

2016年9月5日

## 純投資目的以外株式保有

### サマリー

長年にわたり株式持合い解消は自己資本利益率(ROE)の向上に関して議論されてきたが、我が国において株式持合いは今でも重要な問題である。当レポートでは本年8月末のコア・リサーチ・ユニバースをもとに当問題点について検証した。その結果、売上高に対して純投資以外の保有株式の大きい50社のROEおよびCGスコアは500社全体のそれらよりも低いことが認められた。50社のうちちょうど半数が銀行で、この1年間で当該株式残高は実際に減少したと言えない。株主に対する説明責任において、会社は配当収入による収益だけではROEの向上に負荷をかける当該株式保有の費用対効果を開示するべきである。

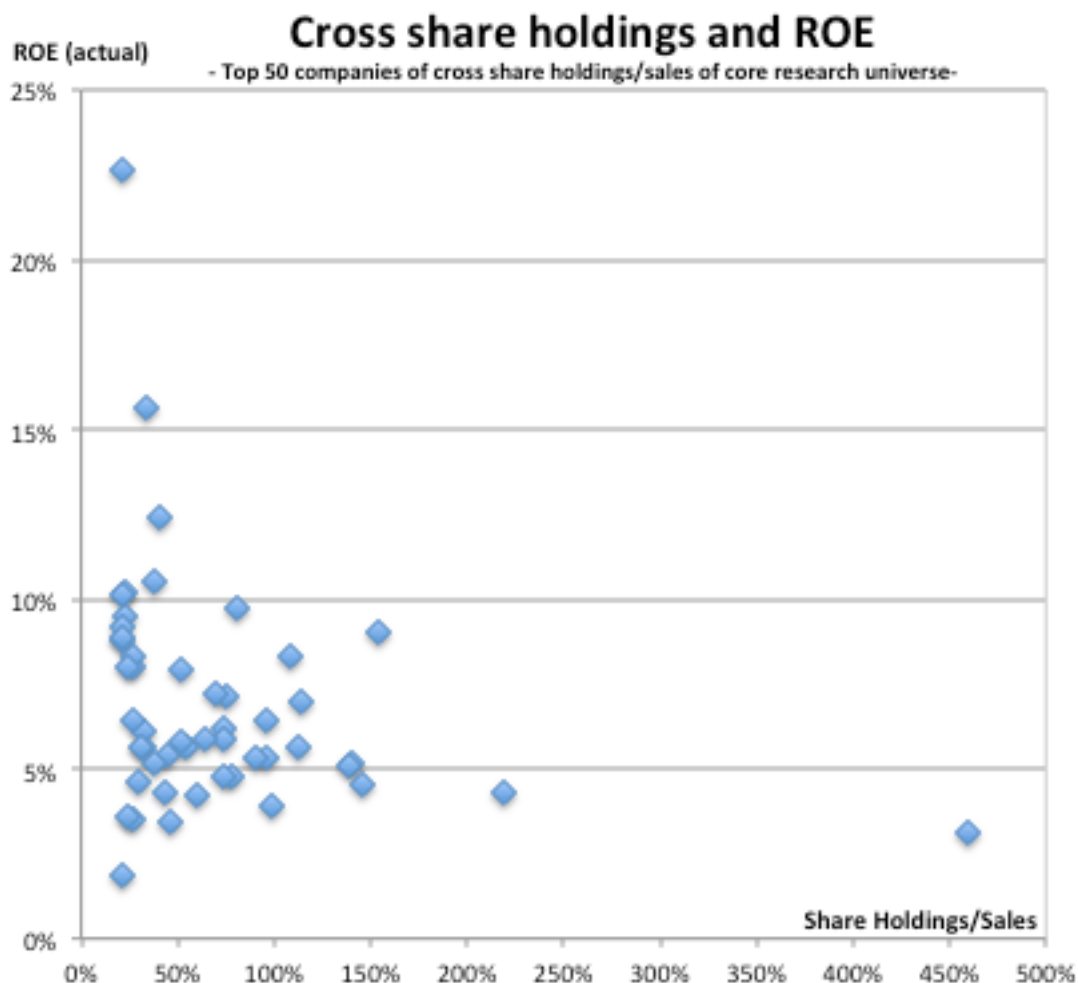
### 長年にわたって議論されてきた持合い株式問題

いわゆる、持合い株式はわが国特有の問題で、なかなか改善が進まないROEと合わせて議論されてきた。しかしながら、当問題は未だに解決できぬままで、多くの会社はその事業と比べて大きな割合で株式の保有を続けている。日本の上場会社のROEは2015年度で7.8%にとどまり、米国の会社のその12%に大きく水をあけられていることはよく知られている。ROEが低い理由は売上高利益率が低いことと資産の効果的利用において劣っていることにある。持合い株式の解消はスロー・ペースで進んでおり、多くの会社は「事業パートナーとの関係強化のために株式を保有することは長期的に見れば収益を向上させる」としている。その間ROEは2015年度において0.4ppt低下した。

### 500社のユニバースによる検証

CGコア・リサーチ・ユニバースの500社(JPX400の構成銘柄)の主要会社を検証する中で、今も事業に比べて相対的に株式保有が大きい会社が多いことがわかった。売上高に対する純投資以外の株式保有額において、500社の単純平均は2015年度10.8%であった。資産回転率がおよそ1.0倍と仮定すると、当該株式の保有は総資産の10%を占める。これらの株式は長期保有前提とすれば、バランスシートの約10%は配当利回りの年間2%のリターンしか生まないことになるので、総資産収益率(ROA)を押し下げる。もしもある会社が自己資本比率50%であるとする、10%の純投資以外の株式から得られるROEは4%(=2%/50%)ということになる(現時点の日本の上場企業の自己資本比率はもう少し高いので、持合い株式から得られるROEはもう少し低くなる)。したがって、会社全体としての株主価値のリターンも低下することになる。

