージェンシー・コストの発生を緩和するうえで、配当や負債の活用が重要であることは広く知られている。さらに負債は規律効果を持っており、株主と経営者とのエージェンシー対立を緩和する手段としても有効である。

以上のようなエージェンシー理論に基づく、理論および実証研究の蓄積に基づいて、本研究でも、株式リターンに影響を与える経営者行動を反映する説明変数として、収益性の観点から総資産事業利益率 (ROA)、投資行動の観点から売上高設備投資比率 (CE) および売上高研究開発費比率 (RD)、財務行動の観点から自己資本比率 (LEV)、配当行動の観点から株主配当還元率 (DIV)、の5つを設定する。さらに、株式リターンに影響を与える要因として Fama-French の3ファクターモデルに対応した簿価時価比率 ( $BtoM$ )、株式時価総額の対数値 ( $LnCap$ ) の2つをコントロール変数として加えることにする。ここで、株主配当還元率 (DIV) は予想配当額に期末の発行済み株式総数を掛けた値を期末の株主資本で除したものであり、売上高設備投資比率 (CE) および売上高研究開発費比率 (RD) はそれぞれ過去3年間の算術平均値を用いている。これらの収益率や指標の算出には『Astra』<sup>3)</sup>のデータを用いている。

総資産事業利益率 (ROA) に関しては、ど

図表1 所有比率と所有形態による類型化

		所有形態			
		単独	資本関係あり	資本関係なし	
所有比率	50%超	セル1 銘柄数：115 AR：23.4%	セル2 銘柄数：102 AR：40.3%	セル3 銘柄数：74 AR：19.1%	小計 銘柄数：291 AR：27.6%
	33.3%超 50%以下	セル4 銘柄数：116 AR：75.9%	セル5 銘柄数：125 AR：-1.4%	セル6 銘柄数：106 AR：30.8%	小計 銘柄数：347 AR：35.1%
	20%以上 33.3%以下	セル7 銘柄数：178 AR：36.4%	セル8 銘柄数：85 AR：8.2%	セル9 銘柄数：114 AR：54.2%	小計 銘柄数：377 AR：32.9%
		小計 銘柄数：409 AR：45.2%	小計 銘柄数：312 AR：15.7%	小計 銘柄数：294 AR：34.7%	ベンチマークセル 銘柄数：613 AR：72.6%

(注) ベンチマークセルは、大口株主による所有が20%未満の銘柄

(出所) 筆者作成 (以下の図表全て同じ)。

のような株式所有構造を持った企業であれ、その水準が高い方が、ARにプラスに作用すると考えられる。投資行動および財務行動に関しては、株式所有構造の相違によってARに与える影響が変化してくると考えられる。自己資本比率(LEV)が低いのは財務健全性の観点からARにマイナスの影響を与えると考えられる。しかし、企業規模を拡大していくような局面では、設備投資等のために負債を活用(レバレッジ効果)することを考慮すると、自己資本比率(LEV)が低いことがARにプラスに寄与する可能性も想定される。株主配当還元率(DIV)については、優良な投資案件がないような成熟企業においては内部留保するよりも配当として株主に還元した方がARにプラスに作用すると考えられるが、成長過程にある企業においては、配当によりキャッシュを社外流出させるよりも内部留保し成長戦略にまわす方がARにプラスに作用すると考えられる。

## 2. 分析手法

Ⅲで類型化した各カテゴリーのアブノーマルリターン ( $AR_{i,t}$ ) を算出する。個別銘柄*i*の月次実現リターン ( $r_{i,t}$ ) と、マーケットモデルから推定される期待リターンとの差を計算し、12ヶ月累積したリターン(年率)を、ここでは  $AR_{i,t}$  と定義する。マーケットモデルのベータには、分析対象期間直前の60ヶ月から推定されるベータを用いている。図表1に示す各セルのARは、分析対象期間4年間の平均値である。以下、算出方法を記す。

