

損保の政策保有株式の解消が 損保と被保有企業の短期株価 に与える影響

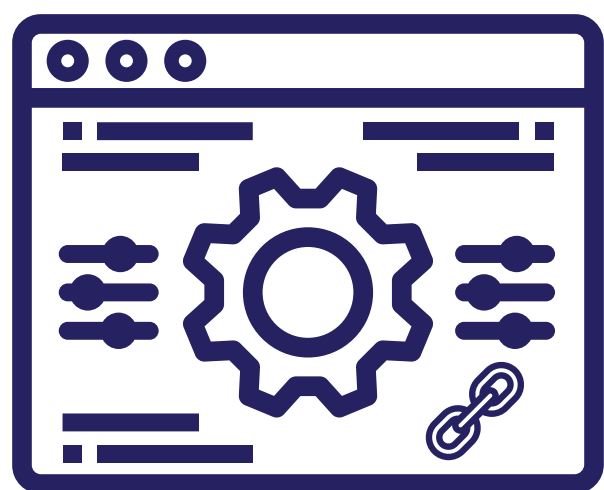
松尾美沙／神戸大学大学院経営学研究科



日本保険学会関西部会
2025年6月21日(土)

内容	政府当局による企業の政策保有株式の解消の要請によって企業の株価がどう反応したかを検証する。
目的	昨今の株式持ち合いに起因するビジネス関係の解消に対する市場の見方を観察することにある。
結果	(1) 政策保有目的の株式売却は損保および被保有企業の両方の株価にプラスの影響を与える。 (2) 市場は政策保有株式売却による被保有企業のガバナンス向上を好感している。

01



イントロダクション

- ・ 我が国における政策保有株式の実態と解消の状況
- ・ 損保大手4社への政策保有株式の完全売却要請

02



リサーチデザイン

- ・ 仮説設定
- ・ データ
- ・ 分析方法

03



分析結果

- ・ イベントスタディによる検証
- ・ 被保有企業の要因分析
- ・ 考察とまとめ

04

イントロダクション

Introduction

💡 日本企業における商慣行の特徴の1つとしてビジネス関係の安定的な構築を目的とした株式の保有が挙げられ、このように純投資以外の目的で保有される株式は、「政策保有株式」と呼ばれる。

政策保有株式の従来の目的は“ビジネス関係の安定的な構築”

- ▶ 保有企業（損保）にとっては、売上の安定化
- ▶ 被保有企業にとっては、安定株主確保による経営の安定化

※また、一方的のみならず互いに純投資以外の目的によって株式を保有することは「株式持ち合い」と呼ばれ、長い間、日本企業で行われてきたという歴史がある。

ー純投資を目的としない株式の利点と欠点ー

企業価値最大化を企業の目標とするコーポレートファイナンスの見地からすれば、株式保有の目的は金融資産への投資であり、そこからリターンを得ることである。

したがって、純投資を目的としていない株式の保有は、保有企業の株式ポートフォリオを歪めることが懸念される(Bohren and Michalsen[1994]、Fedenia et al. [1994])。

また、被保有企業の立場からすると、通常、純投資以外の目的で自社株を保有する株主は「物言わぬ株主」と呼ばれ、議決権を行使してこないため、企業内部のモニタリング機能が低下する可能性がある(McDonald [1989])。さらには、ビジネス関係が硬直化されることで、競争的な取引が行われず、割高な価格での取引が行われる懸念がある。

	利点	欠点
保有企業(損保)	安定的な売上の確保	ポートフォリオの歪み (Bohren and Michalsen[1994])
被保有企業	安定株主の確保	モニタリングの低下 (McDonald[1989])

💡 近年、我が国ではコーポレートガバナンス改革に伴い、政策保有株式の保有について、企業はその保有の合理性について明確にすることが厳しく要求される。このような取り組みにより、合理性のない政策保有株式の売却が促進される一方で、政策保有株式の売却が保有企業と被保有企業の企業価値に及ぼす影響を直接分析した研究はほとんど見当たらない。

