

論文

政策保有株主比率が会計情報の価値関連性に及ぼす影響

— IFRS 適用企業に焦点を当てて —

野口 倫央

要旨

近年コーポレート・ガバナンス改革の影響で、企業において、投資家との対話を重視する傾向が強くなっている。この投資家との対話を重視する姿勢の 1 つとして、政策保有株式の縮減を挙げることができる。純投資目的以外の目的で保有する政策保有株式は、非効率な投資であり得るため、投資家の視点に立ち、企業は縮減を進めている。

政策保有株式の縮減は、その株式を発行している企業にとっての株主、つまり政策保有株主の減少、さらには株式持ち合いの解消にも繋がるものである。本研究は、この政策保有株主の比率が、IFRS に準拠した会計情報の価値関連性に及ぼす影響を実証分析により解明することを目的とする。

政策保有株主は、企業に安定的な経営をもたらす一方で、経営に規律を与えない危険性があり、会計情報にも何らかの影響を及ぼす可能性がある。そこで、本研究において、政策保有株主比率に応じて、会計情報に対する資本市場の評価がどのように変化するのかについて検証を行った。

検証の結果、資本市場は政策保有株主比率が高い企業の利益をネガティブに評価し、その比率が 0% である企業の利益をポジティブに評価していることが明らかになった。このことは、政策保有株主比率の低い企業においては、適切なガバナンスが働き、会計情報の品質を向上させるものであると資本市場が考えていることの証左であろう。

キーワード

IFRS、投資家との対話、政策保有株主、政策保有株主比率、価値関連性

1. はじめに

2010 年代中頃より、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの策定に代表される一連のコーポレート・ガバナンス改革が積極的に実施された。これに伴い、中長

期的な視点から、企業が投資家との対話を積み重ねることの重要性が広く認識されるに至った。

企業における投資家との対話を重視する姿勢の発現形態の 1 つに、政策保有株式¹の縮減がある。政策保有株式とは、純投資目的以外の目的で保有する株式をいう。金融庁の説明によれば、純投資目的とは、専ら株式の価値の変動または配当の受領によって利益を得ることを目的とすることをいう²。したがって、政策保有株式とは、企業が利益を得ること以外の目的で保有する株式を意味する。政策保有株式の保有は、取引関係の開拓や維持等、ビジネス上の関係では積極的な意義も認められ得るが、利益に結び付かない非効率な投資である可能性があり、投資家の利益を損なう可能性がある。

このような政策保有株式を巡っては、コーポレート・ガバナンス改革の影響で近年大幅な縮減が進んでいる。2021 年 10 月 1 日の日本経済新聞には、「三菱商、政策保有株 6 割減」という文字が躍った。この記事は、三菱商事が 2011 年から 2021 年にかけて 467 銘柄の政策保有株式を縮減したことを伝えている。さらに、この記事では、三菱商事だけでなく、多くの企業が投資家を意識して、政策保有株式の縮減に取り組んでいることも伝えている。

政策保有株式の縮減は、裏を返せば、政策保有株主³の減少、ひいては政策保有株主比率の減少を意味する⁴。政策保有株主比率の減少は、企業のガバナンス構造に変化をもたらすものであり、会計情報の品質に影響を及ぼす可能性がある。

そこで本研究では、この政策保有株主比率に焦点を当て、国際財務報告基準（International Financial Reporting Standards; IFRS）に準拠した日本企業の会計情報の価値関連性に対して、政策保有株主比率がいかなる影響を及ぼすかを検証することを目的とする。先行研究によると、IFRS 適用企業は、IFRS 適用後に政策保有株主比率が減少する傾向があるという（金ほか 2019）。本研究は、この先行研究の知見に依拠した上で、政策保有株主比率が高い、あるいは低い企業の IFRS 準拠の会計情報を、資本市場がどのように評価しているのかを実証的に解明することに主眼を置く。

本研究の構成は以下のとおりである。次節で政策保有株式縮減の現状と期待される効果および先行研究のレビューを通じて仮説を構築し、第 3 節でリサーチ・デザインを明らかにする。第 4 節でサンプル選択と記述統計量を示し、第 5 節で分析結果について説明する。最後に本論文の結論と今後の展開について述べる。

¹ 政策保有株式と類似したものに、持ち合い株式がある。これらの関係性は、円谷（2020）を参照されたい。本研究の分析において用いる政策保有株式は、上場企業が政策保有で有していることを有価証券報告書において公表しているものを指すこととする。

