

立教大学学術推進特別重点資金(立教SFR)

個人研究

2021年度研究成果報告書

研究代表者	所属部局・職名	氏名
	経営学部・教授	岡本 紀明
研究課題	コーポレートガバナンス・コードの開示原則が企業の株式持ち合いに与えた影響の探求	
研究期間	2021年度	
研究経費 (1円単位)	(支出金額) 571,724円 / (採択金額) 900,000円	

研究の概要 (200~300字で記入、図・グラフは使用しないこと。)

本研究は、我が国独自の慣行である株式持ち合いの近年の動向に焦点を当て、政策保有株式(基本的に持合株式は政策保有株式に分類)に関するデータベースに基づき、その状況を定量的に分析するとともに、その増減の背後にある理由や要因を探究することを目的とする。特に焦点を当てたのは、情報開示に関する規定が企業行動に与える影響(リアルエフェクトとも呼ばれる)であり、近年のコーポレートガバナンス・コードがいかなる影響を及ぼしたかを中心に分析する。本研究は主として会計学の領域に属するが、コーポレートガバナンスに関わる研究として、学際的に経済学(例えば株主と企業のエージェンシー問題として)や法学領域(例えば金融市場における企業規制として)とも部分的に重なり合い、示唆に富む研究テーマであると思われる。

キーワード (研究内容をよく表しているものを3項目以内で記入。)

[持合株式] [政策保有株式] [コーポレートガバナンス・コード]

研究成果の概要 (図・グラフ等は使用しないこと。)**【研究を通じた発見事項】**

本研究はまず、我が国における持ち合い株式がいかにか捉えられてきたか、過去の文献を遡って調査を始めた。様々な文献にあたり戦前から調査を始めたが、本研究の目的を考慮し、対象期間は1980年代から現在までに限定した。その結果、持ち合い株式の定義や範囲をどこまで捉えるかという問題はあるが、全体的に見て1980年代後半～1990年代前半にわたる期間と、2010年代後半から現在まで、特に大きな減少の波があることが確認できた。この点はそれぞれ既知の事実であると考えられるが、それがいかにかして行われてきたか、なぜそれが生じたかを体系的に比較検討した研究はこれまであまり見られない。そこで本研究は、その2つの期間を第1フェーズと第2フェーズに区分して調査分析することにした。

その背景として、国際会計研究学会(JAIAS)における研究グループ「日本的会計諸制度の変遷と課題」(主査:角ヶ谷典幸氏)に参加させて頂く後押しがあった。主査の意向により、伝統的な持ち合い株式(または政策保有株式)に対する会計規制を日本独自の会計諸制度として位置付けて研究することを認めて頂いた。

結果として、様々な文献調査や企業の有価証券報告書における政策保有株式に関する開示情報の分析に基づき、それぞれのフェーズにおいて持ち合い株式の縮減を促した要因が異なると考えられることが明らかになった。すなわち、第1フェーズにおいては、当時の会計ビックバン(会計制度の大改革)を通じた金融商品の時価評価の導入が、持ち合い株式削減に大きな影響を与えたと考えられる。特に金融機関に対する財務安定性に関する規制(バーゼル規制)の導入があり、多くの銀行は持ち合い株式を売却して財務健全性の改善を図る必要があった。この点の裏付けとして、当時の財団法人資本市場研究会における「株式持ち合いの解消等に関する研究」をテーマとした資本市場研究委員会の議事等を参考にした。また第2フェーズにおいては、第1フェーズに比べると持ち合い株式縮減の規模自体は小さいが、2010年代から徐々に削減が進み、2010年代後半からややその動きが加速しつつあることがわかった。本研究はこの背景となる動向に焦点を絞って考察した。制度的には、2010年3月に行われた企業内容等開示府令の改正により、純投資以外の目的で保有する投資株式に関する事項が有価証券報告書の記載事項となっていたが、関連する企業による情報開示を丹念に分析したところ、円谷(2020)も指摘する通り、開示のボリュームは乏しく、いわゆるボイラープレート型の情報開示が目立ち、企業による取り組みの積極性が欠けている点が目立った。確かに、2010年の情報開示の制度導入直後に企業が保有する政策保有株式の量が大きく減少した動きを見て取ることはできなかった。その一方、2014年以降は持ち合い株式縮減の流れは加速してきている。この背景には何があったのか。制度的な観点から重要であると位置付けられるのは、コーポレートガバナンス・コードの導入である。当該コードは原則として、準拠しないのであれば説明を求めており(comply or explain)、原則1-4を通じて、企業は持合株式を保持する明確な目的や理由を開示しなければならなくなった。2014年以降も改訂があったが、現在は上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合、その縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示し、毎年、取締役会で個別の政策保有株式について保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきとなった。当該コードは厳格な強制力を伴うわけではなく、いわゆるソフト・ローとしてプリンシプル・ベースのアプローチを採用しており、企業が株式持ち合いに関する具体的な情報開示を望まない場合、その決定について合理的な説明をすれば良いのだが、横並び意識の高い日本企業にとっては大きな圧力となったと考えられる。当該コード自体、日本証券経済研究所の金融商品取引法研究会に於ける慎重な議論を通じて検討されたものであり、目に見えない強制力を伴っていたと考えられる。

