

我が国上場企業の株式持ち合い状況（2017年度）

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 野村資本市場研究所算出の2017年度「持ち合い比率」（上場銀行と上場事業法人の株式保有比率、子会社、関連会社を除く）は9.5%（前年度比-0.6%ポイント）、そして、持ち合い比率に保険会社の株式保有比率（子会社、関連会社を除く）を加えた「広義持ち合い比率」は14.1%（同-0.8%ポイント）となった。政策株式の保有に対し機関投資家を中心に厳しい見方がされる中で、それらの保有見直し、削減を行う動きが進んだことから、「持ち合い比率」、「広義持ち合い比率」とも2011年度以降7年連続で前年度を下回るとともに、7年連続で過去最低を更新した。
2. 株式持ち合いの状況を保有主体別にみると、上場銀行や保険会社等金融機関は政策保有株式圧縮を続けているが、保有の削減はここまで長期にわたりがつ継続的に実施しており、削減が必要な保有株式も相対的に少ないと考えられるため、保有比率は小幅の低下に留まっている。事業法人の保有比率低下幅も大きくはないが、コーポレートガバナンス・コードの策定等を契機に、金融機関に比べ遅れていた政策保有株式を見直す動きが進み始めてきたように見える。
3. 2018年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードや、同月に公表された金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループの報告書などから考えると、政策株式の保有合理性に対する説明は従来以上に求められると想定されることから、それらの見直し、圧縮を検討する企業が増えると考えられる。よって、政策保有株式の緩やかな圧縮（株式持ち合いの解消）は当面続くと考える。
4. 政策保有株式は投資家と企業との対話の重要なテーマとなるが、特に、政策保有株式が必要と考える企業は、多数の投資家が納得するような合理的な説明を行う必要がある。一方、株式持ち合いが過去に比べ少なくなった中では、投資家は、保有圧縮のみを求めるだけでなく、中長期的かつ持続的な企業価値を高める上で政策株式の保有が真に必要なかという観点から、企業と議論を深めることも肝要と考える。

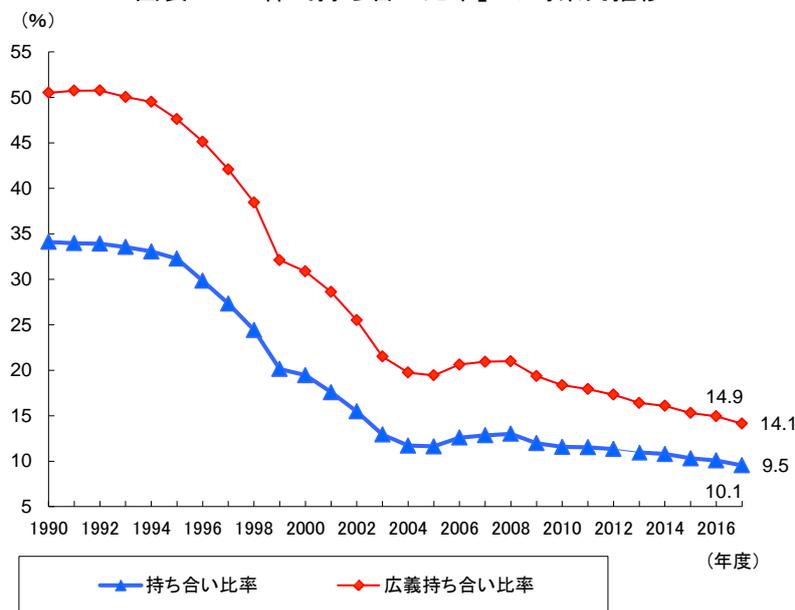
I. 「株式持ち合い比率」¹は7年連続で過去最低を更新

1. 持ち合い比率は計算開始以来初の1ケタ台に

野村資本市場研究所で算出した2017年度の「株式持ち合い比率」について、上場銀行と事業法人（非金融）上場会社の株式保有比率を示す「持ち合い比率」は2016年度に比べ0.6%ポイント低下して9.5%となり、計算を開始した1990年度以降初めて1ケタ台となった。また、持ち合い比率に生命保険会社、損害保険会社の株式保有比率を加えた「広義持ち合い比率」（いずれも子会社、関連会社を除く）も前年度に比べ0.8%ポイント低下して14.1%となった。この結果、「持ち合い比率」、「広義持ち合い比率」とも2011年度以降7年連続で前年度を下回るとともに、7年連続で過去最低を更新した。

