

投資目的の有価証券保有が 企業業績にもたらす影響に関する考察

— その他有価証券および政策保有株式の保有を中心として —

須藤 時男

要 旨

企業の保有する固定資産については、その保有比率が過大であることは企業業績にとって好ましくない状況にあるということが、古くより指摘されており、固定資産の内訳である投資資産を構成する投資有価証券の保有は、本業での業績に負の影響をもたらすといった先行研究も存在する。

また、投資資産を構成する有価証券については、その時価が財務諸表上開示されている。

本稿では、わが国の企業を対象に、有価証券を中心とした投資資産の保有比率と有価証券の時価の状態が本業での業績にもたらす影響を実証的に分析した。

その結果、固定資産、投資資産およびその内訳たるその他有価証券や政策保有株式を保有することは、本業での業績に負の影響の可能性があることが明らかになった。また、その他有価証券の時価が取得原価を下回る状況でその他有価証券や政策保有株式を保有することも、本業での業績に負の影響をもたらす可能性のあることが明らかになった。

1. はじめに

企業の保有する資産のうち、特に固定資産については、その保有比率が過大であることは企業業績にとって好ましくない状況にあるということが、古くより指摘されている。なかでも、本来本業に投下されるべき資源が本業以外の投資資産に投じられ、本業への貢献が疎かになるような事態は、経営者の説明責任といった視点からも問題とされるであろう。

また、近年では、投資資産である投資有価証券の保有は、企業業績、特に本業での業績に負の影響をもたらすといった先行研究も存在する。

さらに、投資資産を構成する有価証券や不動産については、その時価が財務諸表上や注記情報として開示されており、企業外部からもこれらを把握することが可能となっている。

こうした点を踏まえて、現時点で、わが国の企業が保有する投資資産の保有実態を把握し、企業が保有する投資資産の時価を勘案しながら、投資資産の保有とその時価の状態が企業の

本業での業績といかなる関係にあるのかを検討することは、実務への貢献にとどまらず、理論研究と実証研究の双方への貢献といった観点からも有益であると考えられる。

本稿では、有価証券を中心にわが国の投資資産の実態を把握するとともに、保有する投資資産の時価を勘案し、投資資産の保有が企業の本業での業績にもたらす影響を明らかにすることで、企業の適正な投資資産保有のあり方に資する知見を見出すことを主眼とする。

2. 投資資産の概要と先行研究

2-1 会計基準および会社法等による固定資産等の定義の概要

財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則（以下、財務諸表等規則という）によれば、わが国において、企業の保有する資産は、流動資産、固定資産及び繰延資産に分類されている。さらに、固定資産に属する資産は、有形固定資産、無形固定資産及び投資その他の資産に分類して記載するものとされており、企業の保有する投資資産は、投資その他の資産に分類されるものをさす。また会社計算規則においても、固定資産は有形固定資産、無形固定資産、投資その他の資産に区分しなければならないことが定められている。

また、わが国の企業が保有する資産に関しての会計基準においては、既にいくつかの会計基準が導入されており、企業が保有する金融資産や不動産の会計基準においては、その評価に際して、時価の概念⁽¹⁾が導入されている。こうした会計基準が導入されている状況を含めた一連の対応をもって、わが国の会計基準は、国際財務報告基準⁽²⁾と同等であるとされている⁽³⁾。具体的には、金融商品会計基準⁽⁴⁾や固定資産の減損に係る会計基準⁽⁵⁾や賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準（以下、「賃貸等不動産開示基準」とする）⁽⁶⁾が導

(1) 金融商品会計基準においては、「公正な評価額」であるとされ、市場で成立する価格たる「市場価格」とされる。また、不動産の評価という目的に即応する時価の概念としては、黒沢 [2010] (298-299 頁) に「市場における客観的な交換価値が基礎となるが、これを把握することが困難な場合には、市場取引を経由せず、収益性に着目して合理的に算定された価格（見積りも含む）も時価の概念に包含されているといえる」と述べられている。

(2) 本稿においては以下、IFRS (International Financial Reporting Standard) と表記する。

(3) 企業会計審議会 [2009] (1-2 頁) においては、欧州委員会 (EC) が 2008 年 12 月に「米国会計基準と同様、我が国会計基準を IFRS と同様であると最終決定した」ことが述べられている。

(4) 1999 年に企業会計審議会より「金融商品に係る会計基準」として公表された会計基準であるが、2006 年には企業会計基準委員会より「金融商品に関する会計基準」として改訂された。なお、本稿においては以下、金融商品会計基準とよぶ。

(5) 2002 年に企業会計審議会より「固定資産の減損に係る会計基準」として公表された会計基準である。なお、本稿においては以下、減損会計基準とよぶ。

(6) 企業会計基準第 20 号「賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準」および企業会計基準適用指針第 23 号「賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準の適用指針」をさす。

入されているが、投資資産の保有実態と時価等を公表する会計基準としては、金融商品会計基準と賃貸等不動産開示基準をあげることができよう。

金融商品会計基準においては、その他有価証券を売買目的有価証券、満期保有目的の債券、子会社株式及び関連会社株式以外の有価証券と位置付けており、時価をもって貸借対照表価額とするものとされている。また、財務諸表等規則第8条第22項においても、その他有価証券は売買目的有価証券、満期保有目的の債券並びに子会社株式及び関連会社株式以外の有価証券をいうとされている。なお、その他有価証券と類似したものに投資有価証券があるが、財務諸表等規則第32条においては固定資産のうち投資その他の資産に属するとされており、関係会社株式、関係会社社債及びその他の関係会社有価証券（関係会社有価証券のうち、関係会社株式及び関係会社社債以外のものをいう。）を除くものとされる。

つぎに、賃貸等不動産開示基準による賃貸等不動産は、投資不動産、遊休不動産を含めた不動産を指し、棚卸資産に分類されている不動産以外のものであって、賃貸収益またはキャピタル・ゲインの獲得を目的として保有されている不動産と定義されている。また、財務諸表等規則の第33条において投資不動産は「投資の目的で所有する土地、建物その他の不動産」と定義されており⁽⁷⁾、賃貸等不動産の構成要素となっている。なお、山本〔2011〕（140頁）においては、賃貸等不動産が通常一般的に認識されている投資不動産の概念にほぼ当てはまるものであるとの見解が示されている。

2-2 資産保有の影響に対する認識

企業の保有する資産が過大であることについては、従来その企業業績や企業価値との関係で負の影響があることが指摘されているが、その代表的な研究としてStephen Gilman（以下、ギルマンと表記）の「企業疾病」論について確認する必要がある。

山上〔1988〕（115-116頁）においては、経営分析の観点からギルマンの「企業疾病」として、「①純利益の不足、②棚卸資産の過大、③受取勘定の過大、④固定資産の過大、⑤資本の不足の五つが「五大疾患」（病源）としてあげられている」と述べている。また、松本〔1949〕（108頁）においては「固定資産の過大投資はすべての企業関係者にとって重要な意義をもっているが、その重要性は分析目的によって異なっている。」としており、「併し固定資産への過大投資の意味は何であるかを正確に定義することは不可能でないにしても困難である。」と述べている。また、稲垣〔1954〕（213頁）においては、ギルマンの“What the

⁽⁷⁾ 投資不動産については、財務諸表等規則の第33条において「金額が資産の総額の百分の五を超えるものについては、当該資産を示す名称を付した科目をもつて掲記しなければならない」とされている。また、保険会社においては、保険業法施行規則別紙様式変更に伴い、2006年度以降、「不動産及び動産」と表示されていたものは、「有形固定資産」に変更されている。また、2009年12月には、日本経済団体連合会より、賃貸等不動産の時価開示などの会計基準に対応した注記の記載例が公表された。