次のグラフでは、2015年度のコアユニバースのうち売上高に対する保有株の大きい50社の株式保有額/売上高比率およびROEを示した。50社のROE中央値は5.9%で株式保有額/売上高比率の中央値は46%であった。50社中6社のみがROE10%を上回った。10%を上回った会社の株式保有額/売上高比率の単純平均は30%であった。これは50社の中央値46%よりも低い数値である。当分析は、いわゆる持合い株式が明らかに自己資本利益率を押し下げる方向に作用していることを示している。



#### 遅れる持ち合い株式解消

下表に株式保有額/売上高比率上位 50 社を示す。持ち合い株式の解消は expectations since 2015 年 6 月に‘コーポレート・ガバナンス・コード’が施行された期待ほどには進んでいないように思われる。50 社平均で 2014 年度から 2015 年度の間純投資以外の株式保有額は 7.8%減少した。一方、TOPIX は 2015 年 3 月から 2016 年 3 月の期間で 12.7%下落した（大半の会社は 3 月末が決算期末で株式評価も 3 月末のため）。株式保有額については個別に詳細を検証する必要があるものの、50 社中 18 社のみが当該期間に保有株式額を 12.7%以上減少させた。株式持合いの解消が進んでいないことを表している。補足ながら、予想通り 50 社の半数が銀行であり、当問題は大きな問題であることがうかがえる。

---

#### Titlis Group Inc.

Suite 3113, 28-10 Ebisu 2 chome, Shibuya-Ku, Tokyo 150-0013 Japan

Phone: +81-3-4405-6223 Email: [akimatsumoto@titlisgroup.com](mailto:akimatsumoto@titlisgroup.com) <http://www.titlisgroup.com/>

