

『証券経済学会年報』第59号別冊
第96回全国大会
学会報告論文

「政策保有株式の増減傾向と長期雇用人材・企業業績の関係」¹²

¹ 第96回全国大会でコメントーターを務めて頂きました若園智明氏、本報告論文の執筆にあたり貴重なアドバイスをいただきました脇屋勝氏に深く感謝を申し上げます。

² 本研究は、日本学術振興会 科学研究費助成事業 若手研究 (23K12499) 「株式所有構造の変化と日本的経営：長期雇用人材との関係についての実証研究」の助成を受けて行われました。

「政策保有株式の増減傾向と長期雇用人材・企業業績の関係」

杉山 佳子

東北学院大学情報学部 東北大学大学院経済学研究科

1. はじめに

(1) 問題意識

本稿では、長期安定的な経営や取引関係の継続を目的に従来行われてきた、株式の相互持ち合いを含む政策保有株式の増減と企業の人材（経営層、従業員）、企業業績の関係を明らかにすることを目的とする。有価証券報告書で政策保有株式の開示が拡充した2019年から4年間の時系列データに基づき、政策保有株式の増減傾向と人材の関係、具体的には取締役会構成および長期雇用との関係に着目をした。また、2000年代以降に国内で始まった取締役会構成の変革が、コーポレートガバナンス改革として企業価値の向上を目途とするものであったことに鑑み、企業業績と関連付けて調査を行った。

杉山（2023）では、政策保有株式に関する2022年度の単年度データを用いて、企業の持ち合い株式保有の有無と人的資本の関係について確認を行い、持ち合い株式を保有する企業（以下「保有群」という。）では長期雇用の制度を継続し、利益の追求を抑制する傾向にあること、また役員構成からみたガバナンスでは、役員総数の多さや社外役員比率の低さから、持ち合い株式を保有しない企業群（以下「無保有群」という。）に対して保有群ではインサイダーコントロールが働きやすい傾向にあることを指摘している。

本稿は上記の単年度の探索的分析の結果を前提に、改めて2019年度に遡り、2022年度までの4年間について、特に政策保有株式を保有する企業にどのような変化が生じ、経営人材や従業員、企業業績に影響を及ぼしたかに重点を置き確認を行う。

現在、株式の政策保有が減少傾向にある企業は、取締役会構成の改革や資本の効率性向上という、コーポレートガバナンス改革を推進する傾向にあることが推定される。他方で2（1）に後述するように、持ち合い株式についてはその財務的役割に変化が生じているとして、ブロック所有による戦略的な活用が指摘されてきている。

そこで本稿は先行研究を踏まえつつ、以下で現在の傾

向の確認を行う。

なお本稿では、ある企業の政策保有株式の変化（の有無）を、企業の長期雇用人材と企業業績の関係から確認することとし、双方の企業が相手方の株式を保有する「持ち合い株式」にとどまらず、片方の企業のみが相手方企業の株式を有する「政策保有株式」も対象とすることとする。政策保有先企業と社外役員工作の関係に関する先行研究である胥・高橋・田中（2019）では、一方の会社が政策保有目的で他方の企業の株式を保有する関係があることで、双方の企業にその関係を維持するために相互に社外役員を迎え入れる動機が生じることを指摘している。そこで、資本の効率性および経営の安定性の双方の視点から、本稿では政策保有株式全体を調査対象とすべきと考えた。

(2) 研究の文脈(政策保有に合理性を求める動き)

政策保有株式については2010年以降、開示を通じて保有の合理性が問われるようになってきた。

法定開示では有価証券報告書において、上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する開示の充実を図ることを目的に、2010年の企業内容等開示布令の改正で、保有目的が「純投資目的」以外の目的である株式について、銘柄数及び貸借対照表計上額の合計額を開示することとなった。金融庁の広報誌「アクセスFSA」（第84号）によれば、会社による株式の保有には、取引関係の開拓・維持等、必ずしも財務諸表では捉えきれないビジネス上の関係として積極的な意義があるとの意見がある一方、必ずしも効率的な投資とはいえないものがあるのではないかと消極的に捉える意見もあったことが述べられている。

双方の意見を背景に、会社の株式保有に係る意義を積極的に開示することが投資判断上有用だとして、保有目的に応じた情報の開示が求められることとなった。ただし当初、開示の対象は、銘柄別に貸借対照表計上額が資本金額の1%超（かつ上位30銘柄までに該当するもの）に限定されていた。

その後、同府令は2019年に改正され、開示対象の個別銘柄は上位60銘柄までに該当するものとなるなど、開示情報が拡充されてきている。

続いてソフトローでは、2018年の改訂コーポレートガバナンス・コードで政策保有に関する方針の開示が求められるようになった。さらに2021年の再改訂コーポレートガバナンス・コードでは、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方を示すことなど、その保有の合理性にさらに踏み込んだ開示を求めるようになった。

なお法定開示（企業内容等開示布令）では2025年3月期から、「純投資目的」に保有目的を変更した株式の情報も開示することとして拡充を図ることとなっている。金融庁が実施した2023年度の有価証券報告書レビューで、「政策保有目的」から「純投資目的」に保有目的を変更した株式の開示状況を検証したところ、実質的に政策保有株式の継続保有と差異がない状況であると認識したことがその要因に挙げられている³。

以上のように政策保有株式については現在、開示が強化される流れにあり、その保有の合理性が一層問われるようになってきている。

そして現在上場企業では、トヨタグループや三菱グループといった伝統的な企業グループで、金融機関や事業会社間における政策保有株式を売却する動きが広がってきている⁴。

2. 先行研究と分析の視点

次に、先行研究について、株式の所有構造と人材の関係、そして企業業績の観点から述べる。1. で述べたように現在、企業の投資効率性を求めて政策保有株式の開示を強化する流れにあるところ、後述のように、戦略的な活用の流れも生じてきていることが指摘されている。そこで株式の持ち合いを中心とする従来の議論の概要、政策保有株式を中心に生じている近年の新しい動きとその調査、に区分して確認を行う。