² <https://www.fsa.go.jp/access/22/201004b.html>（2021/11/16）

³ 政策保有株主と類似したものに、安定株主がある。円谷（2020）にならい、本研究では、政策保有株主は安定株主を構成するものとする。

⁴ A 社が政策保有株式として保有する B 社株を減らすということは、B 社にとっての政策保有株主が減少することを意味する。

2. 政策保有株式をめぐる現状

政策保有株式の縮減が進んでいる。図表1は、2011年3月期から2021年3月期にかけての各企業の政策保有株式削減数をランキング化したものである。三菱商事はこの10年で、政策保有株式を467銘柄も縮減している。縮減率に着目すると、東芝は66.4%も政策保有株式を縮減している。

この図表1から明らかのように、多くの企業が政策保有株式を大幅に縮減している傾向にある。この傾向を作り出し、加速させるきっかけとなったのが、金融庁や東京証券取引所が押し進めるコーポレート・ガバナンス改革である。2014年には『ステewardシップ・コード』が、2015年には『コーポレートガバナンス・コード』が策定された。これら2つのコードにおける共通目的は、企業が投資家との対話を通じて適切な関係を構築し、持続的成長と中長期的な企業価値を向上させることにある。このような目的のもと、企業は政策保有株式の保有に対して、再考を要求された。

図表1 政策保有株式の縮減数ランキング

順位	社名	2011年3月期の 保有銘柄数	2021年3月期の 保有銘柄数	縮減銘柄数	縮減率
1	三菱商事	769	302	467	60.7%
2	東芝	375	126	249	66.4%
3	丸紅	479	244	235	49.1%
4	伊藤忠商事	482	260	222	46.1%
5	日立製作所	428	217	211	49.3%
6	富士通	456	251	205	45.0%
7	住友商事	501	302	199	39.7%
8	NEC	469	271	198	42.2%
9	三井物産	577	389	188	32.6%
10	大日本印刷	433	263	170	39.3%
11	双日	350	195	155	44.3%
12	日本通運	478	337	141	29.5%
13	三菱電機	415	283	132	31.8%
14	三菱重工業	314	190	124	39.5%
15	鹿島	435	320	115	26.4%
16	神戸製鋼所	266	153	113	42.5%
17	西松建設	214	103	111	51.9%
18	大林組	353	261	92	26.1%
19	きんでん	308	216	92	29.9%
20	フジクラ	167	82	85	50.9%

【出典】日本経済新聞 2021年10月1日朝刊 p.18に基づき、筆者作成。

政策保有株式は2010年の企業内容等開示府令の改正により、上場企業が保有する政策保有株式の内容を有価証券報告書において開示することが求められた。情報開示に留まっていた政策保有株式に対する対応を前進させ、政策保有株式の縮減がより明確に促されたのは、2017年以降といえる。2017年に、「新しい経済政策パッケージ」が閣議決定された。そこでは、生産性革命の1つとして、政策保有株式の縮減が明示的に謳われた。この潮流のもと、2018年に改訂されたコーポレートガバナンス・コードにおいては、政策保有株式の縮減が明示された。加えて、同年には、金融庁から『投資家と企業の対話ガイドライン』を公表された。これは、スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードが求める持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けて不可欠と考えられる機関投資家と企業の対話において、重点的に議論すべき事項をまとめたものである。このガイドラインは、ガバナンス上の個別課題として、政策保有株式について言及している。そこでは、政策保有株式の縮減に関する方針および考え方を明確にし、適切な対応がとれているかを企業に問いかけている。

このような一連のコーポレート・ガバナンス改革により、政策保有株式の縮減が進行しているが、このことは政策保有株主の減少も意味している。政策保有株主は短期的な利益追求ではなく、経営者と友好的な関係の構築を優先する可能性がある。そのため、結果として企業経営に対するガバナンスが弱まり、投資家との対話を阻害する要因となり得る。昨今進行している政策保有株主の減少は、投資家との対話を促進させ、企業経営に対するガバナンスの高まりに繋がると考えられる。

3. 先行研究と仮説構築

政策保有株式の縮減、およびそれによりもたらされる政策保有株主比率の減少に対して、様々な視点から実態解明が進んでいる。会計学の領域における政策保有株式に関する代表的な先行研究として、円谷（2020）を挙げることができる。円谷（2020）によると、政策保有株式を多く保有している企業は利益率が相対的に低いこと、利益率の安定性、売上高や総資産の成長性で優位に立っているわけではないこと、および政策保有株式の売却が会計数値を悪化させないということを示した。