Figures mean”を紹介し、「企業予測に基盤を与えるための数値に関する利用方法の説明であり、統計学を加味した経営分析の入門書とも称すべきものであろう。」と述べている。さらに、稲垣 [1954] (221 頁) においては「固定資産に対する流動負債の比率は、相互の項目の関連性が非論理的であるため、これを不適当な例としている。」と述べ、算出し比較・分析する数値の根拠や分析の論理的整合性が重要であるとの見解を示されている。また、久野 [1965] においては、ギルマンの財務諸表分析体系について論じられており、ギルマンの所説に従い 8 つの企業疾患が示されているが、その一つとして固定資産の過大を挙げている。そのうえで、久野 [1965] (174 頁) では、内部分析の観点からすれば、固定資産の過大という企業疾患は自明の事実であり、特に特定の分析方法を利用してみるまでもないとの見解を示している。くわえて、細田 [1999] (23 頁) においては、「土地・建物・機械・事務施設およびその他の固定資産項目に多額の金を投下することは、多くの企業経営者に対する誘惑である。」とし、さらに、細田 [1999] (28 頁) においては「どのような状況の下でも、固定資産における過大投資は重大な疾患である。」との記載が示されている。

以上、ギルマンの所説に関する先行研究からは、固定資産が過大であることは企業にとって重大な問題であり、企業疾患と捉えられる状態であることが確認できるが、何をもって過大とするのかという点については議論のあるところであり、業種や企業の歴史的背景等によってもその認識は異なるであろう。しかしながら、企業が保有する固定資産の簿価をその時価が下回るような場合においてもなお固定資産を保有し続けているような状態が続けば、これは企業のステークホルダーへの説明責任といった観点からも過大な水準にあると考えられる。また、久野 [1965] が指摘するように、企業内部においては「固定資産の過大という企業疾患は自明の事実」であるとすれば、こうした状況を認識できない、もしくは認識していても改善できない企業体質のもとでは、企業外部のステークホルダーにより厳しい監視がなされることもあろう。なお、斎藤 [2009] (36 頁) においては、企業が資産の一部を外部投資で運用することもある理由として、実物資産からの期待収益が低いことを挙げており、その場合、有価証券や不動産への投機がしばしば増加すると述べている⁽⁸⁾。

2-3 分析方法の概要

企業が保有する資産、特に投資資産についての分析は、金融商品に関するものと不動産に

⁽⁸⁾ 実務的対応を踏まえての重要な視点であるため、以下その記載を引用する。「企業の資産は事業用のものばかりではない。企業は調達してきた資金を資本設備や在庫品、あるいは事業に必要な運転資本に投下するだけでなく、一部を外部投資で運用することもある。よい投資機会に備えて、その資金を金融資産に振り向けるのである。特に実物資産からの期待収益が低いときは、有価証券や不動産への投機がしばしば増加する。」と斎藤 [2009] (36 頁) にある。また、この点に関して斎藤 [2009] においては、配当や自社株買いなどの方法で、余剰資金を株主に払い戻すこともあると述べられている。

関するものに大別することができよう。

金融商品に関して分析した研究としては、浦崎 [2002]、伊藤 [2003]、辻 [2009a]、辻 [2009b] および辻 [2010]などをあげることができる。特に、辻 [2009a]、辻 [2009b] および辻 [2010]においては、一般企業において本来の事業以外の資産となる投資有価証券の保有と企業業績の関係を実証的に分析されており、資産保有と業績の関係を見極める有用なモデルと投資有価証券の保有は、企業業績に負の影響をもたらすといった見解が示されている。また、政策保有株式については、円谷 [2012]において情報インダクタンスとの関係を論じている。

つぎに、不動産に関して分析した研究としては、辻 [2005] や辻 [2009c] や榎本 [2007] など減損会計基準の段階的適用を認めたことに関する研究が多く存在する。

これらに関連して、新しい会計基準を早期にまたは前倒して導入した企業は、財務体質が改善されており、市場がプラスの評価を与えており、通常の時期に導入した企業と比較して収益力が高いことなどを明らかにした先行研究としては、Amir & Ziv [1997]、須田 [2000]、Ayres [1986] といったものをあげることができる。また、資産の時価等は財務諸表本体だけではなく、注記情報としても開示されるが、田中 [2003]、長野 [2004]、坂井 [2010] などでは注記情報につき有用性の観点で分析結果を示している。さらに、銀行が保有する有価証券の時価の注記情報を実証的に分析した研究として、河 [1999a]、河 [1999b] や Barth [1994]などをあげることができる。なお、わが国において賃貸等不動産を直接対象としての分析は、山本 [2011] や山本 [2012] など現時点では限られている。また、新井 [1978] では、企業が所有する土地に関して時価情報の開示問題につき、先駆的な検討がなされている。

本稿では上記先行研究を踏まえて、有価証券を分析の対象として論を進める。

3. わが国における固定資産保有企業の業績

3-1 分析対象企業

対象企業の選定に際しては、1989年度（1989年4月から1990年3月までの期間をさす。以下、年度は同様に4月から3月までの期間をさす。）以降2012年度までのデータ抽出が可能な企業のうち東京証券取引所第一部に上場している3月決算の企業を対象としこれを考察する。わが国において、企業が保有する資産の時価情報開示の議論がなされたのは1990年度であり、企業の保有する有価証券について注記情報として実際に時価開示がなされたのも1990年度である⁽⁹⁾。そのためその前年度である1989年度を企業が保有する資産について価値の公表を意識する前段階と位置付けることが可能であり、こうした段階からデータが存在している企業を対象とすることで、データの質を一定水準に確保したいと考える。

各年度のデータは日経 NEEDS-FAME によるものとし、金融・保険を除く全業種で東京証券取引所第一部に上場しており、1989 年度（1990 年 3 月期決算）から 2012 年度（2013 年 3 月期決算）までのデータ抽出が可能な 3 月決算⁽¹⁰⁾の企業 846 社のものを使用する。ただし、本稿で実際に使用するデータは原則連結ベースのデータであるため、846 社中、1989 年度以降の連結データが存在する 536 社を分析対象としている。そのため、分析対象データ数は、合計 12,864 データ（536 社の 24 年度分のデータ）となる。

なお、2012 年度の分析対象企業の業種（「東証 33 業種」）の内訳は下記のとおりである。

図表 1 分析対象

33 業種区分	企業数 (社)	割合 (%)	33 業種区分	企業数 (社)	割合 (%)	33 業種区分	企業数 (社)	割合 (%)
水産・農林業	2	0.23%	鉄鋼	24	2.83%	空運業	2	0.23%
鉱業	3	0.35%	非鉄金属	17	2.00%	倉庫・運輸関連業	14	1.65%
建設業	69	8.15%	金属製品	18	2.12%	情報・通信業	26	3.07%
食料品	37	4.37%	機械	87	10.28%	卸売業	71	8.39%
繊維製品	23	2.71%	電気機器	95	11.22%	小売業	24	2.83%
パルプ・紙	8	0.94%	輸送用機器	47	5.55%	銀行	分析対象外	
化学	84	9.92%	精密機器	19	2.24%	証券・商品先物取引業	3	0.35%
医薬品	21	2.48%	その他製品	21	2.48%	保険業	分析対象外	
石油・石炭製品	4	0.47%	電気・ガス業	16	1.89%	その他金融業	11	1.30%
ゴム製品	7	0.82%	陸運業	30	3.54%	不動産業	15	1.77%
ガラス・土石製品	20	2.36%	海運業	9	1.06%	サービス業	19	2.24%
						合計	846	100%

本稿で分析対象とする投資資産のうち、その他有価証券の時価については、金融商品会計基準により 2001 年度（2000 年度からの先行適用が認められていた）から財務諸表上に記載されている。