$$AR_{i,t} = r_{i,t} - (\hat{\alpha} + \hat{\beta} r_{M,t})$$

$r_{i,t}$  : 実現値,  $r_{M,t}$  : TOPIX リターン

$\hat{\alpha}, \hat{\beta}$  は、分析対象期間直前の60ヶ月の推計値

各カテゴリーのARおよび説明変数が、ベンチマークセル(大口株主所有比率20%未満)に

図表2 記述統計量

	平均	メディアン	最大	最小	標準偏差	第1四分位	第3四分位	サンプル数
アブノーマルリターン (AR)	0.56	0.19	19.77	-2.72	2.07	-0.44	0.99	804
総資産事業利益率 (ROA)	0.04	0.04	0.23	-0.74	0.05	0.02	0.06	804
自己資本比率 (LEV)	0.43	0.42	0.96	-1.30	0.21	0.28	0.57	804
株主配当還元率 (DIV)	0.01	0.01	0.10	0.00	0.01	0.00	0.02	804
売上高設備投資比率 (CE)	0.05	0.04	0.56	0.00	0.04	0.02	0.06	804
売上高研究開発費比率 (RD)	0.03	0.02	0.21	0.00	0.03	0.01	0.04	804
簿価時価比率 (BtoM)	1.47	1.30	4.80	0.01	0.83	0.87	1.88	804
株式時価総額の対数値 (LnCap)	24.44	24.18	29.88	21.14	1.55	23.24	25.41	804

図表3 所有比率による単変量分析

	50%超	33.3%超	20%以上	ベンチマークセル
50%超	-	0.96	1.11	3.14***
33.3%超	-0.42	-	0.18	1.58
20%以上	-0.35	0.14	-	2.68***
ベンチマークセル	-1.92*	-1.93*	-2.65***	-

(注) 左下半分は平均値に関するt検定, 右上半分は中央値に関するウィルコクソン検定。  
値の符号は表頭から表側を引いたときの符号を表す。\*\*\* 1%有意水準, \*\* 5%有意水準,  
\*10%有意水準

対して統計的に有意な差がみられるかについて単変量分析 (t検定) を行った後に, 回帰分析を行なうことによってそれらの変数とARとの関係性を把握する。分析にあたっては, 仮説1における「所有比率」でグルーピングしたものと, 仮説2における「所有形態」でグルーピングしたものをベンチマークセルに対してそれぞれ比較する。また, 各所有比率間, 各所有形態間における相互比較も同様に行う。

### 3. 記述統計量

本稿における目的変数であるアブノーマルリターン (AR) および, 上述した企業のファンダメンタルズや経営者行動を表す説明変数の記述統計量は図表2の通りである。ARおよび各

説明変数の分布は, 左右対称の正規分布の形状というよりは, 正の方向に若干の歪みが観察される。

### 4. 単変量分析

#### (1) アブノーマルリターン

「大口株主による所有によってARが異なる」かどうかを, 所有比率 (仮説1), 所有形態 (仮説2) の視点から, それぞれ単変量分析を用いて検証する。ここでは, 所有比率および所有形態の違いがARの違いをもたらすかどうかをt検定およびウィルコクソン検定を用いて全てのカテゴリーについて検証する。所有比率 (仮説1) については, 図表3より, ベンチマークセルとの比較では, 「33.3%超50%以下」

図表4 所有形態による単変量分析

	単 独	資本関係あり	資本関係なし	ベンチマークセル
単 独	-	1.61	0.02	2.27**
資本関係あり	1.67*	-	1.64	3.47***
資本関係なし	0.32	-1.30	-	1.72*
ベンチマークセル	-2.77***	-2.93***	-2.80***	-

(注) 左下半分は平均値に関するt検定, 右上半分は中央値に関するウィルクソン検定。  
t値の符号は表頭から表側を引いたときの符号を表す。\*\*\* 1%有意水準, \*\* 5%有意水準, \*10%有意水準

の所有比率におけるウィルクソン検定を除くすべての検定で統計的に有意な差が見られ、大口株主の存在する企業では株式リターンが低くなっているといえる。しかし、各カテゴリー間には有意な差がなく、三次関数で近似されるような非線型の関係は見られない。

