

我が国上場企業の株式持ち合い状況（2018年度）

西山 賢吾

■ 要 約 ■

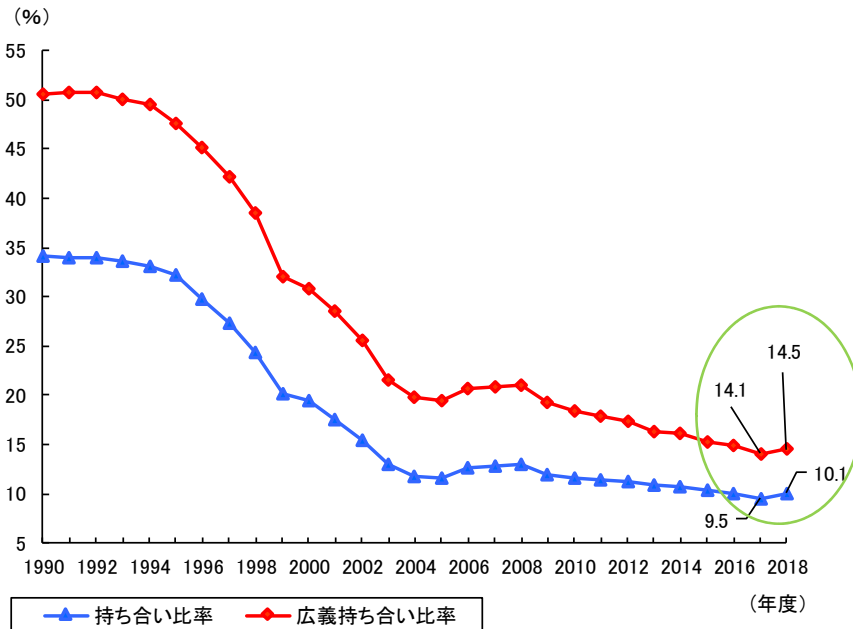
1. 野村資本市場研究所で算出した2018年度の「株式持ち合い比率」は前年度比で上昇した。しかし、これは有価証券報告書での政策保有株式の個別開示銘柄数の拡充が主因である。この要因を除いて修正した株式持ち合い比率は、過去最低水準を更新しており、緩やかな持ち合い解消、政策保有株式の圧縮は2018年度も継続したと評価できるであろう。
2. 2019年3月期の有価証券報告書から開始の、政策保有株式関連の開示拡充の中で注目された「個別銘柄の定量的な保有効果」については、相手先との関係もあり記載が困難、等の理由で、これを記載した企業は現在のところほとんど見られていない。また、政策保有株式の縮減に必ずしも積極的ではない企業もあり、一見すると株式持ち合い解消、政策保有圧縮の流れが滞るように見えるかもしれない。しかし、一方で機関投資家の政策保有株式に対する見方が厳しくなり、企業との対話のテーマとして取り上げられることも増えるであろう。企業が保有合理性の検証を通じ保有意義の薄れた株式を売却などの動きが考えられるため、株式持ち合い解消の流れは2019年度以降も継続すると考えられよう。
3. 今後の注目点としては、政策保有株式の、議決権行使への関連付けが進むかどうかは挙げられる。例えば議決権行使助言会社ISSは2020年2月以降開催される株主総会から、政策保有株式の保有先企業出身の社外役員には独立性がないものとして判断する。また、政策保有株式の保有水準に関し、機関投資家が共通した見解を持ち、企業と対話をする動きが生まれてくるかどうかにも注目したい。さらに、企業側で政策保有株式の保有合理性について、有価証券報告書等の法定開示書類だけではなく、統合報告書など任意の開示書類も用い、幅広いステークホルターに納得感のある説明を行う動きが進むかどうかについて注目している。