【発見事項の理論的考察】

以上が研究における調査を通じたファインディングであるが、それをいかにか理論的に裏付けるか本研究は特に注力した。第1フェーズにおいては、当時、会計基準の調和化や上述の会計ビックバンの動きが加速しており、特に金融商品(有価証券)時価評価は避けられず、企業の収益性や金融機関に対するグローバルな資本規制を考慮した結果、持ち合い株式の売却がもたらされたと考えられる。問題は、特に近年の株式持ち合い縮減の動きを理論的にいかにか捉えるかである。様々な観点がある(例えば外国人投資家や機関投資家による株式保有の増加)が、本研究では「金融化」の理論的観点からアプローチした。金融化の用語自体抽象的であるが、本研究は金融市場における収益獲得・企業価値向上を目指す企業行動の進展と位置付けて考察を行った。つまり、近年日本における金融化が強く推し進められ、株主価値向上を主たる原則とする、いわゆるグローバルな金融市場の追求が求められ、その観点からはある意味非主流な「株式持ち合い」は非効率かつ不必要であり、なるべく削減すべきものになるということである。

研究成果の概要 (つづき)

このような理論的考察は、例えば Veldman and Wilmott (2020) にも見られる。彼等はコーポレートガバナンスの急速な世界的収斂（統一化）が遂行されている点を危惧し、各国の慎重なアプローチを主張する。本研究から、彼等の危惧とは裏腹に、我が国ではコーポレートガバナンスの急速な国際的収斂の真只中にあるといえるだろう。

【研究成果との結び付き】

上記のような研究成果は、まず国際会計研究学会 (JAIAS) における研究グループ「日本的会計諸制度の変遷と課題」の複数の研究会で報告し、様々な助言を経て改訂を重ね、2021 年 10 月の学会大会において「わが国における金融化の遂行と会計規制としての制度的装置—持合株式に対する認識・測定から開示へのシフト」として報告することができた。さらに報告の元となった内容を論文として纏め、学会の研究グループ「中間報告書」の一部（第 2 章）を構成している。研究グループ主査によれば、当該中間報告書は学会会長からも高い評価を得たようである。2022 年度には最終報告書が作成される予定であり、主査の意向として、それを著書として出版する計画もあるとのことである。さらにその論稿を金融化の観点から体系的に加筆修正し、英語論文として纏めた。当該論文は、査読を経て修正の上、*Journal of Management and Governance* にアクセプトされ、2022 年 2 月よりまずオンラインで公表されている。その他、本研究を行う過程で得られた知見が、いくつかの論文及び学会報告にも繋がった。

【今後の研究の展望と課題】

本研究で得られた上記の知見に基づき、今後は金融化とコーポレートガバナンスの国際的収斂に関する動向や関連する研究に注目していきたい。加えて、本研究では特に会計研究の観点から、企業行動を促すリアルエフェクトをもたらす得るものとして、具体的な会計基準の変更（フェーズ 1）から情報開示規定の変更（フェーズ 2）へとシフトが見られた。これは興味深い結果であり、例えば仮説として、企業や投資家は財務諸表本体のみに焦点を絞った分析から、幅広い情報開示を含めた分析へと動いてきていると見ることもできる。この観点から今後の研究のさらなる発展を考えていきたい。

最後に、本研究の課題にも言及する。本研究計画では含めていたが、持ち合い株式に関するデータベースの分析に基づく特定の企業の調査まではまだ行っていない。データベース自体が村田学術振興財団による助成分も含めて 2 年度分しか確保できておらず、分析の規模は限られている。それでもデータ分析により、その期間内で政策保有株式を増加させた企業と減少させた企業についてはある程度セクションが済んでいる。ただ、研究目的であっても、株主にも限定的にしか開示していない情報（政策保有株式削減の真の理由）を入手することは容易ではなく、現在も検討中の課題となっている。

研究発表 (研究によって得られた研究経過・成果を発表した①～④について、該当するものを記入してください。該当するものが多い場合は主要なものを抜粋してください。)

- ①雑誌論文 (著者名、論文標題、雑誌名、巻号、発行年、ページ)
- ②図書 (著者名、出版社、書名、発行年、総ページ数)
- ③シンポジウム・公開講演会等の開催 (会名、開催日、開催場所)
- ④その他 (学会発表、研究報告書の印刷等)

①雑誌論文

1. Okamoto, N. (2022), "Financialisation in the context of cross-shareholding in Japan: The performative pursuit of better corporate governance," *Journal of Management and Governance*, forthcoming (online first).
2. 付馨・岡本紀明 (2021), 「知的資本を中心とした非財務情報に対するアプローチの変化: 研究者の問題意識を題材として」『日本知的資産経営学会誌』第7号, 32-46頁。

④その他 (学会発表、研究報告書の印刷等)

1. 国際会計研究学会研究グループ「日本の会計諸制度の変遷と課題」(主査: 角ヶ谷典幸) 中間報告「わが国における金融化の遂行と会計規制としての制度的装置—持合株式に対する認識・測定から開示へのシフト」2021年10月10日 (オンラインにて開催)。
2. 岡本紀明「第2章 わが国における金融化の遂行と会計規制としての制度的装置—持合株式に対する認識・測定から開示へのシフト」国際会計研究学会研究グループ『<中間報告>日本の会計諸制度の変遷と課題』, 20-43頁。
3. Okamoto, N. (2021), "A Rhetorical Analysis of Arguments in the Global Politics of Accounting Standard Setting: A Case Study about Accounting for Goodwill," at The 13th Interdisciplinary Perspectives on Accounting Conference, Innsbruck University (online).