政策保有株式についてIFRS適用との関連で検証した先行研究としては、金ほか（2019）がある。これはIFRS適用企業の特徴を分析したものであるが、分析の一視点として、投資家との対話を取り上げ、政策保有株主比率を分析モデルに変数として組み込んでおり、本研究と密接に関連する研究である。この研究によれば、IFRS適用企業は、その適用後において政策保有株式比率を減少させ、投資家との対話阻害要因の軽減に取り組んでいることを明らかにしている。

矢澤（2011）は、役員構造、株式所有構造、監査報酬の関連性を分析し、その中で、株式所有構造の形態の1つである株式の持ち合いは、監査報酬や関係取締役比率、関係監査役比率、独立取締役比率、独立監査役比率に対して負の関係性があることを明らかにした。この関係性

から、矢澤（2011）は、株式の持ち合いが、ガバナンスの空洞化をもたらしている可能性を指摘している。

このように会計学の研究においては、政策保有株式の縮減、それにより生じる政策保有株主比率の減少、あるいは株式持ち合いの解消は肯定的に捉えられていると解釈できる⁵。

政策保有株式については、企業統治の観点からも検証されている。宮島・新田（2011）は、2000年代後半に観察される株式持ち合いの復活が、株主からの圧力回避および私的便益⁶の確保というエントレンチメント動機に基づくものであることを明らかにしている。さらに、宮島ほか（2017）は、海外機関投資家の銘柄選好を分析し、政策保有株主比率の低い企業を選択することを明らかにしている。

もちろん、株式持ち合いは完全に否定されるものではない。親子上場を含む事業法人のブロック保有は、企業の目的の実現に向けた長期的な経営を可能にするのも事実である（日本経済新聞 2021年9月7日 p.26）。

ガバナンス強化という視点からも、縮減が要請されている政策保有株式であるが、このようにメリットとデメリットが共存している。本研究で着目するのは、自社が発行している株式を政策保有株式として保有している比率、つまり政策保有株主比率である。この比率が高いということは、金ほか（2019）の指摘にもあるように、経営者に対するモニタリング機能が十分機能せず、投資家との対話が阻害される危険性が高くなる。一方で、この比率が低いということは、投資家との対話を重視していることを意味すると考えられる。

このような視点のもと、本研究では、政策保有株主比率の減少が会計情報の価値関連性に及ぼす影響を及ぼすかを観察すべく、以下のような仮説を設定する。

仮説：政策保有株主比率の減少は、IFRS 準拠の会計情報の価値関連性を向上させる。

4. リサーチ・デザイン

本研究では、Ohlson（1995）に依拠して、株価を当期純利益と自己資本に回帰する分析モデルを用いる。本研究の目的である、政策保有株主比率の減少が価値関連性に及ぼす影響を解明するため、政策保有株主比率の高い、あるいは低い企業に焦点を当て、そのような企業の当期純利益や自己資本が株価に及ぼす影響を抽出し、研究目的の達成を試みる。本研究で用いる分析モデルは、以下の（1）式のとおりである。

⁵ 政策保有株式の縮減や政策保有株主比率の減少に対して肯定的な結果が多くみられる一方で、異なる見解も散見される。たとえば、横山（2015）は、株式持ち合いの代理指標として、一般事業法人株主比率と利益調整の関係性を検証した。その結果、一般事業法人株主比率が高い企業は、実体的利益調整を抑制する傾向があることを発見した。

⁶ 宮島・新田（2011）では、取締役会における内部昇進者のポスト数および余剰資金の水準を私的便益として捉えている。

$$\begin{aligned}
 MV = & \alpha + \beta_1 \text{Earnings} + \beta_2 \text{Earnings} * \text{SeisakuDummy} + \beta_3 \text{BookValue} \\
 & + \beta_4 \text{BookValue} * \text{SeisakuDummy} + \text{SeisakuDummy} + \text{Size} \\
 & + \text{YearDummy} + \text{IndustryDummy} + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

ここで、MVは当期末時価総額、Earningsは当期純利益、BookValueは自己資本、SeisakuDummyは政策保有株主比率ダミー⁷、Sizeは企業規模を表すコントロール変数（前期末時価総額の自然対数）、YearDummyは年度ダミー、IndustryDummyは産業ダミーを表す。なお、MV、Earnings、およびBookValueは前期末時価総額でデフレートしている。本研究で、最も注目するのは、 β_2 の符号と有意水準である。

