

研究所 レポート

■ 第7回プロネクサス懸賞論文最優秀賞

「日本における自己株式取得の実態と開示内容改善への提言」

■ 第7回プロネクサス懸賞論文佳作

「日本企業は中期経営計画とどのように向き合っていくべきか」

「銀行における株式保有の実態とその積極的開示に関する提案」

■ クローズアップ

株主通信 実態調査報告Vol.12の概要

■ 2015年 研究所活動記録

はじめに	1
第7回プロネクサス懸賞論文	
審査委員会委員長講評	2
最優秀賞受賞論文	
「日本における自己株式取得の実態と開示内容改善への提言」 上坂 夏未 日江井 麻里（一橋大学 商学部 3年）	6
佳作受賞論文	
「日本企業は中期経営計画とどのように向き合っていくべきか」 河野 直樹 岸本 実（一橋大学 商学部 3年）	19
「銀行における株式保有の実態とその積極的開示に関する提案」 中野 智絵（東京経済大学 経営学部 3年） 横田 真奈弥（東京経済大学 経営学部 2年）	30
表彰式開催模様	42
第8回プロネクサス懸賞論文募集のお知らせ	43
ディスクロージャー基本問題研究会 活動報告	45
クローズアップ	48
株主通信 実態調査レポートVol. 12の概要	
2015年 研究所活動記録	58

はじめに

プロネクサス総合研究所は、「企業ディスクロージャーに関する基礎研究及び実務研究を行い、その研究成果等を社会に還元することにより、資本市場の発展に貢献する」ことを目的として、2006年10月1日に開設いたしました。その後2007年3月29日に常設の研究会として「ディスクロージャー基本問題研究会」を設置することにより、その活動を本格化させました。それから今年の4月で10年目を迎えます。この間、当研究所は、本目的の趣旨に基づき、大変お忙しい中、研究所顧問及び研究会委員の方々をはじめ多くの関係者の皆様に、多大なるご支援とご協力を賜り、厚く御礼申し上げます。

2015年における当研究所の活動としましては、「ディスクロージャー基本問題研究会」を5回（累計では52回）開催いたしました。そのなかで、企業会計基準委員会（ASBJ）に対して、『繰延税金資産の回収可能性に関する適用指針（案）』の意見表明を行いました。そして「ディスクロージャー研究会議」として、有限責任あずさ監査法人パートナーの山田辰己氏を講師に招き「IFRSを巡る動向について ―IFRS任意適用に向けて―」をテーマに開催しました。

また、企業ディスクロージャーに関する実態研究としては、上場企業を対象に、2014年4月期決算から2015年3月期決算までの1年間を対象とする株主通信の記載実態調査および分析をとりまとめ、調査報告書として発行しました。さらに、2015年3月期決算2,454社の株主総会招集通知実態調査を行い、ビジュアル的に工夫のある539社についての詳細調査レポートを発刊しました。

さらに、銀行・生損保のディスクロージャー誌の実態調査レポートを発行しました。

その他に、当社のCSR活動の一環として、若手研究者の支援等を目指し、今回第7回目となる「プロネクサス懸賞論文」の論文募集を行い、2015年12月に受賞作品に最優秀賞1本と佳作2本、あわせて3本を決定し公表しました。最優秀賞は初めての受賞となりました。引き続き、当研究所の2015年の1年間に亘る活動報告をとりまとめ、「研究所レポート」第10号として発行することといたしました。

「伊藤レポート」、「日本版スチュワードシップ・コード」、「コーポレート・ガバナンス・コード」などを踏まえ2015年11月に企業と投資家の建設的な対話という観点を踏まえつつ、上場企業の情報開示について実効的で効率的な仕組みを作ることを目的として、金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」が開催され、本年は「ディスクロージャー制度改革」の大きなトピックになりそうです。当研究所としましては、今後も、ディスクロージャーに関する基礎研究及び実務研究に係る活動状況を、「研究所レポート」として逐次刊行することにしております。

2016年1月
プロネクサス総合研究所
理 事 齋藤 良治

「第7回プロネクサス懸賞論文」

「日本における自己株式取得の実態と開示内容改善への提言」が最優秀賞を受賞、他に2作品が佳作を受賞。

株式会社プロネクサスは2009年5月から、CSR活動の一環として「プロネクサス懸賞論文」の募集を開始し、2015年にその第7回目を実施しました。当懸賞論文は、当社が企業のディスクロージャー・IRにおける実務サポートを提供する専門企業であり、事業そのものが資本市場と密接に関わる重要な社会的責任を負っていることから、資本市場の健全な発展に寄与することを目指して実施しております。

当年度は、「上場会社のディスクロージャー・IRをより効果的、効率的なものにするための研究お

よび提案」というテーマに対して、5件の論文の応募があり、最優秀賞1本、佳作2本の論文を選定しました。

「プロネクサス懸賞論文」募集も今回で第7回目となりました。懸賞論文を募集する趣旨の一つに若い研究者や学生の研究の支援があります。来年度も同じテーマおよび募集要領で第8回目の募集をすることになっていますので、今回の優秀賞受賞論文等を参照していただき、より多くの論文の投稿を期待いたします。

【審査結果】

最優秀賞 1本

上坂 夏未（うえさか なつみ）

日江井 麻里（ひえい まり）（一橋大学 商学部3年）

「日本における自己株式取得の実態と開示内容改善への提言」

優秀賞 該当なし

佳作 2本

河野 直樹（こうの なおき）

岸本 実（きしもと みのる）（一橋大学 商学部3年）

「日本企業は中期経営計画とどのように向き合っていくべきか」

中野 智絵（なかの ともえ）（東京経済大学 経営学部3年）

横田 眞奈弥（よこた まなみ）（東京経済大学 経営学部2年）

「銀行における株式保有の実態とその積極的開示に関する提案」

第7回プロネクサス懸賞論文 審査委員会委員長講評

上場会社のディスクロージャー・IRをより効果的、効率的なものにするための研究および提案（但し、実証結果を出すための実証分析は不可。なお、提案を補強するための実証分析を論文の一部に含めることは可。また、IRの具体的な表示方法の工夫を提案することも可とする）」というテーマに対して5件の論文の応募があり、審査委員会は、厳正かつ多面的に検討を行い、最優秀賞1本、佳作2本の論文を選定した。審査委員会で各委員から出された意見等を紹介しつつ、審査委員会を代表して講評を行う。

最優秀賞は、上坂夏未氏と日江井麻里氏の共著「日本における自己株式取得の実態と開示内容改善への提言」である。以下、本論文の要旨及び評価結果の要点を記述する。

企業は自己株式の取得を決定した際に投資家に向けて開始アナウンスを行い、予定取得株式数、予定取得金額、予定取得期間などを公表する。自己株式取得を行うと株価が上昇するといわれていることから、本研究の目的は、株価上昇を狙って開始アナウンスのみを行い、実際には予定どおりに実施しない企業があるのではないかという仮説を立て検証することにある。

プロネクサスの社のe o lを用いて2014年1月1日から2014年12月31日までに開始アナウンスを行った571件（471社）のうち予定取得期間を終えた558件（458社）（そのうち、終了アナウンスが確認できた555件（455社））を調査したところ、株数でみると全体の45.5%（254件）が実際取得率90%以下であり、金額でみると全体の39.4%（220件）が実際取得率90%以下であった。また、予定取得株式数、

予定取得金額ともに達していない企業は258件（46.2%）あり、そのうち取得未達の理由を公表していたのは僅か17件で、取得未達の理由も数値情報の記載がなく空文化している。さらに、3件（3社）は1株も取得せず、終了アナウンスもしていなかった。

次に、取得期間中に1株も株式取得を行わなかった15件（13社）と0%超20%未満の企業10社に着目し、2000年から2014年までの15年間の取得案件を調査すると、前者では162件、後者では100件の開始アナウンスがなされており、後者のサンプルの実際取得率の分布は558件（458社）のサンプル分布と似ていたが、前者のサンプルの実際取得率の分布は0%の度数が最大で54件もあり、意図的に取得していないことが疑われた。そこで、取得期間中に1株も取得していない15件（13社）の株式リターンを市場リターン控除法で検証すると、アナウンス当日に5.2%の異常リターンの上昇が生じていた。以上の結果から3つの問題点とそれぞれの改善案を示す。

- ① 終了アナウンスにおいて取得率の根拠を明示する規則がない→根拠を示す数字情報を記載すること。
- ② 取得を行わなかった場合、終了アナウンスを開示する義務がない→実際取得率に関わらず開示を義務付けること。
- ③ 開始アナウンスに株価操作の疑いを示唆する情報がない→過去複数回の実際取得率を公表すること。

本論文は、自己株式取得アナウンスが市場に影響（効果）を及ぼしていることを捉えて、これを情報開示の問題として取り上げたことに斬新性がある。また、問題の所在と仮説の設定、サンプル抽出と分析方法、分析結果とそこから得られる新たな知見に至る論文の構成および文章が明確である。そして、取引所の開示ルールを踏まえた解決策をも検討し、開示企業のみならず投資家にも重要な知見を提示しており、本懸賞論文の趣旨に相応しい。とくに、株式市場の公正性を揺るがす、1株も取得せず開始アナウンスによる株価上昇を意図する悪意を疑わせる案件が2014年だけでも15件（13社）あり、かつそれらの会社が常習であることを否定できない調査結果は衝撃的なものであった。以上の理由から審査員一同の合意により最優秀賞に決定した。

佳作の1本目は、河野直樹氏と岸本実氏の共著「日本企業は中期経営計画とどのように向き合っていくべきか」である。以下、本論文の要旨及び評価結果の要点を記述する。

企業が発表する2年以上の複数年度にわたる業績予想及び経営目標を中期経営計画と定義し、日本企業の中期経営計画の特殊性を諸外国のものと比較によって明らかにし、企業と投資家の双方にとって有益な中期経営計画のあり方を提案することが目的である。

ユーザーベース社のSPEEDAを用い、代表的な業界16業種において、直近本決算の連結売上高が業界内で上位5位以内である企業を抽出し、日本80社および海外80社からなるサンプルデータを作成する。当該サンプルを「Ⅰ 中期経営計画を公表し、その中で数値目標のみ設定」、「Ⅱ 中期経営計画を公表し、その中で数値目標及び達成年限を設定」、「Ⅲ 中期経営計画を公表していない」の3つの企業群に分類すると、日本企業では、Ⅱが67社（85.0%）であるのに対し、海外企業では、Ⅲが47社（58.8%）で、Ⅱは19社（23.8%）であった。経営目標値の開示割合を比較すると、売上高や利益目標の設定に関して、日本企業の大半は絶対値を用いているが、海外企業では成長率や売上高利益率などの率指標を主として用いている。日本企業ではROEが主要目標指標となっているが、海外企業はあまり使用していないことなどがわかった。

最初に、日本型の中期経営計画の開示が企業や投資家に有用なものであるのか否かを検証するため、企業群ごとの平均PBR（2015年7月22日現在）と年平均売上高成長率（2005年度から2014年度の10年間）を日本企業と海外企業のそれぞれについて計算したところ、日本の企業群ⅡがPBRと成長率がともに低いのに対し、海外の企業群ⅢがPBRと成長率がともに高いという結果となった。このことから、「日本企業では、数値目標と達成年限の両方を設定する中期経営計画は企業価値評価と成長性に有利な影響を与えない」、あるいは、「そもそも日本企業の企業価値や成長率が低いため、それらを向上させるために数値目標や達成年限の設定が必要だ」と著者は解釈する。

次に、日本企業の中期経営目標達成率を検討するために、プロネクス社のe o lを用いて、東証1部上場企業で2006年から2014年に売上高、営業利益率、当期純利益の目標を開示している企業を抽出し、各年度の経営指標ごとの目標達成率を計算し、それと日経平均株価終値（3月決算企業の年度末）を重ねて比較したところ、目標達成率は10%から50%と低く、さらに達成率の高低は株価の推移によって推定した景気の変動と概ね一致しており、中期経営目標は投資家にとって情報の信頼性が低いと思われる結果となった。

最後に、日本の企業群Ⅱを「企業としてのビジョン（将来あるべき姿）を掲げており、それを達成するためのベンチマークとして中期経営計画を活用している企業（企業群Ⅱ－i）」と、「単にこれまでの経営成績を引き延ばしただけの中期経営計画策定にとどまっている企業（企業群Ⅱ－ii）」に分類してPBRを比較すると、前者が2.0倍であるのに対し、後者は1.6倍であった。また、安定株主比率を比較すると、前者が36.4%、後者が33.8%であった。

以上の分析結果から、「中期経営計画と長期ビジョンの両方を開示する」、あるいは「中期経営計画の開示をとりやめてしまう」ことを提案している。

本論文は、サンプルデータの作成および仮説を検証していくために多大の労力をかけ、現行の中期経営目標の開示は投資家にとって情報の信頼性が低いという知見を提示した。また、実態解明のために次々に仮説を立てて検証していく過程をみると、学部3年生2人が興味津々で研究を続行していることが見て取れ、評者も楽しくなる論文である。しかしながら、経営計画と企業の成長性および安定株主比率との因果関係の立証は、他の要因がコントロールされておらず難しいと思われる。また、日本企業が海外企業と比較してPBRが低い理由はROEが低いからかもしれないがPERで比較すべきではなかったか。そもそも安定持株比率が企業価値の観点から好ましい指標であるためには、例えば企業の安全性を重視する、あるいは持ち合いのメリットが明確であるなどという条件が必要であり、汎用性のある指標ではない。筆者も指摘しているように、サンプルが業界内での売上高の多い企業に限定されており、中堅企業や中小企業を含めた全上場企業を対象とする分析が必要と思われる、今後の研究に期待したい。

2本目の佳作論文は、**中野智絵氏と横田眞奈弥氏の「銀行における株式保有の実態とその積極的開示に関する提案」**である。論文の要旨と評価結果の要点は以下の通りである。

本研究の目的は、銀行による株式の保有状況の結果を踏まえて、利用者にとって意思決定に有用な相互持合に関する情報の開示方法を提案することである。

プロネクサス社のe o 1を利用し、新たな開示規定が施行された2010年3月期、経過措置が終了した2012年3月期、直近の2015年3月期の有価証券報告書を確認できた国内に上場している銀行77行（うち、都市銀行4行、地方銀行73行）を分析対象にして、①プラス：新規購入および買い増し、②マイナス：売却、③変化なし：保有株式数の維持、に3分類し

保有する銘柄数をカウントした。その結果、相互持合により銀行が保有するものでは、2010－2012年は84%がプラスであり、2012－2015年は32%がプラス、52%が変化なしであった。

銀行全体が保有する相互持合株式数の動向をみると、2010年、2012年、2015年と増加しており、主たる相互持合の相手は一般事業会社であった。さらに、銀行の発行済み株式総数のうち他の企業によって保有されている株式の割合は、都市銀行では9.37%→9.35%→8.38%と減少しているが、地方銀行では5.27%→10.22%→10.25%と増加している。なお、2012－2015年の減少は主として一般事業会社が保有する銀行株式の減少（－0.58%）である。しかし、相互持合についてみると、銀行の発行済み株式総数のうち他の一般事業会社によって保有されている株式の割合は4%あり、一貫して増加傾向にあった。ところで、このような調査をするには、各銀行および他の企業の保有株式銘柄を突き合わせなければ把握できないので、大変な労力が必要になっている。さらに、調査の結果明らかになったように、株式持合は解消されていない中、現行の開示実態をみると、保有目的として「取引関係の維持・強化」が8割以上を占め、形式化している。

以上の分析結果から新たな記載様式として、①保有株式について相手企業の発行済み株式総数に占める割合の記載、②当該年度に加え前年度の株式数の記載および評価差額の記載、③相互に株式を持ち合う場合、相手企業が保有する株式数の記載、④保有目的の記載省略、の4点を提案する。

本研究は、銀行の株式持合が解消されていない実態を、根気よく開示データを集めて分析した労作である。また、株式持合の実態が簡易に把握できる記載様式の提案は、規制当局にとっても参考になると思われる。しかしながら、分析結果を読者が理解する上で、投資側と被投資側の区別、相互持合とそれ以外の株式保有の区別など戸惑うことがあり、論文の書き方を一工夫してほしい。今後の課題として、株式の相互持合がどのような問題を孕んでいるのかについての仮説を立てて検証していくと、より分析がシャープになり知見が豊かになるので研究を続けてほしい。ところで、「保有目的の記載省略」の提案は、企業側の非誠実を容認するようなものであり、悲観的すぎないと思われる。

「プロネクサス懸賞論文」募集も第7回目となり周知度も上がっている。とくに今回は、一部の企業の行為とはいえ、株式市場の公正性に関して重要な問題を提起する研究があり、応募論文の質の向上を感じる。研究目的および仮説の設定は難しいものであ

るが、社会科学の魅力の一つは、現下の社会の実態に潜む課題を明らかにすることであり、公共社会への直接的な貢献も大きい。来年度も同じテーマおよび募集要領で第8回目の募集をすることになっているので、今回の最優秀賞及び佳作受賞論文等を参照

していただき、より多くの論文の投稿を期待するものである。

以上

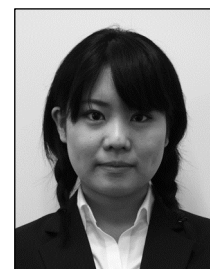
【第7回プロネクサス懸賞論文 審査委員会】

- 委員長 黒川 行治（慶應義塾大学商学部 教授）
委 員 川村 義則（早稲田大学商学大学院 教授）
委 員 小宮山 賢（早稲田大学大学院商学研究科 教授）
委 員 佐藤 明（㈱バリュークリエイト パートナー）
委 員 多賀谷 充（青山学院大学大学院 会計プロフェッション研究科 教授）
委 員 上野 守生（㈱プロネクサス 取締役会長）

「日本における自己株式取得の実態と
開示内容改善への提言」

上坂 夏未

日江井 麻里（一橋大学 商学部3年）

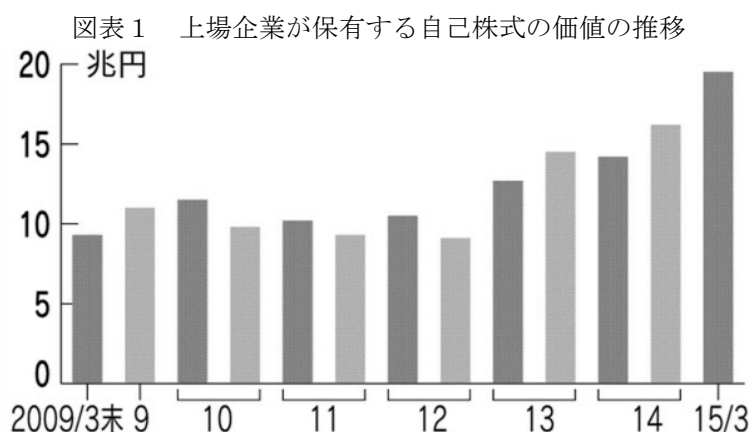


第1節 はじめに

本稿の目的は、日本での自己株式取得に際するディスクロージャーの実態を明らかにし、その上で問題点を指摘し改善案を提言することである。

企業は自己株式の取得を決定した際に、投資家にむけて開始アナウンスを行い、自己株式の予定取得株式数、予定取得金額、予定取得期間などを公表する。本稿では、自己株式を取得する企業が開始アナウンスで公表した取得予定通りに自己株式取得を行っているかを調査し、その実態が市場、投資家と企業の関係にどのような影響を及ぼすかを検討する。

本稿が自己株式取得の実態に着目する理由は、最近の自己株式取得に対する関心の高まりにある。図表1は、2015年4月20日付の日本経済新聞夕刊に掲載された、2009年から2015年3月までの、上場企業が保有する自己株式の価値の推移を示したものである。このグラフから日本の自己株式の価値が近年過去最大になっていることが分かる。記事によると、自己株式の価値が高まった理由は、上場企業が稼いだ利益を株主に還元する策として自己株式取得を行うケースが増えたことだとされている。



（日本経済新聞 2015年4月20日付夕刊より引用）

また、手元資金の活用が活発になった一因として、日本の資本効率の悪さが指摘されていることがある。経済産業省の「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトが2014年8月に公表した最終報告書（伊藤レポート）は、日本企業のROE（自己資本利益率）が海外企業と比べて低いことを指摘している。日本企業のROEが低い理由には、日本企業の経営者がリスクを恐れM&Aや新規設備投資といった攻めの経営を躊躇することや、収益を株主への配当や従業員の賃上げに回さず、内部留保としてかかえていることが背景にある。

政府は、こうした状況を打開し日本企業の国際競争力を高めるために、2015年6月からコーポレートガバナンス・コードを導入した。これは企業の資本

効率向上に対する意識を高めるだろう。したがって今後、自己株式取得の重要性はこれまで以上に増大すると考えられる。しかし一方で、自己株式取得は会社財産の流出を伴う株主還元であることから、様々な利害関係者に影響をもたらす。そのため、企業は自己株式を取得するにあたって開始アナウンスをし、事前に予定取得株式数、予定取得金額、予定取得期間などの情報を利害関係者に開示することを、証券取引所における適時開示制度によって義務付けられている。ところが筆者の知る限り自己株式取得の実態、とりわけ企業が自発的に開示する自己株式取得時の開始アナウンスに注目した研究は蓄積が進んでいない。そこで私たちは本稿において、自己株式取得の開始アナウンスに注目し、その自発的开示内容と自己株式取得実態を明らかにした上でその問

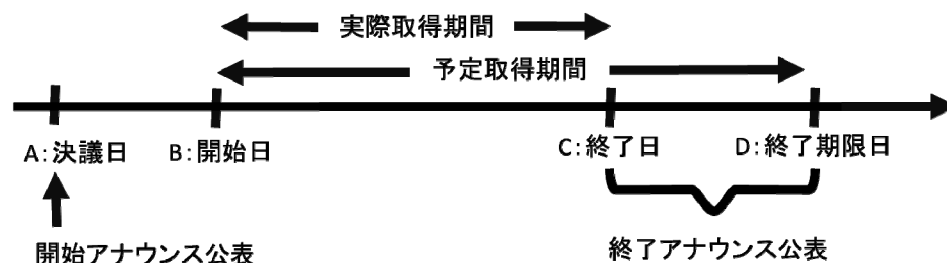
題点を指摘する。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では自己株式取得に関する情報開示とそこから生じる問題の所在を確認する。第3節で本稿の研究におけるサンプルの抽出方法を説明し、第4節において第3節で抽出したサンプルを考察する。第5節、第6節では、考察によって明らかになった問題点について深掘りする。第7節では、自己株式取得に関する日本の現行制度の不備を指摘し、改善案を提示するとともになぜ現状の制度にそのような不備があるのかを、現行制度に至るまでの歴史やアメリカの制度を参考に考える。第8節は本稿の総括と課題について言及する。

第2節 自己株式取得に関する情報開示の実態と諸問題

本節では自己株式取得のプロセスを明らかにし、そのプロセスで行われる情報開示から生じる問題を明らかにする。まず自己株式取得のプロセスを説明する。図表2は自己株式取得と公表資料の関係を図示したものである。なお本稿では、東京証券取引所のTDnetに掲載された適時開示資料を公表資料としている¹。東京証券取引所の適時開示規則では自己株式の取得を決定した際及び取得終了時の情報開示が定められている。