2015年6月より運用が開始されたコーポレートガバナンス・コードにより、取引関係や株式保有関係の安定化を目的とした政策保有株式の保有合理性に対する投資家の見方が従来以上に厳しくなっている。これに加え、2017年の株式市場環境はおおむね堅調に推移したことから、保有株式を売却しやすい状況にあったと推定されることも、「株式持ち合い比率」が低下を続け、過去最低水準を更新した要因と考えられる（図表1）。

図表1 「株式持ち合い比率」の時系列推移



(注) 1. 持ち合い比率は、上場会社（ただし、上場保険会社を除く）が保有する他の上場会社株式（時価ベース）の、市場全体の時価総額に対する比率（ただし、子会社、関連会社株式を除く）。

2. 広義持ち合い比率は、持ち合い比率に保険会社の保有比率を加えたもの。

(出所) 大株主データ（東洋経済新報社）、各社有価証券報告書、及び株式分布状況調査（全4証券取引所）より野村資本市場研究所作成

¹ 本稿では「株式持ち合い比率」という用語を「持ち合い比率」と、「広義持ち合い比率」の総称として用いている。また、本稿での「持ち合い」は、A社B社がお互いに株式を持ち合う「相互持ち合い」だけではなく、A社はB社の株式を保有しているがB社はA社の株式を保有していない、いわゆる「片持ち」を含んでいる。よって、本稿の「株式持ち合い」は政策保有株式とほぼ同義である。

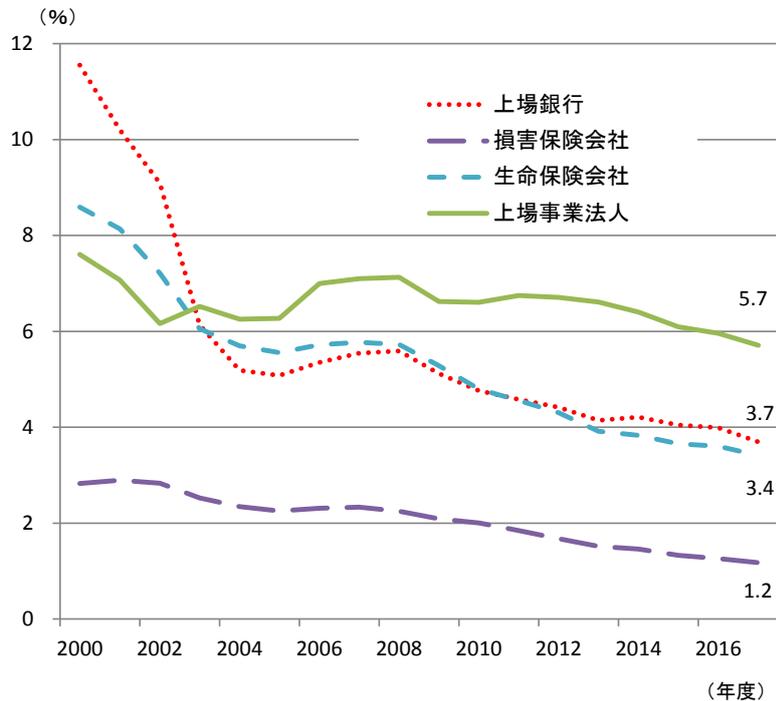
2. 保有圧縮が遅れていた事業法人でも持ち合い比率の低下が進む

「株式持ち合い比率」の内訳について、その主要主体別に見てみる。まず、上場銀行では、メガバンクを中心に保有を圧縮する動きが続いた。しかし、地方銀行での株式保有圧縮は一部を除きあまり進んでいないように見えることや、株式保有の圧縮はここまで継続して行われ、相対的には売却が必要な保有合理性の乏しい保有株式は少なくなっていると考えられることもあり、2017年度は3.7%と、前年度の4.0%に比べ0.3%ポイントと比較的小幅な低下となった。