→ 内生性の懸念があるため

▶ 円谷・古賀[2018]: 政策保有株式の売却行動の決定要因について分析

→ 企業は自社の財政状態や経営成績、株式保有のリスクを勘案して政策保有株式売却の意思決定を行なっていることを示している。※政策保有株式の売却は企業の内部要因に依存

※ところが、共同保険におけるカルテル問題を契機として、2024年2月9日に金融庁は日本の損害保険会社大手4社（東京海上日動火災保険株式会社、三井住友海上火災保険株式会社、損害保険ジャパン株式会社、あいおいニッセイ同和損害保険株式会社）に政策保有株式の売却を加速するよう求めた。

特定の企業に対し、政策保有株式の実質的な強制売却を要求したのは本例が初めてのことである。

※売却要請の契機となったのは、企業向け保険料を事前調整していた問題で、2023年12月に損害保険会社大手4社に業務改善命令が出されたことにあり、問題視されたのは損保各社がリスクを分担して保険契約を引き受ける「共同保険」である。その背景にあるのが、「政策保有株式」の存在で、損保各社の政策保有株式の保有状況が顧客企業が各損保のシェアを決める上での一つの要素になっていたことから、2月末に再発防止策などを盛り込んだ業務改善計画の提出が命じられ、その中で政策保有株式の削減計画と見直し案の報告が求められた。



そこで、本研究は、金融庁による損保大手4社への政策保有株式の売却要請をイベントとして、保有企業（損保）と被保有企業の短期株価効果を測定することで、政策保有株式の保有を投資家がどのように評価していたのかを直接的に検証する。

我が国における政策保有株式の実態

Introduction

我が国における政策保有株式に関する指針として、大きく分けて2つある。

①コーポレートガバナンス・コード上の定め(原則1-4)

②有価証券報告書上での情報開示

【原則1-4. 政策保有株式】

上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。

上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。

①コーポレートガバナンス・コード上の定め(原則1-4)