I. 緩やかながらも着実に進んだ 2018 年度の持ち合い解消

1. 10年ぶりの「株式持ち合い比率」上昇は有価証券報告書の開示拡充によるもの

野村資本市場研究所では我が国上場企業の 2018 年度「株式持ち合い比率¹」を算出した。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 2017 年度に比べ 0.6 ポイント上昇して 10.1%に、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 0.4 ポイント上昇して 14.5%となった。この結果、「持ち合い比率」、「広義持ち合い比率」とも 2008 年度以来 10 年ぶりに前年度を上回ることになった（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（全国 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 社と 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。

しかし、今回「株式持ち合い比率」が上昇したのは、企業が持ち合いの復活などを目的に株式保有を増やしたからではなく、有価証券報告書における政策保有株式関連の開示拡充によると考えられる。

「企業内容等の開示に関する内閣府令」が一部改定され、2019年3月期決算に関する有価証券報告書から、純投資と政策投資の区分の基準や考え方や、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の関連付け、定量的な効果を含めたより具体的な説明、などが求められた²。加えて、個別開示の対象となる保有銘柄の数が、原則、従来の30銘柄から60銘柄に拡大された。本稿では「株式持ち合い比率」を算出する際、上場事業法人の保有株式については、有価証券報告書で開示される個別銘柄の情報を基礎資料として利用している。このため、今回の開示拡充により把握できる銘柄数が増加したことが、上場事業法人の株式保有比率の上昇、そして「株式持ち合い比率」の上昇につながったと考えられる。

2. 開示拡充の影響を控除すると過去最低を更新したと推定される

実際に、3月が本決算である Russell/Nomura Large Cap 構成企業の政策保有株式の状況について、2019年3月の有価証券報告書をもとに集計すると、図表2に示した通り、非金融業の政策保有株式は約8,000億円の純減（1.02兆円の減少、0.22兆円の増加）となっている。これを参考に「株式持ち合い比率」で利用している上場事業法人の株式保有比率を修正したところ、0.9ポイント修正されて5.5%となり、2017年度の5.7%に比べ0.2ポイント低下する結果となった^{3,4}（図表3）。

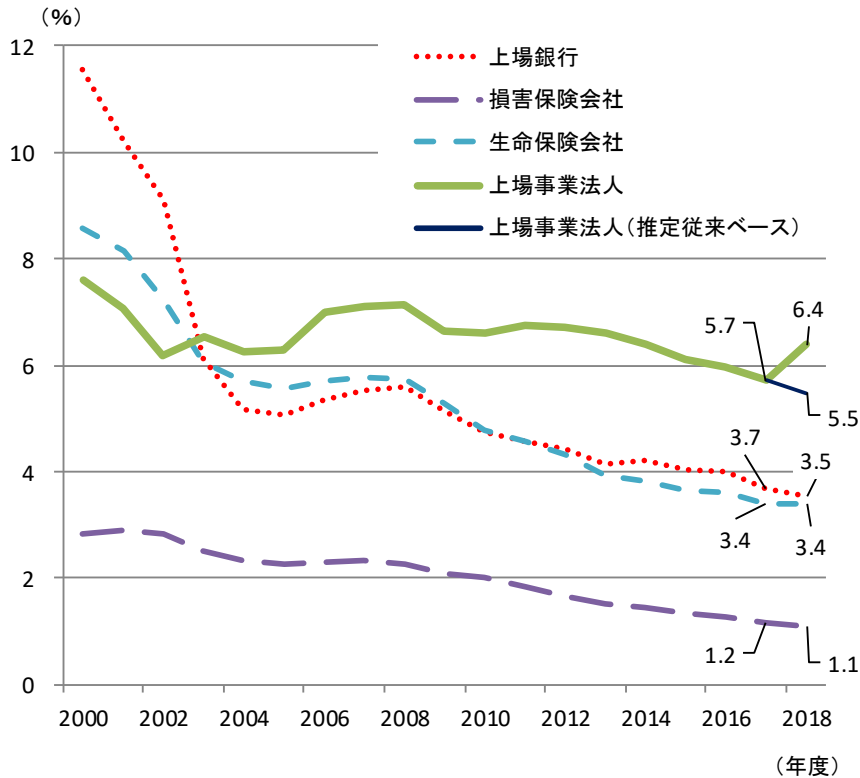
図表2 3月が本決算である Russell/Nomura Large Cap 構成企業の政策保有状況（2019.3 期末）