本研究においては、政策保有株主比率の高低に応じて、投資家の評価が異なることが考えられるため、①政策保有株主比率10%超なら1のダミー変数、②政策保有株主比率5%超10%以下なら1のダミー変数、③政策保有株主比率0%超5%未満なら1のダミー変数、および④政策保有株主比率が0%なら1のダミー変数を設定し、それぞれを（1）式のSeisakuDummyに代入して回帰分析を行う。本研究で着目する β_2 が、各政策保有株主比率の状況において、いかなる符号と有意水準であるかを検証する。

5. サンプルと記述統計

本研究に用いるサンプルは、図表2に従って選択した。財務データ、株価データおよび政策保有式に関するデータは、日経Financial Quest2.0より抽出した。

図表2 サンプル選択

2018年から2021年における金融業以外の東証上場企業年度	15,064
除外:IFRS以外の企業年度	△ 14,523
除外:分析に必要なデータが欠落する企業年度	△ 22
除外:当期純利益がマイナスの企業年度	△ 57
除外:外れ値に該当する企業年度	△ 16
本研究における分析対象サンプル	446

本研究における分析期間は、2018年3月決算期から2021年3月決算期とした。分析期間の始点を2018年3月決算期としたのは、2017年から政策保有株式の縮減が明示的に謳われ、その影響が生じる最初の会計期間が2018年3月決算期だからである。

さらに、MV、Earnings、BookValueの上下1%を外れ値として、分析サンプルから除外し

⁷ 本研究で用いる政策保有株主比率は、当社の発行済株式総数に対する他社が政策保有株式として保有している株式の比率を意味する。

た。このようなサンプル抽出条件に従った結果、本研究におけるサンプルサイズは 446 企業年となった。

本研究で用いるサンプルの記述統計量は、図表 3 のとおりであり、相関関係は、図表 4 のとおりである。なお、説明変数間に多重共線性は観察されていない。

図表 3 記述統計量

	mean	sd	0%	25%	50%	75%	100%	n
MV	1.101	0.441	0.441	0.837	1.008	1.229	4.264	446
Earnings	0.069	0.040	0.002	0.042	0.062	0.091	0.265	446
BookValue	0.786	0.422	0.090	0.417	0.756	1.078	2.278	446
Size	26.837	1.709	21.298	25.488	27.126	28.071	30.700	446

図表 4 相関関係

	MV	Earnings	BookValue	Size
MV	1	0.171	-0.098	0.066
Earnings	0.195	1	0.530	-0.006
BookValue	-0.092	0.530	1	-0.055
Size	-0.035	0.016	-0.043	1

注：左下がピアソンの相関関係であり、右上がスピアマンの相関関係である。

6. 分析結果

図表 5 は、本研究の分析結果である⁸。パネル A は、SeisakuDummy に政策保有株主比率 10% 超の企業年であれば 1 とするダミー変数を用いた場合の分析結果である。本研究において着目すべき Earnings*SeisakuDummy の係数の符号は負 (-3.618) であり、5% 水準で有意である。政策保有株主比率が 10% 以下の企業の利益 (Earnings) の係数の符号は正 (4.119) であり、1% 水準で有意である。これらを踏まえると、政策保有株主比率が 10% 超の企業の利益に対する係数は 0.501 ということになり、資本市場は政策保有株主比率が 10% 以下の企業の利益に比べて、ネガティブに評価していると解釈できる。

パネル B は、SeisakuDummy に政策保有株主比率が 5% 超 10% 以下の企業年であれば 1 とするダミー変数を用いた場合の分析結果であり、パネル C は、SeisakuDummy に政策保有株主比率が 0% 超 5% 以下の企業年であれば 1 とするダミー変数を用いた場合の分析結果である。どちらの分析結果も、Earnings*SeisakuDummy の係数の有意ではなかった。

これに対して、パネル D からは興味深い分析結果が観察された。パネル D は、SeisakuDummy に政策保有株主比率が 0% であれば 1 とするダミー変数を用いた場合の分析結果である。

⁸ 本研究においては、年度ダミーおよび産業ダミーは紙幅の都合上、省略してある。

図表5 分析結果
パネルA 政策保有株主比率 10%超

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	0.781	0.328	2.384	0.018
Earnings	4.119	0.632	6.522	0.000
Earnings*SeisakuDummy	-3.618	1.552	-2.331	0.020
BookValue	-0.078	0.065	-1.191	0.234
BookValue*SeisakuDummy	0.351	0.159	2.208	0.028
SeisakuDummy	-0.110	0.143	-0.773	0.440
Size	0.009	0.012	0.805	0.421
Adj.R ²	0.331			