(1) 日本型の経済システムと株式持ち合い

岡部(2002)によればかつて株式持ち合いは、産業組織、金融システム、雇用システムと深く関わる日本型経済システムの根底にあるものであったという。そして日本の株式所有構造に顕著な特徴として二つを挙げる。一つは、日本の企業（一般事業会社および金融機関）が企業間で株式の相互保有（mutual shareholding）ないし株式持ち合い（cross shareholding）の形を取り、相互に利害関係（stake）を持ち合う傾向が強いことである。2000年3月末時点では、金融機関（商業銀行、信託銀行、保険会社）による保有は株式全体の約36%、非金融機関による保有が約24%で、両者を合わせると約6割の株式が企業部門の内部で所有されていたことを背景としている。そして第二の特徴として、その保有目的は運用収益を狙った短期的・投機的なものではなく、より長期的・安定的な保有であることを挙げる。企業による株式保有は基本的に「安定保有」であり、企業は「安定株主」とであるという点に特徴があることを指摘している。

続いて、六大企業集団の観点からは奥村(2001)が、「法人資本主義」と結びつき、日本の株式会社の大きな特質が株式の持ち合いにあると指摘した。

戦後の日本は財閥が解体されたあと、いったんは株式が個人株主に分散されたが、やがて法人に集中していく（株式所有の法人化）。株式の買占めに対する安定株主工作を会社が行い、企業集団、あるいは企業系列を強化するため、取引先企業との関係を密接にするために法人同士、すなわち経営者同士の相互信任のシステムが1955年頃から出来上がっていった。このシステムを「法人資本主義」とし、その原理は「会社本位主義」であるとして、従業員は「会社本位主義」に協力させるための手段であるとした。そして従業員本位のステークホルダー・キャピタリズムを否定する。

他方、同じく企業集団について独立系企業との比較を行った中谷(1983)は、企業集団形成企業では「相互保険

³ 2024年3月期末時点におけるJPモルガン証券の推計では、事業会社や金融機関が保有する政策保有株の残高は約60兆円とされるところ、同年6月14日配信のBloomberg記事では、見かけ上の政策保有株を減らすことが可能な「純投資」目的へ変更する開示テクニックで、その実態が不透明になっている現状が指摘されている。

金融庁は同年6月「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム2024」中「6. 市場環境上の課題の解決」において次のように述べている。「課題 政策保有株式について、各社において縮減に向けた取組みが進められている一方、議決権行使の状況を含む実態を踏まえた開示等の適切な対応がなされていないとの指摘がある。

特に保有目的について、純投資目的への変更についてはその理由の開示が求められていないことから、実態が不透明となっているとされる。その要因として、例えば、社内の関係者間（IR担当や営業担当等）で認識に差があるとの指摘もある。また、他方で形式的に売却することは必ずしも望ましくなく、発行会社の経営の支援等を通じて保有の合理性を説明し得るような場合もあるため、適切に検証を行う必要があるとの指摘がある。

⁴ 一例として、日本経済新聞（2024年8月27日付）「トヨタ、自社株TOB終了 8068億円で政策保有株買い取り」
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOTG277FNOX20C24A800000/>（2025.2.10閲覧）

のシステム」があるとの考えに基づき、独立系企業よりも企業利益は低いが、従業員への付加価値分配は高く、利潤よりも従業員や金融機関への分配を重視する傾向を指摘している。

特に企業集団が堅固に形成されていた2000年前の時期、国内企業における従業員のマネジメントでは、企業と個人の社会契約として「終身の関係（Lifetime commitment）」があることを特徴の一つとする「日本的経営」の存在が指摘されていた（Abegglen, 2006）。そしてAoki（2010）はドイツと並び日本を調整型経済と位置付け、企業は配当重視など株主重視の方向を強めつつも、従業員の長期雇用を維持するハイブリッド型組織へ深化する可能性について指摘している。

宮島・新田（2011）では、経営者のエンタレンチメントの代理変数としての取締役会における内部取締役人数は、持ち合い再強化期において、持ち合い株式の増減割合と正に有意な値となっていることを指摘している。株式の持ち合いは、特に設立から年数の長い長期雇用志向の企業で、企業特殊的技能を形成した内部昇進者が役員に昇進する傾向（川本、2009）と相まって、これまで長期・安定的な経営を支えてきたといえよう。

これに対し奥村（2001）は次の四つの問題点を指摘する。すなわち、資本の空洞化、支配の不公正、取引の拘束、不公正な株価の形成である。また2000年以降台頭してきた海外機関投資家は、持ち合いは企業集団のメリットを追求するのみで、排他的・非効率であると批判している。

（2）改訂CG・コードと新しい財務戦略等の動き

しかしながら鳥居（2017）によれば現在、いわゆる「戦略的提携」として、事業会社が経営の自立性を保ちつつ他の企業と協力関係を結び、お互いが発展することを目指す株式持ち合いが新たに台頭の流れにあるという。

その目的には、第一にコスト削減（販売費等）、第二に新製品開発、第三に材料調達安定化、第四に市場開拓・販路拡大、が挙がる。「支配の確保」や「投下資本量の確保」の側面が以前に比べて弱まり、その反面で、株式取得という積極的な外部資源への投資で提携関係を構築し、結果的に利益向上に結び付ける動きが生じているという。

直近では、宮島・齋藤（2023）の研究において、CG改革以後も政策保有株式売却の大部分は少額の保有部分の売却に限定され、戦略的理由等に基づくブロック保有は相対的に維持されていることが明らかにされている。

以上のように持ち合い株式はこれまで企業集団で利用されてきた支配権・経営の安定から、一部では戦略的な財務収益性の確保を目的としたものに、その目的が変化を

している状況にある。

他方で、特に2018年の改訂CG・コードを契機に、株式持ち合いを含む政策保有株式には売却の圧力が高まってきた。

政策保有株式の売却に関しては、円谷（2020）が、保有企業の財政状態、経営成績、株式保有リスクなどによって決定される内的要因が売却を促進することを、そして投資先との関係性に、取引関係における何等かの関連があることを指摘している。また宮島・齋藤（2020）では、改訂CGコードによる政策保有株式の開示規制は、岩盤企業と呼ばれる企業を含みその売却を有意に促進すること、機関投資家の存在が、持ち合いの解消を促進していること、企業統治改革は、各企業の売却銘柄数をそれ以前に比べて引き上げる効果を有することなどを明らかにしている。

なお、持ち合い株式の売却は、ある企業の株式が持ち合い先の企業から手放されることを意味するが、そのまま市場に放出されるとは限らず、自社株買いが関わっている。自社株は買入れを通じて企業の経営陣と投資家の合意水準が向上することが（Huang&Thakor, 2013）、また宮島・齋藤（2020）は、企業の政策保有株の解消に対して、特に自社株買いと組み合わせた場合に、市場は概ね正に反応することを指摘している。