	保有残高(兆円)		対総資産(%)		対自己資本(%)		保有増加(兆円)		保有減少(兆円)	
	非上場 以外	非上場	非上場 以外	非上場	非上場 以外	非上場	非上場 以外	非上場	非上場 以外	非上場
非金融(247社)	19.69	2.14	2.10	0.23	7.37	0.80	0.22	0.47	1.02	0.12
金融(29社)	20.44	0.91	1.42	0.06	25.23	1.13	0.07	0.03	1.40	0.12
合計(276社)	40.13	3.05	1.69	0.13	11.52	0.88	0.29	0.50	2.42	0.24

(出所) 各社有価証券報告書より野村資本市場研究所作成

- ² 保有株式の開示の拡充内容に関しては、西山賢吾「有価証券報告書による政策保有株式関連の開示拡充の状況－「定量的な保有効果」の記載には消極的－」『野村資本市場クォーターリー』2019年夏号を参照。
- ³ 修正は、(2017年度の上場企業法人の株式保有額) × (2018年度の対象企業の時価総額増減率) － (3月が本決算である Russell/Nomura Large Cap 構成企業（非金融）の2018年度保有減少分) × (2018年度の上場企業法人の株式保有額 ÷ Russell/Nomura Large Cap 構成企業（非金融）の2018年度株式保有額) で行った。
- ⁴ 株式分布状況調査（2018年度）を見ると、有価証券報告書開示拡充の影響を受けない「事業法人等」の株式保有比率は、前年度比0.2ポイント低下の21.7%となった。非上場企業も含まれているといった違いはあるが、上場事業法人の株式保有比率が低下したとの推定に一定の合理性を与えると考える。

図表3 主体別にみた「株式持ち合い比率」の内訳

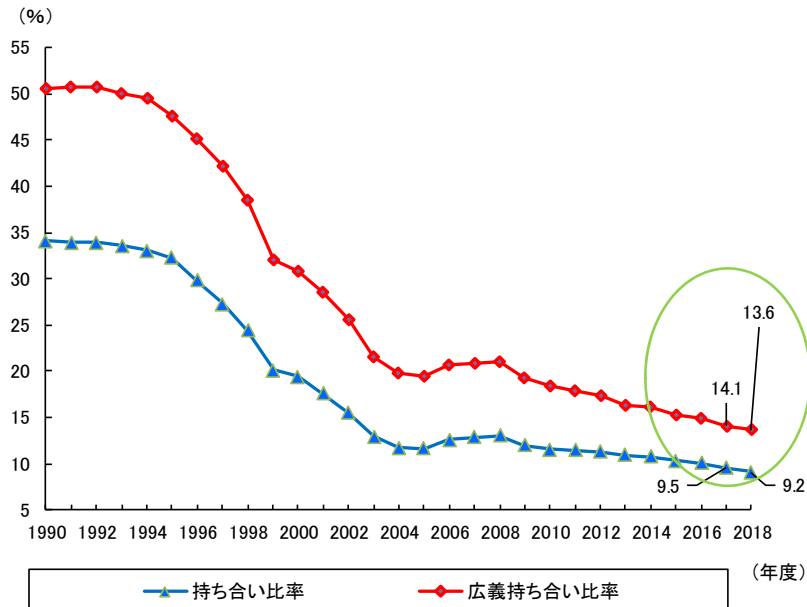


(注) 主体別持ち合い比率は、各保有主体が保有する他の上場 会社株 式(時価ベース)の、市場全体の時価総額に対する比率(ただし、子会社、 関連会社株 式を除く)。
 (出所) 大株主データ(東洋経済新報社)、各社有価証券報告書、及び株式分布状況調査(全国4証券取引所)より野村資本市場研究所作成