# Titlis Group

corporate governance, investment research & solutions

JP Sec #	会社名	Sales (JPY mil)	Share Holdings (excluding Trading purpose, JPY mil)				ROE (actual)	CG Score	CG Rating
			FY2015 (JPY mil)	Share holdings/Sales	FY2014 (JPY mil)	chg (FY2015-FY2014)			
8369	京都銀行	112,689	517,558	459.3%	602,979	-14.2%	3.1%	50.7%	B-
8385	伊予銀行	119,348	260,756	218.5%	295,966	-11.9%	4.3%	55.0%	B-
8595	ジャフコ	41,155	63,482	154.3%	68,885	-7.8%	9.0%	50.7%	B-
8359	八十二銀行	181,203	264,651	146.1%	322,722	-18.0%	4.5%	57.6%	B-
8333	常陽銀行	163,314	229,740	140.7%	259,309	-11.4%	5.2%	63.2%	B
8355	静岡銀行	223,613	310,222	138.7%	346,297	-10.4%	5.1%	61.8%	B
8309	三井住友トラスト・ホールディングス	1,198,904	1,364,983	113.9%	1,542,740	-11.5%	7.0%	66.7%	B
8334	群馬銀行	136,220	152,649	112.1%	175,043	-12.8%	5.6%	54.1%	B-
8411	みずほフィナンシャルグループ	3,215,274	3,489,146	108.5%	4,136,842	-15.7%	8.3%	65.9%	B
8356	十六銀行	114,544	113,296	98.9%	135,364	-16.3%	3.9%	54.8%	B-
8331	千葉銀行	228,693	220,262	96.3%	251,569	-12.4%	6.4%	57.3%	B-
8377	ほくほくフィナンシャルグループ	192,584	183,844	95.5%	180,607	1.8%	5.3%	55.7%	B-
4528	小野薬品工業	160,284	145,153	90.6%	157,115	-7.6%	5.3%	57.8%	B-
8308	りそなホールディングス	817,408	663,158	81.1%	712,358	-6.9%	9.7%	72.9%	B+
8524	北洋銀行	149,791	116,469	77.8%	116,480	0.0%	4.8%	53.7%	B-
8379	広島銀行	134,366	100,244	74.6%	116,220	-13.7%	7.1%	54.4%	B-
8306	三菱UFJフィナンシャル・グループ	5,714,419	4,229,148	74.0%	4,951,678	-14.6%	6.2%	63.5%	B
8327	西日本シティ銀行	154,905	113,597	73.3%	115,387	-1.6%	5.9%	57.0%	B-
6971	京セラ	1,479,627	1,084,117	73.3%	1,017,944	6.5%	4.8%	56.8%	B-
8316	三井住友フィナンシャルグループ	4,772,100	3,338,397	70.0%	3,952,419	-15.5%	7.2%	56.3%	B-
7186	コンコルディア・フィナンシャルグループ	334,500	214,214	64.0%	230,844	7.6%	5.9%	63.4%	B
7180	九州フィナンシャルグループ	131,224	79,584	60.6%	103,841	-23.4%	4.2%	57.7%	B-
8418	山口フィナンシャルグループ	165,504	90,258	54.5%	107,907	-16.4%	5.6%	59.2%	B-
8766	東京海上ホールディングス	4,400,000	2,307,154	52.4%	2,884,938	-20.0%	7.9%	70.6%	B+
8354	ふくおかフィナンシャルグループ	236,707	123,346	52.1%	126,538	-2.5%	5.8%	49.1%	C+
8630	NKSJホールディングス	3,270,000	1,513,365	46.3%	1,883,220	-19.6%	3.4%	70.4%	B+
8544	京葉銀行	70,526	31,451	44.6%	39,033	-19.4%	5.4%	57.2%	B-
8600	トモニホールディングス	60,962	26,123	42.9%	27,895	-6.4%	4.3%	51.6%	B-
8358	スルガ銀行	139,430	56,282	40.4%	61,360	-8.3%	12.4%	62.7%	B
8725	MS&ADホールディングス	4,700,000	1,757,786	37.4%	2,253,641	-22.0%	5.2%	73.1%	B+
8830	住友不動産	792,000	295,388	37.3%	306,807	-3.7%	10.5%	38.2%	C
8697	日本取引所グループ	101,000	34,436	34.1%	37,055	-7.1%	15.6%	82.9%	A-
9404	日本テレビホールディングス	360,000	116,688	32.4%	125,287	-6.9%	5.6%	46.1%	C+
8253	クレディセゾン	269,919	86,366	32.0%	89,433	-3.4%	6.1%	59.1%	B-
8804	東京建物	260,012	81,275	31.3%	81,640	-0.4%	5.6%	53.5%	B-
7173	東京TYフィナンシャルグループ	79,583	23,851	30.0%	30,125	-20.8%	4.6%	52.3%	B-
8801	三井不動産	1,540,000	424,095	27.5%	457,886	-7.4%	6.4%	59.0%	B-
4581	大正製薬ホールディングス	290,135	78,068	26.9%	82,126	-4.9%	3.5%	46.8%	C+
4530	久光製薬	161,852	43,367	26.8%	43,737	-0.8%	8.0%	43.0%	C+
6201	豊田自動織機	2,228,944	593,859	26.6%	695,974	-14.7%	8.3%	43.0%	C+
4676	フジ・メディア・ホールディングス	640,572	154,161	24.1%	169,527	-9.1%	3.6%	54.3%	B-
8795	T&Dホールディングス	2,380,000	568,498	23.9%	629,927	-9.8%	8.0%	54.5%	B-
4403	日油	170,460	39,592	23.2%	41,594	-4.8%	10.2%	46.4%	C+
8601	大和証券グループ本社	653,711	150,841	23.1%	159,155	-5.2%	9.5%	66.0%	B
4536	参天製薬	195,291	42,969	22.0%	33,334	28.9%	22.6%	76.5%	B+
2267	ヤクルト本社	390,412	85,456	21.9%	78,401	9.0%	8.8%	53.8%	B-
7951	ヤマハ	435,477	95,066	21.8%	143,064	-33.6%	10.1%	72.4%	B+
5232	住友大阪セメント	234,192	50,875	21.7%	61,043	-16.7%	9.2%	56.4%	B-
4569	キョーリン製薬ホールディングス	119,483	25,847	21.6%	19,846	30.2%	8.9%	56.6%	B-
5214	日本電気硝子	251,177	53,629	21.4%	47,038	14.0%	1.9%	46.7%	C+