（3）経営・人材との関係

最後に、CG改革に関連して、改めて人材との関係について、社外取締役の存在を含めて確認する。前述のとおり株式は経営に参画する権利の一面を有し、企業の人材とも関わる。この点に関して砂川（2010）や田中（2014）は、株式の持ち合いにより企業間の相互監視が行われる、すなわち経営の規律が働くことを述べている。

これに対し社外役員について、胥・高橋・田中（2019）では、Tobin's Qが低いほど、外国人機関投資家の圧力（外国機関投資家持株比率）が弱いほど、政策保有割合（事業法人持株比率）が高いほど、社外役員のうち政策保有先等の出身者が半数以上占める傾向にあることを指摘し、政策保有社外役員工作は社外役員を義務づける法規制を骨抜きにして、敵対的買収策としての持ち合いや政策保有を補強するものであることを指摘する。

また、宮島・齋藤（2020）によれば、CG・コードの導入後、独立社外取締役比率が高い企業で政策保有株式が売却される傾向が強まったという。しかし、政策保有株式の売却の中心は少額保有の株式であり、前述のように、保有銘柄のうち取引関係が強く、またその発行株に占める比重が高い（ブロック保有）の場合には、保有が維持される傾向が強いという。株式の分散所有、法人優位の点でユ

ニークだった日本の所有構造は、法人間の相互持ち合いから、金庫株を利用し、戦略的提携を目的とする第三者割当を行うことを通じて法人によるブロック保有へのシフトという静かな変化を経験しているという。

持ち合い株式を含む政策保有株式の保有について、CG改革により経営人材では社外取締役が導入され、経営の参画、財務戦略の観点から変化が生じている状況にある。

(4) 調査の視点

以上のように現在は、従来の相互持合株式を前提とした経営の安定化や資本の空洞化などに関わる議論から、CG・コードの導入を契機とした社外取締役の関与による企業業績への影響、財務的役割の変化に議論が移ってきている状況にある。

政策保有株式全体では縮減の傾向にある中、宮島・齋藤(2023)が指摘したように、一社の中においても売却をする株式、ブロック所有に移行する株式、と政策保有先の相手方との関係性により対応が分かれる状況にあり、企業の政策保有株式の保有形態はより複雑になってきている。

岡部(2002)は、企業がいかなる株式の保有構造であるかは、産業組織、金融システム、雇用システムなどにも深く関わる問題であるという。政策保有株式の縮減も、そして今日は(戦略的な)政策保有株式の増加もいずれも企業価値の向上を目指す状況において、これまで国内で株式の所有構造と結びついてきた企業の長期雇用人材にはいかなる変化が生じてきているのか、明らかにする意義があると思われる。

そこで本稿では上記の問いを明らかにするため、政策保有株式の開示が拡充された2019年の有価証券報告書から2022年までの4年間の動向について、政策保有株式の縮減傾向にあった企業と、むしろ増加傾向であった企業に区分し、企業価値に影響を与える要因について、以下の2つの仮説に基づき分析を行った。

H1 政策保有株式を縮減する傾向の企業では、資本の効率的な活用、企業業績の向上がみられる。

企業の人材では、経営人材・従業員ともに長期雇用との関連性が弱まる。役員構成では、伝統的な内部昇進による社内役員に対し、社外役員や女性役員の比率が増加し、取締役会構成が多様化する。

従業員は勤続年数が短期化し、人材の流動性が高まる。

H2 政策保有株式が増加傾向にある企業は今日、政策保有を財務戦略的に行っている。そこで財務面で企業の成長が見られ、企業業績は向上する。

人材の傾向は、縮減傾向の企業(H1)に同じである。

上記の各仮説のうちH1は、2015年に導入された一連のコーポレートガバナンス・コードの趣旨に沿うものである。そこで政策保有株式の縮減傾向にある企業では、コーポレートガバナンス改革に積極的な姿勢ではないかとの視点を持ち、分析を行うこととする。

3. 政策保有株式の推移及び業種に関する記述データ

分析対象の期間は、2019年3月期から2022年3月期までの4年間とし、政策保有株数、政策保有先企業数、総資産に占める政策保有株式の比率、についてその推移(増減の傾向)を確認するものとする。経営の参画権は株式数や企業数、資本の効率的活用の観点では(事情がない限り長期保有を暗黙の了解とすることを特徴とする)政策保有株式の対総資産比率が関わると考えられるためである。

そこで上記2つの観点から当該4年間の政策保有株式の動きを、持合い株式の動きを含み確認した(データソースは、後述の4.1①を参照のこと)。

はじめに政策保有株式を巡る変化を俯瞰するため、2022年度にTOPIXを構成する各銘柄について欠損値を除き、1,406社の当該4年間の政策保有株式の増減傾向を確認した(表1)。

表1 TOPIX 構成銘柄 の政策保有株式(保有先企業数)の動向(2019~2022)

I: 総じて増加傾向		II: 変化なしが中心 ※増加銘柄も一部有		III: 総じて減少傾向				政策保有なし
増加銘柄のみ	増加銘柄が最多	全銘柄変化なし	変化なし銘柄最多 & 増加・減少銘柄有	変化なし銘柄最多 & 減少銘柄有	減少銘柄のみ	減少銘柄が最多 & 増加(変化なし)銘柄有	減少銘柄が最多 & 変化なし銘柄有	
37 (2.6%)	119 (8.4%)	154 (10.9%)	885 (62.9%)	107 (7.6%)	42 (2.9%)	43 (3.0%)	19 (1.3%)	198 (14.8%)

出所: 2019年度から2022年度の政策保有株式データ(東洋経済新報社)を基に筆者作成。

TOPIX 構成銘柄では、調査対象期間(2019~2022)で最も多いのは、保有先の企業に変化がないケースである。さらに既に政策保有株式を保有している企業の株式数を増やす(または新規の企業の株式を保有する)ケースも含まれる(同時に保有先を減少するケースも含むが、企業数では保持や新規の方が多い状況にある)。

個々の企業において、政策保有株式の保有について一律の方針を持つのではなく、保有先企業との関係性に鑑みた選別が行われてきている状況が伺われる。政策保有を企業数からみると、政策保有株式は必ずしも縮減の方向性のみにはない状況となっている。