この修正した上場事業法人の株式保有比率を「株式持ち合い比率」の計算に用いると、保有株式の開示拡充の影響を控除した時の2018年度の持ち合い比率は2017年度から0.3ポイント低下して9.2%、広義持ち合い比率は同0.5ポイント低下して13.6%となり、持ち合い比率は2011年度以降8年連続、広義持ち合い比率は2010年以降9年連続で過去最低水準を更新したと推定される(図表4)。以上から、2018年度の持ち合い解消は、緩やかであるが進んだと評価することができるであろう。

図表3を見ると、2018年度の各保有主体の株式保有比率は、前年度に比べ横ばいから0.2ポイントの小幅低下となった。その理由としては、①各保有主体の株式保有比率はすでに低い水準に達しており、保有圧縮の必要性が過去と比べ薄れていると感じる企業が増えてきた可能性や、②2018年度の株式市場を巡る環境を見ると、特に年度後半は不安定な展開となることが比較的多かったことから、保有株式の圧縮を見送った可能性などが考えられる。

図表4 保有株式開示拡充の影響控除後の「株式持ち合い比率」の推定



- (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. コーポレートガバナンスの観点から保有株式圧縮の流れが続く

1. 「定量的な保有効果」の記載はほとんどなかったが、保有合理性の検討、検証は進む

株式持ち合いが問題として取り上げられる際には、主に保有株式の株価変動から生じる企業財務に与えるリスクの側面からと、株式を相互に持ち合うことによる安定株主の存在がコーポレートガバナンス、企業経営に与えるリスクの側面からが多い。もちろん両者を必ずしも分けて考えるものではないが、ここまで我が国の成長戦略としてのコーポレートガバナンス改革が一定の成果を上げ、我が国株式市場もそれをある程度を織り込んだように見えることもあり、企業財務リスクの観点から取り上げられることは少なくなってきたように思える。

そのような中、2018年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードにおいて、政策保有株式について、縮減方針や保有に対する考え方といった保有方針の開示や、個別銘柄ごとにその保有の適否の検証とその内容の開示、などが取り入れられており、昨今はコーポレートガバナンスの観点から株式持ち合いについて論じられる機会が多くなったとの印象を受ける。

これと関連して2019年3月期の有価証券報告書から始まった政策保有株式関連の開示拡充の中で注目された「個別銘柄の定量的な保有効果」については、相手先との関係もあり

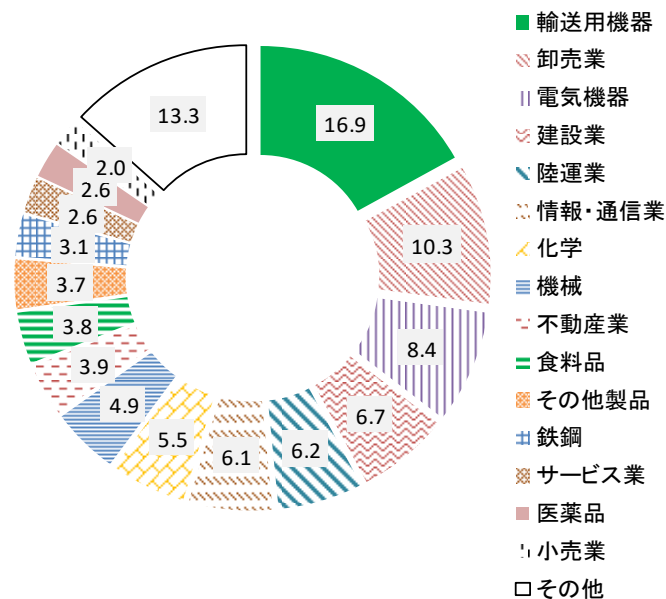
記載が困難、といった理由で、これを記載した企業は現在のところほとんど見られていない。また、企業の中には、これまでも必要性の薄い株式を中心に圧縮を相当程度進めてきたことを理由に、さらなる保有圧縮を促す動きには違和感を抱くところもある。