図表2 自己株式取得の流れと適時開示



(筆者作成)

企業は、まず自己株式取得を行うことを取締役会または株主総会で決議²し、同日中に開始アナウンスを行う（図表2、A地点）。開始アナウンスでは予定取得株式数や予定取得金額、予定取得期間などを公表する。予定取得期間で公表された取得開始日が地点B³、取得終了日が地点Dである。図表2のように予定取得終了日より前に取得を終了する案件

もあることが調査の過程で明らかになった。それが地点Cである。終了した際には（図表2、C地点以降において）、終了アナウンスを行う⁴。終了アナウンスでは実際取得株式数、実際取得金額などを公表する。投資家はこれらの一連の開示によって企業の自己株式取得に関する情報を得る。

¹ ただしTDnetには過去1か月分しか掲載されていないため、掲載されていない分については各社のIR情報から収集した。

² 会社法第165条第2項の規定に基づき多くの会社は取締役会で決議している。

³ A点とB点が同日である企業もある。

⁴ 取得期限日まで取得の可能性がまだ残っている場合、結果的な最終取得日に終了アナウンスがなされず、終了が確定した時点で終了アナウンスがなされることがある。したがって、終了アナウンスはC点以降に行われる場合もある。

図表3、4はA社の開始アナウンスと終了アナウンスの抜粋である。A社は2014年5月8日に自己株式取得の開始アナウンスをしており、そこでは取得対象株式として普通株式が掲げられている。そして予定取得株式数として85万株、予定取得金額として20億円、取得期間は平成26年5月19日から平成26年6月23日、取得方法は東京証券取引所による市場買

付を予定していることが開示内容から分かる。一方、2014年6月25日に公表された終了アナウンスからは、実際に取得した株式数、株式金額、取得期間が分かる。なお、A社は自己株式取得を開始アナウンスで示した取得期限日（6月23日）に取得を終了し、終了アナウンスを取得終了日から2日遅れた6月25日に公表している。

図表3 開始アナウンス抜粋（2014年5月8日）

取得に係る事項の内容

- | | |
|----------------|--------------------------------------|
| (1) 取得対象株式の種類 | 普通株式 |
| (2) 取得し得る株式の総数 | 850,000株（自己株式を除く発行済株式総数に対する割合 4.06%） |
| (3) 株式の取得価額の総額 | 2,000,000,000円 |
| (4) 取得期間 | 平成26年5月19日～平成26年6月23日（約定ベース） |
| (5) 取得方法 | 東京証券取引所における市場買付 |

（A社の適時開示資料より抜粋）

図表4 終了アナウンス抜粋（2014年6月25日）

取得の内容

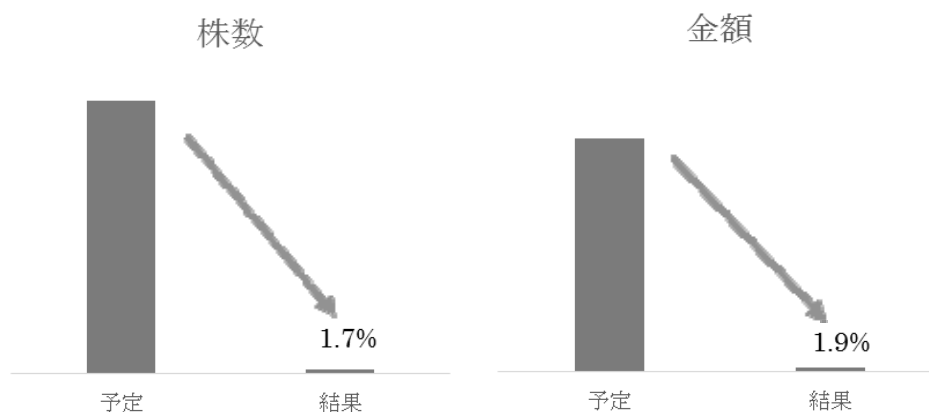
- | | |
|---------------|-----------------------------|
| (1) 取得対象株式の種類 | 普通株式 |
| (2) 取得した株式の総数 | 14,700株 |
| (3) 取得価額 | 38,657,900円 |
| (4) 取得期間 | 平成26年6月1日～平成26年6月23日（約定ベース） |
| (5) 取得方法 | 東京証券取引所における市場買付 |

（A社の適時開示資料より抜粋）

A社の取得実態については図表5で示すとおりである。A社は、予定取得株式数について上限として85万株をかかっているが、実際は1万4,700株と予定の1.7%しか取得していない。予定取得総額についても上限を20億円としているが、実際は3,865万7,900円と予定の1.9%にとどまっている。図表3、

4からA社は予定取得株式数、予定取得金額と実際取得株式数、実際取得金額が著しく乖離した自己株式取得を行ったことが分かる。しかし、A社の終了アナウンスを調べたが終了アナウンスにおいてこの乖離に関する十分な説明は行われていなかった。

図表5 A社の予定と結果の乖離（株数・金額）

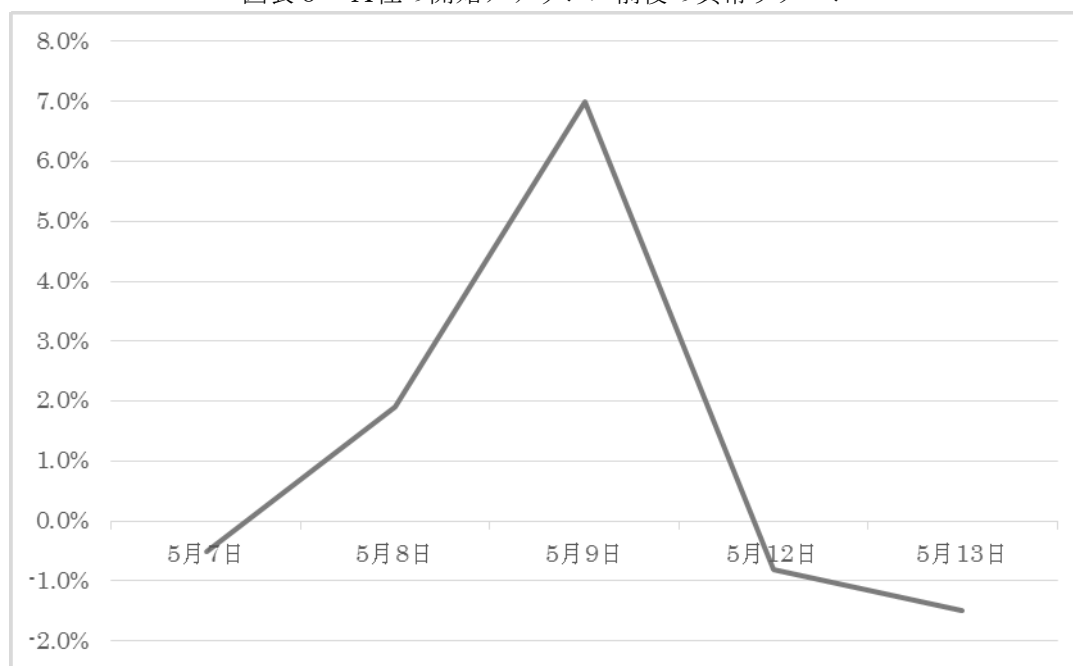


（筆者作成）

次に、A社の開始アナウンス日前後における株式リターンを調べた⁵（図表6）。A社の開始アナウンスは5月8日の15時に公表されており、市場が閉まった後であるため、翌日の5月9日を軸として前後2営業日の異常リターンの推移を調べた。また5月10日と11日は土日にあたるため、横軸からは除

ている。図表6を見ると9日の異常リターンは7.0%となっている。実際取得率にかかわらず、開始アナウンスの平均異常リターンは3.7%と言われているから（小西・趙 [2003]）、A社の株式リターンは開始アナウンスをうけて上昇したと考えられる。

図表6 A社の開始アナウンス前後の異常リターン



（Yahoo！ファイナンスより取得した数値をもとに筆者作成）

A社の開始アナウンスで公表された予定取得株式数、予定取得金額と実際の取得内容には98%近くの乖離があったが、開始アナウンスをうけて株式リターンは上昇した。このことから、日本企業が自己株式取得に関する投資家と経営者の間の情報の非対称性を利用し株価操作を行う可能性があることを見出せる。実際取得率に関わらず株式リターンは上昇するのであるから経営者は開始アナウンス通りの自己株式取得を行わなくとも、開始アナウンスのみによって株価の上昇を図ることができるのである。その上、終了アナウンスは自己株式取得終了後に公表されるものの、乖離が起きた場合であってもその理由についての開示義務がないため、投資家は乖離が

起きた理由を常に知ることはできない。

投資家が自己株式取得に関して企業から得ることができる適時開示情報は、開始アナウンスと終了アナウンスが主たるものである。A社の事例のように、予定取得数と実際取得数が乖離してしまうケースが多々あるのであれば、自己株式取得に関する情報は不足しており、企業と投資家の関係に悪影響を及ぼしているのではないだろうか。

自己株式取得のプロセスに存在する上記の問題を踏まえ、本稿では自己株式取得の開始アナウンスの内容と実際の自己株式取得の乖離の実態を明らかにし、制度の改善案を提案していく。

⁵ A社の日次リターンからTOPIXの日次リターンを控除している（市場リターン控除法）。

第3節 サンプルの抽出方法

本節では、自己株式取得の開始アナウンスの内容と実際の自己株式取得の関係を調査するためのサンプルについて、抽出方法やサンプルの分布を説明する。本稿の検証サンプルは、2014年1月1日から2014年12月31日までに開始アナウンスが行われた自己株式取得案件で構成される。なお、抽出にあたっては株式会社プロネクサスのe o lの全文検索を用いて案件を抽出し、それぞれの案件の予定取得金額、予定取得株式数は各社IR情報の適時開示書類から一社ずつ手作業で取得している。具体的な収集方法は以下の通りである。

- ① e o lの全文検索より2014年1月1日から2014年12月31日までに「自己株式の取得の決定に関わるお知らせ」をした企業の名前と開示日を一覧にする。結果、調査対象期間に自己株式取得の開始アナウンスを行った案件数は571件で、企業数ベースでは471社だった。

- ② ①で一覧にした企業名とその企業の開始アナウンス開示日をもとに、各企業のIR情報から「自己株式取得に係る事項の決定に関するお知らせ」を1つずつ探し、自己株式の予定取得金額、予定取得株式数、取締役会決議日、取得期間を抽出してデータベースを作成する。結果571件（471社）すべてについて「自己株式取得に係る事項の決定に関するお知らせ」を入手することができた。

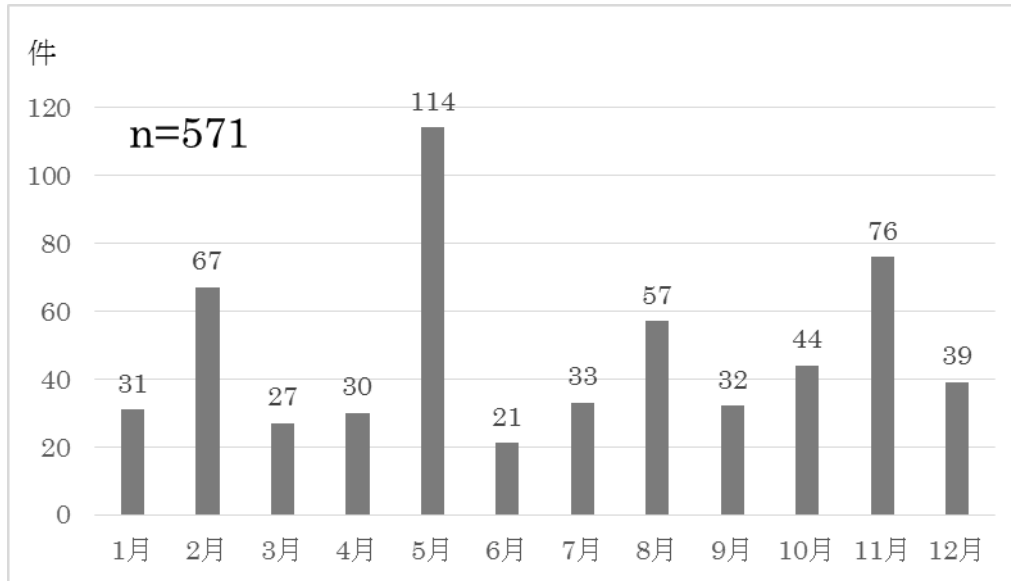
図表7、8は集めたサンプルの概要である。図表7は2014年に開始アナウンスがなされた571件の自己株式取得について、企業が1年間に何回自己株式取得の開始アナウンスを行っているのかを回数ごとに分類したもので、図表8はサンプルとなる571件の開始アナウンスの時期の月別分布を示したものである。図表8において5月に自己株式取得件数が多いのは、6月の株主総会招集通知とともに自己株式取得の開始アナウンスを行う企業が多いためであると考えられる。

図表7 2014年の開始アナウンス回数と企業数、件数の関係

開始アナウンスの回数（A）	企業数（B）	件数（A×B）
1	393	393
2	62	124
3	12	36
4	3	12
5	0	0
6	1	6
合計	471社	571件

（調査結果をもとに筆者作成）

図表8 月別分類図



(調査結果をもとに筆者作成)

第4節 抽出したサンプルの詳細な調査

本節では第3節で抽出したサンプルをもとに詳細な調査を行った。その方法と結果について説明する。まず、第3節で抽出したサンプルについて、手作業で各企業のIR情報の適時開示から「自己株式取得結果および終了のお知らせ」の有無について調べた。結果、571件(471社)中555件(455社)については、「自己株式取得結果および終了のお知らせ」があり、16件(16社)については公表されていなかった。

次に、その16件(16社)の予定取得期間について調査した。結果、13件(13社)については、調査時において自己株式取得が期間中のため終了が確認できず、そのため「自己株式取得結果および終了のお知らせ」が入手できなかったことが分かった。一方で残りの3件(3社)については、調査時に開始アナウンスで公表されていた予定自己株式取得期間を過ぎていたが、「自己株式取得結果および終了のお

知らせ」が公表されていなかった。ゆえに私たちはこの3件について「自己株式取得結果および終了のお知らせ」の公表がなされていないと判断する。

最後に、「自己株式取得結果および終了のお知らせ」の開示が確認できた企業の記載内容について調査した。結果、「自己株式取得結果および終了のお知らせ」を開示した555件(455社)すべてが実際取得株式金額、実際取得株式数、終了日を記載していた。実際取得株式金額、実際取得株式数、終了日についてはすべてデータベース化した。

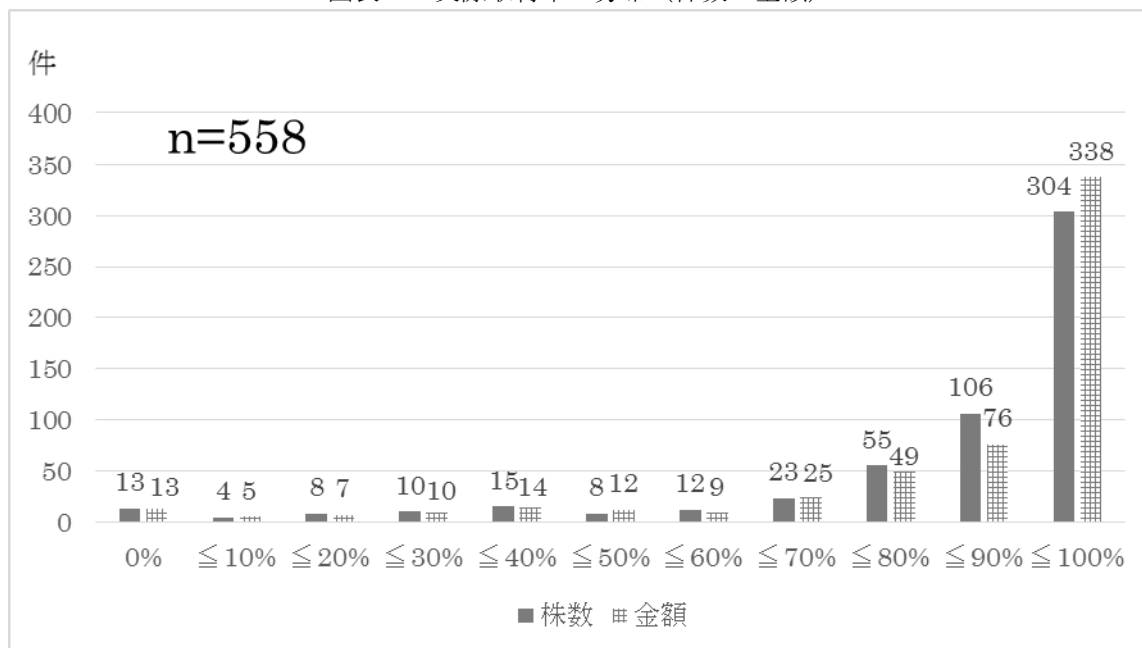
前節では開始アナウンスを行った571件をサンプル数としていたが、ここからは2014年に自己株式取得の開始アナウンスを行い、かつ調査時において予定取得期間を終えた558件(458社)を総サンプルとし、これらのサンプルの実際取得率を考察する。実際取得率は作成したデータベースをもとに以下の算式で求めた。

$$\text{実際取得率} = \frac{\text{実際取得株式数 (実際取得金額)}}{\text{予定取得株式数 (予定取得金額)}} \times 100\%$$

図表9は株式数ベースと金額ベースの実際取得率の分布を示したもので、図表10は株式数ベースの実際取得率と金額ベースの実際取得率の関係をプロットしたものである。

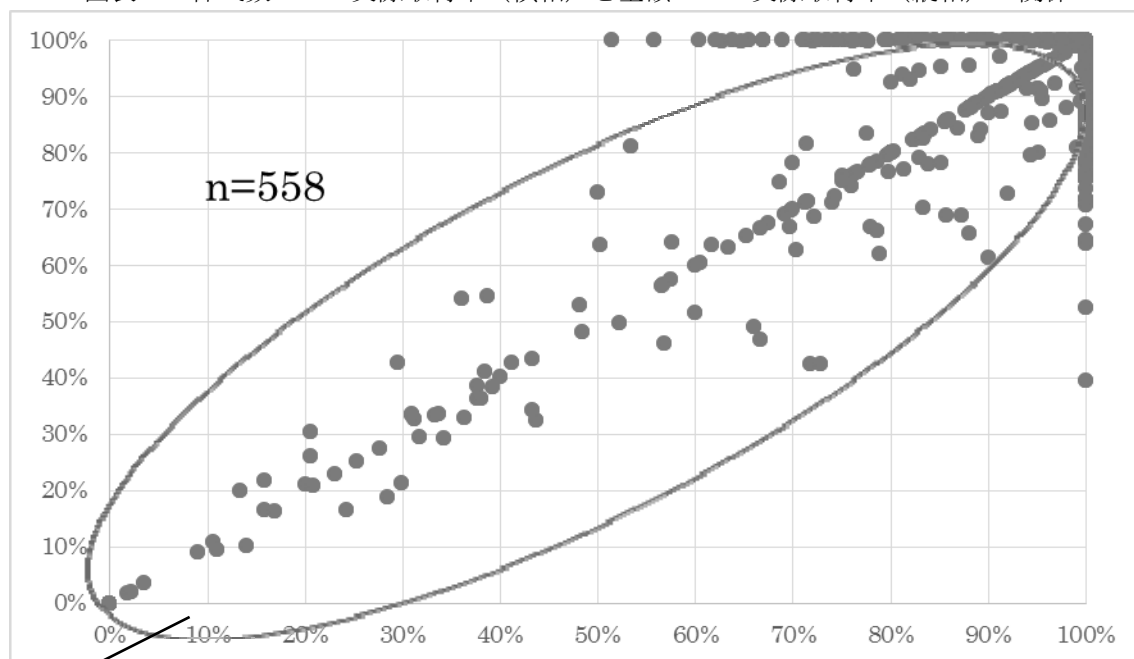
際取得率と金額ベースの実際取得率の関係をプロットしたものである。

図表9 実際取得率の分布（株数・金額）



(調査結果をもとに筆者作成)

図表10 株式数ベース実際取得率（横軸）と金額ベース実際取得率（縦軸）の関係



株数、金額ともに100%に達していない件数 258件

(調査結果をもとに筆者作成)

この調査から次の2点が明らかになった。第1に、図表9の株式数をみると全体の45.5%（254件）が実際取得率90%以下であり、金額をみると全体の39.4%（220件）が実際取得率90%以下である。第2に図表10より実際取得株式数、実際取得金額ともに開始アナウンスの予定取得株式数、予定取得金額に達していない企業は558件中258件であり、全体の

46.2%である。

次にこの258件について、終了アナウンスで開始アナウンス通りの取得をできなかった理由を記載しているかについて調査した。結果、理由を開示しているのは258件のうち17件（17社）で全体の6.5%であった。これら17件の理由開示の一例が図表11である。

図表11 取得未達の理由開示例

取締役会決議の後の市場の推移が、決議時における想定と大きく異なったことに加え、インサイダー取引規制、相場操縦規制への抵触を回避する観点から、特定の期間（決算発表前の一定期間等）における取得を自粛したこと等により、決議した取得期間中において自己株式を取得することができませんでしたので、併せてお知らせいたします。

（当該企業 適時開示資料より作成）

開始アナウンス通り取得を行っていない企業が全体の半数近くあるにも関わらず理由を開示している企業がほとんどないということは、現行制度に基づく自己株式取得の終了アナウンスの内容が、投資家にとって十分な情報内容を持つものではないことを示している。仮に、株価変動などの企業努力によらない理由で開始アナウンスにおける予定取得数に未達であったとしても、そうした理由を述べないことは不誠実であり、開始アナウンスをうけて株価が上

昇することを考慮すると、投資家に対して果たすべき説明をしていないともいえる。

開始アナウンス通りの自己株式取得を行えなかった理由を開示している17件については、開示資料によってその理由説明を十分に行っているのだろうか。17件の終了アナウンスに表記されている取得未達の理由を明示した部分を抽出し、分類したものが図表12である。

図表12 取得未達の理由

理由内容	件数（複数該当有）
株価の上昇傾向	8
インサイダー取引の防止	6
経営環境変化の勘案	4
相場操縦規制	3
売買出来高が想定より少ない	2
他事業運転資金に充当	1
ストックオプション行使に対応する株式取得完了	1
期間の再延長に対する疑義の解消	1
財務体質の悪化	1

（17件の「自己株式取得結果および終了のお知らせ」より筆者作成）

図表12にあげられた理由内容をみると、理由を裏づける数字情報はなく、取得率が0%であっても90%であっても同じ言い回しができそうであり、定型文のような印象をうける。したがって、終了アナウンスに書かれた予定通りの自己株式取得を行うことができなかった理由を示していると思われる部分の内容は、投資家が十分に納得できるものではないと考えられる。このことから、予定した自己株式取得が行えなかった理由に関する記載内容は不十分であり、開示内容についても改善する必要があると考える。