②有価証券報告書上での情報開示

2019年3月にその開示が拡充され、政策保有株式として投資を目的としない株式をもつ正当性を投資家の立場から判断できるよう、法整備が行われている。

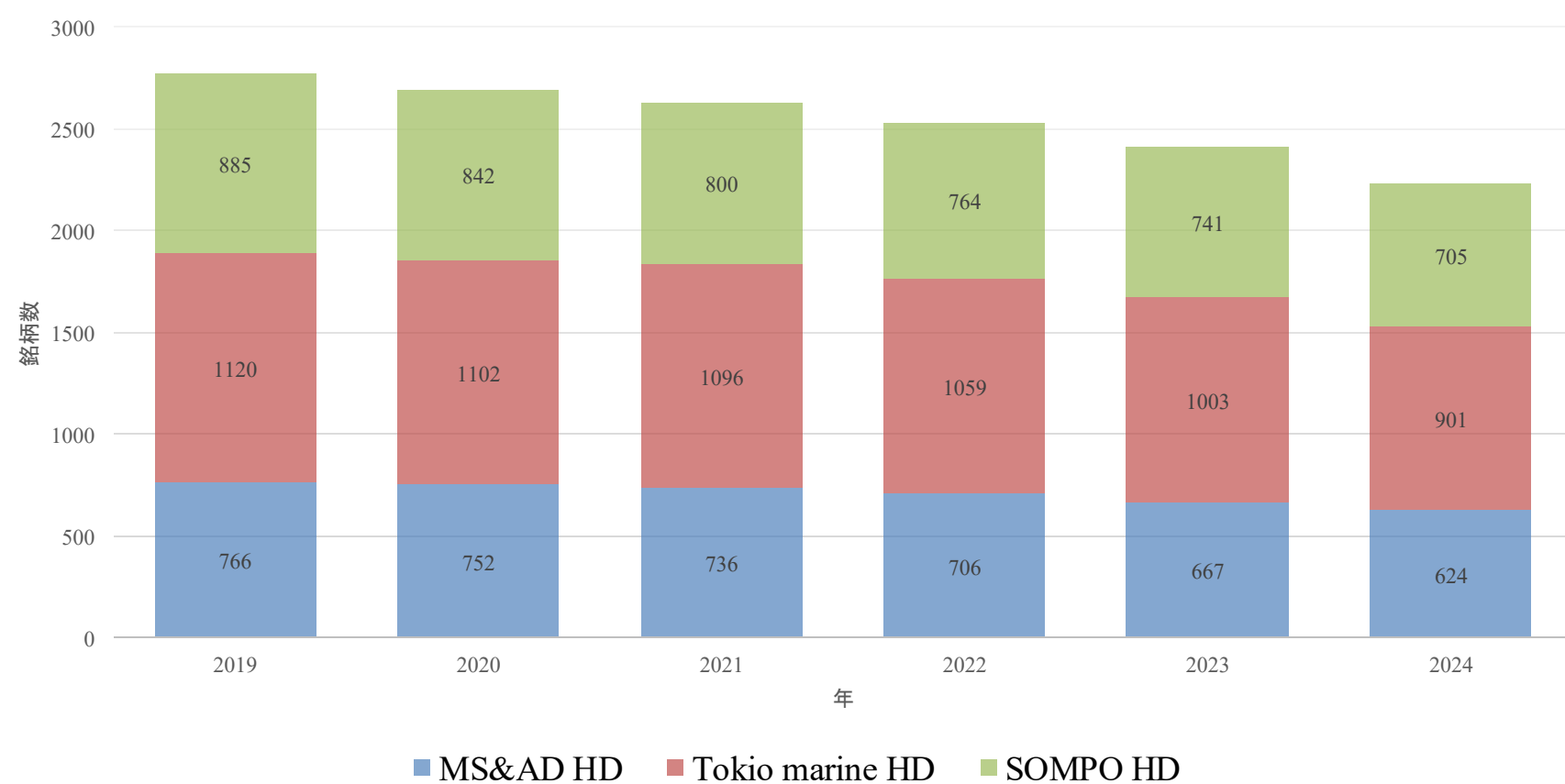
▶このように金融庁は、ガバナンス改革の取り組みの中で、政策保有株式の保有により資金が成長投資に回らないなど資本の効率性を阻害している、あるいは議決権が行使されないことによりガバナンスが形骸化しているなどその保有に合理性のない政策保有株式の縮減を促す取り組みを実施している。