このような点を取り上げてしまうと、今後株式持ち合い、保有株式の圧縮はあまり進まないように思えるかもしれない。しかし、実際には、機関投資家を中心とした純投資家は、企業の持ち合い、政策保有株式についての関心が高くなっていることから、特に、株式の保有が相対的に多い企業を中心に対話（エンゲージメント）の重要な論点として取り上げる機会が増えるであろう。よって、企業側もその保有の合理性に関する意識は一段と高まり、その合理性について有価証券報告書等で詳細に開示するかどうかは別として、保有合理性の検証について継続的に行いつつ、必要に応じ、保有株式の圧縮に踏み切る企業は今後増えると考えられる。

2. 開示拡充の影響を控除すると過去最低を更新したと推定される

ここで上場事業法人の株式保有状況について業種（東証 33 業種、金融関連を除く）別に調べてみると、最も多く株式を保有しているのは輸送用機器（保有総額に対する比率 16.9%）、であり、以下、卸売業（特に総合商社）（同 10.3%）、電気機器（8.4%）、建設業（同 6.7%）と続く（図表 5）。いずれも多く企業の、産業との協業で業務を進める機会が多いと考えられる業種であり、「取り引き先との関係の維持、発展」が持ち合い、政策保有の主な動機であることが改めて分かる。政策保有株式を多く保有する業種、企業に対しては、その保有に対する投資家の関心が高いと考えられるが、取引関係に結び付いた株式保有の合理性について、納得感のある説明をどのように企業側が行うかについても注目される。

図表 5 上場事業法人の株式保有状況（業種別構成比：2018 年度末時点）



（出所）大株主データ（東洋経済新報社）、各社有価証券報告書より
野村資本市場研究所作成

Ⅲ. 今後の注目点

1. 政策保有株式と議決権行使を関連付ける動きは進むか

今後注目していきたい点は、「政策保有株式の保有と議決権行使を関連付ける動きが進むかどうか」という点である。これについて、議決権行使助言会社のISSでは、2020年2月以降に開催の株主総会において、彼らの議決権行使助言方針に「社外役員の独立性判断基準への株式持ち合い関係」を追加する。具体的には「政策保有銘柄企業出身の社外取締役および社外監査役は、独立性がないと判断する」というもので、政策保有銘柄の判断に関しては、有価証券報告書における個別開示（原則60銘柄）を参照することになる。

こうしたISSの方針改定は、企業に対し、株式持ち合い、政策保有株式の保有合理性の再検討、保有の意義が薄れた株式の圧縮、より独立性の高い取締役会の構成、などを促すことになるであろう。

一方、政策保有株式の保有が多いことにより、会長、社長など経営トップの取締役選任議案に反対の意思を示す動きに関しては、しばしば議論に上ることはあるものの、急速に進むことは現在のところ考えにくい。理由としては「企業は政策保有株式を削減する動きは望ましい」という点について異論を唱える機関投資家はほとんどないと考えられるが、その保有の水準に関しては、政策保有そのものを否定する機関投資家から、一定の合理性があれば保有の意義を認める投資家まで幅があり、意見が集約されているわけではないからだ。

よって、当面は議決権行使に直接反映させるよりは、企業との対話活動の一環として、各社の株式保有に対する姿勢を確認したり、他の企業と比べ政策保有株式の多い企業に関しては、その圧縮の要請を含めた議論を行ったりすることになるであろう。