3-2 わが国における固定資産の実態

先に示したギルマンの所説からは、固定資産の保有比率と総資産営業利益率との間には負の関係があるであろうといった推測も可能である。そこで、以下の仮説を検証する。

なお、本業での業績を意味する営業利益を用いた収益性を示す指標としては、使用総資本営業利益率を用い、また使用総資本の運用効率を示す指標としては使用総資本回転率を用いるべきである。しかしながら、厳密な使用総資本の把握が困難であるため、本稿では使用総

⁽⁹⁾ 新井・白鳥 [1990] (11 頁) においては、戦後間もない頃、昭和 29 年の改正企業会計原則、同財務諸表準則などにおいて、有価証券の評価益の計上が定められたことがあったが、これはその後昭和 38 年の改正において削られたと述べられている。

⁽¹⁰⁾ 企業データは一般財務単独決算および一般財務連結決算から抽出し連結優先で使用している。

資本に代えて総資産、具体的な数値としては資産合計を用いる。

仮説1 固定資産の保有比率の高い企業ほど、低い総資産営業利益率を実現する傾向がある。

この仮説は、以下の回帰モデルを利用して検証することができる。

$$y = a + b_1 x_1 + b_2 x_2 + b_3 x_3 + b_4 x_4 + b_5 x_5 + b_6 x_6 + e$$

ここで、

y = 総資産営業利益率 (= 営業利益 / 資産合計)

x_1 = 固定資産 / 資産合計

x_2 = 売上高営業利益率 (= 営業利益 / 売上高)

x_3 = 総資産回転率 (= 売上高 / 資産合計)

x_4 = 財務レバレッジ (= 資産合計 / 資本合計) ※算出数値は自然対数に変換したもの

x_5 = 年度ダミー変数

x_6 = 業種ダミー変数

e = 誤差項

なお、回帰分析に先立ち、分析対象企業 536 社について、1989 年度から 2012 年度までのデータをプールし、営業利益が無い 2 データおよび資本合計がマイナスの 14 データを除いた 12,848 データを資産合計に占める固定資産の割合の高いグループの 6,424 データと低いグループの 6,424 データに分け、その総資産営業利益率に差異があるのか否かを統計的に検定した。

その結果、資産合計に占める固定資産の割合の高いグループの総資産営業利益率（平均値：4.16％）と資産合計に占める固定資産の割合の低いグループの総資産営業利益率（平均値：4.43％）には有意な差異があることが確認できた。

図表 2 平均の差検定

f 検定による p 値	0.0000	不等分散
t 検定による p 値	0.0000	有意差がある

※平均の差の検定にあたっては、資本合計がマイナスの企業および営業利益のデータの存在しない企業は削除している。

つまり、平均の差の検定結果、資産合計に占める固定資産の割合の高い企業は、その割合の低い企業に比べ、本業の収益性が低いことが確認できたわけである。

本研究においては、外れ値による影響を考慮した分析を行うため、分析対象データより最大値および最小値の 1.0％にあたる数値を除き基本統計量を算出し、相関係数を求め、回帰分析を行っている。分析対象企業データの基本統計量は以下のとおりである。

なお、外れ値による影響が少ない場合、本来、外れ値の取り方如何にかかわらず結果は相違しないものと考えられるが、本稿で分析対象としたデータは、外れ値の取り方により分析結果が異なる。したがって、外れ値の対策として一般的な対応である分析対象データより最大値および最小値の1.0%にあたる数値を除いた分析を本稿での分析結果としたうえで、参考値として外れ値を考慮しないデータの分析の結果を示し、外れ値による影響についても若干の考察をする。(以下、本稿での分析において同様とする。)

図表 3 基本統計量（固定資産の保有と企業の業績）

	総資産 営業利益率	固定資産／ 資産合計	売上高 営業利益率	総資産 回転率	財務レバレッジ
企業データ数	11,866	11,866	11,866	11,866	11,866
平均値	4.31 %	46.53 %	4.99 %	0.9707	1.0666
標準偏差	0.0303	0.1531	0.0391	0.3930	0.5565
最小値	-4.58 %	12.60 %	-5.99 %	0.2119	0.1545
第1四分位	2.36 %	35.78 %	2.39 %	0.7271	0.6607
中央値	3.89 %	45.85 %	4.42 %	0.8914	0.9739
第3四分位	5.91 %	55.54 %	6.88 %	1.1205	1.3794
最大値	15.22 %	87.89 %	25.86 %	2.7695	3.1494

参考：外れ値を設定しない場合

	総資産 営業利益率	固定資産／ 資産合計	売上高 営業利益率	総資産 回転率	財務レバレッジ
企業データ数	12,848	12,848	12,848	12,848	12,848
平均値	4.30 %	46.26 %	5.20 %	0.9797	1.0905
標準偏差	0.0365	0.1633	0.0551	0.5113	0.6473
最小値	-39.33 %	4.18 %	-64.52 %	0.0460	0.0633
第1四分位	2.27 %	35.13 %	2.29 %	0.7098	0.6498
中央値	3.86 %	45.46 %	4.43 %	0.8842	0.9759
第3四分位	5.96 %	55.52 %	7.10 %	1.1219	1.4035
最大値	32.42 %	98.99 %	45.01 %	8.1349	7.3394

※基本統計量の算出にあたっては、資本合計がマイナスの企業および営業利益のデータの存在しない企業は削除している。

また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係は認められない。

図表 4 相関係数（固定資産の保有と企業の業績）

	総資産 営業利益率	固定資産／ 資産合計	売上高 営業利益率	総資産 回転率	財務レバレッジ
総資産営業利益率	1.0000				
固定資産／資産合計	-0.0521	1.0000			

投資目的の有価証券保有が企業業績にもたらす影響に関する考察

売上高営業利益率	0.8387	0.0891	1.0000		
総資産回転率	0.0400	-0.2818	-0.3462	1.0000	
財務レバレッジ	-0.3322	0.0689	-0.2952	0.1272	1.0000

参考：外れ値を設定しない場合

	総資産 営業利益率	固定資産／ 資産合計	売上高 営業利益率	総資産 回転率	財務レバレッジ
総資産営業利益率	1.0000				
固定資産／資産合計	-0.0580	1.0000			
売上高営業利益率	0.7847	0.0924	1.0000		
総資産回転率	0.0185	-0.2834	-0.2829	1.0000	
財務レバレッジ	-0.3120	0.0330	-0.2440	0.1086	1.0000

※相関係数の算出にあたっては、資本合計がマイナスの企業および営業利益のデータの存在しない企業は削除している。

多重回帰分析で、 x_1 を固定資産／資産合計としたときの結果は、以下にまとめられている。

図表 5 多重回帰分析結果（固定資産の保有と企業の業績）

	予想符号	係数	t 値	P 値
切片		-0.0230	-18.1638	0.0000***
固定資産／資産合計	—	-0.0026	-2.5342	0.0112*
売上高営業利益率	+	0.7358	232.3077	0.0000***
総資産回転率	+	0.0333	87.2069	0.0000***
財務レバレッジ	—	-0.0039	-17.7299	0.0000***
補正 R^2		0.8629		

参考：外れ値を設定しない場合

	予想符号	係数	t 値	P 値
切片		-0.0309	-16.3767	0.0000***
固定資産／資産合計	—	-0.0207	-13.5994	0.0000***
売上高営業利益率	+	0.5600	167.5696	0.0000***
総資産回転率	+	0.0182	41.3255	0.0000***
財務レバレッジ	—	-0.0049	-16.5941	0.0000***
補正 R^2		0.7516		