損保大手4社への政策保有株式の完全売却要請

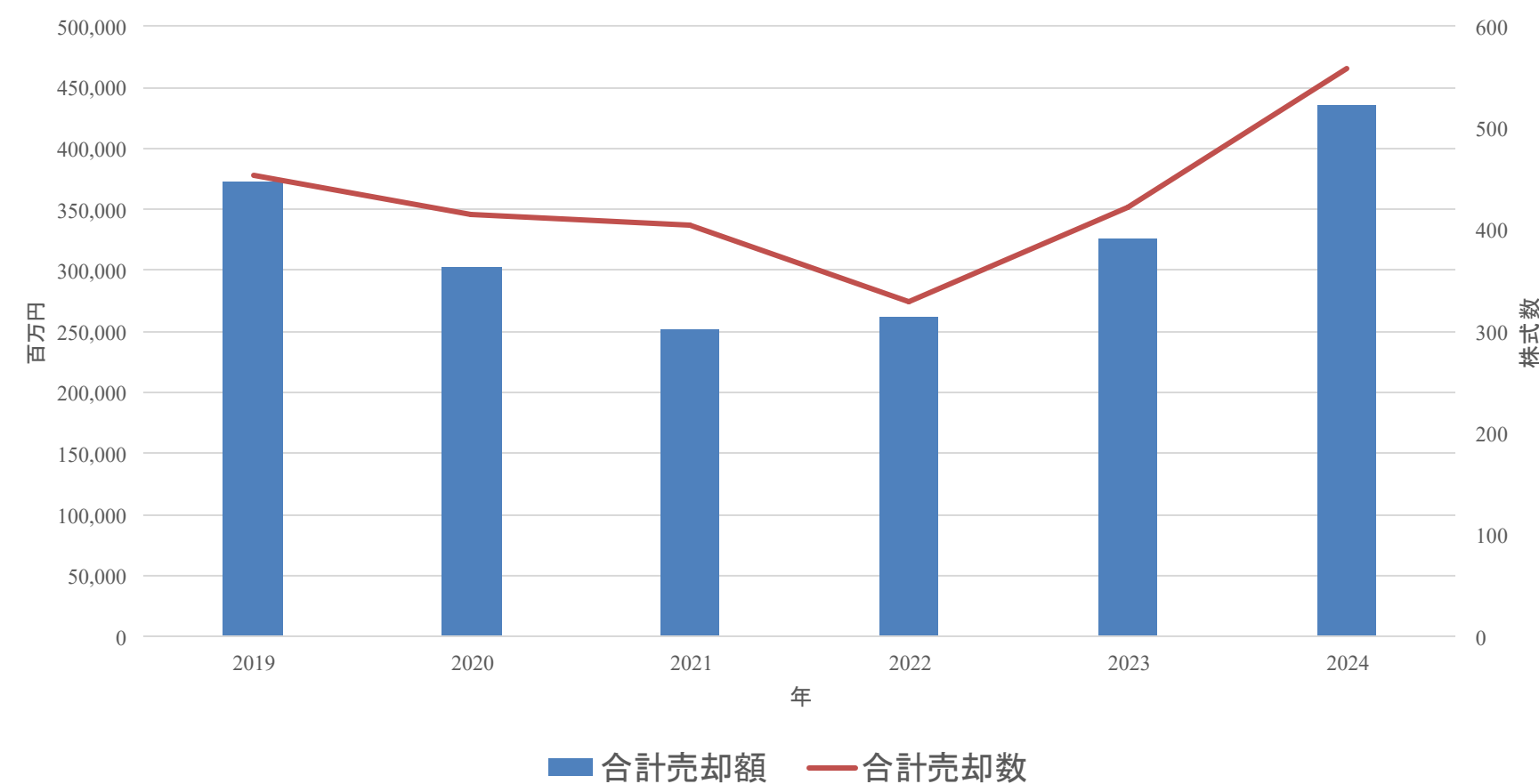
Introduction

—近年における政策保有株式売却状況—

政策保有株式銘柄数推移



政策保有株式売却数および金額推移



—各損害保険会社の今後の政策保有株式縮減に向けた方針—



MS & AD

MS & AD HDは29年度末までに完全解消、特に傘下の三井住友海上火災保険については2024年5月に2年以内の完全解消を表明



TokioMarine

東京海上HD傘下の東京海上日動火災保険会社は段階的な完全売却を表明



SOMPO

SOMPO HD傘下の損害保険ジャパンは30年度末までに保有額をゼロにすることを表明

リサーチデザイン

Research
Design

—保有企業の株価反応—

本分析では、政策保有株式の売却が保有企業（損保）に与える影響を検証する。
保有企業にとっての政策保有株式は、

- ①被保有企業との間の商慣行を要因として、保有せざるを得ない状況であった
- ②被保有企業との取引で優位な状況にあり、自ら保有を継続する動機があった

H1-a: 政策保有株式売却によって保有企業の株価は上昇する。

H1-b: 政策保有株式売却によって保有企業の株価は下落する。

—被保有企業の株価反応—

本分析では、政策保有株式の売却が被保有企業に与える影響を検証する。
被保有企業にとっての政策保有株式は、

- ①議決権が行使されず、企業内部のガバナンスを弱める存在
- ②安定株主の確保と経営の安定化を保証

H2-a: 政策保有株式売却によって被保有企業の株価は上昇する。

H2-b: 政策保有株式売却によって被保有企業の株価は下落する。

▶分析対象

2024年2月9日に金融庁が政策保有株式の売却を要請した東京海上日動火災保険会社、三井住友海上火災保険会社、損害保険ジャパン株式会社、あいおいニッセイ同和損害保険会社の4社（保有企業）、およびこの4社が政策保有を目的として株式を保有している企業383社（被保有企業）