一方、生命保険会社では3.4%（2016年度3.6%）、損害保険会社では1.2%（同1.3%）と、こちらも小幅な低下となった。銀行と同様、保有株式の圧縮は既に長期かつ継続的に行われていることが要因と考えられる。

また、事業法人は6.0%から5.7%と0.3%ポイントの低下となった。事業法人は金融機関と比べ保有株式の圧縮が遅れているが、過去に比べれば2017年度は進捗したように見える。コーポレートガバナンス・コードの策定を契機に株式保有の見直しを進める事業法人が増えてきたことが要因と考えられる。しかし、金融機関と比べれば未だ相対的に高い水準に留まっている（図表2）。

図表2 主体別にみた「株式持ち合い比率」の内訳



(注) 1.持ち合い比率は、上場会社（ただし、上場保険会社を除く）が保有する他の上場会社株式（時価ベース）の、市場全体の時価総額に対する比率（ただし、子会社、関連会社株式を除く）。

2.広義持ち合い比率は、持ち合い比率に保険会社の保有比率を加えたもの。

(出所) 大株主データ（東洋経済新報社）、各社有価証券報告書、及び株式分布状況調査（全国4証券取引所）より野村資本市場研究所作成

Ⅱ. 株式持ち合いを巡る制度関連の動き

1. コーポレートガバナンス・コードの改訂

2015年6月の制定コーポレートガバナンス・コードは、2018年6月1日にその内容が改訂された。同コードの改訂について議論した「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」において、株式持ち合い（政策保有株式）については、①「政策保有株式は減少傾向にあるものの、事業法人による保有の減少は緩やかであり、政策保有株式が議決権に占める比率は依然として高い水準にある」こと、また、政策保有株式は、②「企業間で戦略的提携を進めていく上で意義があるとの指摘もある一方、安定株主の存在が企業経営に対する規律の緩みを生じさせているのではないか」や、③「企業のバランスシートにおいて活用されていないリスク性資産であり、資本管理上非効率ではないか」などの指摘がなされた。これらの指摘を踏まえて議論が進められた結果、図表3に示した改訂が提言された。

これに対し、企業側などからは「企業は政策保有株式の保有の適否についてリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性、将来の見通しをしっかりと検証しており、すべての企業に保有縮減の方針を開示させることには違和感がある」などの意見も見られたが、結局提言通りの改訂が行われた。

図表3 政策保有株式を巡るCGコードの改訂点

<p>1.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【原則1-4】</p> <p>2.取締役会等で適否を検証する政策保有株式の対象が主要株式から個別株式へ拡大。保有目的の適切性や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、その検証内容について開示すべき【原則1-4】</p> <p>3.議決権行使方針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【原則1-4】</p> <p>4.自社の株式を政策保有株式として保有している会社(政策保有株主)からの株式売却等の意向に対し、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない【補充原則1-4①】</p> <p>5.政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではない【補充原則1-4②】</p>
--

(出所)「コーポレートガバナンス・コードの改訂と投資家と企業の対話ガイドラインの策定について(スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議(2018年3月26日))」より野村資本市場研究所作成

2. 金融庁金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」による提言

コーポレートガバナンス・コードは法律（ハードロー）ではないため、その内容は有価証券報告書等による法定開示に直接及ぶものではない。しかし、主要な政策保有銘柄の保有理由などについては有価証券報告書で説明、開示されていることもあり、コードの改訂にある程度平仄を合わせた開示制度の改訂についても議論の必要性があると考えられた。

これに対し、金融庁金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」において、「建設的な対話の促進に向けたガバナンス情報の提供」の1項目として、政策保有株式に関しても議論がなされた。そして、2018年6月28日に公表された「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告－資本市場における好循環の実現に向けて－」において、図表4に示した見解と提言が示された。