所有形態(仮説2)については、図表4より、ベンチマークセルとの比較では、すべてのt検定およびウィルクソン検定において統計的に有意な差が確認される。加えて、大口株主が「単独」である場合と複数の大口株主が「資本関係あり」の場合との間にも統計的に有意な差が確認される。

以上の分析結果から、大口株主による所有は、分散所有されているベンチマーク企業と比較すると、所有比率から見ても、所有形態からみても、株式リターンが低くなっているといえる。

## (2) 説明変数

株主構成が分散化されたベンチマークセルに対して、所有比率(仮説1)、所有形態(仮説2)の観点から、株式所有構造の相違による各カテゴリーの説明変数が統計的に有意に異なるかをそれぞれ単変量分析(t検定)により検証

する。図表5および図表6から、所有比率(仮説1)および所有形態(仮説2)双方において、総資産事業利益率(ROA)、自己資本比率(LEV)、株主配当還元率(DIV)で全てのカテゴリーについて同様に有意な差があり、売上高設備投資比率(CE)はない。これに対し、売上高研究開発費比率(RD)はカテゴリーごとに異なった値をとっている。所有比率(仮説1)においては、図表5より、「33.3%超50%以下」および「20%以上33.3%以下」において売上高研究開発費比率(RD)に有意な差が確認される。所有形態(仮説2)においては、図表6より、「単独」、複数所有による「資本関係あり」および「資本関係なし」それぞれにおいて売上高研究開発費比率(RD)に有意な差が確認される。

以上のことから、大口株主所有比率が20%未満になるベンチマークセルに対して、所有比率(仮説1)や所有形態(仮説2)の相違が収益性、財務行動、配当行動、投資行動において異なる行動を引き起こしており、これらがリターンの相違を生み出している可能性がある。

## 5. 回帰分析

株式所有構造の相違がARにどのような影響

図表5 説明変数の単変量分析 (仮説1)

説明変数	50%超		33%超		20%以上		ベンチマーク
	平均値	(t 値)	平均値	(t 値)	平均値	(t 値)	平均値
総資産事業利益率 (ROA)	0.067	(5.265)***	0.067	(6.504)***	0.058	(5.050)***	0.040
自己資本比率 (LEV)	0.439	(3.677)***	0.498	(8.017)***	0.468	(6.102)***	0.378
株主配当還元率 (DIV)	0.017	(3.076)***	0.016	(2.843)***	0.016	(2.108)**	0.014
売上高設備投資比率 (CE)	0.057	(0.473)	0.055	(0.383)	0.055	(0.400)	0.054
売上高研究開発費比率 (RD)	0.026	(-0.820)	0.023	(-2.335)**	0.024	(-2.020)**	0.029
簿価時価比率 (BtoM)	1.109	(-4.630)***	1.349	(-0.945)	1.387	(-0.429)	1.417
株式時価総額の対数値 (LnCap)	23.970	(-6.212)***	23.739	(-9.488)***	23.816	(-8.839)***	24.661

(注) 1) t 値はベンチマークセルとの差についての t 検定の値  
 2) \*\*\* 1%有意水準, \*\* 5%有意水準, \*10%有意水準

図表6 説明変数の単変量分析 (仮説2)

説明変数	単独		資本関係あり		資本関係なし		ベンチマーク
	平均値	(t 値)	平均値	(t 値)	平均値	(t 値)	平均値
総資産事業利益率 (ROA)	0.067	(8.210)***	0.067	(8.334)***	0.062	(7.276)***	0.040
自己資本比率 (LEV)	0.472	(7.716)***	0.484	(8.617)***	0.477	(8.150)***	0.378
株主配当還元率 (DIV)	0.017	(4.364)***	0.016	(3.836)***	0.016	(3.066)***	0.014
売上高設備投資比率 (CE)	0.058	(1.085)	0.058	(1.029)	0.056	(0.504)	0.054
売上高研究開発費比率 (RD)	0.025	(-2.164)**	0.025	(-1.919)*	0.024	(-2.553)**	0.029
簿価時価比率 (BtoM)	1.250	(-2.874)***	1.284	(-2.276)**	1.352	(-1.087)	1.417
株式時価総額の対数値 (LnCap)	23.831	(-9.967)***	23.820	(-10.181)***	23.779	(-10.756)***	24.661