▶データ取得元

株価および財務データ：NEEDS-Financial QUEST

株主構造データ：NEEDS-Cges コーポレート・ガバナンス評価システム

政策保有株式データ：東洋経済データベース

有価証券報告書：企業情報・経済統計データベースeol

- ▶ イベントスタディによって保有企業と被保有企業の株価反応を測定する。
分析対象となるイベントは、金融庁が損保大手4社に政策保有株式を売却するよう求めた旨の報道（2024年2月9日18時報道のため、イベント日は2月13日）
異常リターン推定のモデルにはFama and French[2013]より、5ファクターモデルを使用

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i^{MKT} (R_{M,t} - R_{f,t}) + \beta_i^{SMB} SMB_t + \beta_i^{HML} HML_t + \beta_i^{RMW} RMW_t + \beta_i^{CMA} CMA_t$$

ここで、 $R_{i,t}$ はイベント企業*i*の*t*日における配当調整済み株式リターン、 $R_{f,t}$ は無リスク資産のリターン、 $R_{M,t}$ は市場リターン、 SMB_t は規模ファクターのリターン、 HML_t はバリューファクターのリターン、 RMW_t は収益性ファクターのリターン、 CMA_t は投資ファクターのリターンを示している。これらのデータはNPM日本上場株式Fama-French関連データから取得

- ・ イベントウィンドウは[-1:+1]の3営業日、推定ウィンドウは[-240:-41]の200営業日
- ・ モデルにおけるマーケットリターンにはTOPIXを採用
- ・ 異常リターン測定に際し、保有企業は金融業を含む上場株式データ、被保有企業は金融業を除く上場株式データを使用

イベントスタディによる検証

Empirical
Results

▶イベントスタディによる検証

以下は、保有企業および被保有企業のイベント日前後の株価反応である。
イベント日における保有企業の平均異常リターン(AAR)は+7.609%かつ
1%水準で大きく有意

→政策保有株式の売却が保有企業の株価上昇に大きな影響を与えている。

Day	保有企業		被保有企業	
	Full (N=3)		Full (N=383)	
	AAR (%)	t_value	AAR (%)	t_value
-1	-0.551	-0.81	0.002	0.03
0	7.609	11.14***	0.062	0.88
1	-0.491	-0.72	0.127	1.81*
CAR [-1: 1] (%)	6.568	4.08*	0.191	0.87

注) ***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準でそれぞれ有意であることを示す。

一方で、被保有企業のAARは+0.062%であるが有意でない。

- ▶ イベント日に大きな株価反応が見られることは、金融庁による政策保有株式の完全売却要請が実質的な拘束力を持っていることを投資家が認識していた点、さらにこの情報が2月9日に正式なニュースとして市場に伝達した(事前に株価に織り込まれていなかった)ことを裏付けている💡
- 被保有企業にも一定の影響を与えているはずが、有意な結果が得られていない
その理由として、企業間で政策保有株式比率に差があることが考えられる
- ▶ イベントの影響をより詳細に観察するため、政策保有株式比率の1%を基準に被保有企業を2つのグループ(1%より小さい企業をLow、1%以上の企業をHigh)に分類し、再分析を実施する。

▶イベントスタディによる検証

以下は、2つのグループの被保有企業のイベント日前後の株価反応である。
イベント日におけるLowの平均異常リターン(AAR)は-0.087%で有意でない
一方で、Highにおいては+0.175%かつ10%水準で有意であった。

→Highの企業においては政策保有株式の売却が株価上昇に影響を与えている。

Day	被保有企業		被保有企業	
	Low(N=165)		High(N=218)	
	AAR (%)	t_value	AAR (%)	t_value
-1	0.001	0.01	0.003	0.03
0	-0.087	-0.82	0.175	1.85*
1	-0.266	-2.52**	0.425	4.50***
CAR [-1:1] (%)	-0.352	-0.99	0.602	2.24**