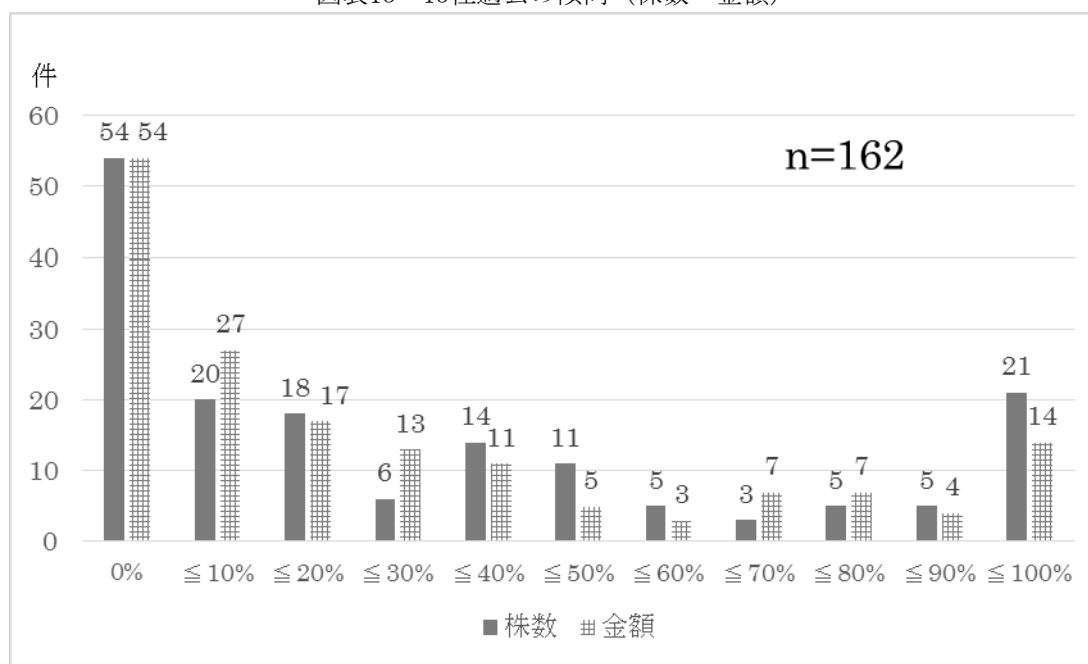
ここまで調査したなかで問題視すべき内容がもう一つある。それは自己株式を1株も取得せずかつその終了アナウンスを開示していない企業が3件（3社）あるという点である。取得を一切行わなかったため、「終了」ということ自体がないわけであり、現行規則では取得を行っていない場合での終了アナウンスの公表は定められていないため、投資家は取得がなかったということを企業側発表で知ることができない。これは投資家に不誠実である。そもそも自己株式取得を行わなければ終了のアナウンスをす

る義務はないのだから、こうした企業は開始アナウンス時の株価上昇のみを享受している可能性がある（後述）。したがって投資家がそれらの企業に対して、株価上昇の享受を狙って開始アナウンスを行った可能性を疑う場合もあるだろう。

第5節 達成割合が低い企業の恣意性の検証

この節では前節で調査した2014年に自己株式取得の開始アナウンスを行った企業のうち、取得期間中に1株も自己株式取得を行わなかった案件に焦点を当てて調査を行う。該当する案件は15件であった。企業数では13社となる。調査目的は、これら13社の企業が2014年に行った自己株式取得が、何らかの理由で偶然に0%だったのか、それとも意図的に全く取得しなかったのかを明らかにするためである。そのために、13社の2000年から2014年までの15年間の取得案件について、第3節に示した調査方法と同様の手順で調査した。13社が過去15年間に開始アナウンスを行った自己株式取得案件は162件だった。この162件の株式数ベース、金額ベースで実際取得率の傾向をヒストグラムにしたものが図表13である。

図表13 13社過去の傾向（株数・金額）



（調査結果をもとに筆者作成）

図表13は図表9と比べるとグラフの形に大きな違いがある。もし偶然2014年の自己株式取得のみ、開始アナウンスに対する実際取得率が0%だったならば、図表9にグラフの形状は近似するはずである。したがってこのような違いが生じるということは、開始アナウンスを行ったにも関わらず実際に取得しなかった企業は、株価を上げるために意図的に自己

株式取得の開始アナウンスを行っている可能性があるといえるだろう。

ここまでで明らかになったことを整理すると以下のようなになる。開始アナウンスと実際の自己株式取得結果には乖離があるケースが多く、その乖離について現状十分な理由開示がなされていない。その背景には株価操作を行う目的で自己株式取得をする

ケースがあるのではないかと考え、実際に開始アナウンスを行ったにも関わらず1株も取得しなかった企業について過去の傾向を調査した。するとそれらの企業は過去複数回、開始アナウンスのみで実際取得率が0%の自己株式取得を繰り返しており、これらの自己株式取得は意図的に行われた可能性が高いことが判明した。

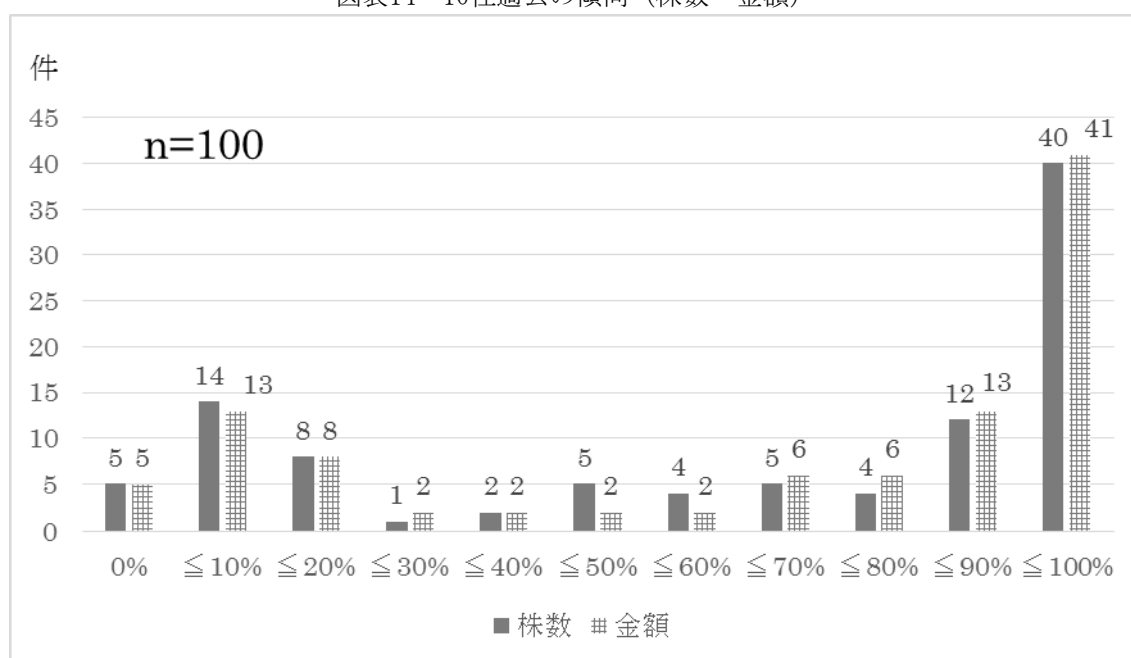
では開始アナウンスに対する実際取得率が0%ではないものの低水準にとどまる企業⁶は同じように意図的に自己株式取得を行ったのだろうか。それとも何らかの理由で偶然2014年だけ実際取得率が低くなったのだろうか。

第3節で行った調査と同様の手順で、2014年の自

己株式取得開始アナウンスに対する実際取得率が0%より高かつ20%未満（株式数ベース）であった企業10社を対象に、過去15年間に開始アナウンスが行われた合計100件の自己株式取得案件をサンプルとして実際取得率の調査を行った。図表14は100件のサンプルの株式数ベース、金額ベースの実際取得率の傾向をヒストグラムにしたものである。

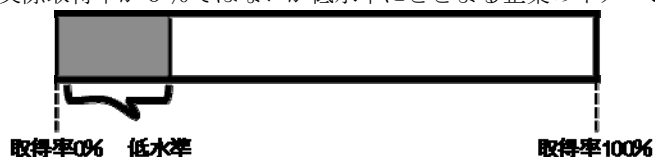
図表14のグラフの形状は図表9と近似しており、このことから意図的に予定と乖離した自己株式取得を行った可能性は低いと考える。株価操作のみを意図して自己株式取得を行う企業は実際取得率が0%の企業に限られるといえるだろう。

図表14 10社過去の傾向（株数・金額）



(調査結果をもとに筆者作成)

⁶ 実際取得率が0%ではないが低水準にとどまる企業のイメージは以下の図の通り



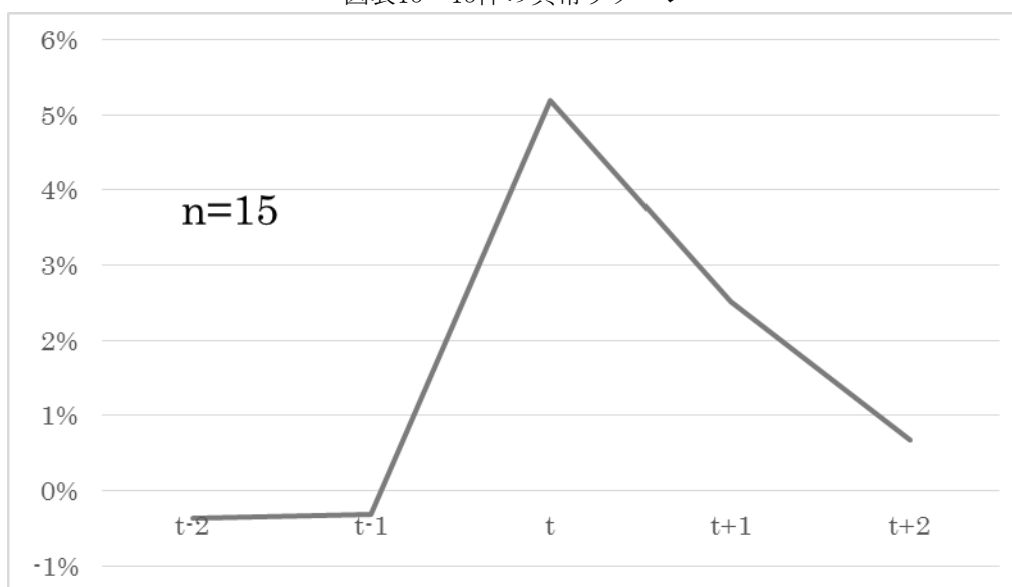
第6節 恣意性をもった自己株式取得の市場への影響

本節では、株価上昇を狙った意図的な自己株式取得について投資家が開始アナウンスの時点で気づけているのかについて検証する。もし投資家が気づいているならば、現行の開示制度でも問題はない。そこで、2014年に自己株式取得の開始アナウンスをしたにも関わらず、取得期間中に1株も取得しなかった案件15件（13社）の株式リターンが、自己株式取得の開始アナウンスをうけてどのように変動してい

るかを調べた。

算出は、開始アナウンスを行った日を t 日とし、該当する案件15件（13社）の個別の株価とそれに対応する $T O P I X$ の数値をYahoo! ファイナンスで調べ、前後それぞれ2営業日のリターンを計算するという方法で行なった。株式リターンは、個々の企業の前日からの伸び率から $T O P I X$ の影響を取り除くことで算出している（市場リターン控除法）。15件の平均値をとり折れ線グラフにしたものが図表15である。

図表15 15件の異常リターン



（Yahoo! ファイナンスより取得した数値をもとに筆者作成）

結果は、自己株式取得の開始アナウンスを受けて t 日に平均5.2%の異常リターンが生じていた。このことから投資家は現行の制度では株価上昇のみを意図した自己株式取得について開始アナウンスの時点で気づけていないと考えられる。以上の調査により現行制度について下記の3つの問題点を指摘することができる。

- ・終了アナウンスにおいて取得率の根拠を明示する規則がない
- ・取得を行わなかった場合、終了アナウンスを開示する義務がない
- ・開始アナウンスに投資家が株価操作の意図があるかどうかを見抜くための情報がない

これらの問題点について私たちは次の改善案を提言する。

- ・終了アナウンスについて取得率の根拠を示す数字情報を記載すること
- ・終了アナウンスは、実際取得率に関わらず開示を義務付けること
- ・開始アナウンスで過去複数回の開始アナウンスに対する実際取得率を公表すること

これらの提言により、自己株式取得の制度がより良いものとなることを望む。

第7節 現行の制度から見る制度の改善⁷

前節までに見てきたように、自己株式取得に関する開始アナウンス、終了アナウンスの開示内容には改善の余地がある。そこで、なぜ現在の制度に至ったかを明らかにするために、本節では現行の制度の背景及びなぜ理由の開示について細かい規定がないのかを過去の論文から考える。

⁷ 本節は李 [2010]、井上 [2010] に基づいている。

まず、現行の制度に至るまでの歴史を振り返る。日本の商法では自己株式の取得は原則として禁止されてきた。資本の空洞化・株主間の公平性の確保、会社による株価操作等の弊害を理由とし、自己株取得を断固として認めない法曹界の意見が尊重されていたからである。しかし、バブル経済の崩壊を契機として景気回復のための株式市場活性化の観点から、急速に自己株式取得の規制緩和が行われた。日本は規制緩和にあたりアメリカの制度を参考にした。参考にしたアメリカの制度内容は以下の通りである。アメリカで自己株式取得を行う際に義務づけられていることは、四半期ごとに

- ・取得した株式の数量を記載すること
- ・自己株式一株当たり平均価格を記載すること
- ・公表した自己株式取得計画のもとで取得した実際取得株式数を報告すること
- ・予定取得株式数から実際取得株式数を引いた未取得の株式数を月ベース、表形式で記入すること

である。そして表の下には注記として

- ・取得の公表日
- ・予定取得金額または予定取得株式数
- ・計画の終了日
- ・上記の表の記入期間内に終了した自己株式取得案件
- ・予定していた終了日の前に発行者が計画の中止を決めた計画についての詳細
- ・継続意思のない計画についての詳細

を記載しなければならない。

日本の現行制度は、開示内容についてアメリカの一株平均価格の部分が月の取得総額であること以外は同じである。しかし、注記の部分において自己株式取得の中止を決めた場合や継続しないことを決めた場合、その旨を記載する必要がない。日本はアメリカの制度を参考にしているため、発行者がなお自己株式取得をしたいかどうかを明示させようとする制度がないことはもちろんのこと、計画中止に関する開示規則もない。したがって、開始アナウンスのみで実際自己株式取得を行わない企業が現れることを防ぐ規則は現状定められていない。その結果として第4節でみてきたように、自己株式取得の宣言をしておきながら、終了のアナウンスがない企業が存在するのである。

現行制度では、開始アナウンスのみで実際自己株式取得を行わない企業が現れることを防ぐことができていない。このことから現行制度は、開始アナウンスをしたにも関わらず実際自己株式取得を行わないこと自体を軽視していると考えられる。しかしな

がら長い目で見ると、計画を公表しておきながら実施しないということを繰り返せば、計画公表によるシグナリングが市場に信頼されなくなる。これは、自己株式取得の本質的な意味を損ないかねず、市場に混乱を与えるものであるから、やはり開始アナウンスのみで実際に自己株式取得を行わない企業が現れることを防ぐ規則は必要であろう。

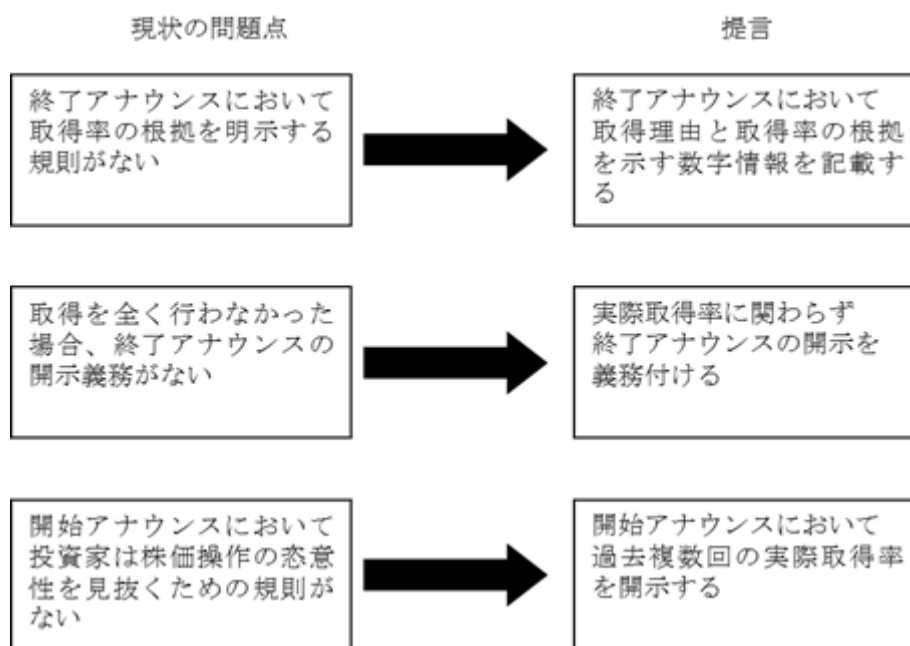
第8節 本稿の成果と課題

本稿は日本における自己株式取得に際するディスクロージャーの実態を明らかにした上で、問題点を指摘し改善案を提言することを目的に調査、考察を行った。

目的を達するために4つの調査を行った。自己株式取得開始アナウンスに対する株式ベース、金額ベースでの実際取得率の調査、自己株式取得の終了アナウンスの有無についての調査、終了アナウンスの内容についての調査とその内容が投資家にとって有益な情報かどうかについての考察、株価操作のみを意図して自己株式取得を行っている企業があるかについての調査である。調査を通して明らかになった問題は2点ある。開始アナウンスで公表された予定取得株式数、金額と実際の取得内容に乖離がある案件が多いにも関わらず、その理由について十分な説明を行っている企業が少なく、株価操作という恣意性をもつ自己株式取得を行っている企業が一部に存在する可能性が高いことである。

その背景には、第1に終了アナウンスにおいて取得率の根拠を明示する規則がないこと、第2に取得を行わなかった場合、終了アナウンスを開示する義務がないこと、第3に開始のアナウンスにおいて投資家は株価操作の恣意性を見抜くための情報がないという問題があると考えた。それを受けて私たちは、現状のディスクロージャー制度をより良くするために3つの提言をした。終了アナウンスについて取得率の根拠を示す数字情報の記載を義務づけること、終了アナウンスは実際取得率に関わらず開示を義務付けること、開始アナウンスにおいて過去複数回の開始アナウンスに対する実際取得率の公表を義務づけることである（図表16）。

図表16 自己株式取得に関する開示の問題と提言



(筆者作成)

最後に本稿の成果と課題について言及する。今回の調査では2014年度のすべての自己株式取得案件について大量のデータを収集して分析することができた。また、開始アナウンスに対する実際取得率が0%である企業については、2000年から2014年までの15年分のデータを集計し、恣意性という定数化しにくい事実を明らかにできた。この2点において一定の成果を上げることができたといえる。

しかし本稿には3つの課題が残る。第1に、自己株式の実際取得率の実態に関する調査が2014年に限定されている点である。そのため株価上昇などその年特有の要素が取得率の傾向に影響している可能性を排除できていない。第2に、本稿の調査では、東京証券取引所の求める適時開示資料を対象とし、金融商品取引法で提出が求められる月次の自己株券買付状況報告書については、考察の対象外とした点である。したがって、自己株券買付状況報告書を調査

対象に加えると違った結果になる可能性がある。第3に、個々の企業が自己株式取得を行う理由を調査していない点である。取得理由と取得結果は関連するものだと考えられる。そのため取得理由を調査していない点は課題である。

今回の調査によって、自己株式取得に関するディスクロージャー制度には改善の余地があり、企業は自己株式取得に関する情報を投資家に十分に与えていない可能性が明らかとなった。第1節でみてきたように、今後企業にとって自己株式取得の重要性がますます高まることを考慮すると、自己株式取得を行う回数も増えることが予測される。したがって、自己株式取得の開始アナウンスおよび、終了のアナウンスに関する開示の見直しは必要になるのではないだろうか。自己株式取得に関わるディスクロージャー制度の改善は企業と投資家の望ましい関係を構築するための重要な施策であると考ええる。

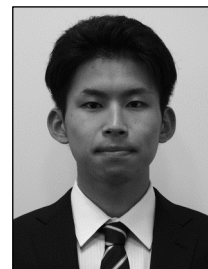
【参考文献】

- 井上清香 (2010) 「わが国における自己株式取得の規制緩和」, 『立教経済学研究』 64(1), p. 115-138, 立教大学.
- 太田珠美 (2015) 「自社株買い増加の背景と今後の動向」, 『大和総研レポート』 2015年7月24日.
- 小西大・趙ファンソク (2003) 「自己株式取得に対する株価の反応」, 『一橋論叢』 130(5), p. 452-469, 一橋大学.
- 李秀宥 (2010) 「自己株式の取得における開示制度」, 『愛知大学法学部法経論集』 (184), p. 1-42, 愛知大学法学会.