(注) 1) t 値はベンチマークセルとの差についての t 検定の値  
 2) \*\*\* 1%有意水準, \*\* 5%有意水準, \*10%有意水準

を与えているのかを検証するにあたって、以下の回帰式を用いる。

$$AR_i = \alpha + \sum_j \beta_j X_{i,j} + \sum_k \gamma_k Y_{i,k} + \varepsilon$$

ここで、 $AR_i$ は企業*i*のアブノーマルリターン、 $X_{i,j}$ は企業*i*の説明変数*j*、 $Y_{i,k}$ は企業*i*のコントロール変数*k*、 $\alpha$ 、 $\beta_j$ 、 $\gamma_k$ はそれぞれ回帰係数を表す。

図表7が所有比率 (仮説1) における、ベンチマークセルに対する所有比率ごとの各カテゴリーの回帰分析結果、図表8が所有形態 (仮説2) における、ベンチマークセルに対する所有形態ごとの各カテゴリーの回帰分析結果である。

所有比率 (仮説1) における回帰分析の結果をみると、大口株主の所有比率が低下するに伴い、総資産事業利益率 (ROA) や自己資本比率 (LEV) がARに有意に作用することがわかる。特に、自己資本比率 (LEV) に関しては係数の符号がマイナスであることから、自己資本が増加するとARにマイナスに作用する。すなわち、株式市場は負債を活用する企業をプラスに評価していることが示唆される。

所有形態 (仮説2) における回帰分析の結果をみると、「単独」所有および「資本関係あり」の形態の場合は自己資本比率 (LEV) がARに有意に負に作用している。これは、「単独」の大口株主が存在する場合および「資本関係あ

図表7 所有比率カテゴリ別回帰

	50%超			33.3%超			20%以上			ベンチマーク		
	係数	t 値	prob	係数	t 値	prob	係数	t 値	prob	係数	t 値	prob
総資産事業利益率 (ROA)	0.839	0.087		3.635	0.645		13.512	3.700***		7.048	3.070***	
自己資本比率 (LEV)	-2.194	-1.080		-2.990	-2.550**		-2.008	-3.399***		-2.075	-3.913***	
株主配当還元率 (DIV)	-1.814	-0.071		13.910	0.461		-21.476	-1.354		-17.918	-1.490	
売上高設備投資比率 (CE)	6.659	0.855		7.163	1.327		-0.691	-0.196		0.670	0.301	
売上高研究開発費比率 (RD)	2.026	0.193		16.263	1.564		1.245	0.296		-4.362	-1.230	
簿価時価比率 (BtoM)	0.157	0.273		0.425	1.574		0.920	5.003***		0.801	5.361***	
株式時価総額の対数値 (LnCap)	-0.119	0.546		-0.031	-0.167		0.117	1.116		0.080	1.089	
切片	3.644	0.550		0.950	0.219		-3.306	-1.295		-1.517	-0.815	
標本数	78			125			155			446		
調整済み R2	4.22%			8.27%			2.01%			11.88%		
Durbin-Watson stat	2.079			2.154			1.956			1.641		
F-statistic	0.440			1.507			5.274			8.432		
Prob (F-statistic)	0.874			0.172			0.000			0.000		