さらに、株式の流動性が高く時価総額が大きく、政策保有株式の合理性に疑義を呈する外国人投資家の関わりも深いTOPIX500の銘柄に限定し、政策保有株式数、総資産に占める政策保有株式比率、について確認した(表2)。

2022年度について2019年度と比較したところ、TOPIX500の構成銘柄では、各企業が政策保有の目的で保有する企業数、総資産比率はいずれも減少した。他方、保有株数及び貸借対照表計上額はいずれも増加する状況にある。

そして政策保有株式のうちさらに持ち合い株式を確認をしたところ、相互に株式を持ち合う企業数は減少しているものの、政策保有株式に占める持合株式の割合は僅かながら増加する傾向が見られた。

表2 TOPIX500 政策保有株式の推移(2019~2022)
(各平均値)

	政策保有株式 (2022年度(2019年比))				持合株式 (2022年度(2019年比))	
	保有先 企業数	保有株数	貸借対照 表計上額 (百万円)	/総資産 比率	持合先 企業数	政策保有株式の うち持合株式の 割合(企業数)
総計	-3.61	495,027	6,703	-0.53	-1.39	0.03

出所：2019年度から2022年度の政策保有株式データ(東洋経済新報社)を
基に筆者作成。

なお、表2は2022年度までの調査である。大和総研レポート(2024)ではその後、2022年から2023年の状況について、政策保有株式の銘柄数では縮減傾向が見られるものの、保有額は増加の傾向が生じていることを指摘している。そしてその要因に近年の株高を挙げている。

また同レポートによれば、事業会社が保有する政策保有株式の合計額は2022年の約24兆円から2023年に約29兆円まで22%上昇し、金融機関が保有する政策保有株式の合計額は2022年の約22兆円から2023年の約28兆円まで27%上昇している。事業会社および金融機関のいずれも政策保有株式の保有金額は上昇の傾向がある。

上記の一連の政策保有株式をめぐる状況からは、その開示は強化の流れがある一方、(政策保有株式としての開示がある範囲においても)その株式数、保有金額において必ずしも減少の動きではない状況が伺われる。

4. 実証

(1) 調査の概要

① データソース

TOPIX500構成銘柄を対象に、調査期間を2019年から

2022年度(3月期)として、欠損値を除く有効なデータ(N=1938)について分析を行った。

政策保有株式に関する情報は「政策保有株式データベース(東洋経済新報社)」を、役員構成に関するデータは「役員四季報データベース(当方経済新報社)」をそれぞれ用いた。なお、企業の創業年と従業員の平均勤続年数は、各企業の有価証券報告書から情報を取得している。そして財務情報、株式所有構造等その他の各情報は、Bloombergのデータを用いた。

② 用いる変数

各変数は、2022年度の単年度データを分析した杉山(2023)の流れを引き継ぎ、表3の基本統計量に掲げる一連の変数としている。各カテゴリーは、企業業績(ROA、Tobin's Q)、従業員の勤続年数を含む企業属性、財務の状況、株式所有構造(および資本市場関連)、ガバナンス(取締役会構成)の5つとし、各カテゴリーを構成する変数を用いた。なお企業業績の代理変数として、資産に関するROAのみでなくTobin's Qも用いるのは、政策保有株式の保有と役員人材(社外取締役)の関係に関する先行研究の冨・高橋・田中(2019)において、敵対的買収の観点から、資本市場で対象となりやすい企業の価値を測るのにTobin's Q(時価総額+負債簿価)/資産合計)を用いていることを参考にしている。同じく敵対的買収の観点からは、フリーキャッシュフロー(多いほど買収のターゲットになりやすい)が関わりとされる。そこで、財務のカテゴリーではフリーキャッシュフローも含むこととした。

③ 基本統計量

各変数の基本統計量は表3の通りである。

政策保有株式を有する企業では、対総資産比率の平均値は3.91%、中央値が2.18%と、総資産に占める割合は5%にも満たない。しかし一部の企業では総資産比率が50%超と、企業により保有割合が大きく異なる。また政策保有先企業のうち約半数とは株式持ち合いを行っている。

人材について、従業員の勤続年数の平均値は15年超であり、中央値も16年を超えている。そこでTOPIX500の企業では、従業員の雇用は長期雇用といえよう。なお従業員の平均勤続年数は、上場して数年の企業は1.5年であるのに対し、最長の企業は29年を超え、新卒一括採用、終身雇用という日本的雇用慣行の特徴を強く有する企業が現存する様子が見られる。

表3 基本統計量

	N	平均	中央値	p 2 5	p 7 5	標準偏差	最小	最大
企業業績								
ROA	1938	4.729	4.09	1.89	6.78	5.05	-20.6	50.39
Tobin's Q	1938	1.72	1.10	0.95	1.71	2.12	0.49	34.54
企業属性								
創業年	1938	1952.82	1949.00	1934.75	1971.25	30.48	1865	2021
従業員数	1938	27349.42	12669.00	5638.50	29020.00	47294.51	135	420,663
平均勤続年数	1938	15.34	16.10	13.60	18.30	4.79	1.50	29.30
株式所有構造・資本市場								
時価総額	1938	1,139,567.26	469,439.05	252,020.69	1,102,424.94	2072571.43	28,594.44	36,260,059.63
浮動株比率	1938	76.8816	82.15	66.05	90.33	17.19	8.93	99.89
外国人持株比率(%)	1938	28.26	26.90	19.79	35.43	12.56	1.70	88.40
保有機関投資家数	1938	278.99	267.00	151.75	366.25	144.26	13	950
政策保有株数	1938	66,004,543.47	12,687,501.00	2,351,348.00	39,468,753.25	238969388.91	0.00	3,325,759,074
政策保有/総資産比率(%)	1938	3.91	2.18	0.51	5.71	5.04	0.00	53.40
政策保有株式(企業数)	1938	32.75	27.00	8.00	56.00	30.91	0.00	376.00
持合株式(企業数)	1938	17.79	13.00	3	27	18.27	0	168
財務の状況								
売上高(百万円)	1938	1,269,457.43	540,760.50	246,521.50	1,270,017.50	2371590.27	7,157.00	31,379,507.00
総資産(百万円)	1938	5,286,102.78	748,892.50	336,910.50	2,131,789.75	25868913.37	6,143.00	373,731,910.00
フリーキャッシュフロー(百万円)	1938	43,507.97	16,020.00	942.50	44,514.50	297273.47	-3,830,879.00	6,792,779.00
売上高成長率(%)	1938	4.04	2.60	-3.4924	9.58	16.13	-78.95	184.99
自己資本比率	1938	50.08	50.34	35.5535	65.22	21.22	0.45	95.76
役員構成								
役員総数	1938	14.42	14.00	12.00	16.00	5.08	5	50
社外役員比率	1938	42.2507	41.67	36.36	47.06	10.44	10.64	88.89
女性役員比率	1938	10.90	10.00	6.70	15.40	7.60	0	46.20