注) ***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準でそれぞれ有意であることを示す。

政策保有株式の比率が株価上昇の一因となっている可能性を示唆

損保各社における追加分析

**Empirical
Results**

- ▶本研究でイベント日としている報道の他にも、各損害保険会社からの政策保有株式売却に関する発表は複数実施されている。そこでそれら複数の発表をイベントに追加した分析を実施した。
- ▶具体的には2024年2月9日の要請以降、2024年内の損害保険会社の政策保有株式売却に関する発表および報道をイベントとした分析である。イベントには、全般的な政策保有株式売却に関して言及した旨の報道、個別株式についての売却報道、損害保険業界全体としての政策保有株式全廃に関する報道などが含まれる。

▶各損害保険会社の追加のイベント件数は以下のとおり

- MS & AD HD (MS&AD) : 9件
- 東京海上 HD (TokioMarine) : 11件
- SOMPO HD (SOMPO) : 8件
- 3社合計 (ALL) : 28件

各損害保険会社別の追加イベントは、政策保有株式の売却に関連し、かつ当該保険会社のIR資料・報道記事・有価証券報告書等において売却の意思決定または実施が明確に示されたものを採用。

▶イベントスタディの分析結果

Day	MS&AD		TokioMarine	
	N=9		N=11	
	AAR (%)	t_value	AAR (%)	t_value
-1	0.288	0.84	-0.339	-0.85
0	2.811	8.21***	1.255	3.14***
1	-0.275	-0.80	0.335	0.84
CAR [-1:1] (%)	2.823	1.68	1.251	1.30

Day	SOMPO		ALL	
	N=8		N=28	
	AAR (%)	t_value	AAR (%)	t_value
-1	-0.166	-0.40	-0.088	-0.39
0	1.726	4.14***	1.890	8.37***
1	0.202	0.48	0.101	0.45
CAR [-1:1] (%)	1.762	1.81	1.903	2.71**

注) ***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準でそれぞれ有意であることを示す。

→保有企業（損保）の政策保有株式売却行動が保有企業の株価にプラスの影響を与えていることをより頑健に明らかにしている。

被保有企業の要因分析

Empirical
Results

- ▶被保有企業の株価上昇に影響を与えた要因について頑健に確認するため、政策保有株式比率、いくつかのガバナンス指標と企業特性変数を用いて重回帰分析を実施する。回帰式は以下の通り。

$$\begin{aligned}
 Total_CAR = & \overset{\text{政策保有株式比率}}{\alpha_0 + \alpha_1 Totalratio_crossSH} + \overset{\text{ビジネスrel}}{\alpha_2 BR_somp} + \overset{\text{ビジネスrel}}{\alpha_3 BR_allsomp} + \overset{\text{持ち合い有無}}{\alpha_4 crossSH} + \alpha_5 Tobins'Q \\
 & + \alpha_6 IDOUT_RTO + \alpha_7 LINS_RTO + \alpha_8 BNK_RTO + INDUSTRY
 \end{aligned}$$

- Total_CAR: イベント日前日 (t=-1)、当日 (t=0) およびその翌日 (t=1) の累積異常リターンの合計値
- Totalratio_crossSH: 被保有企業の発行済株式総数に占める損害保険会社が保有する政策保有株式数の割合 (自然対数)
- BR_somp および BR_allsomp: 損害保険会社の総資産に占める政策保有株式の貸借対照表計上額の比 (自然対数)
- crossSH: 両者が互いに株式を持ち合っている場合に1、損害保険会社が一方的に被保有企業の株式を持っている場合に0を取るダミー変数
- Tobins'Q: 直近決算期におけるトービンのQ
- IDOUT_RTO: 独立社外取締役比率
- LINS_RTO: 生命保険会社の保有持株 (持ち合いを含む) 比率
- BNK_RTO: 銀行の保有持株 (持ち合いを含む) 比率
- INDUSTRY: 業種ダミー