さらに進んで、改めて日本企業の株式持ち合いや政策保有に関して議論し、企業の政策保有株式の水準に対する目線を機関投資家間である程度揃えていくことも有用ではないかと考える。その際には、例えば、「保有株式金額の対時価総額比」、「対総資産比」、「対自己資本比」などの平均を標準的な水準として目線を合わせることも考えられるであろう。図表6は東証33業種分類で非金融業に属する業種ごとにそれらの数字をまとめたものである。2018年度末時点で、非金融業種全体の平均は「保有株式の対時価総額比」が6.6%、「対総資産比」が3.0%、「対自己資本比」が9.2%となっている。仮に、このような見方が一般化すれば、平均より高い水準にある業種に属する企業では、株式保有に関する投資家の目が厳しくなることが考えられる。

図表 6 業種別に見た上場企業法人の株式保有水準（2018 年度末時点）

	保有株式/時価 総額(%)	保有株式/総 資産(%)	保有株式/自己 資本(%)		保有株式/時価 総額(%)	保有株式/総 資産(%)	保有株式/自己 資本(%)
水産・農林業	10.0	5.5	15.8	電気機器	4.3	3.1	7.3
鉱業	10.3	3.2	5.0	輸送用機器	12.4	4.6	11.7
建設業	14.9	7.3	16.7	精密機器	2.7	3.9	7.2
食料品	5.2	4.9	9.9	その他製品	11.8	11.4	18.4
繊維製品	15.5	7.4	15.6	電気・ガス業	4.3	0.8	3.4
パルプ・紙	21.7	6.6	18.9	陸運業	8.6	4.8	13.3
化学	4.8	4.0	7.8	海運業	23.3	3.3	14.1
医薬品	2.8	3.2	5.7	空運業	4.2	2.4	5.1
石油・石炭製品	7.2	1.5	5.0	倉庫・運輸関連	26.2	11.6	21.6
ゴム製品	8.0	5.1	9.4	情報・通信業	3.2	2.2	5.6
ガラス・土石製品	12.8	6.8	13.0	卸売業	13.2	4.4	12.4
鉄鋼	21.0	5.6	12.6	小売業	2.0	1.5	3.8
非鉄金属	15.7	5.3	12.3	不動産業	10.2	4.1	13.1
金属製品	11.9	5.0	10.2	サービス業	2.5	0.3	4.0
機械	6.5	4.5	8.9	非金融業計	6.6	3.0	9.2

(出所) 大株主データ (東洋経済新報社)、各社有価証券報告書より野村資本市場研究所作成

2. 「緩やかな株式持ち合い解消」の動きは継続

ここまで述べてきたように、2018 年度は、有価証券報告書による政策保有株式関連の開示拡充の影響を除けば、実質的には緩やかな持ち合い解消の流れが継続するという結果となった。また、現在の株式持ち合い、政策保有株式をめぐる議論の方向から考えても、緩やかな持ち合い解消を促す動きが大きく変わるとは考えにくい。従って、2019 年度以降も緩やかな株式持ち合いの解消は継続する、という従来からの見方を変更する必要はないと考えている。

一方、これからの株式持ち合いや政策保有株式の動向を見ていく上では、まず、企業側については、自社の政策保有株式の保有合理性に関する説明を、法定開示だけではなく、より書き方の自由度が高い様々な媒体を使い、投資家をはじめとしたステークホルダーに行うことがより重要になると考えられる。例えば、政策保有株式の保有合理性に関し、取締役会で精査、議論した内容について、統合報告書や企業のウェブサイトにおいて、可能な限り丁寧に紹介する（個別銘柄に言及する必要は必ずしもないであろう）ことや、社外取締役が政策保有株式についてどのような見解を持っているか、などについて各企業の IR 情報としてホームページなどに記載することなどが想定される。

他方、機関投資家側については、上述のように、企業の保有する株式の水準に関し、ある程度の統一的な見方、すなわち「目線」をある程度揃えた形で企業と対話をする環境を整えながら、企業と政策保有株式についてより建設的な議論を行う体制を構築する動きが見られるようになるかに注目したい。