※多重回帰分析にあたっては、資本合計がマイナスの企業および営業利益のデータの存在しない企業は削除している。

※*** は 0.1% 水準、** は 1% 水準、* は 5% 水準、† は 10% 水準で有意。

※年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

仮説の妥当性を検証するための固定資産／資産合計に係る係数については予想どおりマイナスであり、5.0% の水準で有意となっている。また、外れ値を考慮しない場合も同様にマイナスであり、0.1% の水準で有意となっている。したがって、仮説 1 は支持することができる。そこで固定資産をさらに分けて分析し、固定資産のうち如何なる資産が本業の業績に負の影響をもたらすのか検証する。

3-3 わが国における固定資産の内訳と投資資産

固定資産に属する資産は、有形固定資産、無形固定資産および投資その他の資産に分類して記載するとされる。固定資産の内訳となる上記3種の資産を対象としたデータは、分析対象データ合計 12,864 データ中より、営業利益が無い2 データおよび資本合計がマイナスの14 データを除き、さらに、投資その他の資産が存在しない6 データ、無形固定資産が存在しない248 データを除いた12,594 データとなる。先に示した分析では、固定資産の保有比率が高いほど低い総資産営業利益率を実現する傾向があるといった仮説が支持されていると考えられる。そこで固定資産の内訳たる上記3種の資産のうち、何れの資産が最も総資産営業利益率に負の影響を与えているのかを確認する。

なお、固定資産に属する資産のうち、有形固定資産、無形固定資産以外の資産が投資その他の資産に区分されるため、本来の営業活動には使用しない資産もその内訳に含まれているはずである。また、辻 [2009a]、辻 [2009b] および辻 [2010] において示された「投資有価証券の保有は、企業業績に負の影響をもたらす」といった見解の対象たる投資有価証券も投資その他の資産に区分される。

そのため、投資その他の資産は本業の収益性を示す総資産営業利益率に対しても有形固定資産や無形固定資産に比べ貢献する割合は低く、資産の内容によっては負の影響をもたらす可能性もより大きいものと考えられる。なお、有形固定資産や無形固定資産は本来の営業活動に使用する資産であることから、その保有が総資産営業利益率に対して負の影響をもたらす可能性は少なく、むしろ正の影響をもたらすものと考えられる。特に、無形固定資産については、内閣府 [2013] (240-241 頁) などにおいても「保有割合が大きいほど ROA の水準が高まっている」との見解が示されている。

そこで、以下の仮説を検証する。

仮説 2-1 投資その他の資産の保有比率の高い企業ほど、低い総資産営業利益率を実現する傾向がある。

仮説 2-2 無形固定資産の保有比率の高い企業ほど、高い総資産営業利益率を実現する傾向がある。

この仮説は、以下の回帰モデルを利用して検証することができる。

$$y = a + b_1 x_1 + b_2 x_2 + b_3 x_3 + b_4 x_4 + b_5 x_5 + b_6 x_6 + b_7 x_7 + b_8 x_8 + e$$

ここで、

y = 総資産営業利益率 (= 営業利益 / 資産合計)

x_1 = 無形固定資産 / 資産合計

x_2 = 有形固定資産 / 資産合計

x_3 = 投資その他の資産 / 資産合計

x_4 = 売上高営業利益率 (= 営業利益 / 売上高)

x_5 = 総資産回転率 (= 売上高 / 資産合計)

x_6 = 財務レバレッジ (= 資産合計 / 資本合計) ※算出数値は自然対数に変換したもの

x_7 = 年度ダミー変数

x_8 = 業種ダミー変数

e = 誤差項

なお、本研究においては、外れ値による影響を考慮した分析を行うため、分析対象データより最大値および最小値の1.0%にあたる数値を除き基本統計量を算出し、相関係数を求め、回帰分析を行っている。分析対象企業データの基本統計量は以下のとおりである。

なお、参考値として外れ値を考慮しないデータの分析の結果を示し、外れ値による影響についても若干の考察をする。

図表6 基本統計量（各固定資産の保有と企業の業績）

	総資産 営業利益率	無形固定資産 ／資産合計	有形固定資産 ／資産合計	投資その他の 資産／資産合計	売上高 営業利益率	総資産 回転率	財務 レバレッジ
企業データ数	11,238	11,238	11,238	11,238	11,238	11,238	11,238
平均値	4.33%	1.15%	32.49%	12.68%	4.99%	0.9711	1.0653
標準偏差	0.0304	0.0177	0.1469	0.0634	0.0389	0.3882	0.5544
最小値	-4.70%	0.01%	2.83%	2.12%	-6.17%	0.2094	0.1545
第1四分位	2.40%	0.17%	21.69%	8.08%	2.42%	0.7311	0.6600
中央値	3.91%	0.51%	31.20%	11.51%	4.44%	0.8948	0.9724
第3四分位	5.93%	1.31%	41.00%	16.11%	6.86%	1.1212	1.3783
最大値	15.29%	13.02%	77.44%	36.22%	26.02%	2.7713	3.1563

参考：外れ値を設定しない場合

	総資産 営業利益率	無形固定資産 ／資産合計	有形固定資産 ／資産合計	投資その他の 資産／資産合計	売上高 営業利益率	総資産 回転率	財務 レバレッジ
企業データ数	12,594	12,594	12,594	12,594	12,594	12,594	12,594
平均値	4.30%	1.34%	32.27%	12.74%	5.20%	0.9780	1.0885
標準偏差	0.0366	0.0263	0.1592	0.0706	0.0553	0.5114	0.6454
最小値	-39.33%	0.00%	0.11%	0.09%	-64.52%	0.0460	0.0633
第1四分位	2.28%	0.16%	20.83%	7.84%	2.30%	0.7089	0.6497
中央値	3.86%	0.50%	30.72%	11.36%	4.43%	0.8844	0.9737
第3四分位	5.96%	1.35%	40.93%	16.12%	7.11%	1.1217	1.4027
最大値	32.42%	42.71%	92.74%	60.02%	45.01%	8.1349	7.3394

※基本統計量の算出にあたっては、資本合計がマイナスの企業および営業利益のデータの存在しない企業は削除している。

また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係は認められない。

図表 7 相関係数（各固定資産の保有と企業の業績）

	総資産営業利益率	無形固定資産／資産合計	有形固定資産／資産合計	投資その他の資産／資産合計	売上高営業利益率	総資産回転率	財務レバレッジ
総資産営業利益率	1.0000						
無形固定資産／資産合計	0.0467	1.0000					
有形固定資産／資産合計	-0.0489	-0.0077	1.0000				
投資その他の資産／資産合計	-0.0333	0.1024	-0.1226	1.0000			
売上高営業利益率	0.8386	0.0296	0.0836	0.0037	1.0000		
総資産回転率	0.0511	0.0423	-0.2839	-0.0034	-0.3432	1.0000	
財務レバレッジ	-0.3264	-0.0335	0.1241	-0.1057	-0.2851	0.1047	1.0000

参考：外れ値を設定しない場合

	総資産営業利益率	無形固定資産／資産合計	有形固定資産／資産合計	投資その他の資産／資産合計	売上高営業利益率	総資産回転率	財務レバレッジ
総資産営業利益率	1.0000						
無形固定資産／資産合計	0.0335	1.0000					
有形固定資産／資産合計	-0.0451	-0.0473	1.0000				
投資その他の資産／資産合計	-0.0476	0.0558	-0.1686	1.0000			
売上高営業利益率	0.7830	0.0700	0.1035	-0.0405	1.0000		
総資産回転率	0.0247	-0.0169	-0.2880	-0.0072	-0.2794	1.0000	
財務レバレッジ	-0.3073	-0.0558	0.0925	-0.1013	-0.2371	0.0930	1.0000