有意水準 p**<0.05

(2) 分析結果

続いて、2019年度から2022年度の4年間における政策保有株式数の推移から、TOPIX500の構成銘柄を次の3つのグループに区分して分析した⁵。

政策保有株式を保有する企業(保有群)は、総じて政策保有株式を縮減する傾向にある企業(以下、「縮減企業群」という)、むしろ増加傾向にある企業(以下、「増加企業群」という)の2つのグループに区分をした。そして、政策保有株式を保有しない企業(無保有群)を3つめのグループに区分する。

なお無保有群の企業では調査対象期間の4年間を通じて政策保有株式を保有していない。すなわち途中で新たに政策保有株式を取得する、反対に2019年度以降に削減を進め、無保有となる状況はみられなかった。

以下では、基本統計量で確認をした各変数のうち、改めて各カテゴリで本稿の問いを明らかにするために必要と考えられる代表的な変数を分析に用いた。すなわち、企業属性では、長期雇用に関する変数として創業年と従業員の平均勤続年数を、財務に関しては、資本の健全性や効率的活用の観点から自己資本比率を、敵対的買収の可能性からフリーキャッシュフローを、そして企業が財務戦略的に成長しているかを測る変数として売上高成長率を用いている。

続いて資本市場・株式所有構造のカテゴリは、政策保有株式を保有する企業の特徴に関する先行研究に基づき、時価総額、外国人持株比率、保有機関投資家数を用いた。また財務(資本の効率的な活用)の観点も含め、総資産に占める政策保有株式の比率、を変数とした。最後にガバナ

⁵ 株式数を用いるのは、金額ベースでは先述のように株式の時価評価に

おいて、特に近年の株高の影響を受けるためである。

ンス(役員構成)では、杉山(2023)の調査結果に基づき、役員会での実質的な討議が可能かの観点から役員総数を、そして従来の、生え抜きで長期雇用の内部昇進者(男性)以外の人材を経営層はどの程度活用するようになってきているかの観点からは、新しい経営人材である、社外役員比率及び女性役員比率、を変数としている。

本稿では政策保有株式の保有群について、2群の差を比較し(表4)、続いて企業業績として2つの指標(ROA、Tobin's Q)を従属変数として、前述の各変数との関係を調べるため、重回帰分析を行った(表5)。

これは先行研究に基づき現在、財務戦略として将来にわたる企業業績の向上を目的に政策保有株式を新規に取得する傾向が指摘されていることをふまえて、政策保有株式の縮減傾向、増加傾向、のいずれの企業群も、その目的を企業業績の向上とすると考えられるためである。なお無保有群はサンプル数が少ないため(33社)、調整済み決定係数(R²)はROAのケースで0.81と高いものの、参考情報にとどめることとする。

① 2群の差

続いて政策保有株式の保有群を構成する2つのグループについて、Mann-WhitneyのU検定を用いて2群の差を確認した。

両群は10%の有意水準で、創業年、政策保有株式の対総資産比率、時価総額、保有機関投資家数で有意差がみられた。平均値では、創業年は、増加企業群の方が約6年新しい。また総資産に占める政策保有株式は、増加企業群で約2%高く、積極的に政策保有株式を活用する動きがみられた。

時価総額では増加企業群が約2倍となっており、政策保有株式では増加の傾向にあってもその事業の状況等から資本市場での評価を得る状況にある。なお保有機関投資家数は、増加企業群で約326社、縮減企業群は約289社と、増加企業群で平均約37社多く、より株式の分散保有の傾向がみられる。

人材に関しては役員総数を除き、2群に有意差はみられない。従業員の平均勤続年数は、平均値・中央値のいずれもほぼ同じく15~16年と、長期雇用の傾向にある。また経営人材では、社外役員、女性役員比率で大きな差異はみられない。しかしながら役員総数は縮減企業群の方が多い状況にある。

上記をふまえると増加企業群は、戦後に形成された企業グループでは現在、政策保有株式を売却する動きが高まる中、株式の構造が高度に分散する中、縮減企業群よりも少数の取締役数でより機動的に経営の意思決定を行い、政策的な株式保有も活用しながら利益獲得を目指す様子が伺われる。

③

表4 2群の差(政策保有株式縮減企業群/増加企業群)