▶ 株価上昇に影響を与えた要因について頑健に確認するため、政策保有株式比率、いくつかのガバナンス指標と企業特性変数を用いて重回帰分析を実施する。

- Total_CAR: イベント日前日 (t=-1)、当日 (t=0) およびその翌日 (t=1) の累積異常リターンの合計値
- Totalratio_crossSH: 被保有企業の発行済株式総数に占める損害保険会社が保有する政策保有株式数の割合(自然対数)
- BR_sompo および BR_allsompo: 損害保険会社の総資産に占める政策保有株式の貸借対照表計上額の比(自然対数)
- crossSH: 両者が互いに株式を持ち合っている場合に1、損害保険会社が一方的に被保有企業の株式を持っている場合に0を取るダミー変数
- Tobins'Q: 直近決算期におけるトービンのQ
- IDOUT_RTO: 独立社外取締役比率
- LINS_RTO: 生命保険会社の保有持株(持ち合いを含む)比率
- BNK_RTO: 銀行の保有持株(持ち合いを含む)比率
- INDUSTRY: 業種ダミー

	N	mean	Sd.	min.	1st Qu.	median	3rd Qu.	Max.
Totalratio_crossSH	381	-4.483	0.023	-10.936	-5.118	-4.427	-3.753	-1.772
BR_sompo	381	-8.643	1.049	-10.166	-9.395	-8.845	-8.090	-3.846
BR_allsompo	381	-8.372	1.198	-10.166	-9.319	-8.553	-7.659	-3.148
crossSH	381	0.418	-	0.000	-	0.000	-	1.000
Tobins'Q	381	1.272	0.823	0.479	0.903	0.999	1.273	8.174
IDOUT_RTO (%)	381	43.620	9.993	22.200	36.400	40.000	50.000	80.000
LINS_RTO (%)	381	3.702	3.734	0.000	0.900	2.800	5.500	24.700
BNK_RTO (%)	381	3.967	3.879	0.000	0.650	3.100	5.850	23.800

▶被保有企業の要因分析

注) ***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準でそれぞれ有意であることを示す。

Dependent variable: Total_CAR					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Totalratio_crossSH (政策保有株式比率)	2.420* (1.445)	1.388 (1.484)	1.257 (1.497)		
BR_sompo (ビジネスrel)		3.820*** (1.445)		4.176*** (1.394)	
BR_allsompo (ビジネスrel)			3.434*** (1.287)		3.748*** (1.230)
crossSH (持ち合い有無)	-5.294** (3.072)	-6.984** (3.057)	-6.555** (3.047)	-6.702** (3.041)	-6.271** (3.027)
Tobins'Q	-4.795** (1.881)	-5.461*** (1.882)	-5.401*** (1.879)	-5.796*** (1.848)	-5.696*** (1.844)
IDOUT_RTO	-0.021 (0.145)	-0.058 (0.145)	-0.065 (0.145)	-0.075 (0.144)	-0.081 (0.144)
LINS_RTO	-0.538 (0.415)	-0.609 (0.412)	-0.596 (0.412)	-0.553 (0.408)	-0.546 (0.407)
BNK_RTO	0.154 (0.399)	0.379 (0.404)	0.373 (0.404)	0.481 (0.389)	0.465 (0.388)
INDUSTRY	yes	yes	yes	yes	yes
Constant	3.493 (13.113)	36.649** (18.061)	32.275* (16.889)	34.974* (17.969)	30.674* (16.774)
F-statistic	3.190***	3.342***	3.347***	3.408***	3.419***
Adj.R ²	0.195	0.180	0.194	0.194	0.194
Observations	381	381	381	381	381

政策保有株式比率
はプラスに有意相互に株式を持ち
合っている場合には
株価上昇を抑制ビジネス関係の強さが
株価上昇に大きく影響
を与えているビジネス関係の強さが
株価上昇に大きく影響
を与えている