※相関係数の算出にあたっては、資本合計がマイナスの企業および営業利益のデータの存在しない企業は削除している。

多重回帰分析の結果は、以下にまとめられている。

図表 8 多重回帰分析結果（各固定資産の保有と企業の業績）

	予想符号	係数	t 値	P 値
切片		-0.0434	-29.9914	0.0000***
無形固定資産／資産合計	+	0.0216	3.3075	0.0009***
有形固定資産／資産合計	+	0.0014	1.3145	0.1886
投資その他の資産／資産合計	—	-0.0142	-7.5557	0.0000***
売上高営業利益率	+	0.7409	228.8572	0.0000***
総資産回転率	+	0.0342	88.3425	0.0000***
財務レバレッジ	—	-0.0041	-18.0891	0.0000***
補正 R ²		0.8665		

参考：外れ値を設定しない場合

	予想符号	係数	t 値	P 値
切片		-0.0304	-15.9550	0.0000***
無形固定資産／資産合計	+	-0.0316	-4.7029	0.0000***
有形固定資産／資産合計	+	-0.0194	-11.8530	0.0000***
投資その他の資産／資産合計	—	-0.0253	-9.4776	0.0000***

売上高営業利益率	+	0.5587	164.3332	0.0000***
総資産回転率	+	0.0181	40.5569	0.0000***
財務レバレッジ	－	-0.0049	-16.3714	0.0000***
補正 R ²			0.7499	

※多重回帰分析にあたっては、資本合計がマイナスの企業および営業利益のデータの存在しない企業は削除している。

※ *** は 0.1% 水準、** は 1% 水準、* は 5% 水準、† は 10% 水準で有意。

※年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

投資その他の資産／資産合計に係る係数については予想どおりマイナスであり、0.1%の水準で有意となっている。また、無形固定資産／資産合計に係る係数については予想どおりプラスであり、0.1%の水準で有意となっている。したがって、仮説 2-1 および仮説 2-2 は支持することができる。

なお、外れ値を考慮しない場合には、投資その他の資産／資産合計に係る係数が外れ値を 1.0% に設定した場合と同様マイナスで、0.1% の水準で有意となるものの、無形固定資産／資産合計に係る係数および有形固定資産／資産合計に係る係数は何れもマイナスとなり、0.1% の水準で有意となる。また、分析対象データ中、最も外れ値の割合の多い業種は証券、商品先物取引業であり、24 データすべてが外れ値になっている。

こうした結果は、先に示した仮説 1 での分析結果を補強するものであると考えられる。

4. わが国における政策保有株式を保有する企業の業績

4-1 投資資産分析のためのデータ

企業が保有する投資その他の資産については、投資有価証券や投資不動産等の投資資産を中心に様々な内容の資産が含まれているが、会計ビッグバンにより、投資有価証券に含まれるその他有価証券についてはその時価等が開示されている。そのため、投資その他の資産の一部については時価の把握が可能となっており、その他有価証券の保有が、固定資産やその内訳たる投資その他の資産同様に、企業の本業での業績に負の影響をもたらすのか否かといった点につき、その時価の状況を含めた検討が可能となる。なお、その他有価証券は金融商品会計基準の先行適用がなされた 2000 年度からデータが存在するため、これらを対象に分析を行う。

また、本節では、投資その他の資産の内訳たる投資目的の投資資産を分析対象とする。そのため、分析にあたっては、通常の企業では投資資産とされる賃貸等不動産を保有しながらも、賃貸等不動産は本業の資産であるためこれを投資資産としては保有していない不動産業を除いた企業を対象とする。また、有価証券を分析するため、日経 NEEDS-FAME で一般事業会社のデータに含まれる証券、商品先物取引業とその他金融業のデータおよび分析対象

の資産の時価や取得原価などのデータが把握できないものについても分析の対象からは除くこととする。なお、本分析で除外する不動産業は、東京証券取引所で定める「東証 33 業種」において不動産業に分類されるものと販売用不動産を保有する企業を対象としているが、これは形式的にはではなく実質的に不動産業を営む企業を除外するためである。

さらに、2010 年の「企業内容等の開示に関する内閣府令」により有価証券報告書への開示がなされた政策保有株式は、2009 年度よりデータが存在するが、これは単体ベースのデータが開示されたものである。したがって、政策保有株式のデータを使用する場合には、単体ベースの数値で政策保有株式の貸借対照表計上額をデフレートするといった対応が必要となる。

本稿では、その他有価証券の保有ならびにその他有価証券の時価の状態が、企業の本業での業績にもたらす影響を分析するため、その他有価証券の時価が取得原価を下回る場合の影響についてはダミー変数を用いて分析する。さらに、政策保有株式の保有についてもその他有価証券の分析と同様の手法を用いて分析することにより、投資資産としての有価証券を保有することが企業業績といかなる関係にあるのかについて把握することを試みる。

4-2 わが国におけるその他有価証券保有企業の業績

これまでの分析結果においては、固定資産のうち、投資その他の資産の保有は、本業の収益性を示す総資産営業利益率に対して負の影響をもたらすであろうことが、確認されており、その内訳たる資産についても同様の影響がもたらされるのか個別に確認を試みたいと考える。また、保有資産の時価が下落することは、保有資産が本業に直接使用する資産ではなかったとしても、資産を管理する能力といった面において十分とはいえない側面があり、本業においても十分とはいえない対応がなされる可能性があるため、本業に負の影響をもたらすことが想定される。本節では、投資資産を構成する投資有価証券の主要な構成要素であり、金融商品会計基準により時価の把握が可能であるその他有価証券について、以下の仮説を検証する。

仮説 3-1 その他有価証券の保有比率の高い企業ほど、低い総資産営業利益率を実現する傾向がある。

仮説 3-2 その他有価証券の時価が取得原価を下回る場合、低い総資産営業利益率を実現する傾向がある。

この仮説は、以下の回帰モデルを利用して検証することができる。

$$y = a + b_1 x_1 + b_2 x_2 + b_3 x_3 + b_4 x_4 + b_5 x_5 + b_6 x_6 + b_7 x_7 + e$$

ここで、

y = 総資産営業利益率 (= 営業利益 / 資産合計)

x_1 = その他有価証券／資産合計

x_2 = 売上高営業利益率（＝営業利益／売上高）

x_3 = 総資産回転率（＝売上高／資産合計）

x_4 = 財務レバレッジ（＝資産合計／資本合計）※算出数値は自然対数に変換したもの

x_5 = 時価下落ダミー変数（その他有価証券の時価が取得原価を下回る場合）

x_6 = 年度ダミー変数

x_7 = 業種ダミー変数

e = 誤差項

また、本研究においては、外れ値による影響を考慮した分析を行うため、分析対象データより最大値および最小値の1.0%にあたる数値を除き基本統計量を算出し、相関係数を求め、回帰分析を行っている。分析対象企業データの基本統計量は以下のとおりである。

なお、参考値として外れ値を考慮しないデータの結果を示し、外れ値による影響についても若干の考察をする。

図表 9 基本統計量（その他有価証券の保有と企業の業績）

	総資産 営業利益率	その他有価証 券／資産合計	売上高 営業利益率	総資産 回転率	財務レバレッジ
企業データ数	5,531	5,531	5,531	5,531	5,531
平均値	4.66%	7.05%	5.09%	1.0135	0.9269
標準偏差	0.0329	0.0550	0.0400	0.3974	0.4834
最小値	-5.11%	0.16%	-6.17%	0.3350	0.1388
第1四分位	2.53%	3.00%	2.41%	0.7667	0.5637
中央値	4.24%	5.60%	4.49%	0.9242	0.8501
第3四分位	6.49%	9.42%	7.10%	1.1473	1.2124
最大値	16.00%	29.24%	24.01%	2.9074	2.6617