「日本企業は中期経営計画と
どのように向き合っていくべきか」

河野 直樹

岸本 実（一橋大学 商学部3年）



1. はじめに

本稿の目的は、日本企業の中期経営計画¹の特殊性を諸外国のものとの比較によって明らかにするとともに、企業と投資家の双方にとって有益な中期経営計画のあり方を提示することである。

近年、日本の上場企業の大部分が、3年から5年程度の期間を目安に中期経営計画を公表しており、投資家からの関心も高い。生命保険協会が発表する生命保険協会調査（平成25年度版）によると、96.5%の投資家が、投資判断材料として中期経営計画を重視しており、そのメリットとして79.3%の投資家が「経営ビジョンの把握ができること」を挙げている。また、企業のメリットとしては77.4%の企業が「株主・投資家との対話の活性化につながること」、42.5%が「中長期保有を前提とした株主が増加すること」を挙げている。この中期経営計画は、企業の経営ビジョンを示すものとして投資家にとって重要な投資判断材料であるだけでなく、その作成主体である企業にとっても投資家へ今後のビジネスプランを説明し、中長期での投資を促すことができる場として重宝されている。

一方で、現行の中期経営計画のあり方に対する疑問の声も少なくない。北平・柿澤 [2013] は、「詳細にまとめた計画数値を「投資家」に公表したことを強く意識するため、事業環境変化があるにも拘ら

ず、最終年度には計画必達にむけた急場しのぎの利益対応や必要投資の後倒し等を行っている等、現在の環境にはそぐわなくなった計画に縛られる事態も起きている。」（5項）と述べており、中期経営計画における数値目標の問題点を指摘している。しかし、日本企業の中期経営計画が、成長性や企業価値に与える影響について述べられている論文は少ない。そこで本稿では日本企業と海外企業を中期経営計画の種類や有無によって分類し、その分類ごとの成長性や企業価値を調査するとともに、日本企業の中期経営計画に関してはその達成率も調査することで、中期経営計画が企業に与える影響を明らかにしていく。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では本稿で行った調査の概要を説明する。第3節では日本企業の中期経営計画の特殊性を、海外企業のものと比較することで明らかにする。第4節では日本企業の中期経営計画の有用性を、成長性・企業価値の観点から検討する。第5節では日本企業の中期経営計画の達成率について調査する。第6節ではこれまでの調査結果をふまえ、日本企業は中期経営計画とどのように向き合っていくべきかを考察する。第7節は総括となっている。

¹ 本稿では、企業が発表する二年以上の複数年度にわたる業績予想及び経営目標を、中期経営計画と定義する。

2. 調査概要

本節では、中期経営計画の開示内容を検討している杉浦・浦野〔2014〕の分析視点にならい、中期経営計画において①数値目標を設定しているか否か及び②達成年限を定めているか否かの2つの基準に基づき、日本企業及び海外企業の中期経営計画の開示内容を分類する。分類の際に使用する中期経営計画は、各社のIRサイト内の株主向け資料及び機関投資家向け資料などから手作業で収集した。

今回の調査では、調査対象企業のサンプル抽出にあたり、ユーザーベース社が提供しているSPEEDAを用いる。具体的には、日本企業・海外企業ともに、SPEEDAの業界大分類で示されている代表的な16業種²において、直近本決算の連結売上高が業種内で上位5位以内である企業を抽出した。なお、上位5位以内に非上場企業が含まれる場合は適宜6位以下の上場企業を繰り上げている。また、1つの企業が複数の業種にわたって上位5位以内に入っていた場合は、

順位が相対的に最も高い業種でのみ、その企業を採用し、他の業種では上記同様に6位以下の企業を繰り上げて調査対象企業とする³。その結果、日本企業80社（5社×16業種）、海外企業80社（5社×16業種）⁴の合計160社のサンプルが抽出された。

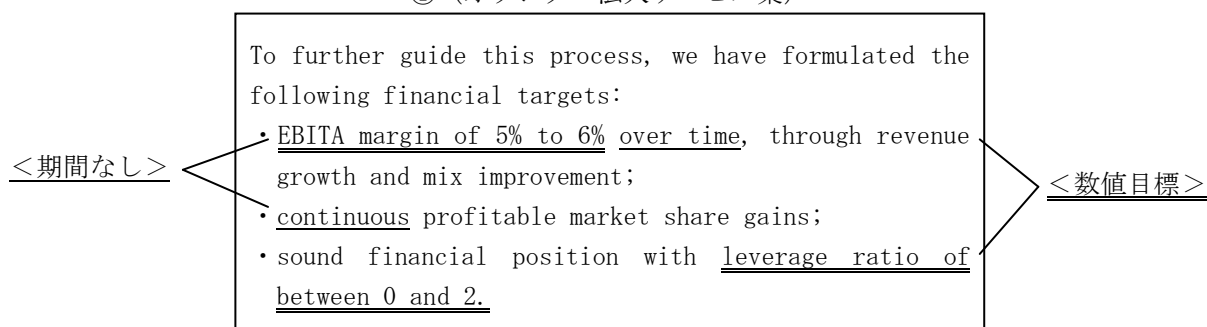
抽出されたサンプルは、本稿の分析視点に基づいて以下の3つのグループに分類される。

- I 中期経営計画を公表し、その中で数値目標のみ設定
- II 中期経営計画を公表し、その中で数値目標及び達成年限を設定
- III 中期経営計画を公表していない

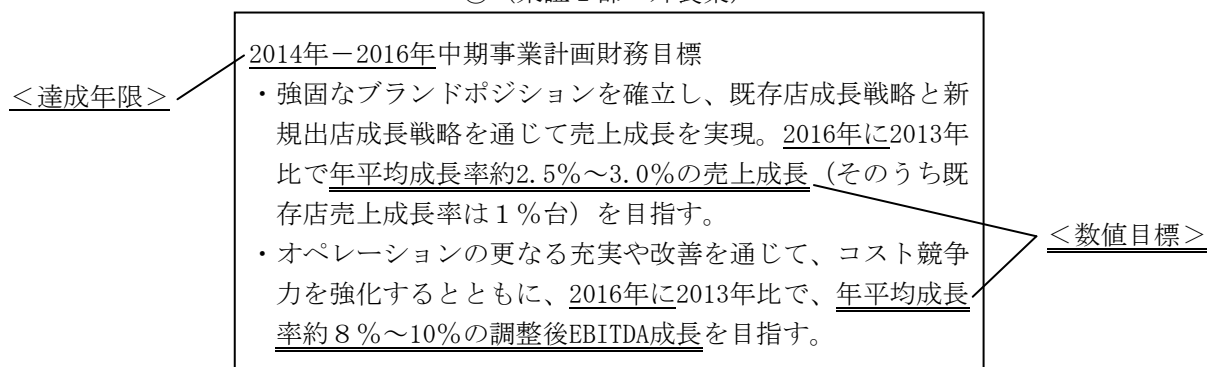
図1は、抽出されたサンプルの中期経営計画の一例を示している。本稿は、図1の①のように具体的な数値目標は設定しているものの、その期間は明示していない企業は企業群Iに、図1の②のように数値目標と達成年限を示している企業は企業群IIに分類している。

図1 中期経営計画の一例

①（オランダ 法人サービス業）



②（東証1部 外食業）



（出所 当該企業が発表している中期経営計画から抜粋）

² 建設・不動産、資源・エネルギー、素材・加工品、機械・電気製品、輸送機械、食料・生活用品、医薬・バイオ、中間流通、小売、外食、金融、運輸サービス、広告・情報通信サービス、消費者サービス、法人サービス、公共サービスの16業種。

³ 例えばA社が中間流通で2位、小売で4位、金融で5位であった場合、中間流通における順位が最も高いので、小売と金融でそれぞれ6位以下の企業を繰り上げて調査対象にすることになる。

⁴ 海外企業の国別割合は、アメリカが40社、ドイツが10社、中国が7社、フランスが5社、イタリアが4社、韓国、スイスが3社、香港、オランダ、イギリスが2社、タイ、デンマークが1社となっている。

3. 日本企業の中期経営計画の特殊性

本節では、前節で述べた分類方法をもとに、日本企業と海外企業それぞれの中期経営計画に関するデータベースを構築し、それをを用いて日本企業の中

期経営計画の特殊性を明らかにする。

調査対象とした日本企業80社、及び海外企業80社のデータをまとめたものが表1である。

表1 サンプルの分類結果

	分類	社数	割合
日本企業	企業群Ⅰ	2	2.5%
	企業群Ⅱ	67	85.0%
	企業群Ⅲ	11	12.5%
	計	80	
海外企業	企業群Ⅰ	14	17.5%
	企業群Ⅱ	19	23.8%
	企業群Ⅲ	47	58.8%
	計	80	

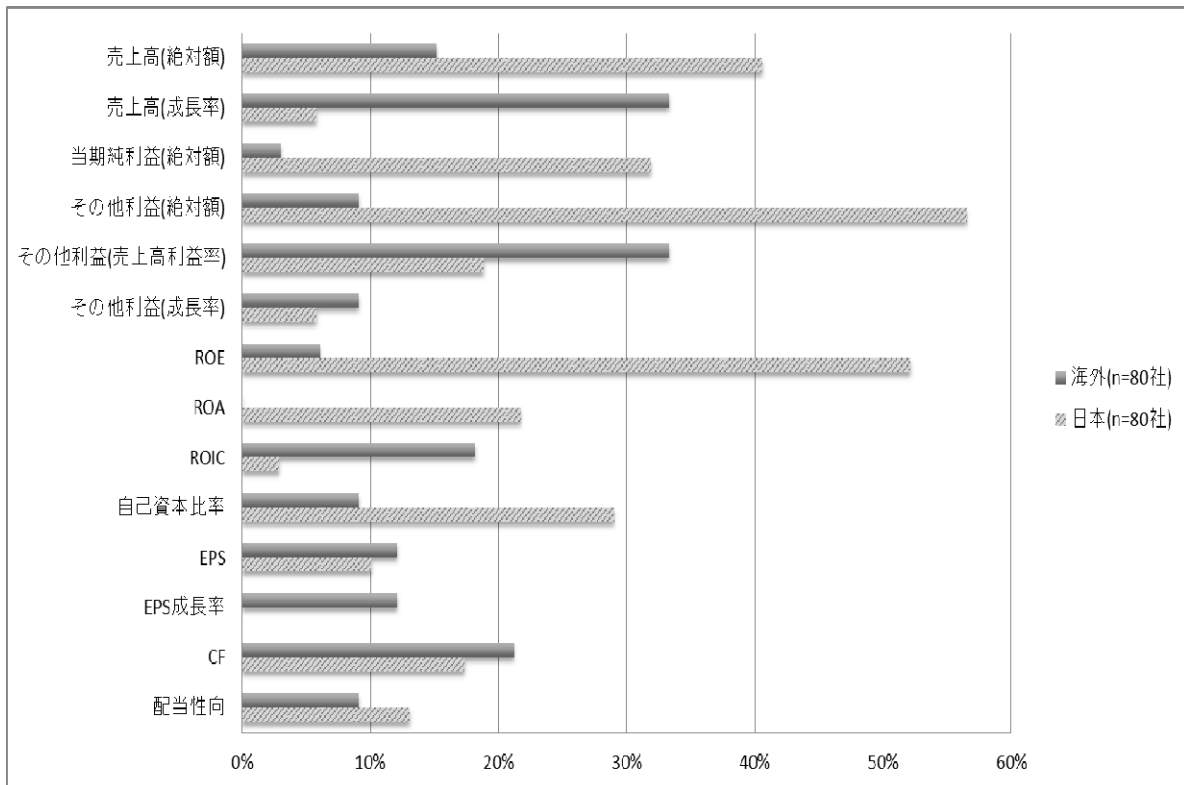
(筆者作成)

この分類結果によると、中期経営計画で数値目標を開示している日本企業（企業群Ⅰ及びⅡ）は87.5%にのぼるが、上場企業のうち時価総額上位1,200社を対象とした生命保険協会調査（平成25年度版）においても7割を超える日本企業が中期経営計画で数値目標を開示していることが報告されており、上場企業全体の傾向を本稿のサンプルは近似できており、深刻な選択バイアスはないと思われる。したがって、以下ではこの分類をもとに更なる調査、検討を加えることとする。

表1によると、日本では85.0%もの企業が数値目標と達成年限の両方を掲げた中期経営計画を公表しているのに対し、海外ではそうした目標を公表している企業は23.8%にとどまる。むしろ海外では過半数の企業が、数値目標のみを公表しているか、もしくは中期経営計画自体を公表していないかのいずれかであり、数値目標と達成年限に固執する日本企業と中期目標自体を公表しない海外企業という形で両者には大きな違いが見られる。

次に、日本企業と海外企業ごとに、企業群Ⅰ、Ⅱに分類された企業が実際に掲げた経営指標の違いを検討する。図2は、主要な経営指標ごとに、それぞれ何割程度の企業がそれらの指標を目標値として掲げているかをグラフに表したものである。

図2 経営目標値の開示割合



(筆者作成)

図2から読み取れることは大きく次の4点である。

1点目は、売上高や利益目標の設定に関して、日本では大半の企業が絶対額を用いるのに対し、海外では成長率や、売上高に対する利益率などの率を用いた設定が主となっていることである。

2点目は、日本ではROEが主要な経営目標値として中期経営計画内で開示されている一方で、海外ではROEはほとんど目標値として用いられていない点である。

3点目は、日本企業は主な経営目標値として、売上高や利益目標、ROEに加えて自己資本比率を重視する点である。一方で自己資本比率目標を開示する海外企業は9.1%にとどまる。

4点目は、EPS目標の設定の違いである。海外企業は日本企業と比較してEPS情報を重視する傾

向にあり、また、1点目とも関連して、絶対額だけではなくEPSの成長率を目標として設定する企業も散見される。

また、図2には示していないが、海外企業は、日本企業とは異なり、“Organic”や“Core”といった語を用いて、企業買収や事業売却、為替変動等の純粋な営業活動外から生じる影響を排除した目標値を公表していることが多い⁵。

以上の調査から、日本企業の中期経営計画は、諸外国のものと大きく異なっていることが明らかとなった。それでは、果たしてこの特殊な中期経営計画は日本企業、及び投資家にとって有益なものであるのだろうか。

⁵ ・Organic sales growth above market growth rates in the categories and geographies in which we compete ;
 ・Core EPS growth of high single digits; and
 ・Adjusted free cash flow productivity of 90% or greater.
 (開示の一例 アメリカ 食料・生活用品業)

4. 日本企業の中期経営計画の有用性

本節では、前節の結果を受けて、海外企業のものと比べて特殊だと考えられる日本企業の中期経営計画が企業自体や投資家にとって有用なものであるかを、企業価値評価の観点、及び企業の成長性の観点の2つの視点から検討する。

我々は、本節での検討にあたり、日本型の中期経営計画の開示が企業や投資家に有用なものであるならば、次の2つの仮説が成り立つと考えた。

1つ目は、中期経営計画で数値目標及び達成年限の必達目標を公表している企業の方が、そうでない企業に比べ、投資の意思決定に関してより詳細かつ有用な情報を提供しているため、企業と投資家の間の情報の非対称性が解消され、結果として企業価値が高めに評価されるというものである。

2つ目は、中期経営計画で数値目標及び達成年限の必達目標を公表している企業の方が、従業員に対して目標が可視化されており、それによって従業員のモチベーションが向上し、ひいては企業の高い成長性につながるというものである。

以下、これらの仮説に対して詳細な検討を加えていく。

まず、企業価値評価への影響を検討するにあたって、本稿では、企業の価値を簡便的に表す指標として株価純資産倍率（以下PBRと表記する）を用いる。PBRは、1株当たりの純資産に対し、株価が何倍まで買われているかを表したものであり、企業が保有する純資産の合計価値を理論上の企業価値と考えると、PBRが高いほど、その企業の株価は割高に評価されていることとなる。ここでは、2015年7月22日時点での各企業のPBRをbloomberg business及び日経会社情報から抽出し、日本、海外それぞれの企業群ごとに平均値を算出した。

次に、企業の成長性への影響を検討するために、SPEEDAより、対象企業の過去10年分（2005年度～2014年度）の入手可能な売上高データを抽出し、企業ごとの年平均成長率及び、企業群ごとの平均値を算出した。

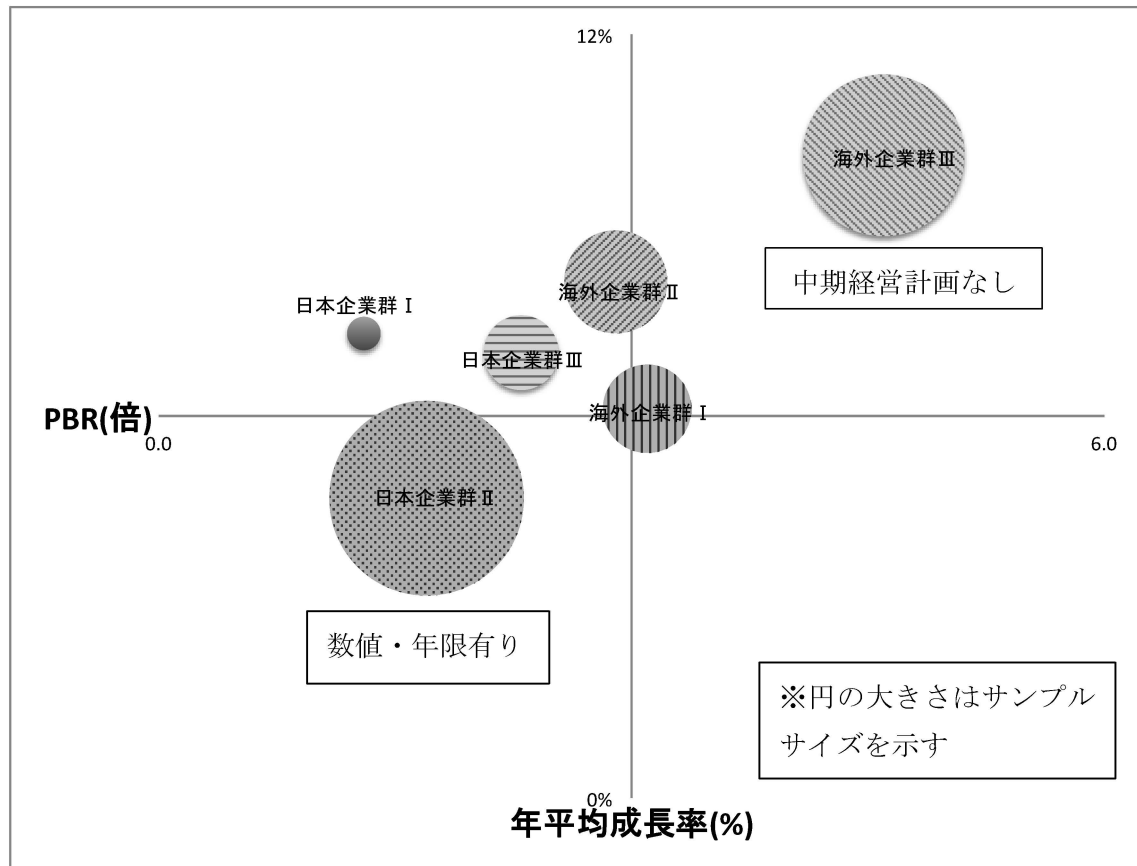
以上の調査結果をまとめたものが下の表2、及び図3である。ただし、図3は、表2の結果を、横軸にPBR、縦軸に年平均成長率をとって企業群ごとにプロットしたものであり、円の大きさは企業群ごとに該当する企業数の多寡を表す。

表2 企業群ごとのPBR及び年平均成長率

	分類	社数	平均PBR（倍）	年平均成長率
日本企業	企業群Ⅰ	2	1.3	7.3%
	企業群Ⅱ	67	1.7	4.6%
	企業群Ⅲ	11	2.3	7.0%
	計	80		
海外企業	企業群Ⅰ	14	3.1	6.1%
	企業群Ⅱ	19	2.9	8.1%
	企業群Ⅲ	47	4.6	10.1%
	計	80		

（筆者作成）

図3 企業群ごとのPBRと成長性の関係



(筆者作成)

図3において着目すべきは、日本の企業群Ⅱと海外の企業群Ⅲの位置である。前述の通り、日本型の中期経営計画が有用なものならば、数値目標と達成年限の両方を設定している企業の方がPBRと成長性が高いという仮説を立てた。しかし図3では、数値と年限の両方を設定している日本の企業群ⅡがPBRと成長性がともに低い第3象限にプロットされているのに対し、そもそも中期経営計画を公表していない海外の企業群ⅢがPBR、成長性ともに高い値を示す第1象限にプロットされており、上の仮説に反する結果が得られた。この結果に対しては、次の2通りの解釈が考えられる。

1つ目は、日本企業が固執する、数値目標と達成年限の両方を設定する中期経営計画は、企業価値評価と成長性に有利な影響を与えないというものである。すなわち、日本型の中期経営計画は企業や投資家にとってあまり有用なものではなく、開示自体が表面的なものにとどまっている可能性が考えられる。

2つ目は、そもそもの企業価値や成長性が低いため、それらを向上させるために数値目標や達成年限の設定が必要だという解釈である。

本稿の調査だけではこうした因果関係の特定まではできないが、2つ目の解釈が成り立つためには、

少なくともそうした目標値が現実的に到達可能なものである必要がある。そこで次節では、これらの経営目標の達成率についても検討を加える。

5. 日本企業の中期経営目標達成率

本節では、日本型の中期経営計画の有用性に関してさらなる洞察を得るため、特に日本企業に焦点を当て、中期経営計画で公表された数値目標の達成率を検討する。

林[2014]によれば、日本企業の中期経営計画に掲げられた数値目標の達成状況は表3の通りである。

表3 中期経営目標に掲げられた財務目標の達成状況

	売上高目標	営業利益目標	経常利益目標	当期純利益目標	自己資本比率目標
達成	23	10	14	5	2
未達成	100	86	71	45	14
達成率	18.7%	10.4%	16.5%	10.0%	12.5%

(林 [2014], 147項より筆者作成)

表3によると、最も達成率が高い売上高目標においても、達成した企業は全体の20%にも満たず、日本企業が掲げている中期経営目標は達成可能なものであるとはいいがたい。そこで、中期経営目標の達成可能性についてより詳細に分析するため、目標達成率の経年での変化を調査する。

目標達成率の経年変化を見るために、調査対象として、数値目標及び達成年限付きの中期経営計画を過去3回以上開示している企業の抽出を試みた。ただし、目標値と実績値を比較して達成率を測定するため、対象とする中期経営計画は期間が終了済のものに限ることとする。具体的な方法として、まず、

東証一部全上場企業（2015年8月時点で1,897社）を対象に、プロネクサス社のe o lデータベースを用い、「中期経営計画」を検索ワードとし、適時開示検索をかけた。ただし、サンプル期間は下限を設定せず、過去全ての期間を対象とした。検索の結果、のべ782社がヒットした。その後、検索結果をすべて目視で確認し、過去3回以上に渡って条件に当てはまる中期経営計画を開示している企業を抽出したところ、148社が分析対象となった。表4は、分析対象に含まれるA社の、3期間に渡る実際の目標策定と実績値を例示したものである。

表4 複数期間に渡る目標策定と実績値の一例
(東証1部 食料・生活用品業界)

期間		売上高目標		
開始年度	終了年度	目標値 [①]	実績値 [②]	達成率 [②/①]
2006年度	2008年度	10,200億円	10,284億円	100.8%
2009年度	2011年度	11,500億円	10,178億円	88.5%
2012年度	2014年度	10,800億円	12,128億円	112.3%

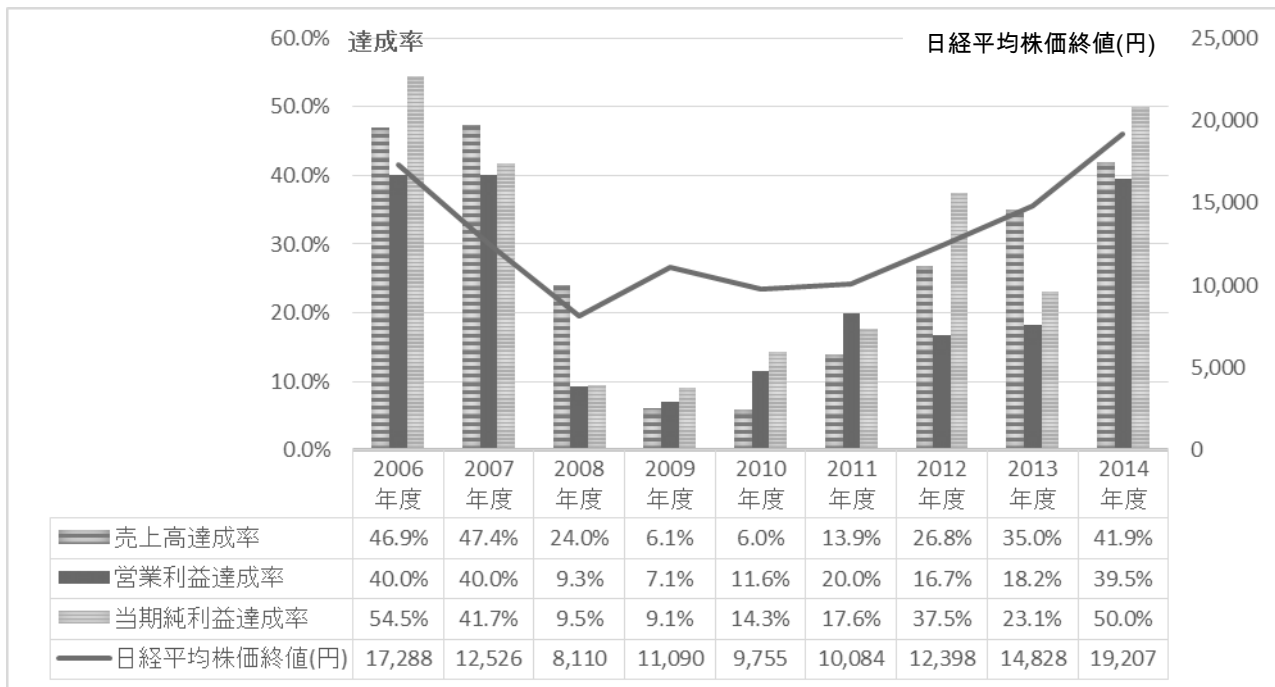
(出所 当該企業が発表している中期経営計画より作成)