	縮減						増加						全体						有意水準
	N	平均	中央	最小	最大	標準偏差	N	平均	中央	最小	最大	標準偏差	N	平均	中央	最小	最大	標準偏差	
ROA	342	5.30	4.70	-15.37	50.39	5.62	115	4.92	4.53	-7.61	26.33	4.67	457	5.20	4.66	-13.42	44.34	5.38	0.79
Tobin's Q	342	1.75	1.11	0.20	17.92	1.93	115	1.53	1.04	0.51	9.25	1.35	457	1.69	1.10	0.28	15.74	1.79	0.96
創業年	342	1948.89	1948.00	1865.00	2016.00	29.55	115	1954.95	1949.00	1894.00	2021.00	28.67	457	1950.41	1948.25	1865.00	2021.00	29.42	0.07*
従業員平均勤続年数	342	15.92	16.30	1.90	29.30	4.21	115	15.73	16.40	2.00	25.30	4.77	457	15.87	16.33	2.00	29.00	4.35	0.69
自己資本比率	342	49.34	50.03	0.45	91.03	21.18	115	52.17	53.93	4.83	93.53	20.57	457	50.05	51.01	1.56	91.66	21.03	0.24
フリーキャッシュフロー(百万円)	342	43793.77	14410.00	-561541.00	1890377.00	185060.09	115	86893.87	17875.00	-1482161.00	4843894.00	512983.06	457	54639.53	15281.94	-793206.86	2633603.38	267579.00	0.48
売上高成長率(%)	342	11.88	10.09	-62.82	111.19	15.39	115	11.52	8.27	-26.80	73.76	14.82	457	11.79	9.63	-53.76	101.77	15.24	0.51
政策保有/総資産比率(%)	342	3.25	2.09	0.00	21.02	3.64	115	5.88	3.28	0.00	53.40	7.67	457	3.92	2.39	0.00	29.17	4.66	<.001**
保有機関投資家数	342	289.08	255.00	70.00	800.00	153.25	115	326.51	305.00	101.00	950.00	180.31	457	298.50	267.58	77.80	837.75	160.06	0.08*
外国人持株比率(%)	342	27.48	25.51	3.53	79.69	11.50	115	27.65	27.22	5.62	69.33	11.61	457	27.52	25.94	4.06	77.08	11.53	0.82
時価総額	342	1095609.21	455034.05	29192.04	10098300.89	1641444.86	115	1919260.89	589788.27	111667.19	36260059.63	4253821.04	457	1302873.85	488943.76	49951.21	16681675.63	2298826.17	0.02**
役員総数	342	14.27	14.00	6.00	34.00	4.27	115	13.98	13.00	7.00	46.00	5.13	457	14.20	13.75	6.25	37.02	4.49	0.18
社外役員比率	342	44.95	44.44	17.24	77.78	9.44	115	45.13	44.44	16.67	71.43	9.47	457	45.00	44.44	17.10	76.18	9.45	0.53
女性役員比率	342	13.90	13.30	0.00	46.20	7.42	115	14.13	12.50	0.00	35.30	8.19	457	13.96	13.10	0.00	43.46	7.61	0.73

有意水準 p**<0.05 p*<0.1

② 重回帰分析による推定結果

表6では、3つの企業グループについて、政策保有株式の減少企業群をパネルA、増加企業群をパネルB、無保有群をパネルCとして区分し、分析を行った。

減少企業群、増加企業群は企業業績がいずれの変数でも、従業員平均勤続年数、自己資本比率、が有意である。

従業員平均勤続年数は前述のとおり、両群ともに平均値が15年超と長期雇用の傾向にある。政策保有株式の保有群ではその増減に関わらず、長期雇用人材が企業業績に影響を与えている状況が確認された。

はじめに表6のパネルA(減少企業群)を確認した。当パネルでは、ROAを従属変数とするケースで多くの変数が有意である。中でも特に、自己資本比率、外国人持ち株比率、社外役員比率は1%で有意である。これらはいずれも国内企業に対して外部のステークホルダーとして、社外取締役あるいは外国人投資家が、資本の効率的活用を求めていることを示唆するものといえよう。またROAについては、経営人材(ガバナンス)に関して、取締役会の人数、社外取締役比率、女性取締役比率のいずれも10%水準で有意である。政策保有株式の縮減傾向にある企業では、ガバナンスの体制が総資産利益率に影響を及ぼす可能性を示唆するものと思われる。

続いて従属変数ROAとTobin's Qとの比較を行う。

ROAとの違いとして、Tobin's Qではフリーキャッシュフローや時価総額が1%水準で有意であった。

パネルB(増加企業群)では、パネルA(減少企業群)に比べて、有意な変数は少ない。そしてこの状況において、ROA、Tobin's Qのいずれに対しても、同じ変数が有意である。それは、前述の従業員平均勤続年数、自己資本比率に加えて、売上高成長率である。売上高成長率が有意であることは、先行研究で指摘があるように、政策保有株式の保有が企業業績の向上に向けて財務戦略的な役割を有することに变化してきていることを裏付ける可能性がある。

なお、増加企業群で従業員勤続年数が有意であることは、取引先など政策保有先との長期安定的な関係の構築に、長期雇用人材に関わる可能性を示唆するといえよう。

他方でパネルBでは、パネルAに比べて有意な変数は少ない。そもそも政策保有株式の増加企業群では、2群の差(表4)によれば、ROAおよびTobin's Qのいずれも平均値と中央値は、減少企業群よりもやや低い。

政策保有株式の増加企業群では、政策保有の株式そのものは企業業績に直結しないものの、より長期的・多角的なメリットを考慮し株式の政策保有を進めている可能性がある。しかしやはり、企業業績へ影響を与える要因には減少企業群と比較して不明確な点が生じていることは否めないと思われる。

表5 重回帰分析による推定結果(政策株式減少・増加・無保有の各モデル)

パネルA：政策保有株式減少モデル		ROA						Tobin's Q					
		非標準化係数		t 値	有意確率	Bの95.0%信頼区間		非標準化係数		t 値	有意確率	Bの95.0%信頼区間	
		B	標準誤差			下限	上限	B	標準誤差			下限	上限
	(定数)	39.03	19.24	2.03	0.04**	1.17	76.89	-6.54	4.13	-1.58	0.11	-14.66	1.59
企業属性	創業年	-0.02	0.01	-1.81	0.07*	-0.04	0.00	0.00	0.00	2.23	0.03**	0.00	0.01
	平均勤続年数	-0.16	0.06	-2.47	0.01**	-0.29	-0.03	-0.07	0.01	-5.00	<.001**	-0.10	-0.04
財務	自己資本比率	0.12	0.01	8.56	<.001**	0.09	0.14	0.02	0.00	5.04	<.001**	0.01	0.02
	フリーキャッシュフロー (百万円)	0.00	0.00	1.78	0.08*	0.00	0.00	0.00	0.00	-3.06	0.002**	0.00	0.00
	売上高成長率(%)	0.04	0.02	2.27	0.02**	0.01	0.07	0.00	0.00	0.65	0.52	-0.01	0.01
株式所有構造/ 資本市場関連	政策保有株式/総資産比率	-0.14	0.08	-1.79	0.07*	-0.30	0.01	0.00	0.00	-0.89	0.38	0.00	0.00
	保有機関投資家数	0.00	0.00	0.21	0.83	-0.01	0.01	0.00	0.00	-0.35	0.73	0.00	0.00
	外国人持株比率(%)	0.08	0.03	3.12	0.001**	0.03	0.13	0.01	0.01	1.36	0.17	0.00	0.02
	時価総額	0.00	0.00	-0.29	0.77	0.00	0.00	0.00	0.00	3.82	<.001**	0.00	0.00
ガバナンス	役員総数	-0.19	0.08	-2.46	0.01**	-0.34	-0.04	-0.02	0.02	-1.33	0.19	-0.06	0.01
	社外役員比率	-0.11	0.03	-3.26	0.001**	-0.17	-0.04	-0.01	0.01	-1.26	0.21	-0.02	0.01
	女性役員比率	0.06	0.04	1.78	0.08*	-0.01	0.13	0.01	0.01	1.74	0.08*	0.00	0.03
	Adjusted R ²			0.36						0.28			
	R			0.60						0.56			
	N			342						342			