参考：外れ値を設定しない場合

	総資産 営業利益率	その他有価証 券／資産合計	売上高 営業利益率	総資産 回転率	財務レバレッジ
企業データ数	6,006	6,006	6,006	6,006	6,006
平均値	4.67%	7.14%	5.23%	1.0269	0.9401
標準偏差	0.0393	0.0621	0.0533	0.5105	0.5501
最小値	-24.47%	0.00%	-64.52%	0.1532	0.0633
第1四分位	2.45%	2.87%	2.32%	0.7524	0.5469
中央値	4.20%	5.46%	4.51%	0.9158	0.8455
第3四分位	6.59%	9.38%	7.36%	1.1533	1.2275
最大値	31.59%	56.16%	42.52%	6.3098	6.7400

※基本統計量の算出にあたっては、資本合計がマイナスの企業および営業利益のデータの存在しない企業は削除している。

また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係

は認められない。

図表 10 相関係数（その他有価証券の保有と企業の業績）

	総資産 営業利益率	その他有価証 券／資産合計	売上高 営業利益率	総資産 回転率	財務レバレッジ
総資産営業利益率	1.0000				
その他有価証券／資産合計	0.0256	1.0000			
売上高営業利益率	0.8779	0.1038	1.0000		
総資産回転率	0.0284	-0.1314	-0.3093	1.0000	
財務レバレッジ	-0.3029	-0.2363	-0.3478	0.2312	1.0000

参考：外れ値を設定しない場合

	総資産 営業利益率	その他有価証 券／資産合計	売上高 営業利益率	総資産 回転率	財務レバレッジ
総資産営業利益率	1.0000				
その他有価証券／資産合計	0.0385	1.0000			
売上高営業利益率	0.8633	0.1132	1.0000		
総資産回転率	-0.0000	-0.1303	-0.2577	1.0000	
財務レバレッジ	-0.2933	-0.2412	-0.2971	0.2067	1.0000

※相関係数の算出にあたっては、資本合計がマイナスの企業および営業利益のデータの存在しない企業は削除している。

多重回帰分析の結果は、以下にまとめられている。

図表 11 多重回帰分析結果（その他有価証券の保有と企業の業績）

	予想符号	係数	t 値	P 値
切片		-0.0145	-8.8297	0.0000***
その他有価証券／資産合計	—	-0.0173	-5.8380	0.0000***
売上高営業利益率	+	0.7971	177.7199	0.0000***
総資産回転率	+	0.0321	60.6798	0.0000***
財務レバレッジ	—	-0.0033	-9.1453	0.0000***
時価下落ダミー変数	—	-0.0008	-1.6662	0.0957 [†]
補正 R ²		0.8900		

参考：外れ値を設定しない場合

	予想符号	係数	t 値	P 値
切片		0.0108	4.9469	0.0000***
その他有価証券／資産合計	—	-0.0318	-8.3120	0.0000***
売上高営業利益率	+	0.6557	140.8567	0.0000***
総資産回転率	+	0.0208	35.3954	0.0000***
財務レバレッジ	—	-0.0056	-12.2507	0.0000***
時価下落ダミー変数	—	-0.0007	-1.0604	0.2890
補正 R ²		0.8228		

※多重回帰分析にあたっては、資本合計がマイナスの企業および営業利益のデータの存在しない企業は削

除している。

※ *** は 0.1% 水準、** は 1% 水準、* は 5% 水準、† は 10% 水準で有意。

※ 年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

その他有価証券／資産合計に係る係数については予想どおりマイナスであり、0.1% の水準で有意となっている。また、時価下落ダミー変数に係る係数は予想どおりマイナスであり 10.0% の水準で有意となっている。したがって、仮説 3-1 および仮説 3-2 は支持することができる。

なお、外れ値を考慮しない場合には、その他有価証券／資産合計に係る係数は外れ値を 1.0% に設定した場合と同様マイナスで、0.1% の水準で有意となっているものの、時価下落ダミー変数に係る係数は予想どおりマイナスであるが、有意な水準となっていない。

4-3 わが国における政策保有株式保有企業の業績

政策保有株式は、2010 年の「企業内容等の開示に関する内閣府令」により有価証券報告書への開示がなされた政策投資目的で保有される上場株式である。政策投資目的で保有される株式は、一般に持合い株式として知られており、投資資産を構成する投資有価証券のうち、その他有価証券に包含される株式であると考えられる。また、こうした株式の持合いについては、「企業内容等の開示に関する内閣府令」に先立ち、2009 年 6 月に金融審議会のスタディグループの報告において問題点が指摘されており、その開示の制度化が提言されていた。

本節では、その他有価証券の保有が本業の収益性を示す総資産営業利益率に対して負の影響をもたらすといった分析結果を踏まえ、理論的にその他有価証券に包含される政策保有株式について、分析対象企業の保有概要を確認したうえで、以下の仮説を検証する。

なお、政策保有株式は単体ベースの開示であるため、分析対象企業の概要についても連結ベースの 536 社ではなく、単体ベースの 846 社の概要を示す必要がある。

政策保有株式については保有する株式の銘柄数・貸借対照表計上額、純投資目的で保有する株式の貸借対照表計上額、企業が信託するみなし保有株式の記載などが開示されているが、その概要を示せば下記のとおりである。なお、2009 年度におけるみなし保有株式を除いて年度毎の大きな相違はないが、みなし保有株式についても、その開示が求められた 2010 年度以降は、大きな相違は見受けられない。

図表 12 政策保有株式の保有実態

年度	銘柄		貸借対照表計上額		純投資目的		みなし保有株式		
	社数(社)	延銘柄数(社)	社数(社)	金額(百万円)	社数(社)	金額(百万円)	あり(社)	なし(社)	記載なし(社)
2009 年度	828	59,509	828	17,268,245	153	351,855	0	3	843
2010 年度	834	58,891	834	16,107,346	146	326,436	186	100	560

2011 年度	833	57,979	833	15,806,411	141	308,203	193	98	555
2012 年度	832	55,999	831	18,572,250	133	328,190	189	100	557

※単体のデータを開示しており、分析対象企業 846 社中の政策保有株式を保有する企業の合計額も単体ベース金額のものとなっている。

また、政策保有株式の保有目的については、各社各様の記載であり、「企業価値向上」や「収益基盤の拡大」といった全企業に共通した目的が示されている場合や、「グループ協力関係の維持・発展」といったきわめて個別性の高い理由が示されているケースも見受けられる。また、「持合い」など、目的というよりも手段といえる記載も示されるため、政策保有株式の保有目的を単純に類型化して表示することは難しいものと考えられる⁽¹¹⁾。

仮説 4-1 政策保有株式の保有比率の高い企業ほど、低い総資産営業利益率を実現する傾向がある。

仮説 4-2 政策保有株式の保有企業において、その他有価証券の時価が取得原価を下回る場合、低い総資産営業利益率を実現する傾向がある。(政策保有株式の時価は開示されていないため、その他有価証券の時価を用いた仮説を措定。)

この仮説は、以下の回帰モデルを利用して検証することができる。

$$y = a + b_1 x_1 + b_2 x_2 + b_3 x_3 + b_4 x_4 + b_5 x_5 + b_6 x_6 + b_7 x_7 + e$$

ここで、

y = 総資産営業利益率 (= 営業利益 / 資産合計)

x_1 = 政策保有株式 / 資産合計 (単体ベース)

x_2 = 売上高営業利益率 (= 営業利益 / 売上高)

x_3 = 総資産回転率 (= 売上高 / 資産合計)

x_4 = 財務レバレッジ (= 資産合計 / 資本合計) ※算出数値は自然対数に変換したもの

x_5 = 時価下落ダミー変数 (その他有価証券の時価が取得原価を下回る場合)

x_6 = 年度ダミー変数

x_7 = 業種ダミー変数

e = 誤差項

なお、 x_1 = 政策保有株式 / 資産合計においては、政策保有株式が単体ベースの情報として公表されることから、分母となる資産合計も単体ベースの数値を使用している⁽¹²⁾。