A社のケースと同様にして、全調査対象企業148社の過去の中期経営計画の売上高目標、営業利益目標、及び当期純利益目標⁶の達成率を測定し、計画が終了した年度ごとに、各年度の平均達成率を日経平均株価終値⁷の推移とともにグラフにまとめたものが下の図4であり、表5は各年度の経営指標ごとのサンプル数を示す。

⁶ サンプル企業内での開示割合が高かったため、ここでは売上高、営業利益、当期純利益の3つの経営指標を達成率の判断基準として用いる。

⁷ 年度ごとの日経平均株価終値は、3月決算企業の年度末の日の日経平均株価終値を用いている。例えば2006年度の日経平均株価終値には、2007年3月31日の日経平均株価終値を用いる。

図4 景気変動と中期経営目標達成率の関係



(筆者作成)

表5 各年度の経営指標ごとのサンプル数

	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度
売上高	32	38	50	33	50	36	41	40	43
営業利益	25	35	43	28	43	30	36	33	38
当期純利益	11	12	21	11	14	17	16	13	16

(筆者作成)

複数期間に渡って中期経営目標を策定している企業であれば、学習効果によって経年での目標達成率向上が見られるのではないかと考えたが、図4からは、学習効果による著しい達成率の向上は見られない。むしろ、企業が中期経営目標を達成できるか否かは、株価の変動、換言すれば景気の変動と強く連動していることが読み取れる。

以上の調査より、日本企業が掲げる数値目標及び達成年限付きの中期経営目標は、そもそもの達成率が低く、また景気の変動に大きく左右されてしまうことから、実現可能性が高いものであるとは考えにくい。実現可能性が低く、企業価値評価や企業の成長にも寄与しない日本型の中期経営計画は、企業にとっても投資家にとっても有用性が低いと言わざるを得ないであろう。それでは、日本企業はどのようにして中期経営計画と向き合っていくべきなのだろうか。

6. 日本企業はどのようにして中期経営計画と向き合うべきか

本節では、前節までの調査結果を受けて、日本企業の中期経営計画開示のあるべき姿を検討する。

第4節及び第5節の検証より、大多数の日本企業が公表している数値目標と達成年限の両方を掲げた中期経営計画は、①企業価値評価や成長性といった企業のパフォーマンスの向上に寄与していない、②目標達成の可否は景気の変動に大きく左右されており中期経営目標に情報の信頼性がない、という2つの問題を抱えていることが分かった。

しかし、②の問題点に関しては、経営環境の変化や景気の動向が激しく移り変わる現代において、正確な将来予測をし、投資家に対して信頼性の高い情報を提供することは極めて困難であると考えられる。

むしろ、こうした変動の激しい時代においても継続して高いパフォーマンスをあげるためには、中長期的な視点に立ち、企業外部の要因に惑わされない経営体制を構築することが重要であり、中期経営計

画もそれらの一助として機能するべきである。しかし、企業群Ⅱに含まれる企業は、中期経営計画の策定及び実行に際して、目先の目標達成に傾倒するあまり、結果として長期の成長率や企業価値の評価に悪影響が及んだ可能性が考えられる。そこで、以下では、実際に企業価値の創造や長期での成長に成功している企業を参考に、日本企業の中期経営計画の方針を探っていく。

持続的な価値創造に成功している企業の特徴の1つに、企業全社としての長期ビジョンが掲げられており、中期経営計画を長期ビジョン達成のための手段として活用していることが挙げられる。ここでいう長期ビジョンとは、中期経営計画の上位の概念であり、単なる事業戦略や経営目標の描写にとどまらず、将来的に企業がありたい姿、及びそれに向けた取り組みを描き出すものである。持続的な価値創造や成長のためにはこうした長期ビジョンを掲げることが肝要であり、コーポレートガバナンス・コードにおいても、中長期的な企業価値創造の基礎となる経営理念を策定することが要請されている。

加賀谷〔2013〕は、価値創造企業の特徴として、投資家に長期的な競争優位の構築のための活動が丁寧に説明されていること、及び、経営計画の進捗が

「見える化」されていることを挙げている。実際に、日本の企業群Ⅱを、①企業としてのビジョン（将来あるべき姿）を掲げており、それを達成するためのベンチマークとして中期経営計画を活用している企業（以下、企業群Ⅱ－iとする）と②単にこれまでの経営成績を引き延ばしただけの中期経営計画策定にとどまっている企業（以下、企業群Ⅱ－iiとする）の2つのサブグループに分別すると、企業群Ⅱ－i（22社）の平均PBRは2.0倍であるのに対して、企業群Ⅱ－ii（46社）の平均PBRは1.6倍となっている。

また、中期経営計画に加えて長期ビジョンを外部へ公表している企業の方が安定株主の比率が高い傾向も見られる。ここでは、宮島他〔2003〕の方法を参考に、安定株主比率を「金融機関の持株比率＋金融商品取引業者の持株比率＋その他の法人の持株比率－大株主に含まれる投資信託の持株比率」と定義し、直近の終了済事業年度の有価証券報告書に記載された所有者別持株比率のデータを用いて各社の安定株主比率を算出した。表6は企業群Ⅱに含まれるある企業の安定株主比率の算出例である。

表6 安定株主比率算出の一例
(東証1部 小売業)

区分	株式の状況（１単元の株式数100株）								安定株主比率 [①+②+③-④]
	政府及び地方公共団体	金融機関	金融商品取引業者	その他の法人	外国法人等		個人その他	計	
					個人以外	個人			
所有株式数の割合（％）	－	32.2％[①]	1.8％[②]	18.4％[③]	11.7％	0.0％	35.9％	100.0％	46.6％

※大株主に含まれる投資信託の持株比率 5.94%〔④〕

(出所 当該企業が発表している有価証券報告書より作成)

企業群Ⅱ－iと企業群Ⅱ－iiの安定株主比率の平均値を比較すると、企業群Ⅱ－iの値が36.4%であるのに対して、企業群Ⅱ－iiの値は33.8%にとどまっており、長期ビジョンの公表によって株主構成が長期的な経営に有利な方向へ動いている可能性が考えられる。

すなわち、中期経営計画を単なる経営目標として掲げるのではなく、長期ビジョンと有機的に結合させることによって、価値創造へ向けたより持続的な経営体制の構築が可能となる。

また、中期経営計画を長期ビジョンと共存させるという考え方に反して、中期経営計画の公表自体を中止してしまうという方針も考えられるであろう。第4節の図3において、数値目標及び達成年限付き

の中期経営計画を発表している日本の企業群Ⅱより、中期経営計画を発表していない日本及び海外の企業群ⅢがPBR及び成長性の面において優れていることから明らかなように、中期経営計画を公表していない企業も企業価値創造や長期での成長に成功している企業であると言える。

こうした点は、北平・柿澤〔2013〕が指摘するような中期経営計画開示の弊害が存在する可能性を示唆している。つまり、今日のような外部環境の変化が激しい時代においては、中期経営計画等で設定した数値目標が環境の変化によって達成困難になることも多く、またその目標に固執するあまり適切な経営ができなくなってしまう危険性もあるということである。

もし中期経営計画を公表しないのであれば、数値目標に固執する必要もなく安定的な経営が可能になるとともに、中期経営計画を策定・公表する際に発生していた時間的・人的コストを削減することができる。また経営ビジョンや事業戦略などの定性情報を3年から5年程度の周期で公表する中期経営計画ではなく、毎年公表するアニュアルレポートなどで説明することで、より高い頻度で投資家に定性情報を開示することができるようになる。

このような企業のモデルケースとしてセブン&アイホールディングスがある。セブン&アイホールディングスでは平成20年4月10日に公表されたものを最後に中期経営計画の公表を中止しており、決算時に発表される来期の業績見通しを除けば、中長期的な業績予想や経営指標の目標値も開示していない。その一方で一年ごとに「事業概要（投資家向けデータブック）」を発行しており、その中で商品戦略や出店戦略などの定性情報を説明するとともに、国内の小売業の動向や業界における自社のマーケットシェアなどの投資判断に有用な情報も掲載している。このような積極的な情報開示に対する姿勢は市場からも高く評価されており、2014年には日本IR協議会のIR優良企業賞を受賞している。セブン&アイホールディングスのケースは、中期経営計画の公表を中止することでより効果的かつ効率的な情報開示が可能になることを示唆していると言えるだろう。

7. おわりに

本稿では、日本の中期経営計画開示の特殊性、有用性、そしてあるべき姿を明らかにすることに焦点を当てた。

特殊性の調査では、日本の中期経営計画を海外のものと比較することにより、日本企業は数値目標及び達成年限に固執した中期経営計画を公表しており、さらに目標とする指標にも違いがあることを明らかにした。また、こうした特徴をもつ日本型の中期経営計画は、企業価値評価及び企業の成長率にポジティブな影響をもたらしておらず、さらに目標達成自体が景気の変動に大きく左右されてしまうことも明らかになった。すなわち、日本経済全体が右肩上がり成長していた時代の、掲げてさえいれば良かった目標はもはや無意味なものであり、日本企業は中期経営計画の位置づけを見直す時期に差し掛かっていると言えるだろう。

こうした現状に対し、我々は中期経営計画をより有益なものとするために、中期経営計画と長期ビジョンの共存、及び中期経営計画の公表自体を中止してしまうという2つの案を提示した。しかし、

我々が提示した2つに視点にとらわれることなく、各々の企業が、自社の経営ビジョンに合致した中長期の経営目標及び達成のための戦略を立案、開示することを通じて、中期経営計画が形骸化している現状を打破しなければならない。中期経営計画は、ただ公表するかしないかではなく、どのように公表するか、もしくは公表しないのならどのように投資家との対話をはかっていくのかまで踏み込んで考えなければならない段階に突入している。

最後に、本稿では十分に分析することができなかった点が3つある。1つ目は、サンプルを売上高が業種内で上位の企業に限定してリサーチを行ったため、売上高があまり大きくない中堅企業や中小企業などの中期経営計画の特殊性や有用性については分析することができなかったことである。2つ目は、中期経営目標の達成率に関して日本企業のみを対象にして調査を行ったため、海外企業の中期経営目標の達成率については分析することができなかったことである。3つ目は、海外企業が日本企業と比べてあまり中期経営計画を公表していないという実態を把握することはできたものの、その理由については調査することができなかったことである。中堅市場や中小企業も含めた全上場企業の中期経営計画の特殊性や有用性、及び企業の売上高規模によるこれらの違いを分析すること、また日本企業と海外企業を中期経営目標の達成率という観点から比較、分析すること、そして海外企業が中期経営計画を公表しない理由を分析することが今後の課題である。

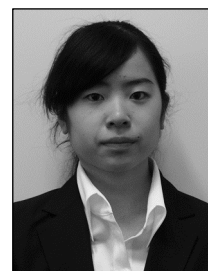
謝辞：本稿の執筆に際し、ゼミ指導教員の円谷昭一先生に、お忙しいなか貴重なご指導をいただいたことに感謝いたします。

参考文献

- 加賀谷哲之 「持続的な企業価値創造のためのIRの課題と展望」『ディスクロージャーニュース』Vol. 22, 2013年10月.
- 北平至・柿澤健一朗 「中長期的な企業戦略のあり方について～投資家の期待をふまえたあるべき姿」『Mizuho Industry Focus』Vol. 126, 2013年3月.
- 杉浦秀徳・浦野大介 「企業価値向上を目指す中期経営計画の構造と今後のあり方」『証券アナリストジャーナル』Vol. 52 No. 12, 2014年12月.
- 林寿和 「中期経営計画の開示行為に対する株式市場の反応の検証」『企業会計』Vol. 66 No. 7, 2014年1月.
- 宮島英昭・原村健二・江南喜成 「戦後日本の株式所有構造～安定株主の形成と解体」『PRI Discussion Paper Series』No. 03A-13, 2003年5月.

「銀行における株式保有の実態と
その積極的開示に関する提案」

中野 智絵（東京経済大学 経営学部3年）
横田 眞奈弥（東京経済大学 経営学部2年）



第1章 はじめに

東京証券取引所と金融庁が共同事務局となり組織された「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」は、2015年3月5日に「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」を公表した。その原則1－4において、政策保有株式、いわゆる持合株式に関しての方針や議決権行使に関する基準の策定・開示が要求される方向で動いていることが示された。

そもそも相互持合は、第二次世界大戦後の取引所の再開から見られるもので（伊藤〔2011〕、p. 17）、60年以上もの期間にわたって行われている。相互持合の現在までの展開を概観すると、1980年代までは相互持合が積極的に行われていたが、1990年代のいわゆる「バブル崩壊」以降は、株価の下落や金融庁による施策をうけて相互持合は解消に向かっていった。

1990年代以降は、企業の財政状態への影響から相互持合は企業が自主的に行っていたが、2005年以降、一般事業会社間の持合は増加傾向にあり、銀行においてはやや減少傾向にあるという（宮島・新田〔2011〕、p. 17）。この要因として、取引先や歴史的に親密な一般事業会社、あるいは、敵対的な大株主という共通の脅威に直面する他の一般事業会社との間で相互持合を強化し、経営者自身の便益を守るため行動と説明されている（宮島・新田〔2011〕、pp. 20-21）。

このように、銀行は一般事業会社に比べて相互持合を強化する傾向にはないが、監督官庁である金融庁から相互持合のさらなる減少が要請されている。たとえば「平成27事務年度 金融行政方針」によると、3メガバンクグループに対してであるが、金融システムの健全性維持のために、システム上重要な銀行の政策保有株式の縮減等の株式リスク・金利リスクの管理が要求されている（金融庁〔2015〕、p. 17）。それは、銀行の経営状態が企業・経済の持続的成長と安定的資産形成などの国民の厚生増大に大きく影響するからである（金融庁〔2015〕、p. 1）。

しかし銀行による相互持合は、国内企業全体としては減少傾向にあるものの、いまだゼロになっていない。そのことは、上記のコーポレートガバナンス・コードの公表をはじめとして、金融庁を中心に相互持合の解消を積極的に進めているものの、銀行にとって相互持合には一定の意味があることを示すものである。

本稿では、上記のように近年とくに、金融庁が力を入れている銀行における相互持合の現状に注目し、ディスクロージャーの観点から、個々の銀行の有価証券報告書における「株式の保有状況」の項目に着目した。現行の開示制度を見る限り、情報利用者が銀行の相互持合の状況を把握しやすいと言えるものではない。その結果、どのような持合関係にあるかという事実を確認することが困難であり、有価証券報告書に記載が要求されているにもかかわらず、投資意思決定の材料としては不十分であるといえる。そのため、まず、銀行による株式の保有状況の分析を行い、その結果を踏まえたうえで、情報利用者にとって価値のある株式の保有状況、とくに相互持合に関する情報の開示方法を提案することを本稿の目的とする。

本稿の構成であるが、第2章では、企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令の公布に伴った制度変更について整理し、相互持合のメリット、デメリットを示した。第3章では、本稿の分析方法について述べたのち、保有株式数を増減させた銀行がどの程度存在するのか分析を行う。第4章では、株式保有銘柄を銀行と一般事業会社に区分し、さらに銀行においては、都市銀行と地方銀行に区分して銀行の持合状況についてより詳細に分析を行う。第5章では、分析結果を元に、株式の保有状況における開示内容の問題点を指摘しつつ改善策の提案を示す。そして最後に、本稿のまとめを行うとともに、今後の課題を提示する。

第2章 株式持合に対する金融庁の認識と銀行における株式持合の意義

2010年3月31日に「企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令」が公布され、上場企業は有価証券報告書に投資株式の保有状況を開示することが義務付けられた。投資株式は、もっぱら株式の価値の変動または株式に係る配当によって利益を受けることを目的として保有する「純投資目的で保有する株式」と、取引関係の維持・発展等

を目的とするいわゆる政策投資目的によって保有する株式の「純投資目的以外で保有する株式」に区分される。この区分に対し金融庁は2010年に発表した「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」において図表2-1のようにコメントしている（金融庁〔2010〕、p.48）。また、「純投資目的以外で保有する株式」の開示については図表2-2のような経過措置が取られた。

図表2-1 コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方

提出会社による株式の保有には、…。そこで、今般の改正では、提出会社がその主観の内容に従って適切に個別銘柄開示の対象銘柄を分別することができ、かつ投資者の投資判断に有益な情報を提供する観点から、純投資目的か否かという保有目的を個別銘柄開示が必要となりうる銘柄であるか否かの基準とした上で、一定の上位銘柄に該当する純投資目的以外の目的で保有する株式については保有目的を具体的に記載することとしました（開示府令第二号様式記載上の注意(57) a (e) ii）

図表2-2 「純投資目的以外で保有する株式」の開示における経過措置

	銀行等以外の会社（一般事業会社）	銀行等（銀行・保険会社）
2010年 3月期	貸借対照表計上額が提出会社の資本金の1%を超える銘柄。ただし、銘柄数が10に満たない場合は貸借対照表計上額の上位10銘柄。	貸借対照表計上額の上位10銘柄。
2011年 3月期	貸借対照表計上額が提出会社の資本金の1%を超える銘柄。ただし、銘柄数が30に満たない場合は貸借対照表計上額の上位30銘柄。	貸借対照表計上額が提出会社の資本金の1%を超える銘柄。50銘柄を上限とする。ただし、銘柄数が30に満たない場合は貸借対照表計上額の上位30銘柄。
2012年 3月期	上記と同じ。	貸借対照表計上額が提出会社の資本金の1%を超える銘柄。ただし、銘柄数が30に満たない場合は貸借対照表計上額の上位30銘柄。

（開示府令案より作成）

図表2-3 相互持合に対する金融庁の意見

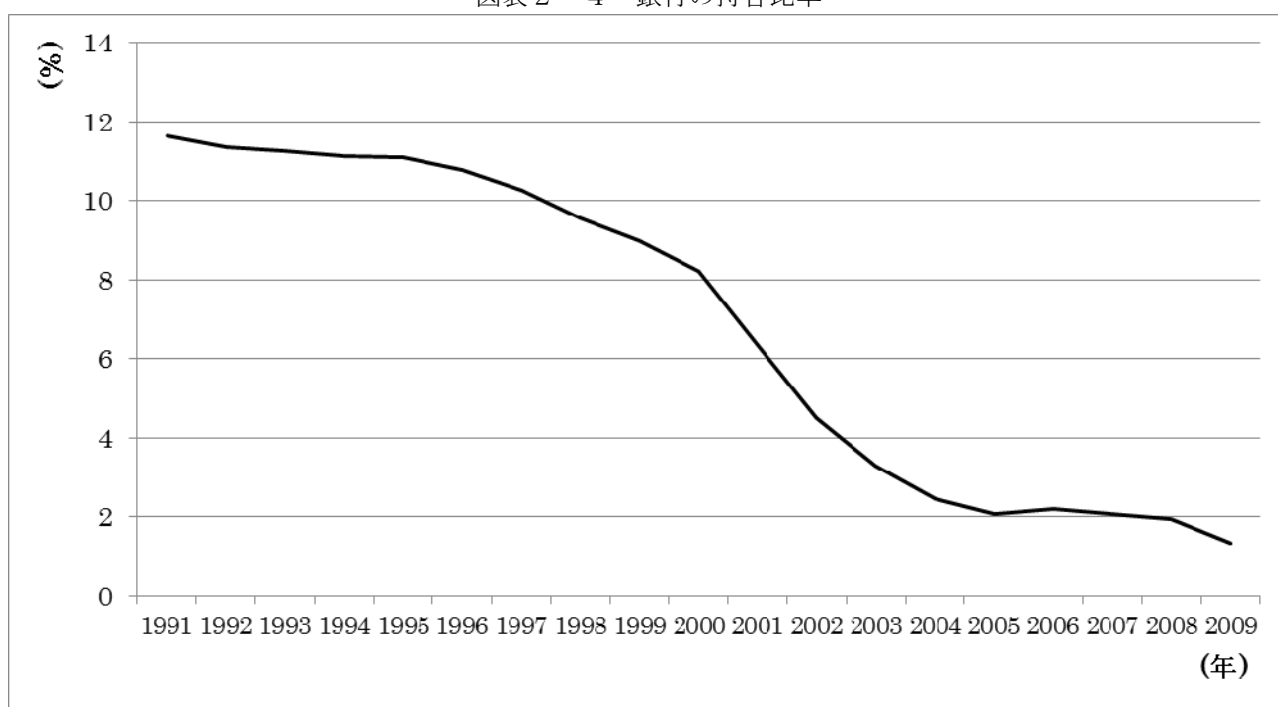
こうした中で、既に一部の会社においては、持合いの状況についての自主的な開示が行われているところであり、このような開示の一層の促進を図ることが適当である。また、相互に又は多角的に明示・黙示の合意のもとで、株式を持ち合っているような一定の持合い状況の開示について、制度化に向けて検討されるべきである。なお、この関連では、銀行等の保有株式や銀行等と事業会社の間の持合い株式について、銀行の経営の健全性を確保し、過度の信用収縮を防止する観点から、平成24年3月末までの時限の措置として、銀行等保有株式取得機構による株式等の取得が再開されているところであり、持合いの解消を進め、株主によるガバナンス機能の強化を図っていく観点からも、その積極的な活用が望まれる。

金融庁は本制度が施行される前年である2009年6月に金融審議会を開き、「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディーグループ」の報告を公表した。そこでは株式の持合いについても取り上げており、図表2-3とコメントしていることから、「株式の保有状況」の開示を制度化した背景には、株式の相互持合の明確化および解消の意図がうかがえる（金融庁〔2009〕、p. 8）。

相互持合について歴史的に見ると、戦後の財閥解体によって放出された株式が一般事業会社や銀行によって吸収されたことにより形成された。その後の資本自由化・会社法施行に伴う三角合併の解禁によ

り外資・競争相手による敵対的買収が増加することに対する防衛策として有効であることが認識されたことを背景に相互持合は増加していった。しかし、1990年代を節目に①自己資本比率規制、②時価会計導入、③銀行等保有株式取得機構および日本銀行の銀行保有株式買い取り、④株価指数の浮動株化などによって相互持合は年々解消しつつあると言われている（吉川・伊藤〔2005〕、pp. 41-66）。とくに、図表2-4にあるように今まで相互持合の中心となっていた銀行による相互持合解消が進展しているという主張が多くみられる。