有意水準 $p^{**}<0.05$, $p^{*}<0.1$

パネルB：政策保有株式増加モデル

		ROA						Tobin's Q					
		非標準化係数				Bの95.0%信頼区間		非標準化係数				Bの95.0%信頼区間	
		B	標準誤差	t値	有意確率	下限	上限	B	標準誤差	t値	有意確率	下限	上限
	(定数)	-21.63	29.07	-0.74	0.46	-79.30	36.05	-9.74	8.97	-1.09	0.28	-27.54	8.06
企業属性	創業年	0.01	0.02	0.67	0.51	-0.02	0.04	0.01	0.01	1.35	0.18	0.00	0.02
	平均勤続年数	-0.17	0.09	-1.99	0.05*	-0.34	0.00	-0.10	0.03	-3.74	<.001**	-0.15	-0.05
財務	自己資本比率	0.12	0.02	5.65	<.001**	0.08	0.16	0.01	0.01	1.79	0.08*	0.00	0.02
	フリーキャッシュフロー (百万円)	0.00	0.00	1.12	0.26	0.00	0.00	0.00	0.00	0.47	0.64	0.00	0.00
	売上高成長率(%)	0.05	0.03	1.80	0.08*	-0.01	0.10	0.02	0.01	2.18	0.03**	0.00	0.03
株式所有構造/ 資本市場関連													
	政策保有株式/総資産比率	-0.03	0.05	-0.69	0.49	-0.13	0.07	-0.03	0.02	-1.68	0.10	-0.06	0.01
	保有機関投資家数	0.00	0.00	0.81	0.42	0.00	0.01	0.00	0.00	0.72	0.48	0.00	0.00
	外国人持株比率(%)	0.03	0.04	0.88	0.38	-0.04	0.10	0.01	0.01	0.58	0.57	-0.02	0.03
	時価総額	0.00	0.00	0.77	0.44	0.00	0.00	0.00	0.00	0.28	0.78	0.00	0.00
ガバナンス	役員総数	-0.08	0.10	-0.79	0.43	-0.28	0.12	-0.03	0.03	-0.93	0.35	-0.09	0.03
	社外役員比率	0.01	0.05	0.29	0.77	-0.08	0.11	0.00	0.02	0.09	0.93	-0.03	0.03
	女性役員比率	0.02	0.05	0.31	0.76	-0.08	0.11	-0.01	0.02	-0.68	0.50	-0.04	0.02
<i>Adjusted R²</i>						0.37						0.28	
<i>R</i>						0.67						0.61	
<i>N</i>						115						115	

有意水準 $p^{**}<0.05$ 、 $p^{*}<0.1$

(参考) パネルC：政策保有株式無保有モデル

		ROA						Tobin's Q					
		非標準化係数				Bの95.0%信頼区間		非標準化係数				Bの95.0%信頼区間	
		B	標準誤差	t値	有意確率	下限	上限	B	標準誤差	t値	有意確率	下限	上限
	(定数)	-11.75	2.13	-5.51	<.001**	-15.93	-7.57	59.33	86.63	0.69	0.50*	-122.00	240.65
企業属性	創業年	0.01	0.00	5.62	<.001**	0.00	0.01	-0.03	0.04	-0.63	0.54	-0.12	0.06
	平均勤続年数	0.19	0.01	40.66	<.001**	0.18	0.20	-0.67	0.19	-3.51	0.002**	-1.06	-0.27
財務	自己資本比率	0.16	0.00	179.19	<.001**	0.16	0.16	0.06	0.04	1.73	0.10	-0.01	0.14
	フリーキャッシュフロー (百万円)	0.00	0.00	34.08	<.001**	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.84	0.41	0.00	0.00
	売上高成長率(%)	0.08	0.00	143.70	<.001**	0.08	0.08	0.02	0.02	0.93	0.37	-0.03	0.07
株式所有構造/ 資本市場関連													
	保有機関投資家数	-0.02	0.00	-63.27	<.001**	-0.02	-0.02	-0.01	0.01	-1.00	0.33	-0.03	0.01
	外国人持株比率(%)	0.12	0.00	102.00	<.001**	0.12	0.13	-0.07	0.05	-1.36	0.19	-0.17	0.04
	時価総額	0.00	0.00	-23.19	<.001**	0.00	0.00	0.00	0.00	1.55	0.14	0.00	0.00
ガバナンス	役員総数	0.17	0.01	36.21	<.001**	0.16	0.18	0.11	0.19	0.56	0.58	-0.29	0.51
	社外役員比率	-0.12	0.00	-93.38	<.001**	-0.12	-0.11	-0.01	0.05	-0.14	0.89	-0.11	0.10
	女性役員比率	0.09	0.00	41.78	<.001**	0.08	0.09	0.12	0.09	1.37	0.19	-0.06	0.30
<i>Adjusted R²</i>						0.82						0.39	
<i>R</i>						0.90						0.79	
<i>N</i>						33						33	

有意水準 $p^{**}<0.05$ 、 $p^{*}<0.1$

6. 結論と今後の課題

(1) 結論

2019年度から2022年度における政策保有株式の保有傾向の分析からは、一つの企業において政策保有株式を保有・売却する意義、各保有先企業との関係性はより複雑・多様化する状況が伺われる。

本稿におけるTOPIX500の構成銘柄を対象とした調査では、政策保有株式が縮減傾向にある企業群は、増加傾向にある企業群よりも創業年は早い、企業業績（ROA、Tobin's Q）ではいずれも、政策保有株式の増加傾向にある企業群をやや上回る状況が見られた。

しかし株式の政策保有の増減に関わらず、いずれの企業群も企業業績に影響を与える要因の一つとして、従業員が長期雇用人材であることが示唆されるのが特徴的である（両群ともに従業員の勤続年数は、平均値で約15年、中央値で約16年と、長期の傾向を有する）。