また、本研究においては、外れ値による影響を考慮した分析を行うため、分析対象データ

(11) 三菱 UFJ 信託銀行証券代行部編 [2011] においては、具体的に記載されている保有目的を分類して示している。また、コーポレート・プラクティス・パートナーズ [2011]、コーポレート・プラクティス・パートナーズ [2012]、コーポレート・プラクティス・パートナーズ [2013] においては、政策保有株式の記載状況の分析がなされている。

より最大値および最小値の1.0%にあたる数値を除き基本統計量を算出し、相関係数を求め、回帰分析を行っている。分析対象企業データの基本統計量は以下のとおりである。

なお、参考値として外れ値を考慮しないデータの結果を示し、外れ値による影響についても若干の考察をする。

図表 13 基本統計量（政策保有株式の保有と企業の業績）

	総資産 営業利益率	政策保有株式 ／資産合計	売上高 営業利益率	総資産 回転率	財務レバレッジ
企業データ数	1,747	1,747	1,747	1,747	1,747
平均値	4.25%	6.57%	4.66%	1.0033	0.8750
標準偏差	0.0307	0.0459	0.0376	0.4082	0.4250
最小値	-5.11%	0.08%	-6.77%	0.3350	0.1866
第1四分位	2.31%	3.10%	2.24%	0.7518	0.5529
中央値	4.03%	5.63%	4.24%	0.9060	0.8051
第3四分位	5.98%	9.18%	6.56%	1.1424	1.1584
最大値	14.39%	23.22%	20.82%	3.2287	2.2090

参考：外れ値を設定しない場合

	総資産 営業利益率	政策保有株式 ／資産合計	売上高 営業利益率	総資産 回転率	財務レバレッジ
企業データ数	1,889	1,889	1,889	1,889	1,889
平均値	4.23%	6.59%	4.71%	1.0149	0.8809
標準偏差	0.0359	0.0502	0.0507	0.5245	0.4646
最小値	-18.68%	0.00%	-41.18%	0.1532	0.0934
第1四分位	2.25%	2.99%	2.13%	0.7374	0.5337
中央値	3.97%	5.54%	4.22%	0.8975	0.8003
第3四分位	6.04%	9.13%	6.69%	1.1423	1.1656
最大値	21.30%	46.51%	42.52%	5.7322	3.1993

※基本統計量の算出にあたっては、資本合計がマイナスの企業および営業利益のデータの存在しない企業は削除している。

なお、本分析の対象データは、すべてその他有価証券のデータを保有するものとなっている。また、各説明変数間の相関関係は、以下のとおりであり、説明変数相互間の高い相関関係は認められない。

(12) 他の説明変数は連結ベースの数値を使用しているが、政策保有株式に関する情報は単体ベースであるため、分母となる資産合計も単体ベースの情報を使用する。なお、持株会社については、最大保有子会社のデータを開示しているが、本稿では政策保有株式に関する情報は単体ベースで統一するため分析対象とした持株会社が保有する政策保有株式に関する情報を使用している。

図表 14 相関係数（政策保有株式の保有と企業の業績）

	総資産 営業利益率	政策保有株式 ／資産合計	売上高 営業利益率	総資産 回転率	財務レバレッジ
総資産営業利益率	1.0000				
政策保有株式／資産合計	-0.0416	1.0000			
売上高営業利益率	0.8791	0.0217	1.0000		
総資産回転率	0.0761	-0.1015	-0.2780	1.0000	
財務レバレッジ	-0.2873	-0.1635	-0.3475	0.2722	1.0000

参考：外れ値を設定しない場合

	総資産 営業利益率	政策保有株式 ／資産合計	売上高 営業利益率	総資産 回転率	財務レバレッジ
総資産営業利益率	1.0000				
政策保有株式／資産合計	-0.0460	1.0000			
売上高営業利益率	0.8685	-0.0085	1.0000		
総資産回転率	0.0554	-0.0949	-0.2075	1.0000	
財務レバレッジ	-0.2807	-0.1375	-0.2881	0.2161	1.0000

※相関係数の算出にあたっては、資本合計がマイナスの企業および営業利益のデータの存在しない企業は削除している。

多重回帰分析の結果は、以下にまとめられている。

図表 15 多重回帰分析結果（政策保有株式の保有と企業の業績）

	予想符号	係数	t 値	P 値
切片		-0.0085	-3.3149	0.0009***
政策保有株式／資産合計	—	-0.0168	-3.1244	0.0018**
売上高営業利益率	+	0.7908	108.1368	0.0000***
総資産回転率	+	0.0298	36.4529	0.0000***
財務レバレッジ	—	-0.0036	-5.7234	0.0000***
時価下落ダミー変数	—	-0.0017	-2.1821	0.0292*
補正 R ²		0.9035		

参考：外れ値を設定しない場合

	予想符号	係数	t 値	P 値
切片		0.0103	2.8453	0.0044**
政策保有株式／資産合計	—	-0.0121	-1.6834	0.0924 [†]
売上高営業利益率	+	0.6278	82.6238	0.0000***
総資産回転率	+	0.0180	19.6481	0.0000***
財務レバレッジ	—	-0.0052	-6.3442	0.0000***
時価下落ダミー変数	—	-0.0019	-1.6595	0.0971 [†]
補正 R ²		0.8333		

※多重回帰分析にあたっては、資本合計がマイナスの企業および営業利益のデータの存在しない企業は削除している。

※***は0.1%水準、**は1%水準、*は5%水準、[†]は10%水準で有意。

※年度ダミー変数および業種ダミー変数を用いたパネルデータを回帰分析。

政策保有株式／資産合計に係る係数については予想どおりマイナスであり、1.0%の水準で有意となっている。また、時価下落ダミー変数に係る係数については予想どおりマイナスであり、5.0%の水準で有意となっている。したがって、仮説 4-1 および仮説 4-2 は支持することができる。

なお、外れ値を考慮しない場合には、政策保有株式／資産合計に係る係数が予想どおりマイナスで 10.0%の水準で有意となっており、また、時価下落ダミー変数に係る係数についても予想どおりマイナスとなっており、10.0%の水準で有意となっている。

政策保有株式は単なる投資としての株式ではなく、本業等への貢献を企図して保有される極めて政策性の高い資産であるが、総資産に占める保有割合が高い場合や時価が取得原価を下回る場合には、本業の収益性に負の影響をもたらすものと考えられる。また、政策保有株式は単体ベースでその貸借対照表計上額が開示されているものの、その時価は開示されておらず、正確に時価下落の影響を把握することは、現時点では困難である。そのため、本稿の回帰分析においては便宜的に連結ベースのその他有価証券の時価等を使用した。

5. おわりに

固定資産を過大に保有している企業は、固定資産の保有割合の低い企業に比べて、本来の事業の収益性を表す総資産営業利益率に何らかの差が現れるのではないかと疑問から、固定資産、特に有価証券のような投資資産の保有割合とその時価を説明変数として本業の業績たる総資産営業利益率の関係を分析した。

その結果、固定資産、特に投資その他の資産とその内訳となるその他有価証券や政策保有株式を保有することは、企業の本業での業績に負の影響をもたらす可能性のあることが確認できた。これは投資有価証券の保有と企業の本業での業績の関係を分析した先行研究と整合的な結果である。また、その他有価証券の時価が取得原価を下回ることも、企業の本業での業績に負の影響をもたらす可能性のあることが確認できた。