図表2-4 銀行の持合比率



（伊藤〔2011〕より作成）

銀行の相互持合については利点と問題点の両方が存在する。利点としては①敵対的買収の防止、②安定的な長期系列取引関係の維持、③情報の非対称性によるエージェンシーコストの節約効果、④静かな株主としての相互保有株主の獲得等が挙げられるが、この利点においては一般事業会社の持合と変わらない。一方で、問題点においては、①産業支配の懸念、②利益相反、③株価変動リスクの拡大と本業務への影響、④セーフティーネットの利益の漏出等、銀行特有の問題点が多く論じられている（野村〔2013〕、pp. 10-13）。このように持合という状況について利点と問題点の両面が示されていることからわかるように、一概に株式の保有を継続または売却つまり持合の解消をすべきという主張をすることは非常に困難である。

しかし、提出会社が株式保有によって他企業とどのような関係を結んでいるのかという情報は投資家に対して、投資のリスクもしくは安心材料の提供となり、意思決定に有用な情報であると考えられる。そのため、持合の是非は別にして、その状況が利害関係者に適切に開示されていることが重要となる。そこで、次章ではまず初めに銀行における株式保有状況の現状分析を行う。

第3章 分析方法と銀行による株式取得状況の概要

本章では、銀行による株式の保有状況を分析する。データベースには『e o l』を利用し、制度が施行された2010年3月期、開示における経過措置が終了した2012年3月期、直近の2015年3月期の有価証券報告書を確認できた国内に上場している銀行77行を

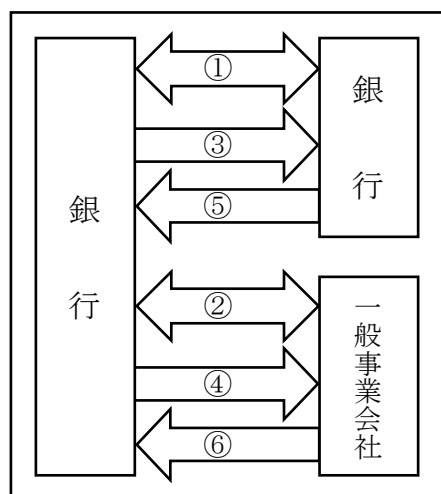
分析対象とした¹。なお、以下ではそれぞれ2010年、2012年、2015年と省略する。

分析方法の概要としては、まず、銀行における相互持合の状況を明確にするために、銘柄ベースで銀行の株式保有の変化を分析した後、銀行の相互持合の状況の分析を行った。本稿では相互持合の定義を「お互いが株式を保有している株式」とし、当該銀行の有価証券報告書の「5 コーポレートガバナンスの状況等」の「株式の保有状況」に掲載されている

銘柄で、当該銀行の株式を保有していることが確認された場合に相互持合であると判断した。なお、本分析では結果として、銘柄ベースでは株式の相互持合の解消は見られなかった。

そこで、次章では株式数をベースにさらに詳細な分析を行った。本稿は銀行を中心としているため、保有相手を対銀行と対一般事業会社とに区分した。また、株式の保有形態は以下の6パターンが考えられる（図表3－1参照）。

図表3－1 株式の保有形態



- ① 銀行対銀行の相互持合
- ② 銀行対一般事業会社の相互持合
- ③ 一方的に当該銀行が他の銀行株式を保有する片側持合
- ④ 一方的に当該銀行が一般事業会社の株式を保有する片側持合
- ⑤ 一方的に他の銀行が当該銀行の株式を保有する片側持合
- ⑥ 一方的に一般事業会社が当該銀行の株式を保有する片側持合

本稿では相互持合を「お互いが株式を保有している株式」としたのに対し、片側持合の定義を「相互ではなくどちらか片方が保有している株式」とする。また、今回の分析では上記の①および②に焦点を当てることにした。

さらに、銀行はみずほフィナンシャルグループ、三菱UFJフィナンシャル・グループ、三井住友フィナンシャルグループ、およびそなホールディングスの4行から構成される都市銀行と、その他地方銀行（地方銀行＋第二地方銀行）とに分けることができる。都市銀行は全国規模の営業を行い、総合的な金融サービスを提供する役割を担う。また、後の分析から、都市銀行は国内の銀行株式よりも海外の銀行株式を保有する傾向があり、活動を海外も視野に入れて行っている。それに対し、地方銀行は各都道府県に営業基盤を築き、地域に密着した営業を行い、地域経済を支える役割を担う。また、近年では地方銀行の経営基盤の脆弱性について多く論じら

れており、国内の銀行との関係を強化または維持していることが考えられる。よって、都市銀行と地方銀行はそれぞれ資金力や活動拠点、役割が大きく異なるため、分析の際に区分することにした²。

第4章での分析方法としては、銀行における対銀行および対一般事業会社の株式取得状況と相互持合の状況を分析した後、当該銀行の株式を保有する銀行および一般事業会社の状況を分析することにより、株式市場に流通しにくい株式の現状を明らかにした。

それでは分析に移ることにする。まず、銀行の株式取得状況の分析を行う。銀行の保有株式について、以下の3つに分類し銘柄数をカウントした。

- ① プラス：新規購入および買い増し（株式数の増加）
- ② マイナス：売却（株式数の減少）
- ③ 変化なし：保有株式数の維持

¹ 紀陽銀行、トモニホールディングス、北洋銀行、じもとホールディングス、東京TY、島根銀行、足利ホールディングスはデータ不足により除外。セブン銀行はネット銀行であるため除外。三井住友トラストホールディングスは信託銀行であるため除外。

² 三菱UFJフィナンシャル・グループHP、週刊ダイヤモンド、十六銀行HPより

分析結果は図表３－２のとおりである。2010年から2012年にかけては銀行が保有する銘柄の株式数が73%のプラスであったが、この２年間は経過措置によって掲載される銘柄数が異なるため、その影響を受けていることが考えられる。しかし、マイナス（7%）や変化なし（20%）という結果についても同じように影響を受けているため、制度が施行されてもなお株式を取得していることがうかがえる。また、2012年から2015年にかけては変化なしが49%であり、マイナスが18%であることから、株式の売却は積極的には行われず、一度取得した株式を現状維持していることが分かった。

次に、同じ方法で銀行の保有株式のうち、相互持合であるものの分類を行った結果が図表３－３である。2010年から2012年にかけては依然として経過措

置の影響を受けている。また、2012年から2015年にかけても約半数が変化なし（52%）であり、プラス（32%）、マイナス（15%）とつづく。図表３－２と図表３－３のデータからわかるように、プラス、マイナス、変化なしの比率がほぼ同じであったため、とくに2012年から2015年にかけて現状維持の傾向が強いことが分かった。

このデータの分析の目的は銀行の相互持合の現状の解明であったが、持合株式の売却よりも買い増しを行った銀行の方が多かった。また現状維持の傾向が強いため、持合が解消されたとは言い難い状況であることが明らかになった。

そこで、次章では株式保有の相手企業を銀行と一般事業会社に分け、銀行の持合状況について詳細に分析を行うことにする。

図表３－２ 銀行が保有する銘柄の株式の増減

	2010－2012			2012－2015		
	プラス	マイナス	変化なし	プラス	マイナス	変化なし
銘柄数	1,977	193	530	1,181	654	1,751
比率（%）	73	7	20	33	18	49

図表３－３ 銀行が相互持合により保有する銘柄の株式数の増減

	2010－2012			2012－2015		
	プラス	マイナス	変化なし	プラス	マイナス	変化なし
銘柄数	1,312	55	198	735	346	1,183
比率（%）	84	4	13	32	15	52

第４章 銀行の相互持合の現状分析

銀行の相互持合は解消していないという前章の結論を受け、その保有状況を株式数ベースにより詳細に分析を行う。第１に、銀行が保有する銀行株および一般事業会社株の推移を見ることにより、銀行の投資意思決定の傾向を明らかにする。第２に、銀行の相互持合を対銀行と対一般事業会社に分けることにより、銀行の主な持合相手を明示し、銀行が結ぶ他企業との関係を明らかにする。第３に、銀行株を保有する銀行および一般事業会社の保有株式を分析することにより、当該銀行の発行済み株式総数のうち、企業によって保有されるために個人株主が入手不可能である株式の実体を明らかにする。そして最後に、企業によって保有される株式の中でもより市場に売却されづらいと考えられる相互保有株式について分析を行う。

まず銀行が保有する銀行株および一般事業会社株についての分析を行う。図表４－１にあるように、銀行株は2010年から2012年にかけて増加し、その後2015年では若干減少した。しかし、先述したように2010年の段階では経過措置によって銘柄の掲載数が10銘柄と限定されているためその影響が大きいと考えられる。そのため、2010年では2012年以上に銀行株式を保有し、2015年にかけて減少傾向である可能性がある。また、都市銀行で銀行株の保有が確認できたのは、みずほフィナンシャルグループと三井住友フィナンシャルグループの２行のみであったため、2015年の段階で地方銀行は国内で上場する銀行の株式を必ず保有している。

図表４－１ 銀行全体が保有する株式数の増減

2010－2012		2012－2015	
銀行	一般事業会社	銀行	一般事業会社
454,340,260	2,168,877,679	△41,709,853	886,383,970

(単位：株)

図表４－２ 都市銀行および地方銀行が保有する一般事業会社株式数の増減

2010－2012		2012－2015	
都市銀行	地方銀行	都市銀行	地方銀行
1,266,395,232	902,482,447	737,170,708	149,213,262

(単位：株)

銀行株と一般事業会社株のそれぞれの増減をみると、2012年から2015年にかけて銀行株が約4,000万株売却されているのに対し、一般事業会社株は約9億株増加していることから、銀行は銀行との関係よりも一般事業会社と関係強化する傾向があることが分かった。また、図表４－２にあるように都市銀行と地方銀行に区分した場合、地方銀行（73行）の保有する一般事業会社株は約1億5,000万株の増加に対し、都市銀行（4行）は7億株以上増加しており、銀行における株式の保有構造の分析結果に都市銀行が与える影響が顕著であった。先述したように都市銀行は全国規模で営業を行っているため、地域密着型の地方銀行よりも一般事業会社株の保有

が多かったのではないかと考えられる。

次に、銀行の相互持合では銀行株も一般事業会社株も著しく増加している。都市銀行と地方銀行で分けてみると、都市銀行で相互保有が確認できたのは2015年の三菱UFJフィナンシャル・グループのみであったため、現在、国内の銀行同士の相互持合は主に地方銀行が行っていることが分かった。また、一般事業会社との相互持合については図表４－３からわかるように、2010年、2012年、2015年の順で銀行株に対し、約10倍、約5.5倍、約6倍の株式数を保有しているため、銀行の主な相互持合の相手は一般事業会社であり、関係の維持強化を図っていることがうかがえる。

図表４－３ 銀行全体が保有する相互持合株式数（単位：株）

2010		2012		2015	
対銀行	対一般事業会社	対銀行	対一般事業会社	対銀行	対一般事業会社
95,095,940	970,217,852	505,509,358	2,794,090,951	562,469,420	3,335,124,885

(単位：株)

以上のことから、株式数ベースで分析を行った際にも、地方銀行間での相互持合に若干の解消が見られたものの、銀行全体としては解消されているとは言えない結果となった。

次に、当該銀行の株式を保有する企業の保有株式について分析を行う。分析対象である77行の発行済み株式総数を合計し、そのうち企業（銀行＋一般事業会社）によって保有される株式数の割合を示したのが図表4－4である。企業が保有する株式はすなわち、市場には流通せず個人投資家が入手不可能な

株式である。2010年を除けば、都市銀行や地方銀行に関わらず約1割が株式市場に流通しない株式であることが分かった。また、銀行ごとに比率のばらつきが大きく、発行済み株式総数のうち約2割が保有される銀行が2015年の段階で8行存在した³。図表4－5より銀行と一般事業会社ごとの比率の変動を見ると、一般事業会社による保有株式が2012年から2015年にかけて0.58ポイント減少したことから、一般事業会社は銀行株の売却を進めているようである。

図表4－4 銀行の発行済み株式総数のうち企業によって保有される株式の割合

	2010	2012	2015
銀行全体	7.56	9.66	8.95
都市銀行	9.37	9.35	8.38
地方銀行	5.27	10.22	10.25

(単位：％)

図表4－5 銀行の発行済み株式総数のうち企業によって保有される株式の割合の増減

2010－2012		2012－2015	
銀行	一般事業会社	銀行	一般事業会社
0.56	1.33	0.04	△0.58

(単位：％)

図表4－6 銀行の発行済み株式総数のうち企業との相互持合によって保有される株式の割合の増減

2010－2012		2012－2015	
銀行	一般事業会社	銀行	一般事業会社
0.73	0.09	1.65	0.19

(単位：％)

³ 愛知銀行（22.71％）、伊予銀行（40.73％）、四国銀行（23.04％）、静岡銀行（29.48％）、十六銀行（25.79％）、第四銀行（20.40％）、千葉銀行（20.40％）、東邦銀行（19.90％）

同じように相互持合のデータの分析を行った結果が図表4－6である。持合の際には片側保有に比べ売却が困難であり、より株式市場に流通しづらい株式であるといえる。銀行と一般事業会社ともに保有株式数は増加しており、双方の比率を合わせると発行済み株式総数のうち2012年と2015年で約4％の株式が相互持合として保有されている。相互持合の分析では一般事業会社において2012年から2015年の間に保有比率が0.19ポイント増加した。一般事業会社の銀行株式の保有比率は減少しているにもかかわらず、相互持合株式の比率が増加したことから、企業側は銀行株式の保有について選択と集中を行っているようである。

これまでの分析から明らかになった点は、以下の4点である。

- ① 銀行による相互持合は対銀行・対一般事業会社ともに解消されていないこと
- ② 銀行は銀行株を若干売却しているが一般事業会社株の保有は増やし続けていること
- ③ 都市銀行は地方銀行の株式をほとんど保有せず、銀行間の相互持合は主に地方銀行が行っていること
- ④ 銀行の発行済み株式総数のうち、株式市場に流通しない株式は約10％存在すること
また、さらに流通しにくい相互持合による保有株式が約4％存在すること

しかし、これらの事象は現行の開示制度から読み取ることが出来ず、相互持合を含む銀行の株式保有状況や企業間の関係性について適切に把握することが困難である。そこで、次章では前章および本章での分析を基に、ディスクロージャーの観点から「株式の保有状況」についての問題点を抽出し、開示内容の改善に向けた提案を行うこととする。

第5章 改善策の提案

本章では、これまでの分析を行う中で明らかにされた開示内容の問題点を改善するための提案を行う。そこではじめに現行の開示内容を示すことにする。

図表5－1は2015年3月31日にりそなホールディングスが開示した有価証券報告書の一部である。この表から読み取れることは内閣府令で義務付けられているとおり、①銘柄、②保有株式数、③貸借対照表計上額、④保有目的の4点のみであり、この情報から相互持合の有無などを確認することはできない。また、当該年度の株式数や貸借対照表計上額の記載しかないため、前年との比較に手間がかかるという問題点もある。さらに、保有目的では制度上、具体的な保有目的の記載が求められているが、銀行の保有目的の項目をまとめた図表5－2からわかるように「関係の維持・強化」という項目がいずれの年も8割以上を占めており、形式化していることが分かる。2015年では個別企業についての記載などが若干増えているが、記載を行っている銀行は1行しか見られず、期待される機能を果たしていない⁴。

図表5－1 現行制度の開示例

銘柄	株式数 (株)	貸借対照表計上額 (百万円)	保有目的
SMC株式会社	1,959,800	49,186	取引関係の維持・強化のため
スズキ株式会社	13,000,000	34,577	同上
大阪瓦斯株式会社	52,777,081	21,469	同上

(りそなホールディングスの有価証券報告書〔2015〕より作成)

⁴ 該当：みちのく銀行

図表５－２ 銀行の保有目的項目の開示状況

	2010		2012		2015	
	数	比率(%)	数	比率(%)	数	比率(%)
取引関係の維持・強化	628	66.88	1774	63.97	2324	66.29
連携・協力関係の維持・強化	136	14.48	546	19.69	664	18.94
地域企業との関係の維持・強化	43	4.58	26	0.94	119	3.39
銀行取引の維持・強化	5	0.53	54	1.95	55	1.57
戦略上の保有	53	5.64	204	7.36	168	4.79
政策上の保有	25	2.66	73	2.63	87	2.48
安定株主の確保	22	2.34	53	1.91	26	0.74
株式の安定化	13	1.38	38	1.37	27	0.77
情報交換	4	0.43	2	0.07	5	0.14
株式持合	8	0.85	1	0.04	0	0.00
個別企業に対する記載	0	0.00	0	0.00	27	0.77
担保権行使による取得	0	0.00	0	0.00	3	0.09
その他	2	0.21	2	0.07	1	0.03
計	939	100.00	2773	100.00	3506	100.00

図表５－３ 新たに提案する開示フォーマット

銘柄	2014年	2015年			
	株式数 (株)	株式数 (株)	貸借対照表計 上額 (円)	評価差額 (円)	相手企業が保有する提出 会社の株式数 (株)
株式会社〇〇	〇〇 〇〇%	〇〇 〇〇%	〇〇	(△) 〇〇	〇〇 〇〇%

以上のような問題点を踏まえたうえで、図表５－３のフォーマットの記載を提案する。現行のフォーマットとの変更点は以下のとおりである。

- ① 保有株式について相手企業の発行済み株式総数に占める割合の記載
- ② 当該年度に加え、昨年度の株式数の記載および評価差額の記載
- ③ 相互に株式を持合う場合、相手企業が保有する株式数の記載
- ④ 保有目的の記載省略

第１に、相手企業の発行済み株式総数に占める保有株式の割合の記載をすることを提案する。これは、当該銀行の相手企業への関係性の程度を株式数にくわえて割合で提示することにより、相対的に把握しやすくすることを目的としている。

第２に、昨年度の株式数を記載することにより、変動状況の把握が容易になる。また、評価差額を記載することにより時価変動の影響を見ることができる。評価損が発生した場合、情報利用者から不適切

な投資を行っていると判断されることを恐れ売却することが考えられる。仮に、評価損が発生しても売却をしなかった場合、それでも関係を持ち続けたい企業であることを情報利用者に示すことが出来る。

第３に、相手企業が保有する提出会社の株式数を記載することにより、株式の相互持合を一目で確認することが出来る。図表５－２により、直近の２０１５年では保有目的に相互持合の記載がなかったことから、銀行が今後、積極的に持合についての情報を提供するとは考えにくいためにこのような形にした。また、具体的に株式数や発行済み株式総数に占める割合を記載させる理由は、提出会社の発行済み株式総数のうち、売却されづらい相互持合によって保有されている株式を示すためである。

第４に、保有目的の項目は形式化され、投資意思決定の判断材料にはならないと考えたため、記載を省略できることとした。しかし、例えば保有目的が変更された場合や、相手企業との具体的な事柄を記載する場合にのみ、記載が許されることとする。例として、現在、個別企業に対する記載を行っているみちのく銀行の開示内容の一部を図表５－４に示す。

図表５－４ 具体的な記載のある保有目的の例

銘柄	保有目的
株式会社 ＴＴＫ	仙台市に本社を置き、当行の本店所在地である青森市にも支店を有する情報通信設備等の事業会社であり、同社グループとの銀行取引関係の維持・強化を図るため。
株式会社 アークス	同社グループの(株)ユニバースは当行の主要営業地域である八戸市に本社を置くスーパーマーケットチェーンであり、従業員取引も含めた総合的な銀行取引関係の維持・強化を図るため。
株式会社 アルバック	同社グループのアルバック東北(株)は当行の主要営業地域である八戸市の誘致企業で、同社の東北における真空装置の生産拠点であり、同社グループとの銀行取引関係の維持・強化を図るため。

(みちのく銀行の有価証券報告書〔２０１５〕より作成)

その他、銘柄の開示数は現行の内閣府令を適用し、加えて「純投資目的以外で保有する株式」の中で売却した銘柄を記載する項目を設けることを提案する。政策投資目的で保有する段階で、相手企業と関係を強化・維持する意図が示されているが、その株式を完全に売却するという事は、株式保有による関係を絶ったというシグナルになる。提出会社が株式の保有によってどの企業と関係を持ち、どの企業と関係をやめたのかを示すことは、企業間の関係性を示す観点から重要な情報であると考ええる。

さらに、提出会社は株主名簿によって自社の株式を保有する相手やその株式数を把握することが可能である。そこで、自社の株を保有する銘柄数と株式数および発行済み株式総数に占める割合を記載することを提案する。これにより、提出会社の株式がどれほど市場に流通している株式の把握が可能となり、その情報も投資判断で有用な情報であると考ええる。

以上の提案内容をまとめると、以下の5点である。

- ① 昨年度の保有株式数および貸借対照表計上額の記載により前年比較を容易化
- ② 相手が保有する提出会社の株式数を記載することにより相互持合関係の明確化
- ③ 形式化した有用性の低い保有目的の情報を省略
- ④ 売却した銘柄の記載により提出会社が結ぶ他企業との関係性の明確化
- ⑤ 発行済み株式総数のうち保有株式が占める割合を示すことにより株式の市場流通量を明確化

第6章 おわりに

本稿は、銀行が開示する有価証券報告書の「第4 提出会社の状況」「5 コーポレート・ガバナンスの状況」「株式の保有状況」について着目し、分析を行った。情報利用者にとって価値のある情報の開示方法を提案するため、まず、銀行の保有状況について分析を行った。その結果、銀行による相互持合は現状を維持している状態であり、対銀行・対一般事業会社ともに解消されていないことが明らかになった。

また、株式保有銘柄を銀行と一般事業会社に区分し、株式数ベースにより銀行の持合についてより詳細な分析を行った。その結果、①銀行は銀行株を若干の売却を行っているが、一般事業会社株の保有株式数を増やし続けていること、②都市銀行は地方銀行の株式をほとんど保有せず、銀行間の相互持合は主に地方銀行が行っていることが明らかになった。

続いて、提出会社の発行済み株式総数に占める企業の保有株式の割合について分析を行った。その結果、銀行の発行済み株式総数のうち、企業によって保有され株式市場に流通しない株式は約10%存在することがわかった。くわえて、さらに流通しづらい相互持合による保有株式については約4%存在することがわかった。また、一般事業会社の銀行株自体の保有比率は減少しているにもかかわらず、相互持合株式の比率が増加した。このことから、一般事業会社は銀行株の保有について選択と集中を行っていると考えられる。

以上のように、保有状況について分析を行ってきたが、明らかにされた事象は現行の開示制度から読み取することは出来ず、相互持合を含む銀行の株式保有状況や企業との関係性について適切に把握することは困難である。そこで、上記の分析を基に、開示内容の改善に向けた提案を行った。それは、①昨年度の保有株式数及び評価差額の記載により前年比較を容易化、②相手が保有する提出会社の株式数を記載することにより相互持合関係の明確化、③形式化した有用性の低い保有目的の情報を省略、④売却した銘柄の記載により提出会社が結ぶ他企業との関係性の明確化、⑤発行済み株式総数のうち他企業が占める保有株式の割合を示すことにより株式の市場流通量を明確化、の5項目である。