図表4 政策保有株式に対する金融審ディスクロージャーワーキング・グループの見解と提言

<p>【見解】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・資本コストをかけリスクをとって株式を保有する以上、政策保有に関する方針、目的や効果は具体的かつ十分に説明されるべきである (説明に際しては、有価証券報告書における重要な契約や関連当事者情報等とも関連付けて記載されるべきであると考えられる) ・政策保有株式保有の合理性検証方法、取締役会等における議論の状況について開示を求めるべき ・個別の政策保有株式の保有目的・効果について、提出会社の戦略、事業内容及びセグメントと関連付け、定量的な効果(記載できない場合には、その旨と保有の合理性の検証方法)も含めてより具体的に記載することを求めるべき <p>【提言】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・開示基準に満たない銘柄も含め、売却したり、買い増した政策保有株式について、減少・増加の銘柄数、売却・買い増した株式それぞれの合計金額、買い増しの理由等の記載を求める ・開示対象となる銘柄数を増やすべきであるとの意見を踏まえ、開示対象を拡大する(開示対象となる銘柄数については、日経500種企業による政策保有株式の保有銘柄数の中央値が63.0であることを踏まえて検討すべき) ・政策保有目的と思われる株式保有が純投資に区分されているケースがあるとの指摘があることから、純投資と政策投資の区分の基準や考え方の明確な説明を求める ・純投資の対象である株式等についても、重要性を考慮しつつ、一定の開示を求める <p>【その他】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・提出会社が政策保有株式として株式を保有している相手方が、当該提出会社の株主となっている場合には、実務にも配慮しながら、当該相手方に保有されている株式について記載を求めることが考えられる ・政策保有株式についての議決権行使の内容開示については、「実施すべきとの意見」と「慎重にすべき」との両論併記

(出所) 金融庁金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告－資本市場における好循環の実現に向けて－(2018年6月28日公表)より野村資本市場研究所作成

ここでは、有価証券報告書における政策保有株式の開示対象銘柄数について、現在の「政策保有株式(保有目的が純投資以外の上場株式)のうち資本金の1%超の銘柄(当該銘柄が30銘柄未満の場合は、保有額上位30銘柄)」から60銘柄程度へ拡大することや、開示対象に満たない銘柄も含め、政策保有株式の異動について、減少・増加銘柄数やそれぞれの合計金額、買い増し理由の記載、純投資と政策保有の区分の明確な説明を行うこと、重要性を考慮し、純投資対象の株式等一定の開示をすること、等が提言された。これらの提言については、今後金融審議会でも議論されることになると見られる。

3. 持ち合い解消をさらに促す方向の中、企業側の保有理由、方針は一段の明確化が必要

コーポレートガバナンス・コードの改訂や金融審議会の議論を見ると、従来に増して政策保有株式の合理的な保有理由の説明を求めるとともに、合理性の乏しい株式については売却（削減）を促すものと考えられる。

一方、政策保有株式の保有合理性に関する投資家の見方は、政策保有そのものを否定するものから、一定の合理性があれば保有の意義を認めるというものまで幅がある。こうしたことを考えると、すべての投資家に政策保有株式の合理性について理解を得ることは非常に困難であろう。よって、政策保有の合理性を謳う企業は、特に各々が重要と考える投資家が納得するような説明をする必要がある²。しかし、政策保有株式の保有意義を認める投資家であっても、彼らに対し納得性のある合理性を説明することは容易ではないと考えられ、結果としては多くの企業で保有の適否の見直しや、状況に応じた政策保有株式の削減を検討することになるであろう。