投資資産については、経済理論による説明を待つまでもなく、キャピタル・ゲインの獲得を目的として保有される資産であるため、その保有とその時価には経営的視点からも強い関心が払われるはずである。したがって、投資資産の時価が取得原価や簿価を下回るような場合には、保有資産に対する関心が十分に払われているとはいえない側面があり、結果的に価値の下落を看過することになるのであろう。その他有価証券の時価等が開示され、また、政策保有株式の内訳等が開示されるなど、企業保有の資産についてステークホルダーがこれまで確認することのできなかつた情報を把握できている状況を勘案すれば、投資資産の保有割合とその時価には、企業としての関心が従来にも増して払われて然るべきであろう。諸般の事情はあるにせよ、結果的に投資資産の時価が取得原価や簿価を下回るような企業について

は、管理能力を超えて過大な投資資産を保有していることとなり、企業のガバナンスといった観点からも十分とはいえない側面があるはずである。特に、ギルマンの所説における固定資産の過大保有を検討する場合、その保有割合とともに、固定資産の取得原価を時価が下回るような状態においては、過大な固定資産への投資がなされているということが可能であろう。また、「真実は細部に宿る」といった実務的かつ経験則的な視点に立てば、本業の資産ではない投資資産の管理・運用の失敗は、本業の業績についても何がしかのマイナスのシグナルや特徴を意味しているものと考えられる。さらに、政策的に保有される政策保有株式の銘柄名が開示されたことから、ステークホルダーは持合いの効果についてもより具体的な検証の機会に接することとなるため、経営者自身が非効率な投資ではないことを説明する責任も従来に増して増えるものと推察される。そのため、投資資産の保有割合とその時価の管理は単に資産運用業務としてではなく、全社的な経営の視点で捉えられるべきであり、企業の経営者には、投資資産についての状況とその課題について、関係者に説明する責任が課されるはずである。本稿では先行研究の知見を踏まえ実際の企業データを用いて資産保有と企業業績の関係を実証的に分析し、その妥当性と現代的な意味での資産保有のあり方を確認した。

なお、本稿で得られた知見をさらに頑健性のあるものとするためには、投資資産を保有することが企業の本業での業績にもたらす影響について、時価のみならず減損実施の有無等をも勘案し、さらなる多角的視点からの検討と時系列的なデータ蓄積が必要であると考えている。具体的には、投資資産の含み益の有無、投資資産を保有する企業の業種や創業時期による相違といった視点からの分析である。こうした点が今後の課題である。

【参考文献】

新井清光「企業の所有土地に関する時価情報の開示問題」『早稲田商学』第274・275合併号、1978年。

新井清光・白鳥庄之助『先物・オプション取引等会計基準詳解』中央経済社、1990年。

伊藤邦雄「コーポレート・ガバナンスと会計制度—金融商品時価会計導入の経済的影響を中心として—」『フィナンシャル・レビュー』第68号、2003年。

稲垣富士夫「企業数値の統計学的観察—Stephan Gilman: “What the Figures mean” について—」『経理研究』第1号、1954年。

浦崎直浩「金融資産・金融負債の構成比率の分析」『税経通信』第57巻第7号、2002年。

榎本正博「減損会計基準の適用における利益マネジメント—早期適用企業を用いた実証分析—」『管理会計学』第15巻第2号、2007年。

大蔵省「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」、1963年。

企業会計基準委員会「金融商品に関する会計基準」企業会計基準第10号、2006年。

企業会計基準委員会「賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準」企業会計基準第20号、2008年(2008a)。

企業会計基準委員会「賃貸等不動産の時価等の開示に関する会計基準の適用指針」企業会計基準適用指針第23号、2008年(2008b)。

企業会計審議会「金融商品に係る会計基準」、1999年。

企業会計審議会「固定資産の減損に係る会計基準」、2002 年。

企業会計審議会「我が国における国際会計基準の取扱いについて（中間報告）」、2009 年。

金融審議会「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報告～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」、2009 年度。

久野光朗「S. Gilman の財務諸表分析体系」『商學討究』第 16 巻第 2 号、1965 年。

黒沢 泰『不動産の時価評価—新会計基準における鑑定評価の具体例』プロGRESS、2010 年。

コーポレート・プラクティス・パートナーズ「コーポレート・ガバナンス関連情報の分析」『別冊商事法務』第 358 号、2011 年。

コーポレート・プラクティス・パートナーズ「上場会社におけるコーポレート・ガバナンスの現状分析〔平成 24 年版〕」『別冊商事法務』第 368 号、2012 年。

コーポレート・プラクティス・パートナーズ「上場会社におけるコーポレート・ガバナンスの現状分析〔平成 24 年版〕」『別冊商事法務』第 378 号、2013 年。

斎藤静樹『会計基準の研究』中央経済社、2009 年。

坂井映子「日米における本体情報と注記情報の有用性比較」『武蔵大学論集』第 58 巻第 1 号、2010 年。

須田一幸「税効果会計の光と影」『税経セミナー』第 45 巻第 13 号、2000 年。

田中 伸「注記事項の有用性に関する実証研究の意義と到達点」『経済論叢』第 171 第 4 号、2003 年。

辻 正雄「減損会計早々期・早期適用企業の財務分析」『企業会計』第 57 巻第 4 号、2005 年。

辻 正雄「金融商品会計基準の適用と企業業績への影響（1）」『早稲田商学』第 418・419 合併号、2009 年（2009a）。

辻 正雄「金融商品会計基準の適用と企業への影響に関する分析（2）」『早稲田商学』第 420・421 合併号、2009 年（2009b）。

辻 正雄「減損会計の適用期別企業の財務分析」『産業経理』第 68 巻第 4 号、2009 年（2009c）。

辻 正雄「金融商品会計基準の適用と企業業績への影響（3）」『早稲田商学』第 426 号、2010 年。

円谷昭一「政策保有株式の開示と情報インダクタンス」伊藤邦雄編著『企業会計研究のダイナミズム』、2012 年。

内閣府「企業内容等の開示に関する内閣府令」、2010 年。

内閣府『平成 26 年度年次経済財政報告』、2013 年。

長野史麻「認識と開示に対する市場の反応の相違—有価証券の公正価値情報を対象として—」『経営論集』第 51 巻第 2 号、2004 年。

河 榮徳「有価証券時価情報のディスクロージャーと資本市場の評価」『早稲田商学』第 380 号、1999 年（1999a）。

河 榮徳「有価証券の時価情報と企業評価」『早稲田商学』第 383 号、1999 年（1999b）。

法務省「会社計算規則（平成 18 年 2 月 7 日法務省令第 13 号）」、2006 年。

細田尚彦「Stephen Gilman の「企業疾病」論について」『福岡大学商學論叢』第 43 巻第 4 号、1999 年。

松本雅男「ギルマンの決算報告書分析」古川榮一編著『増地庸治郎博士記念論文集 第 2 巻 経営計理の研究』巖松堂、1949 年。

三菱 UFJ 信託銀行証券代行部編「有価証券報告書における株式保有状況開示の事例分析」『別冊商事法務』第 355 号、2011 年。

山上達人『現代企業の経営分析』白桃書房、1988 年。

山本 卓『企業不動産の会計と環境』創成社、2011 年。

山本 卓「東証 1 部上場企業の賃貸等不動産保有の決定要因と時価情報有用性」『会計・監査ジャーナル』第 24 巻第 1 号、2012 年。

- Amir, E., and A. Ziv., “Recognition, Disclosure or Delay: Timing the Adoption of SFAS106,” *Journal of Accounting Research*, Vol.35, No.1, 1997.
- Ayres, F. L., “Characteristics of Firms Electing Early Adoption of SFAS 52,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol.8, 1986.
- Barth, M., “Fair value accounting: Evidence from investment securities and the market valuation of banks,” *The Accounting Review*, Vol.69, No.1, 1994.