## 持合い株式と CG スコア

我々の CG スコアは株式会社の目標である「長期に株主価値の最大化を目指す」という点に注目し、事業に対して相対的に大きな株式保有は株主価値のリターンを悪化させる原因になることから、これらを CG スコアのレーティングのプロセスに反映すべきであると考えます。よって、事業に比べて株式保有額が大きい会社の CG スコアは低くなる傾向にある。2016 年 8 月時点のユニバース 500 社の平均 CG スコアの 61.5 に対して、株式保有額/売上高比率上位 50 社のそれは 57.9 であり、3.6 ポイントユニバース全体の平均値よりも低い。

## 結論

上記分析において、持合い株式は株主価値のリターンの観点からは負の影響が大きい。株式保有額/売上高比率上位 50 社の 2015 年度の実績 ROE はユニバース 500 社のそれよりも 3.7ppt 低い。持合い株式から得られる配当収益だけでは低い収益しか生まないため、ROA あるいは ROE を低下させることにつながる。もしも会社が述べるように持合い株式を通じた事業パートナーとの関係強化が事業上高いリターンを生み出すのであるなら、費用対効果を株主に対して開示する必要がある。しかしながら、「年 1 回以上の社内における純投資以外の株式の費用対効果およびリスクとリターンが検証されている」と「コーポレート・ガバナンス報告書」の中で述べられている会社は多いが、それら詳細は開示されていない。これまでのところ説明責任は十分に果たされていない。そうでなければ、株式持ち合いの解消をもっと早急に進めるべきである。

松本 昭彦, CFA

This report is for information purpose only and is based on current public information that we consider reliable, but we do not represent it is accurate or complete, and it should not be relied on as such. Although we seek to update our research as appropriate, the contents may be different from the most recent fact as the report is published at irregular intervals as appropriate. This research is not an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. It does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The price and value of investments referred to in this research and the income from them may fluctuate. Past performance is not a guide to future performance, future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. The author of this report is not in relation of serious conflict of interest with the reported company.

---

### Titlis Group Inc.

Suite 3113, 28-10 Ebisu 2 chome, Shibuya-Ku, Tokyo 150-0013 Japan

Phone: +81-3-4405-6223 Email: [akimatsumoto@titlisgroup.com](mailto:akimatsumoto@titlisgroup.com) <http://www.titlisgroup.com/>