Ⅲ. 持ち合い解消は引き続き緩やかな進行を見込む

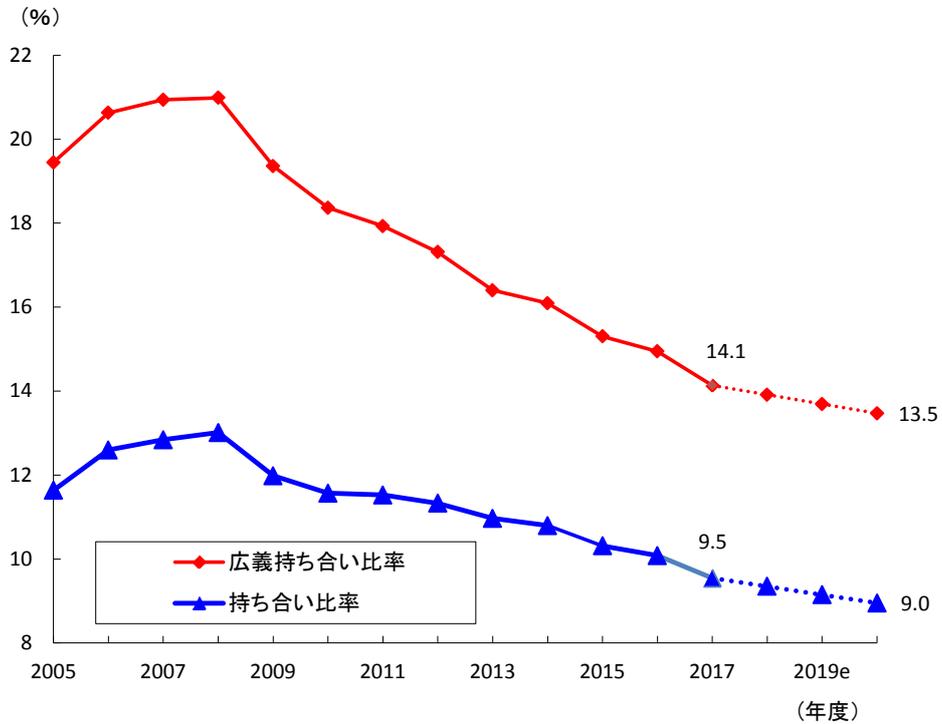
株式持ち合いの解消について、筆者は従来より、「緩やかな持ち合い解消基調が当面継続する」という見解を持っているが、2017年度の状況を見る限り、金融機関、事業法人ともそのような見方にほぼ沿った推移を示している。

今後を考えると、コーポレートガバナンス・コードの改訂や金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループでの議論は、企業の政策保有株式の見直しと必要に応じた保有見直しを促すことに繋がるであろう。一方、「株式持ち合い比率」はすでに過去最低水準に達していることもあり、持ち合い解消が進むとしても、1990年代から2000年代前半に見られた大規模なものになる可能性も高くないとみられる。よって、株式持ち合い比率は緩やかな低下が続くというこれまでの見解を変えるまでには至らないと考える。以上を考慮し、今後3年間（2018年度～2020年度）に、持ち合い比率は9.0%程度（2017年度比-0.5%ポイント）、広義持ち合い比率は13.5%（同-0.6%ポイント）程度に低下すると考えている（図表5）。

企業と投資家との対話を進める中で、政策保有株式に関する議論は重要なテーマと考えられる。政策保有株式が必要と考える企業は、投資家が納得するような合理的な説明を行う必要があることは言うまでもない。一方、本稿に示したように株式持ち合い（政策保有株式）が過去に比べ少なくなった中では、投資家側も単に政策保有株式の圧縮だけを求めるだけではなく、当該企業にとり、中長期的かつ持続的な企業価値を高める上で政策保有株式の保有が真に必要なかという観点から企業側と議論を深めることも肝要と考える。

² また、政策保有株式に関するコーポレートガバナンス・コード原則1-4について、政策保有株式を必要と考える企業であれば、必ずしもコンプライ（原則を受け入れる）ありきではなく、エクスプレイン（原則を実施しない理由を説明する）を選択し、その保有姿勢を明確にするという考え方もあり得ると筆者は考えている。参考までに、アサヒグループホールディングスは6月に東京証券取引所に提出したコーポレートガバナンスに関する報告書において、原則1-4を従来の「コンプライ」から「エクスプレイン」に変更している。

図表5 株式持ち合い比率は緩やかな低下継続を見込む



- (注) 1.持ち合い比率は、上場会社（ただし、上場保険会社を除く）が保有する他の上場会社株式（時価ベース）の、市場全体の時価総額に対する比率（ただし、子会社、関連会社株式を除く）。
 2.広義持ち合い比率は、持ち合い比率に保険会社の保有比率を加えたもの。
 3.2018年度から2020年度は野村資本市場研究所予想。
- (出所) 大株主データ（東洋経済新報社）、各社有価証券報告書、及び株式分布状況調査（全国4証券取引所）より野村資本市場研究所作成