パネルB 政策保有株主比率 5%超 10%以下

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	0.887	0.329	2.696	0.007
Earnings	3.573	0.610	5.861	0.000
Earnings*SeisakuDummy	2.516	2.424	1.038	0.300
BookValue	-0.056	0.066	-0.851	0.395
BookValue*SeisakuDummy	0.248	0.203	1.222	0.222
SeisakuDummy	-0.390	0.179	-2.180	0.030
Size	0.006	0.012	0.529	0.597
Adj.R ²	0.325			

パネルC 政策保有株主比率 0%超 5%以下

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	0.778	0.334	2.326	0.021
Earnings	3.868	0.926	4.176	0.000
Earnings*SeisakuDummy	-0.483	1.181	-0.409	0.682
BookValue	0.066	0.105	0.629	0.529
BookValue*SeisakuDummy	-0.145	0.114	-1.271	0.205
SeisakuDummy	0.138	0.094	1.464	0.144
Size	0.006	0.012	0.523	0.601
Adj.R ²	0.322			

Earnings*SeisakuDummy の係数は正 (3.420) であり、5%水準で有意であった。政策保有株主比率が0%超の企業の利益 (Earnings) の係数の符号は正 (2.914) であり、1%水準で有意である。これらを踏まえると、政策保有株主比率が0%の企業の利益に対する係数は6.334ということになり、資本市場は、政策保有株主比率が0%超の企業の利益に比べて、ポジティブに評価していると解釈できる。

パネルA、B、C および D の結果を全般的に比較すると、政策保有株主比率が高い企業の利

図表 5 分析結果 (Continued)
 パネル D 政策保有株主比率 0%

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	0.685	0.336	2.036	0.042
Earnings	2.914	0.671	4.345	0.000
Earnings*SeisakuDummy	3.420	1.678	2.038	0.042
BookValue	-0.014	0.066	-0.213	0.831
BookValue*SeisakuDummy	-0.184	0.191	-0.962	0.337
SeisakuDummy	-0.007	0.113	-0.067	0.947
Size	0.012	0.012	1.060	0.290
Adj.R ²	0.330			

益はネガティブに評価されるのに対して、政策保有株主比率が 0% の企業の利益はポジティブに評価されることが明らかになった。政策保有株主の減少を通じて図られる投資家との対話の促進およびガバナンスの改善が、会計情報の価値関連性を向上させると考えることができる。

なお、自己資本に対する分析結果についても付言する。BookValue*SeisakuDummy は一部有意な結果が得られたが、BookValue が全てのパネルで有意な結果とはならなかった。

7. 追加検証

上記検証では、政策保有株主比率を 4 つのグループに分け、各グループが会計情報の価値関連性に与える影響について分析を行ったが、ここでは、政策保有株主比率が価値関連性に及ぼす影響を異なる視点から追加的に検証する。

本研究で用いた分析モデル (1) 式の基本形は、以下の (2) 式である。

$$MV = \alpha + \gamma_1 \text{Earnings} + \gamma_2 \text{BookValue} + \varepsilon \quad (2)$$

ここで、 γ_1 および γ_2 が、政策保有株主比率 (Seisaku) の関数 ($\gamma_1(\gamma_2) = f(\text{Seisaku})$) であるならば、次の (3) 式および (4) 式が成立することになる。

$$\gamma_1 = \delta_1 + \delta_2 \text{Seisaku} \quad (3)$$

$$\gamma_2 = \zeta_1 + \zeta_2 \text{Seisaku} \quad (4)$$

上記 (3) 式および (4) 式を、(2) 式に代入すると、(5) 式が導かれる。

$$MV = \alpha + (\delta_1 + \delta_2 \text{Seisaku}) \text{Earnings} + (\zeta_1 + \zeta_2 \text{Seisaku}) \text{BookValue} + \varepsilon \quad (5)$$

これらを展開し、コントロール変数 (Size)、年度ダミー (YearDummy)、および産業ダミー (IndustryDummy) を加え、回帰パラメータを全て β で統一すると (6) 式が導かれる。

$$MV = \alpha + \beta_1 \text{Earnings} + \beta_2 \text{Earnings} * \text{Seisaku} + \beta_3 \text{BookValue} + \beta_4 \text{BookValue} * \text{Seisaku} + \text{Size} + \text{YearDummy} + \text{IndustryDummy} + \varepsilon \quad (6)$$