(注) 1) ベンチマークは大口株主所有比率20%未満

2) \*\*\* 1%有意水準, \*\* 5%有意水準, \*10%有意水準

図表8 所有形態カテゴリ別回帰

	単独			資本関係あり			資本関係なし			ベンチマーク		
	係数	t 値	prob	係数	t 値	prob	係数	t 値	prob	係数	t 値	prob
総資産事業利益率 (ROA)	7.830	1.444		2.486	0.550		14.320	2.150**		7.048	3.070***	
自己資本比率 (LEV)	-2.613	-2.499***		-2.608	-3.110***		-1.766	-1.333		-2.075	-3.913***	
株主配当還元率 (DIV)	5.736	0.311		-19.905	-0.862		-18.719	-0.683		-17.918	-1.490	
売上高設備投資比率 (CE)	1.968	0.421		2.806	0.687		12.619	1.791*		0.670	0.301	
売上高研究開発費比率 (RD)	8.164	1.285		2.760	0.370		1.694	0.193		-4.362	-1.230	
簿価時価比率 (BtoM)	0.503	1.793*		0.631	2.602**		0.536	1.758*		0.801	5.361***	
株式時価総額の対数値 (LnCap)	-0.102	-0.653		0.249	1.418		0.021	0.108		0.080	1.089	
切片	2.668	0.702		-5.512	-1.294		-1.107	-0.249		-1.517	-0.815	
標本数	154			86			118			446		
調整済み R2	5.80%			22.20%			8.85%			11.88%		
Durbin-Watson stat	2.086			2.130			2.081			1.641		
F-statistic	1.283			3.180			1.526			8.432		
Prob (F-statistic)	0.262			0.005			0.166			0.000		

(注) 1) ベンチマークは大口株主所有比率20%未満

2) \*\*\* 1%有意水準, \*\* 5%有意水準, \*10%有意水準

り」の複数の大口株主が存在する場合には負債による調達を行って事業活動を展開する企業を株式市場がプラスに評価していることを意味する。また、大口株主が複数となり資本関係がなくなっていくと総資産事業利益率 (ROA) がプラスで有意となる。よって、株主構成が分散

化されていくにつれて資産を効率的に利用し収益性を高める企業を株式市場が高く評価することが示唆される。また、「資本関係のない」複数の大口株主が存在する所有形態では、売上高設備投資比率 (CE) がプラスで有意なことから、内部資金に余裕があっても、配当などの株

主還元を行うよりは設備投資を積極的に行うといった成長戦略を実行する方が株式市場の評価が高まることが示唆される<sup>4)</sup>。以上の検証結果は、IVの1の変数の設定の箇所ですべて予測したものと同様の結果となっている。

## V. 結論

大口株主の存在する企業は、図表1からわかるように、分散した所有構造をもつベンチマーク企業と比較すると、どのカテゴリーについても相対的に低い超過リターンをもっている。大口株主の存在が株式リターンの低下をもたらす要因を探るため、本稿では経営者行動を表す変数を用いて分析を行った。大口株主の存在が経営者行動に与える影響（図表5と図表6）と、それらの行動が株式リターンに与える影響（図表7と図表8）を分析した結果、所有比率でも所有形態でも、企業の収益性、財務行動および配当行動が影響を与えており、とりわけ財務行動が低リターンを説明する要因として有力であることがわかった。周知のように、資本構成は株式所有構造と密接な関連をもっており、エクイティ・ファイナンスによる所有構造の変化や既存株主の希薄化懸念、また所有構造を維持するために最適資本構成から乖離した財務行動をとることなどが、低リターンをもたらす要因になっていると考えられる。

本稿ではクロスセクショナル分析を行っているが、視点を変えて、時系列に読み替えることもできる。企業の発展段階における長期的な株主構成のあり方についてインプリケーションを述べると、創業時における経営者が「単独」で大口株主であるような段階（セル1）から大きく2つの系統に分かれていくと考えられる。