なお経営人材との関係では、政策保有株式の縮減傾向にある企業群で、ROAに対し取締役会構成（役員総数、社外役員比率、女性役員比率）が影響する可能性が示唆された。しかしその他のケースでは政策保有株式の変化との関係は明確ではない様子が見られる。

取引先などとの長期・安定的な関係の継続を目的とする政策保有株式と、同じく企業と長期にわたり関係性を築く従業員が長期雇用であることは、いずれも企業を取り巻く「長期」のステークホルダーであるという点で共通点を有する。

改めて、各仮説の検証結果は以下の通りとなった。

H1 政策保有株式を縮減する企業では資本の効率的な活用が行われ、さらに政策保有株式を増加する企業群と比べて企業業績が良い状況が見られた。

しかし人材との関係では、役員構成を通じたガバナンスがROAとの関係では有意であるものの、Tobin's Qでは異なるなど、部分的な成立にとどまる。

H2 政策保有株式が増加する企業では、自己資本比率が有意で、資本の効率的活用の傾向がある。そして、売上高成長率も有意で、財務戦略的に企業業績が向上する様子が見られる。しかし経営人材との間では特段の関連性は見られない。

そして**H1**、**H2**ともに、人材の観点では、従業員が長期雇用であることが企業価値に影響している。よって、各仮説は部分的成立にとどまると考える。

コーポレートガバナンス・コードとの関係では、資本の効率的な活用、企業業績向上に向けた企業の動きは、政策保有株式の動向からは、必ずしもその遵守にはない状況

が伺われる。そして人材との観点では、流動化よりもむしろ、長期雇用であることが、政策保有株式の増減を問わず企業の業績に影響を有する可能性が示唆された。

Hall and Soskice (2001)によれば、(日本などの)コーディネートされた市場経済 (coordinated market economies) では、企業がその活動を他のアクターとコーディネートしたり、そのコア・コンピタンスを構築するために、非市場諸関係により大きく依存するという。そしてこうしたコーディネーションの非市場的な様式は、一般的に広範な関係依存的ないし不完全な契約、企業コンピタンスを構成する、競争的ではなく協調的な関係へのより大きな信頼を伴っていることを指摘している。

メインバンク制崩壊後の日本における長期雇用人材のゆくえと政策保有株式を含む株式所有構造の動向において、企業のコア・コンピタンスの観点からの協調的な動きには今後とも留意の必要があると思われる。

他方で政策保有株式には、外国人投資家をはじめ他の株主との平等性の関係、資本の効率的な活用を損なうものではないか等を意識する視点も忘れてはならない。その企業の長期的な企業価値とは何か、多角的な視点からのアプローチが今後とも必要と思われる。

(2) 今後の課題

今後の課題としては、以下の2点があげられる。

第一に、実質的には政策保有株式であっても、投資目的を純投資に変更したケースの実態は不透明であり、分析の範囲が拡大する可能性がある。府令の改正後、2025年3月期からの有価証券報告書の開示内容をふまえ、より実態に沿った詳細な分析が必要になると考える。

第二に、政策保有株式の増減と長期雇用人材・企業業績との関係には、業種による違いが影響することが予測される。商慣習の違い等があるためである。そこで今後、業種による具体的な違いにも着目した分析が必要と考える。

参考文献

- 岡部光明 [2002], 『株式持合と日本型経済システム』, 慶應義塾大学出版会。
- 砂川伸幸 [2010], 「コーポレート・ガバナンスと資本政策」加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久著『コーポレート・ガバナンスの経営学-会社統治の新しいパラダイム』, 第9章, 有斐閣。
- 奥村宏 [2001], 『株式相互持合いをどうするか』, 岩波ブックレット。
- 川本真哉 [2009], 「20世紀日本における内部昇進型経営者—その概観と登用要因—」『企業研究』第15号, 5-21頁。
- 金融庁 [2010], 「【法令解説等】上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する開示の充実について」『アクセスFSA(第84号)』。
<https://www.fsa.go.jp/access/22/201004b.html#law01> (2024. 2. 10 閲覧)
- 坂本恒夫 [1990], 『企業集団財務論』, 泉文堂。
- 胥 鵬, 高橋 秀朋, 田中 亘 [2019], 「政策保有社外役員工作と企業価値」『RIETI Discussion Paper Series』19-J-050。
- 杉山佳子 [2023], 「株式持ち合いと長期雇用人材の関係: 保有の有無による比較分析」『証券経済学会年報 別冊 第58号』, (1-4), 1-10。
- 大和総研 (2024) 「政策保有株式の保有と縮減の状況: 銘柄数は縮減傾向も保有額は増加の傾向」
https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20241211_024789.html/report/
(2024. 2. 10 閲覧)
- 円谷昭一 [2020], 『政策保有株式の実証分析: 失われる株式持合いの経済的効果』, 日本経済新聞出版。
- 鳥居陽介 [2017], 『株式所有構造の変遷と経営財務』, 中央経済社。
- 中谷巖 [1983], 「企業集団の経済的意味と銀行の役割」, 『金融経済』第202号。
- 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」, 『RIETI Discussion Paper Series』11-J-011。
- 宮島 英昭・齋藤 卓爾 [2020], 「アベノミクス下の企業統治改革—2つのコードは何をもたらしたのか(第4回コーポレートガバナンス・コードと政策保有株の売却—開示規制は有効であったか—)」『旬刊商事法務 2230』, 71-80。
- 宮島 英昭, 齋藤 卓爾 [2023], 「企業統治改革と政策保有株の売却: その決定要因と経済的帰結」『RIETI Policy Discussion Paper Series』23-P-005。
- Abegglen, J. C. [2006], “21st-century Japanese management: new systems, lasting values”, Houndmills, Basingstoke, Hampshire; New York: Palgrave Macmillan.
- Aoki, M. [2010], “Corporations in Evolving Diversity: Cognition, Governance, and Institutional Rules”, London: Oxford University Press. (谷口和弘訳『コーポレーションの進化多様性—集合認知・ガバナンス・制度』, NTT出版, 2011年。)
- Hall, P.A., and Soskice, D. [2001], “Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage”, London: Oxford University Press. (遠山弘徳他訳『資本主義の多様性-比較優位の制度的基礎』, ナカニシヤ出版, 2007年。)
- Huang, S., and Thakor, A.V. [2013], “Investor Heterogeneity, Investor-Management Disagreement, and Share Repurchases”, *Review of Financial Studies* 26 (10), pp. 2453-2491.