次に、本稿の限界を5点述べさせていただく。1点目は分析において、現在の経済環境のもとでの分析であるため、株価が下落傾向の場合には異なる企業行動が観察できたかもしれない。2点目は、相互持合と同じように売却されづらい株式の情報である大株主データを分析対象に含めなかったため、流通量に關しての議論が限定的になっていることである。これら2点を踏まえた分析を行った場合、今回とは異なる結果であった可能性がある。続いて、3点目は、国内銀行および一般事業会社に分析対象を限定したため、日本で上場する海外企業の保有状況は考慮されていないことである。4点目は銀行のみを分析の対象としたために上場企業全体を捉えた株式持合の状況の分析にならなかったことである。最後に5点目は、本稿において相互持合を「お互いが株式を保有している株式」と定義したため、有価証券報告書に記載されているもののうちお互いの保有が確認できた場合のみを分析の対象とし、三角持合のような有価証券報告書だけでは把握できない持合株式が含まれていないことである。

最後に、本稿の課題を提示する。本稿では都市銀行と地方銀行の区分を最小としたため、地域別の銀行の動向を観察することができなかった。今回の分

析から株式持合は地方銀行が行っていると明らかになったことから、地域別に相互持合の動向を分析することによってさらに密接な関係を見ることが出来るようになる。また、持合いについて示した6つのパターンのうち、本研究では相互持合のみを分析した

ため、政策投資目的の株式の中で一方的に保有する片側持合についての現状は明らかになっていない。よって、以上の2点を今後の課題にするとともに、本稿の結びとする。

【参考文献】

- 伊藤正晴（2011）「銀行を中心に、株式持ち合いの解消が進展」『大和総研調査季報、新春号』Vol. 1、pp. 90-117
- 伊藤正晴（2011）「株式持ち合いの変遷と展望」『金融』No. 772、pp. 16-24
- 金融審議会金融分科会 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ（2009）『上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて』
- 金融庁（2010）『企業内容等の開示に関する内閣府令（案）等に対するパブリックコメントの結果等について』
- 金融庁（2015）『コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～』
- 金融庁（2015）『平成27事務年度 金融行政方針について』
- 週刊ダイヤモンド（2015）「地銀再編列島 鍵を握る頭取人脈」
- 十六銀行HP (<http://www.juroku.co.jp/recruit/kouza3.html>)
- 中村良佑（2011）「株式保有状況の開示のポイント」『経理情報』、No. 1276、pp. 47-50
- 野村敦子（2013）『銀行の出資規制緩を巡る議論』JRIレビュー、Vol. 2、No. 3
- 野村敦子（2014）「再考、「株式持ち合い」の功罪」『金融ジャーナル』pp. 18-21
- 三菱UFJフィナンシャル・グループ [2015]、『MUFGレポート 統合報告書』(http://www.mufg.jp/ir/disclosure/2015mufg/pdf/data_all.pdf)
- 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』、RITEI Discussion Paper Series 11-j-011
- 横山淳（2010）「株式の保有状況（いわゆる持合い開示）」『大和総研 Legal Tax Report』(<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/law-research/securities/10040101securities.pdf>)
- 吉川満・伊藤正晴（2005）「株式持ち合いは何故解消したか（3・完）」『月間資本市場』、No. 236、pp. 40-66

「第7回プロネクサス懸賞論文」授賞式を弊社にて開催

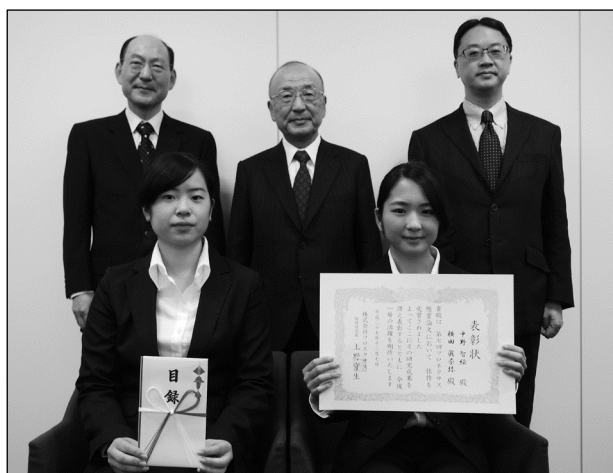
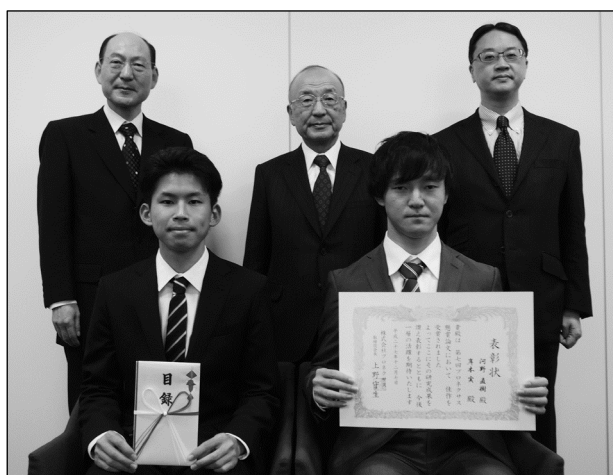
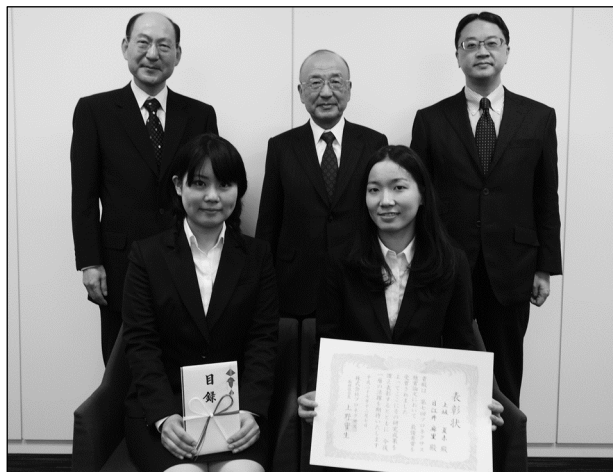
2015年12月7日（月）午前10時30分より、弊社において授賞式を開催し、最優秀賞を受賞された上坂夏未氏および日江井麻里氏、ならびに佳作を受賞された河野直樹氏および岸本実氏、中野智絵氏および横田眞奈弥氏に、表彰状の授与などを行いました。

授賞式には、はじめに、弊社取締役会長 上野守生より挨拶、次いで、表彰状の授与へと移り、最優秀賞を受賞された上坂夏未氏および日江井麻里氏に表彰状と懸賞金（50万円）の目録が、また、佳作を受賞された河野直樹氏および岸本実氏、中野智絵氏および横田眞奈弥氏に、表彰状と懸賞金（10万円）の目録が、弊社会長 上野よりそれぞれに対し贈呈されました。

その後、黒川行治審査委員長（慶應義塾大学商学部教授）から、受賞論文に関するご講評をいただきました。

授賞式後の懇談において受賞された6氏からそれぞれ、受賞についての感想や論文執筆に際してご苦労されたことなどについてお話をいただきました。

2015年12月14日（月）第52回基本問題研究会において、最優秀賞を受賞された上坂夏未氏および日江井麻里氏に研究内容を発表していただきました。



第8回プロネクサス懸賞論文募集のお知らせ
応募締切予定 2016年9月20日（火）

弊社では、本年も引き続き「プロネクサス懸賞論文」を募集いたします。

日本の企業ディスクロージャー・IRをより効果的で効率的なものにする研究活動支援を目的に、学生、

若手研究者、社会人等の方々から、研究レポートやご提案をいただき、資本市場の健全な発展に寄与していきたいと考えております。

《募集要項（概要）》

・テーマ

上場会社のディスクロージャー・IRをより効果的、効率的なものにするための研究および提案。

（但し、実証結果を出すための実証分析は不可。
なお、提案を補強するための実証分析を論文の一部に含めることは可。また、IRの具体的な表示方法等の工夫を提案することも可とする。）

・応募資格

40歳以下（2016年9月20日現在）の日本在住の方。
大学生・大学院生・研究者・一般社会人等。
個人または共同執筆（2名まで）。

・懸賞金額

最優秀賞50万円（1本）、優秀賞30万円（1本）、佳作10万円（若干名）

◎詳細は、弊社プロネクサス総合研究所サイトをご覧ください。

<http://www.pronexus.co.jp/home/souken/info/index.html>

お問合せ先

株式会社プロネクサス プロネクサス総合研究所
懸賞論文係 原口・小川

TEL:03-5777-3032（平日9:00～17:30）

E-mail:souken@pronexus.co.jp

★プロネクサス懸賞論文 受賞作品一覧★

開催回	受賞 内容	氏名 (敬称略)	所属	テーマ	受賞論文・ 講評掲載誌
第7回	最優秀 賞	上坂 夏末 日江井 麻里	一橋大学 商学部3年	「日本における自己株式取得の実態と開示内容改善への提言」	研究所 レポート 第10号 (本号)
	佳作	河野 直樹 岸本 実	一橋大学 商学部3年	「日本企業は中期経営計画とどのように向き合っていくべきか」	
	佳作	中野 智絵	東京経済大学 経営学部3年	「銀行における株式保有の実態とその積極的開示に関する提案」	
		横田 眞奈弥	東京経済大学 経営学部2年		
第6回	優秀賞	高崎 祥徳 野中 菜央	一橋大学 商学部4年	役員報酬開示の実態と有用性向上への提言	研究所 レポート 第9号
	佳作	栗田 奈津希 宮内 拓郎	北九州市立大学 経済学部3年	どのようなディスクロージャー情報が株主資本コストを引き下げるのか —SAAJによるディスクロージャーランキングを利用した実証研究—	
	佳作	松尾 剛行	桃尾・松尾・難波 法律事務所 弁護士	金融商品取引法上のディスクロージャーにおいて虚偽記載等として禁じられる『誤解を生じさせないために必要な重要な事実』と『記載すべき重要な事項』の意義	
第5回	優秀賞	円谷 昭一	一橋大学大学院 商学研究科准教授	外国人投資家の実像とディスクロージャー・IR	研究所 レポート 第8号
	佳作	井上 隆文	東京大学大学院 経済学研究科修士 2年	IFRS基準に基づいて作成された有価証券報告書を利用するにあたっての問題点	
	佳作	飯尾 英晃	京セラ株式会社 経理部	包括利益と表示通貨の選択問題の考察	
第4回	優秀賞	鈴木 智大	亜細亜大学 経営学部専任講師	業績予想の開示戦略と経済的帰結	研究所 レポート 第7号
	佳作	飯泉 潤	東京経済大学 経済学部4年	有価証券報告書における情報開示の課題と改正案 —第2「事業の状況」の総括的な研究とさらなる企業内容開示制度の展望—	
		木村 大樹	東京経済大学 経営学部4年		
第3回	優秀賞	金 鉉玉	東京経済大学 経営学部専任講師	リスク情報開示とリスクマネジメント体制整備に向けた新たな視点 —ディスクロージャー制度の次なるステップへの展望—	研究所 レポート 第6号
		安田 行宏	東京経済大学 経営学部准教授		
	佳作	加藤 良治	一橋大学 商学部3年	マネジメント・アプローチがセグメント情報の開示に与えた影響	
第2回	佳作	國見 真理子	慶應義塾大学大学院 商学研究科修士課程	日本の資本市場における非財務情報ディスクロージャーに関する一考察 —効果的なCSR情報開示に向けたルール作成の必要性について—	研究所 レポート 第5号
	佳作	宮川 宏	専修大学大学院 経営学研究科 博士後期課程	経済的実質セグメントを機軸とした新たなディスクロージャー	
第1回	優秀賞	円谷 昭一	埼玉大学 経済学部准教授 日本IR協議会 客員研究員	事業セグメント情報にみるディスクロージャー制度の展望 —IRを踏まえた基準作成の必要性—	研究所 レポート 第4号 (優秀賞作 品のみ掲 載)
	佳作	山崎 麻美 郡司 麻未	成城大学 経済学部3年	気候変動関連情報の投資家向け開示をめぐる —国際的な開示フレームワークとの関連を 中心に—	

受賞論文・講評掲載誌『研究所レポート』のバックナンバーは、「プロネクサス総合研究所」ホームページのプロネクサス懸賞論文サイト<http://www.pronexus.co.jp/home/souken/info/ichiran.html>からご覧いただけます。

ディスクロージャー基本問題研究会は、ディスクロージャーを巡る諸問題・論点を調査研究するための常設の研究会として、2007年3月に当研究所内に設置された。当研究会は、その都度の先端的テーマを中心に取り上げて外部講師なども招いた研究報告会を行い、知識の蓄積を図るとともに、その成果等を必要に応じて広報または提言していくことを目的としている。2015年においては、収益認識基準とリース会計基準の見直し、連結財務諸表の諸概念と改正基準、統合報告書など、ディスクロージャーに関する国内外の幅広い論点を俎上に上げて研究会を開催した。なお、企業会計基準委員会（ASBJ）や金融庁の公開草案については、必要と思われるテーマに対し、意見表明も行うこととしており、2015年においてはASBJに1件の意見表明を行った。

研究会の委員は、複眼的な討議が行われるよう、研究者、公認会計士、事業会社というディスクロージャーに関わる様々な立場の方々に委嘱している。ご多忙の中、座長・委員の方々にも積極的にご参加いただいており、厚く御礼を申し上げる次第である。

第48回基本問題研究会

日時 2015年5月22日（金）

議題 「収益認識基準とリース会計基準の見直し」

「収益認識基準とリース会計基準の見直し」について、山田 辰己氏（有限責任あずさ監査法人パートナー）による解説、及び質疑応答を行った。

〈報告要旨〉

(1) IFRS第15号（収益認識）のポイント

1. IFRS第15号の設定目的と5つのステップ

- ・米国では、産業ごとに200を超える収益認識のための基準があり、それらを高い次元で統合する収益認識のためのコア原則を明確にすることがIFRSの見直しの根底にある。
- ・収益は、次の5のステップで認識する。
 - ステップ1：顧客との契約の識別
 - ステップ2：契約に含まれる履行義務の識別
 - ステップ3：取引価格の決定
 - ステップ4：取引価格の履行義務への配分
 - ステップ5：企業が履行義務を果たしたときの収益の認識
- ・契約全体の取引価格をそれぞれの履行義務に配分し、その履行義務を履行した時点で当該履行義務に配分された取引価格を収益として認識する。

(2) リース会計基準の見直し

コアとなる原則

- ・オペレーティング・リースについても資産（利用権）及び負債を認識する。
- ・未履行契約をリース取引に限って、未履行契約ではないと扱うことによってリース取引に

係る資産及び負債を認識しようとしている。

- ・サービス要素を含むリース契約では、サービス要素とリース要素を分け、サービス要素には、IFRS第15号（「収益認識」）が適用される。

第49回基本問題研究会

日時 2015年7月9日（木）

議題 ASBJ『繰延税金資産の回収可能性に関する適用指針（案）』に対する意見表明について

2015年5月26日に企業会計基準委員会（ASBJ）より公表されたASBJの「繰延税金資産の回収可能性に関する適用指針（案）」に関して討議し、意見書を取りまとめた。同意見書は7月24日にASBJに提出した。

『経常損失かつ課税所得ありの場合（たとえば棚卸資産の評価損（有税）が毎期発生するような場合）、経常的な利益が確保されていないにもかかわらず、課税所得が安定的に生じているとして分類2に該当すると判断することについて、収益力に基づいた企業の分類といえるのか疑問である。

これまで、会計上の利益で回収可能性を判断してきたのであり、「経常的な利益（損益）」をベースにしつつ、永久差異を加減算するとした方が、より適切ではないか。』など、討議が行われ、その内容をまとめ意見表明を行った。

第50回基本問題研究会

日時 2015年7月17日（金）

議題 「連結財務諸表の諸概念と改正基準」

「連結財務諸表の諸概念と改正基準」について、川村 義則顧問（早稲田大学商学部教授）による解説、及び質疑応答を行った。

〈報告要旨〉

2013年9月13日に企業会計基準委員会から改正「連結財務諸表に関する会計基準」（企業会計基準第22号）が公表され、2015年4月期から適用されることとなった。

従来いわゆる親会社概念に基づいてわが国の会計基準は設定されてきたが、この改正により、より経済的単一体説を重視する方向へ変更されている。

今回の改正によって、連結財務諸表上の当期純利益の概念が、子会社の非支配株主持分に帰属する損益を加減する前の純利益、すなわちエンティティ全体の株主に帰属する当期純利益となった。その意味では、経済的単一体説により整合的な当期純利益の概念となった。

第51回基本問題研究会

日時 2015年9月25日（金）

議題 「「日本企業の統合報告書に関する調査」
－「統合報告」への取組みとその課題－

「「日本企業の統合報告書に関する調査」－「統合報告」への取組みとその課題－」について、新名谷 寛昌氏（有限責任あずさ監査法人 シニアマネジャー）による解説、及び質疑応答を行った。

〈報告要旨〉

(1) 統合報告書とは

企業が統合報告書を発行する目的は「強みと価値創造ストーリー」を伝えることであり、そのために定性的な情報と定量的な情報の融合が図られている。「価値創造」というものを中心に据えたということが特徴的であり、優れた面である。

統合報告書が統合を目指すものは、「経済的価値と社会的価値の統合」（企業の活動が単に営利目的だけでなく、企業の活動の結果、世の中に様々な価値を提供し影響を与える）である。また、もう一つの側面は「定性的な情報と定量的な情報の融合」つまり「非財務情報と財務情報の統合」である。

統合報告書は資本市場における「対話のツ

ル」の一つである。

(2) 統合報告書の発行状況

前提：企業が発行するレポートが統合報告書であることを明確に定義することは難しい
自身のレポートを統合報告書であることを自ら表明している企業は少ない

上記より、ESGコミュニケーション・フォーラムが「国内統合レポート発行企業リスト2014年版」として公表している企業（全142社）を対象に調査している。

- ・発行企業数は2012年から毎年約30社ずつ増加し2015年は約180社になる見込み。
- ・統合報告書の発行部門は広報部門、IR部門、CSR部門が多いが、「適切と思われる部門は」という意識調査ではIR部門の次に経営企画・経営管理部門という回答が多い。
- ・CSR報告書については、統合報告書発行を機に、統合報告書に一本化、若しくは従前のCSR報告書の内容を統合報告書の中にそのまま折り込んで作成しているケースが多い。

第52回基本問題研究会

日時 2015年12月14日（月）

議題 「日本における自己株式取得の実態と開示内容改善への提言」

第7回プロネクサス懸賞論文で最優秀賞を受賞した作品「日本における自己株式取得の実態と開示内容改善への提言」について、上坂 夏未氏、日江井 麻里氏（一橋大学 商学部3年）による解説、及び質疑応答を行った。

〈報告要旨〉

本稿では、自己株式取得に際するディスクロージャーの実態を調査し、問題点の指摘と改善案の提言を行った。自己株式取得の実態とはすなわち、開始アナウンスで公表された予定取得株式数、金額どおりに企業が実際に自己株式取得を行っているのか否かということであり、調査の結果、予定と実際行われた自己株式取得の間には乖離があることが明らかになった。

〈ディスクロージャー基本問題研究会 メンバー〉

座 長 黒川 行治 慶應義塾大学商学部 教授、当研究所顧問

委 員 上田 晋一 成城大学経済学部 教授

委 員 大塚 成男 千葉大学法経学部 教授

委 員 金子 裕子 新日本有限責任監査法人 シニアパートナー、公認会計士

委 員 小林 伸行 名古屋商科大学大学院 教授、公認会計士

委 員 近藤 哲彦 日本無線株式会社 総務本部財務経理部 経理グループ担当課長

委 員 立元 克典 日本板硝子株式会社 経理部 アジア統括部長

委 員 中條 祐介 横浜市立大学国際総合科学部 教授

委 員 山岡 信一郎 山岡信一郎公認会計士事務所所長、公認会計士

顧 問 川村 義則 早稲田大学商学学術院 教授

顧 問 小宮山 賢 早稲田大学大学院商学研究科 教授

顧 問 多賀谷 充 青山学院大学大学院 教授

研究所事務局

(2015年12月末現在、委員・顧問の氏名は50音順)

株主通信 実態調査報告V o I . 12の概要

I はじめに

プロネクサス総合研究所は、毎年、事業年度にかかる株主通信に関する実態調査を行い、その記載傾向を「株主通信 実態調査報告」として取りまとめております。

今回も、「時価総額50億円以上500億円未満の上場企業」を対象として、2014年4月期から2015年3月期までの事業年度にかかる株主通信の記載内容を調査分析し、「株主通信 実態調査報告V o I . 12」として、昨年12月に発刊いたしました。この調査報告により、日本の中堅企業における株主通信の記載実態の概要をご報告することができたものと考えております。

本稿では、その調査報告の概要をご紹介します。この調査報告が、各企業のIR実務担当者への参考資料としてお役に立てれば幸いです。

なお、「株主通信 実態調査報告V o I . 12」の全文は、冊子としてご提供しているほか、弊社会員向けディスクロージャー実務支援サイト“PRONEXUS SUPPORT”からご覧いただけます。

II 調査・分析対象

時価総額50億円以上500億円未満（2015年7月時点）の全上場企業の2014年4月から2015年3月までの間に終了した本決算に関して発行した年次株主通信について、印刷物または各社ウェブサイトに掲載されているデータを入手できた957件を調査・分析の対象としました。

さらに、調査対象から、株主総会招集通知と合冊となったもの、および、株主総会招集通知の添付書類の内容とほぼ同じ（たとえば、内容が法定記載事項で構成され、かつ文章主体である）と判断される「簡易型」タイプ83件を除外しました。

従って、今回の最終的な調査・分析対象の数は、874件となっています。

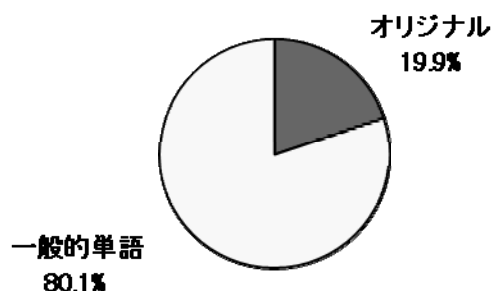
（注）前回調査における調査・分析対象は、1,131件でした。

Ⅲ 調査結果概要

1. 表紙

○ 株主通信にオリジナルタイトルを付けているのは19.9%となる。

株主通信に独自の愛称や社名を入れたオリジナルのタイトルは19.9%ありました。オリジナルのタイトルで社名と組み合わせる言葉は、「レポート」「ビジネスレポート」「通信」が多くなっています。このようなオリジナルのタイトルを採用することで、株主との定期コミュニケーション・ツールであることをわかりやすくする意図があると思われます。



表紙オリジナルタイトルの例（株式会社は略、証券コード順）

独自の愛称例

証券コード	社名	タイトル
2599	ジャパンフーズ	J ANGLE
3831	パイプドビッツ	スパイラル通信
4350	メディカルシステムネットワーク	minamina通信
4463	日華化学	GLOBE
6053	栄光ホールディングス	Provida [プロヴィーダ]
6402	兼松エンジニアリング	Business Reportへんしも
7555	大田花き	Flower Message
7879	ノダ	BINOIE
7991	マミヤ・オーピー	eyes
8087	フルサト工業	Figure フィギュア
8148	上原成商事	YOU通信
9776	札幌臨床検査センター	WELLNESS
9982	タキヒヨー	Talk to