「特定の大口株主が存在したまま分散化していく過程（セル1→4→7→ベンチマークセル）」では、短・中期的には増資によって企業規模を拡大していくよりは、負債を調達する方が株式リターンは高まることが示唆された。これは、単独の大口株主が経営者である段階においては、エクイティファイナンスによる株式価値の希薄化を好まないことを反映していると考えられる。株主構成が分散化されたベンチマークセルの株式リターンよりも単独の大口株主が存在するセル4の株式リターンの方が高いのは上述したような観点から経営者の資金調達の姿勢に違いが生じる可能性を指摘できる。よって、ベンチマークセルはエクイティファイナンスの潜在的な可能性の分だけディスカウントされているとも考えられる。また、「複数の大口株主で相互に資本関係がない状態で分散化していく過程（セル3→6→9→ベンチマークセル）」では短・中期的には設備投資を積極的に行うことで収益性（ROA）を高めることが株式リターンの向上につながることを検証された。いずれにしても、このどちらかのルートを通じて株主構成が分散化され、企業規模を拡大していくことが株式市場の評価からみると望ましいと考えられる。一方で、「複数の大口株主が相互に資本関係を有する状態で分散化（セル2→5→8→ベンチマークセル）」していくルートは、企業の発展段階における株式リターンを考慮した株式所有構造としては、経営者は回避すべき株式所有のあり方ということが示唆される。

株式投資という観点からポートフォリオを組成する場合には、中長期的に安定した高い株式リターンを追求しなければならない。企業の発展段階において、特定の株式所有構造のあり方

が財務行動などを通じて株式リターンに影響を与えるならば、投資対象として魅力的なステージにある株式所有構造の把握により、効率的な投資が可能となろう。このように、企業の発展段階において効率的に株式リターンが高まる株式所有構造に着目できれば、ポートフォリオ構築にあたって効果的な選別投資が可能となり、資産運用上、新たな投資基準を提供できる。また、M&Aなどを含め、効果的なアクティビスト活動を行うに当たっても、どのような株式所有構造にある企業を狙うべきかが更に研究を深め

れば抽出できよう。経営者も、自身の企業の株式所有構造が現状どのような構造にあるのか把握した上で、効果的な経営者行動を選択でき、長期的に企業価値が高まるような株式所有構造の見直しを図ることが可能となろう。上述したような視点に配慮しながら、大口株主の属性の把握に加え、大口株主の対抗勢力として、機関投資家や個人投資家などの軸を加え、企業価値を高めるガバナンスのあり方に関して多面的な分析を行うことも今後の課題と考えられる。

## 注

1)

東証1部上場企業役員持株比率の記述統計量

	平均	メディアン	最大	最小	標準偏差	第1四分位	第3四分位	サンプル数
2003年	0.03	0.03	0.26	0.00	0.03	0.07	0.20	1547
2006年	0.04	0.04	0.20	0.00	0.03	0.05	0.15	1724

〔出所〕 東洋経済新報社「大株主データ」より筆者作成。

2) 株式所有構造の類型化においては、以下の「ルール」に則り、分析対象全銘柄を分類している。

本研究においては、大口株主が「単独」で存在しているのか「複数」で存在しているのかにまず着目している。さらに、「複数」所有については、大口株主間相互の「資本関係の有無」を把握したことが本研究の特色である。

はじめに、20%以上の所有比率で「筆頭株主」として存在する大口株主を「単独」所有として分類する。次に、「企業グループ」に代表されるような形で大口所有している側面も考慮し、「複数」所有で「資本関係あり」という分類を行う。加えて、筆頭株主やグループ企業等との資本関係はないものの、「大量保有報告書」を提出する持ち株水準としての5%水準を意識し、かつ、ARの算出期間に大量保有報告書の提出義務が発生する可能性(5%以上となる可能性)を考慮した上で、4%以上の株式を所有している事業法人等についても「資本関係のない」大口株主として捉え、分類を行う。資本関係の有無の判別に関しては、オーナー一族、もしくはオーナーの資産管理会社等や個人名義の大株主の存在が大きな壁になっている。また、企業側に開示を拒否される場合や株主が非上場企業であり、データ自体が公開されていないケースもある。よって、分析上、資本関係の有無を判断しかねる企業も散見されたため、資本関係が有る場合もあることに考慮して、予備的にセル3、6、9を作成しており、念のため、判別しかねる場合について、

(4%以上の)大口株主を足し合わせたものも作成している。

銀行の扱いに関しては、一般にガバナンスの研究で銀行を外すのは、政策投資か純投資かを区別できないためであり、それが区別できる場合には考慮に入れるにしている。信託口やファンドは外している。信託銀行であっても該当しないものは外している。本研究においては、これらの点は可能な限り、企業側にヒアリングを行っている。しかし、純投資とは対外的に言いながらも、政策的な投資をしているケースもあり、外部からの正確な把握は事実上困難な部分でもある。多くの場合、銀行がイニシアチブをとるのは経営破綻時など、救済の時に社長や役員を派遣するケースと考えている。