この (6) 式を用いた分析結果は、図表 6 のとおりである。この分析結果のうち、最も着目すべきは、 β_2 の符号と有意水準である。Earnings*Seisaku の係数は負 (-24.269) であり、1% 水準で有意であった。この結果は、(5) 式に当てはめると明らかなように、政策保有株主比率に -24.269 を乗じた値の分だけ、利益の価値関連性を押し下げることを意味する。これは、主分析の結果と同じ傾向であり、政策保有株主比率が高まることで利益の価値関連性が低下することが、追加分析においても明らかになった。

図表 6 分析結果 (追加分析)

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	0.787	0.324	2.426	0.016
Earnings	4.524	0.673	6.725	0.000
Earnings*Seisaku	-24.269	9.108	-2.665	0.008
BookValue	-0.093	0.069	-1.355	0.176
BookValue*Seisaku	1.739	0.863	2.014	0.045
Size	0.008	0.011	0.726	0.468
Adj.R ²		0.331		

8. 結論と今後の課題

スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの策定に代表されるコーポレート・ガバナンス改革が進行する中であって、投資家との対話を重視する傾向が強まっている。その傾向の1つの発現形態として、政策保有株式の縮減がある。この政策保有株式の縮減は政策保有株主比率の減少をもたらすものである。

安定株主を構成する政策保有株主の存在は、企業に安定的な経営をもたらし得る一方で、経営に十分な規律を与えない脆弱なガバナンス構造となり兼ねない。そこで、本研究は、政策保有株主比率の高低が、IFRS に準拠している会計情報の価値関連性に及ぼす影響を実証分析により検証した。

検証の結果、資本市場は政策保有株主比率が高い企業の会計情報をネガティブに評価する一方で、政策保有株主が存在しない企業の会計情報をポジティブに評価していることが明らかに

なった。このことは、政策保有株主という企業に利益を要求しない株主の不在によりもたらされる強固なガバナンス構造に裏付けられた会計情報を、資本市場が高く評価していることの証左であろう。

本研究ではこのような知見を獲得できた一方で課題も残っている。政策保有株主比率の変化等を考慮していないことに加え、外国人持株比率等の他の株式所有構造の影響をコントロールしていない。これらについては、今後の課題としたい。

参考文献

- Bushee, B. J. 1998. The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*. 73 (3): 305-333.
- Ohlson, J. A. 1995. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research* 11 (2): 661-687.
- Watts, R. L. and J. L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall. (須田一幸訳. 2005. 『実証理論としての会計学』白桃書房.)
- 金 鐘勲・中野貴之・成岡浩一. 2019. 「IFRS 任意適用企業の特徴」『会計プロGRESS』(20):78-94.
- 金融庁. 2014. 『「責任ある機関投資家」の諸原則：日本版スチュワードシップ・コード』～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』金融庁.
- 金融庁. 2018. 『投資家と企業の対話ガイドライン』金融庁.
- 金融庁. 2018. 『コーポレートガバナンス改革について』金融庁.
- 倉澤資成. 1993. 「株式持合の財務効果」『日本経済研究』(26):93-126.
- 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.
- 東京証券取引所. 2015. 『コーポレートガバナンス・コード～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～』東京証券取引所.
- 東京証券取引所. 2018. 『コーポレートガバナンス・コード～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～』東京証券取引所.
- 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—」宮島英昭編『日本の企業統治—その再設計と競争力の回復に向けて—』東洋経済新報社:105-149.
- 宮島英昭・保田隆明・小川 亮. 2017. 「海外機関投資家の企業統治における役割とその帰結」宮島英昭編著『企業統治と成長戦略』東洋経済新報社:97-131.
- 矢澤憲一. 2011. 「コーポレート・ガバナンス、監査報酬、利益管理の関連性」『会計プロGRESS』(12):28-44.
- 横山夏子. 2015. 「利益調整と株式所有構造に関する実証研究—実体的利益調整ならびに会計的利益調整」『経済論叢』(京都大学)189(3):39-56.

(付記)

本研究は、公益財団法人大幸財団の助成および2021年度愛知学院大学ビジネス科学研究所共同プロジェクトの研究助成による研究成果の一部である。分析モデルの構築に際し、有益なアドバイスを下さった、眞鍋和弘先生(名古屋外国語大学)に感謝申し上げる。