社名と普通名詞の組合わせ例

証券コード	社名	タイトル
2217	モロゾフ	MOROZOFF View
2818	ピエトロ	ピエトロ通信
3069	アスラポート	アスラポートの力
4591	リボミック	RIBOMICation
4301	アミューズ	AMUSE INC. FINANCIAL REPORT
4586	メドレックス	MEDRX Letter
6089	ウィルグループ	WILL-Power
6419	マースエンジニアリング	MARS Journal
6742	京三製作所	KYOUSAN REPORT
6920	レーザーテック	Lasertec News
7435	ナ・デックス	ナ・デックスレポート
7885	タカノ	タカノ通信
8142	トーヨー	toho Vision

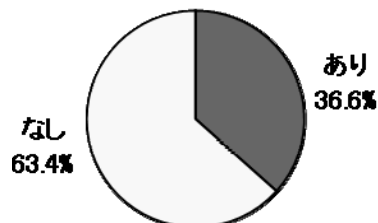
（注）区分は調査メンバーの判断による分類。

調査方法：冊子の表紙に記載されているタイトルに、独自の愛称を使用しているものと、「通信」「レポート」などの一般的単語に社名（略称や英文表記含む）をつなげてタイトル化しているものを「オリジナル」に分類した。

2. 企画項目および事業の概況

① 経営理念を掲載する企業が36.6%に。

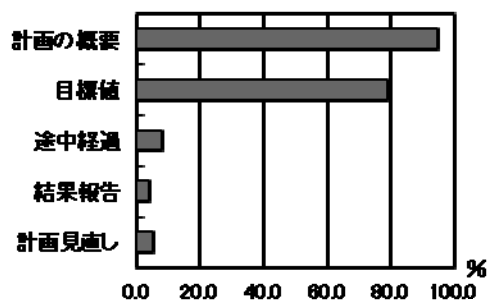
自社の経営理念を株主と共有するために、経営理念を独立した項目として掲載している事例が36.6%あります。掲載箇所は、本文最初の見開きページの冒頭や経営戦略を記載したページにみられます。



② 中期経営計画は、全体の4分の1超の企業が掲載。

中期経営計画の掲載比率は27.3%で、全体の4分の1超にあたる企業が掲載しています。そのうち掲載内容としては、「計画の概要」を95.0%が、具体的な「目標値」を79.1%が記載しています。

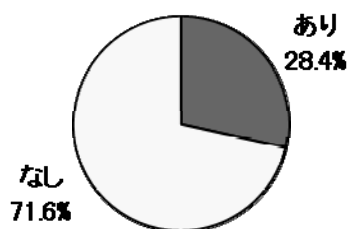
中期経営計画ありの場合の 掲載内容（複数選択）	当期	
	件	%
計画の概要	227	95.0
目標値	189	79.1
途中経過	19	7.9
結果報告	9	3.8
計画見直し	12	5.0
分 母	239	



（注）中期経営計画を掲載している事例を対象に集計している。

③ 経営陣インタビューを、4社に1社が掲載。直接対話形式のような印象を与えることから定着。

経営陣インタビューは28.4%となり、4社に1社が掲載しています。社長・会長などのメッセージをインタビュー形式で掲載することにより、経営トップのリアルな声として印象づけることができる方法として定着しています。

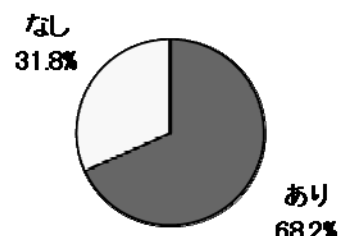


調査方法：見出しに「インタビュー」とある、またはQ&Aなど語る方式になっている事例で、かつ対象者が社長・会長などの経営陣の場合をカウントした。

- ④ トピックス記事や特集記事を掲載している事例は68.2%。自社の魅力をいかに伝えるかを各社が工夫。

事業の概況等の記載に加えて、トピックス記事や特集記事を掲載している事例は68.2%に及びます。写真・イラストを多用し、構成を工夫し、単なる製品紹介、事業拠点紹介にとどまらず、いかに自社の事業の特徴や魅力を伝えるかに各社の創意工夫がみられます。

トピックス・特集等	当期	
	件	%
あり	596	68.2
なし	278	31.8
合 計	874	100.0



トピックス・特集等の例（株式会社は略、証券コード順）

証券コード	社名	概要
2224	コモ	コモのおいしさの秘密
2733	あらた	あらたの役割
2899	永谷園	持株会社体制へ移行について（Q & A形式でトップインタビュー）
2924	イフジ産業	液卵の生産工程
6293	日精樹脂工業	日精樹脂工業の一年間の取り組みをご紹介します。
6363	西島製作所	平成26年度省エネ大賞の最高位 経済産業大臣賞受賞
6419	マースエンジニアリング	マース探検にGO！（連載）
7555	大田花き	花の産地をたずねて（連載） Welcome to大田花き イラストで大田花きをご紹介します。
8089	すてきナイスグループ	当社グループと横浜市が「包括連携協定」を締結
8142	トーホー	一度は行きたい！！ 注目のお店（連載）
8349	東北銀行	盛岡さんさ踊り参加、クールビスの実施・消費電力の節減、岩手町男女ホッケークラブチームに寄付、駅伝競走大会協賛、寄席開催、温室効果ガス排出削減の取り組み
8715	アニコムホールディングス	（小動物医療）予防への取り組みと論文の発表、「ペット長寿国プロジェクト」発足
8769	アドバンテッジ リスクマネジメント	アドバンテッジ リスクマネジメント20年の歩みと未来
8275	フォーバル	常にお客様の視点で『新しいあたりまえ』を創造し続けてきたフォーバル
9036	東部ネットワーク	ラジオNIKKEI『アサザイ』の井上哲男が分析する東部ネットワークのバリエーション
9074	日本石油輸送	海外輸送業務の営業エリアを10カ国に拡大いたしました！
9381	エーアイティー	本年度は大幅な増配を行いました。
9644	タナベ経営	数字で見るタナベ経営
9788	ナック	家を買って掃除して水を飲んだ。それぜんぶナックです。（表紙イラスト）

調査方法：「事業の概況」以外のページで、当期の事業活動から主だったものをピックアップして紹介する「トピックス」があったり、事業部門の紹介などを単発で「特集」として掲載している、あるいは、連載コラム等がある場合を集計している。

⑤ ESGに関連して、社会貢献、CSR活動等を掲載している事例が25.7%となる。

ESG〔E（環境）、S（社会）、G（ガバナンス）〕に関連して、社会貢献・CSR活動・環境対策等に関する記載事例が4分の1の企業にあり、その記載内容も、地域社会への貢献、障がい者支援、文化・芸術・スポーツ振興など多様化しています。また、「BCP（事業継続計画）」、「ダイバーシティへの取組み」、「職場の働きやすさへの配慮」などについての記載も散見されます。

社会貢献活動、CSR活動等を記載している例（株式会社は略、証券コード順）

証券コード	社名	概要
1726	ビーアールホールディングス	人材育成、働きやすい職場整備への取組み
2221	岩塚製菓	新潟県環境賞 受賞
2487	CDG	ハッピーワークプロジェクト始動！「男女ともに働きやすい×働きがいのある職場」を目指して
2676	高千穂交易	ワークライフバランスの推進「次世代育成支援対策推進法」に基づく当社の取り組みについて
2719	キタムラ	NPOや社団法人を特別支援
2818	ピエトロ	全国35ヶ所で食育イベント「野菜嫌いをナオゾ。」開催中
3001	片倉工業	『富岡製糸場と絹産業遺産群』世界遺産に登録
3073	ダイヤモンドダイニング	当社の障がい者雇用管理が「日本の新しい障がい者雇用モデル」として学会で発表
3159	丸善CHIホールディングス	「図書館を使った調べる学習コンクール®」に過去最多5万7千点を超える応募
3580	小松製錬	羽ばたけ未来の科学者たち「子どもマイスターウィーク」に協賛
3630	電算システム	オフィシャルスポンサーとしてFC岐阜を応援
3762	テクマトリックス	テクマトのダイバーシティ 女性の輝く職場を目指して
3794	エヌ・デーソフトウェア	「NDソフトアスリートクラブ」（男子陸上部）の創部 女性の「活躍の場」の拡大 厚生労働省 山形県知事賞 同時受賞
4573	アールテック・ウエノ	株主数に連動した社会貢献活動、従業員の活気あふれる会社であるために
4837	シダックス	CSR活動「Heart&Smileプロジェクト」
4999	セメダイン	創業90周年ベルマーク協賛キャンペーンのテントを寄贈
5018	MORESCO	神戸、赤穂、市原の3市に福祉車両「MORESCO号」を寄贈
6155	高松機械工業	ツエーゲン金沢 オフィシャルパートナー契約
7465	マックスバリュ北海道	電子マネー「WAON」による社会貢献活動、クリーン&グリーン活動、地域に密着した食育活動の推進、植樹活動を通じた環境保全 等
8119	三栄コーポレーション	当社が長年支援を続けているNPO法人日本多発性硬化症協会（日本MS協会）のご案内
8165	千趣会	えがおの森プロジェクト、ピンクリボン、東北復興支援
8167	丸久	食育収穫体験、電気自動車急速充電器を設置
8208	エンチョー	森林保全活動「しずおか未来の森サポーター」への参加
9014	新京成電鉄	環境への取り組み、安全性・サービス向上へ向けた取り組み、沿線価値向上へ向けた取り組み
9119	関西スーパーマーケット	社会貢献への取り組み（はっぴいえコプラザ、ファイブ・ア・デイ食育活動、ファミリーウォークラリー）
9687	KSK	KSKの「健康経営宣言」（従業員の健康増進）

BCP（事業継続計画）関連を記載している事例（株式会社は略、証券コード順）

証券コード	社名	概要
2817	ギャバン	地震などの災害を想定したECP（Enterprise Continuity Plan）訓練を実施いたしました。
6445	蛇の目ミシン工業	「海外危機管理机上訓練」を開催
9306	東陽倉庫	大規模災害に備えて

また、株主通信において、コーポレート・ガバナンスについて言及している事例が3.5%に見受けられました。

コーポレート・ガバナンス関連の記載をしている例（株式会社は略、証券コード順）

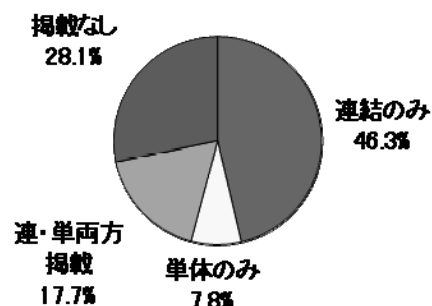
証券コード	社名	概要
2335	キューブシステム	取締役、執行役員の集合写真入りでコーポレート・ガバナンス強化に向けた取り組み、コーポレート・ガバナンス体制図を記載
2480	システム・ロケーション	ビジネスQ&Aの一項目で「コーポレートガバナンス・コードへの対応」をコメント
2737	トーメンデバイス	トップインタビューで、コーポレートガバナンス・コードへの取り組みをコメント
4743	アイティフォー	「監査等委員会設置会社」に移行しました。
6203	豊和工業	当社の新しい機関設計（監査等委員会設置会社）のご案内
6467	ニチダイ	新体制で成長戦略を推進 経営体制の変革「監査等委員会設置会社」への移行・「執行役員制度」の導入

3. 財務情報関連

- ① 株主通信に財務諸表を掲載している会社は約7割。財務諸表の掲載に代わる財務諸表の図解記載、財務ハイライトの記載がさらに充実。

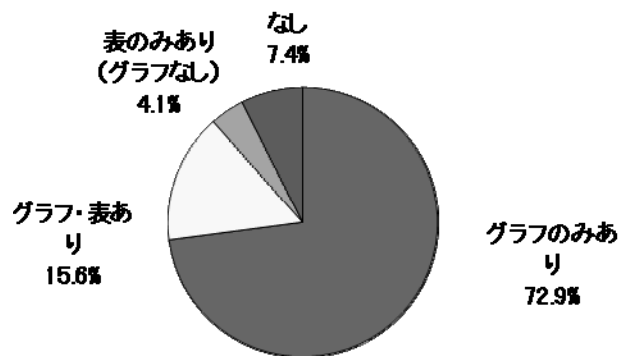
株主通信に財務諸表を掲載している会社は約7割であり、財務諸表の掲載を取りやめた会社が増加傾向です。これらの会社では、財務ハイライトや財務諸表の図解を掲載することにより、個人投資家に対し、財務関連情報のわかりやすい説明をする事例が徐々に増えています。

財務諸表の掲載 連結・単体の掲載内訳	当期	
	件	%
連結のみ	405	46.3
単体のみ	68	7.8
連・単両方掲載	155	17.7
掲載なし	246	28.1
合 計	874	100.0



調査方法：連結開示会社・単体開示会社にかかわらず、財務諸表（計算書類）の掲載状況をカウントした。

財務ハイライト	当期	
	件	%
グラフのみあり	637	72.9
グラフ・表あり	136	15.6
表のみあり (グラフなし)	36	4.1
なし	65	7.4
合 計	874	100.0



調査方法：主要な財務数値や財務指標をグラフまたは表を使って、時系列で掲載している場合を、財務ハイライトの記載ありとしてカウントした。

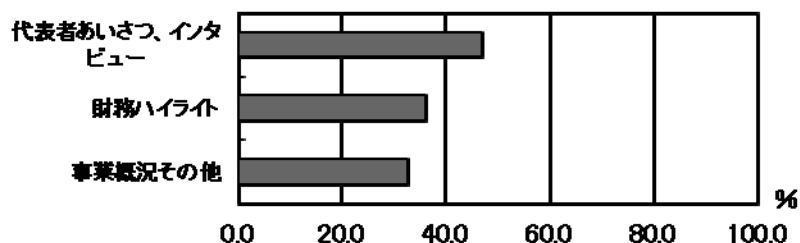
- ② 株主通信で業績予想を掲載している会社は30.5%で、うち5割弱が巻頭の代表者あいさつや経営陣インタビューのなかで具体的に説明。

企業のほとんどが決算短信で業績予想を公表しているなかで、株主通信に掲載している会社が30.5%でした。業績予想は投資家からの注目度が高いため、およそ半数の企業が巻頭の代表者あいさつや経営陣インタビューのなかで業績予想値を具体的に掲げています。

業績予想



業績予想ありの場合の掲載場所（複数選択）



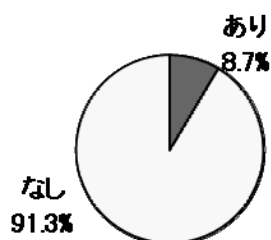
調査方法：業績予想について具体的に表組みや文章中で記載されている場合をカウントした。

4. 株主関連

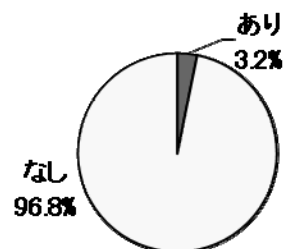
- ① 株主通信で株主アンケートの依頼をする事例が8.7%であり、集計等の利便性の高さから、インターネットによるアンケート形式を採用している会社が7割強となっている。

株主にアンケートの依頼をしている8.7%のうち、インターネットによるアンケート形式を採用している会社が7割強となっています。自由意見が記載しやすいことや、集計の容易さからインターネット形式が多いものと思われます。また、株主アンケート実施後の結果報告の掲載比率は3.2%でした。アンケートの結果報告は、株主通信の紙面以外に、ウェブサイトが活用されている場合も考えられます。

株主アンケート依頼



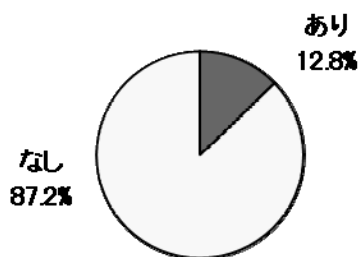
株主アンケート結果報告



- ② 配当政策について掲載している会社は12.8%で、一株当たり配当金のグラフ掲載は25.7%。

配当政策について当期の配当額を述べるだけでなく、具体的の方針の説明を社長あいさつや経営陣インタビューのなかで触れたり、独立した項目で掲載している会社は12.8%でした。また、一株当たり配当金のグラフを配当政策や財務ハイライトに表示している会社は25.7%でした。

配当政策の記載



「一株当たり配当金」グラフ	当期	
	件	%
あり	225	25.7
内、「財務ハイライト」の項目としてグラフを記載	(163)	(18.6)
なし	649	74.3
合 計	874	100.0

調査方法：配当予定金額の告知だけでなく、配当に関する会社方針を掲載している場合をカウントした。

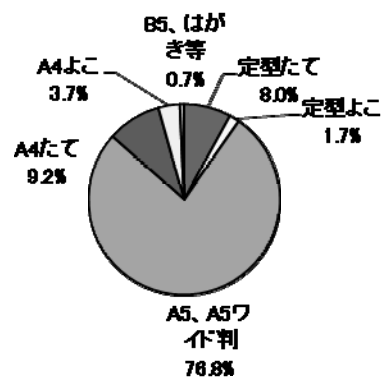
5. 仕様

① サイズは縦横20cm前後のA5、A5ワイド判が全体の8割弱を占める。

「サイズ」はA5、A5ワイド判が全体の8割弱を占めますが、A4やB5等の大きなサイズを採用して、見やすいレイアウトにしている事例もあります。

体裁としては、A4等の大きなサイズや従来の定型サイズで、用紙を横長に利用して変化を持たせている例もあります。

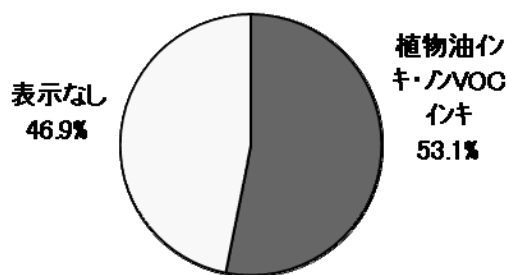
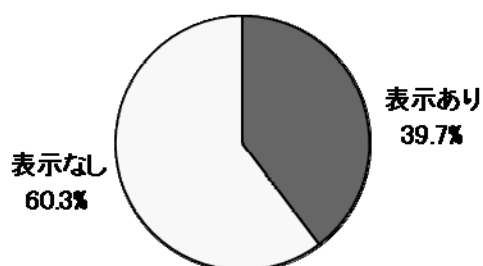
サイズ	当期	
	件	%
定型たて (縦20cm前後×横10cm前後)	70	8.0
定型よこ	15	1.7
A5、A5ワイド判 (縦20cm前後×横20cm前後)	671	76.8
A4判たて (縦29.7cm×横21.0cm)	80	9.2
A4判よこ	32	3.7
その他(B5、はがき等)	6	0.7
合 計	874	100.0



② 読みやすさを考慮した「UD（ユニバーサルデザイン）フォント」の使用表示が39.7%に。環境問題に配慮したことを示すものとして植物由来のインキの利用表示が半数を超えている。

仕様面では、読みやすさを考慮した「UD（ユニバーサルデザイン）フォント」に関する表示が39.7%と、前期に比べて4.7ポイント増加しています。植物由来のインキ使用表示も半数を超え、再生紙・森林紙の利用とともに定着しています。

UD（ユニバーサルデザイン）フォントの使用表示 インキの表示



調査方法：裏表紙などに掲載されている表示マークをカウントした。

6. 株主通信の発行状況について

○株主通信の発行形態の多様化がいつそう進む。

今回の株主通信の発行状況を概観しますと、主として大手の企業を中心に、株主通信として単独で発行する企業だけでなく、株主総会招集通知とともに提供される書面に株主通信の内容を併載している事例が見受けられるようになってきました。実際に、株主総会招集通知と「株主通信」とを統合して合冊にしたものを株主に送付している企業（例：AOKIホールディングス、東京個別指導学院、トラスコ中山、ネットワンシステムズ、日立建機、マンダム、みずほフィナンシャルグループ）も見受けられます。

（注）上記の事例には、「株主通信」以外の名称であっても、「株主通信」に相当すると判断されるものを含んでいます。

これまで、株主総会招集通知は法定事項のみをもっぱら文章で記載するにとどめ、株主総会後に別に発行する「株主通信」で事業内容をビジュアル的にわかりやすく説明するという、書類ごとの役割分担がみられましたが、近年、株主総会招集通知の記載内容そのもののビジュアル化が進み、写真や図表・グラフがふんだんに使用されるようになってきたことにより、両者をことさら分ける必要性が乏しくなったきらいがあります。

また、インターネットの普及により、企業のウェブサイトに株主通信の記載内容を併載することも考えられるようになってきました。

このように株主通信の発行形態の多様化は、今後いつそう進むことが考えられます。

以 上

2015年 研究所活動記録

年 月 日	活 動 内 容
2015年 3 月24日	第44回ディスクロージャー研究会議 テーマ「IFRSを巡る動向について－IFRS任意適用に向けて－」 講 師：有限責任あずさ監査法人パートナー 山田 辰己氏 場所・時間：一般財団法人機械振興協会 機械振興会館 ホール14：00～16：00
5 月22日	第48回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：「収益認識基準とリース会計基準の見直し」 講 師：有限責任あずさ監査法人パートナー 山田 辰己氏
6 月 8 日	『ディスクロージャー研究 第42号』を刊行
7 月 9 日	第49回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：ASBJ『繰延税金資産の回収可能性に関する適用指針（案）』に対する意見表明について
7 月17日	第50回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：「連結財務諸表の諸概念と改正基準」 講 師：早稲田大学商学大学院教授 川村 義則顧問
7 月24日	『繰延税金資産の回収可能性に関する適用指針（案）』に対する意見書をASBJに提出
9 月 9 日	『第 6 回IRの側面から見た招集通知調査レポート』を刊行
9 月25日	第51回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：「「日本企業の統合報告書に関する調査」－「統合報告」への取組みとその課題」 講 師：有限責任あずさ監査法人シニアマネジャー 新名谷 寛昌氏
12月 9 日	『株主通信 実態調査報告 Vol. 12』を刊行
12月11日	「第 7 回プロネクサス懸賞論文」受賞者発表
12月14日	第52回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：「日本における自己株式取得の実態と開示内容改善への提言」 （懸賞論文の最優秀賞受賞作品） 講 師：一橋大学商学部 3 年 上坂 夏未氏、日江井 麻里氏

編集後記

◇懸賞論文受賞作品は、今回は、最優秀賞1本、佳作2本の3本の作品に決定した。また、第1回以降、初めて最優秀賞作品が選定された。この懸賞論文の存在がかなり周知され、研究テーマの広がりを実感している。これまで以上に多くの方からの力のこもった作品の応募を期待したい。

研究所レポート 2016 第10号

2016年1月発行

©編集・発行 プロネクス総合研究所

株式会社プロネクス

〒105-0022

東京都港区海岸1-2-20 汐留ビルディング5階

代表メールアドレス：souken@pronexus.co.jp

電話：03-5777-3032

※本報告は、当研究所の著作物であり、著作権法により保護されております。
当研究所の事前の承諾なく、本報告の全部もしくは一部を引用または転載、複写等により使用することを禁じます。

研究所 レポート

株式会社プロネクサス
プロネクサス総合研究所

PRONEXUS.90901.2016.1(200)