以上のような「ルール」を定め、その「ルール」に則って、全ての分析対象銘柄を分類し、分析対象期間において所有構造が変わらない企業を抽出している。

上記のような類型化を行った結果、3つのセルに重複するような銘柄は2銘柄(ピーエス三菱、新京成電鉄)のみである。それ以外の銘柄は1つのセルあるいは2つのセルに重複する形で分類された。

3) 『Astra』は「株式会社QUICK」の株式・財務データベースであり、従来の「AMSUS」の新しいバージョンである。

4) 本研究においては、補足として重複のない「純粹」なサンプルを用いた回帰分析も行っている。全体的には「重複」のケースと同様の結果となっているが、以下の

点が異なる。

所有比率(仮説1)においては、「20%以上33.3%以下」(セル7, 8, 9)で、株主配当還元率(DIV)がマイナスで有意となる。このことは、大口株主の所有比率の低下に伴い、配当に対する投資家のインセンティブが低下し、ARにマイナスに作用することを示唆している。

所有形態(仮説2)においては、複数所有で「資本関係なし」(セル3, 6, 9)で、仮説1と同様に株主配当還元率(DIV)がマイナスで有意となることに加え、自己資本比率(LEV)においてもマイナスで有意となる。株主構成が分散化されていくにつれて増配により資金を外部に流出するよりは資産効率を高め収益性(ROA)を高めるような企業を株式市場が高く評価することが示唆される。加えて、売上高研究開発費比率(RD)がマイナスで有意となる。株主構成が分散化し、企業規模が拡大していくにつれ、研究開発に注力するよりも合理化投資や能力増強投資などを行うため負債による資金調達を行い、資産効率を高め収益性(ROA)を上げるような企業を株式市場が高く評価することが示唆される。

## 参 考 文 献

- 西崎健司・倉澤資成 [2003] 「株式保有構成と企業価値—コーポレート・ガバナンスに関する一考察—」日本銀行金融研究所『金融研究』22別冊, pp.161-199.
- 新田敬祐 [2000] 「株式持合と企業経営—株主構成の影響に関する実証分析—」『証券アナリストジャーナル』38, pp.72-93.
- 蜂谷豊彦 [2003] 「株式所有構造と企業価値」『會計』163, pp.39-53.
- Demsetz, M. and Villalonga, B. [2001], "Ownership structure and corporate performance", *Journal of Corporate Finance*, 7, pp.209-233.
- Holderness, C. [2003], "A survey of blockholders and corporate control", *Economic Policy Review*, 9, pp.51-63.
- Jensen, M. [1986], "Agency costs of free cash flow,

corporate finance, and takeovers", *American Economic Review*, 76, pp.323-329.

- Jensen, M. and Meckling, W. [1976], "Theory of the firm Managerial behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360.
- Morck, R. Shleifer, A. and Vishny, R.W. [1988], "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, pp.293-315.
- Myers, S.C. [1977], "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5, pp.147-175
- Shleifer, A. and Vishny, R. [1986], "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, 94, pp.461-488.
- Stulz, R.M. [1988], "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 20, pp.25-54.

\*本稿の作成にあたり匿名のレフェリーから貴重なアドバイス、ご指摘を頂きました。また、東京工業大学大学院蜂谷ゼミ参加者から有益なコメントを頂戴した。ここに深く感謝申し上げます。なお、本稿で述べられている内容は、筆者が所属する組織としての見解ではなく、全て筆者個人に帰属し、責任を負うものであります。

山田隆 (新光投信(株)運用1部アクティブチーム リーダー ファンドマネージャー・東京工業大学大学院社会理工学研究科経営工学専攻博士課程)  
蜂谷豊彦 (一橋大学大学院商学研究科教授)