考察とまとめ

Empirical
Results

—保有企業の株価反応—

保有企業の株価はイベント日当日において有意に上昇した。

H1-a: 政策保有株式売却によって保有企業の株価は上昇する。

H1-b: 政策保有株式売却によって保有企業の株価は下落する。

保有企業にとっての政策保有株式は被保有企業との商慣行を要因として保有せざるを得ない状況であった可能性があり、政策保有株式の解消は、損保の投資効率を改善させるといった意味で市場が評価したことを示唆している。

—被保有企業の株価反応—

被保有企業(High)の株価はイベント日当日において有意に上昇した。

H2-a: 政策保有株式売却によって被保有企業の株価は上昇する。

H2-b: 政策保有株式売却によって被保有企業の株価は下落する。

政策保有株式比率1%を基準に分類した2グループのうち、1%以上のグループ(High)においてのみ株価が有意に上昇したことから、この結果は、仮説H2-aを部分的に支持している。

—被保有企業の要因分析—

被保有企業の株価上昇の要因には、以下の3つがある。

(1) 政策保有株式の比率 (2) 損保とのビジネス関係の強さ (3) 株式持ち合いの有無

政策保有株式の比率が株価上昇の要因であることをより一層裏付けると同時に、政策株式に起因するビジネス関係の強さもその要因の1つであることを示唆する結果が得られた。しかし、株式持ち合いを行なっている場合（損保からの一方的な保有ではなく相互保有）の場合には、株価上昇の程度が抑制される。

分析結果を踏まえて…

(1)

政策保有目的の株式売却は保有企業および被保有企業の両方の株価にプラスの影響を与えた。

(2)

株式市場は政策保有株式売却による被保有企業のガバナンス向上につながる要因として売却を評価している。

- ▶コーポレートガバナンス改革の象徴的課題であるといっても過言ではない政策保有株式の削減に対して、その政策がもたらす株価への影響を直接的に示したことは本研究の貢献点である。
- ▶また政策保有株式が被保有企業のガバナンスを低下させているという懸念を市場が持っていることをデータで示し、機関投資家などの少数株主や市場の規律付けを阻害する要因となる株主構造改善の必要性を強調できたことは、実務的側面においても価値があると言える。

- ▶本研究から得られた結果より、近年のコーポレートガバナンス改革への取り組みおよび金融庁の指示による政策保有株式の実質的強制的な売却は、市場の効率性を高める意味で効果的であり、政策的にも大きな意義があったと評価でき今後ますます解消への取り組みが加速することが期待されよう。
- ▶ただし、本研究は短期的な株価反応の観察を目的としており、中長期的な業績や企業価値への影響については今後更なる検証が必要である。

THANK YOU

最後までご清聴いただき、ありがとうございました。



参考文献

- 笠原晃恭・村宮克彦[2022]『実証会計・ファイナンスーRによる財務・株式データ分析析』、新世社.
- 円谷昭一・古賀裕也[2018]「政策保有株式の売却行動の決定要因」、『月刊資本市場』No.400、24-39ページ.
- 西山賢吾[2020]「我が国上場企業の株式持ち合い状況(2019年度)」、『野村サステナビリティクォーターリー秋号』 http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2020_stn/2020aut12web.pdf(2024年7月5日)
- 日本経済新聞[2024]『損保4社に政策株の売却要求 金融庁、価格調整で問題視』、2024年2月9日夕刊.
- Bohren, O. and D. Michalsen [1994], “Corporate Cross-Ownership and Market Aggregates: Oslo Stock Exchange 1980-1990,” *Journal of Banking and Finance*, vol.18, no.4, pp.687-704.
- Fama, K. R. and K. R. French [2013], “A Five-Factor Asset Pricing Model,” *Journal of Financial Economics*, 116(1), pp.1-22.
- Fedenia, M., J. E. Hodder and A. J. Triantis [1994], “Cross-Holdings: Estimation Issues, Biases, and Distortions,” *The Review of Financial Studies*, vol.7, no.1, Spring, pp.61-96.
- McDonald, J. [1989], “The Mochiai effect: Japanese corporate cross-holdings,” *The Journal of Portfolio Management*, Fall, pp.90-94.