

我が国上場企業の株式持ち合い状況（2019年度）

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 野村資本市場研究所で算出した2019年度の「株式持ち合い比率」は前年度比で低下した。持ち合い（政策保有株式）が我が国のコーポレートガバナンス改革の中心的な課題として位置づけられる中、各企業が保有の合理性に乏しい株式を売却する動きを進めていることが要因と考えられる。
2. 保有主体別にみると、上場事業法人、上場銀行、保険会社とも株式保有比率は低下しており、持ち合い解消、政策保有株の圧縮は業種を問わず進められていることがうかがわれる。また、3月決算の Russell/Nomura Large Cap 構成企業を対象に政策保有株式の変化を少し詳しくみると、事業法人では取引関係と結びついた株式の取得も引き続き見られている。また、金額としては小さいが、相手先企業の持ち株会への出資による株式取得は広範囲に行われている。さらに、新規事業開拓やベンチャーキャピタルへの投資を名目に非上場株式への投資はむしろ増加していることが分かる。これらは政策投資というよりも出資の色彩が強い。
3. 2021年より議決権行使助言会社のグラス・ルイスが、「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の「貸借対照表計上額の合計額」が連結純資産と比較して10%以上の場合、会長（会長職が存在しない場合、社長等の経営トップ）の選任議案に反対助言を行う。これにより、機関投資家の議決権行使基準に持ち合いを反映させる動きが出てくるかが注目されるが、当面はエンゲージメント（企業と投資家との対話）のテーマとして扱われることが主になるであろう。その際には法定開示を超えた様々な情報の提供や開示が投資家から企業に求められると想定されるため、企業側からの自発的、積極的な対応が期待される。以上のような状況を勘案すると、株式持ち合いの解消の動きは緩やかに継続すると考えられる。

野村資本市場研究所 関連論文等

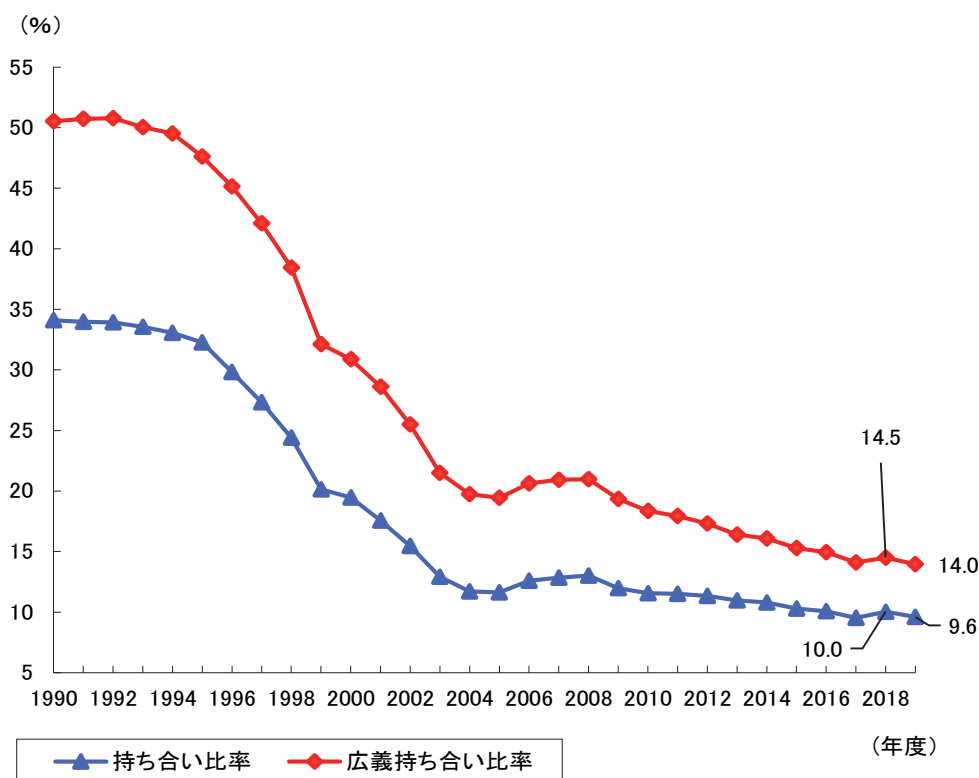
- ・ 西山賢吾「我が国上場企業の株式持ち合い状況（2018年度）」『野村資本市場クォーターリー』2019年秋号（ウェブサイト版）
- ・ 西山賢吾「有価証券報告書による政策保有株式関連の開示拡充の状況－「定量的な保有効果」の記載には消極的－」『野村資本市場クォーターリー』2019年夏号

I コーポレートガバナンス改革の浸透で政策保有株式の圧縮が継続

1. 低下した「株式持ち合い比率」

野村資本市場研究所では我が国上場企業の2019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2018年度に比べ0.4ポイント低下して9.6%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0.5ポイント低下して14.0%となった（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 本稿での「株式持ち合い」は、A社とB社が互いに株式を保有する「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（あるいはその逆）、いわゆる「片持ち」も対象となっている。よって、本稿での「株式持ち合い」は、純投資目的以外の目的での株式保有、すなわち「政策保有株式」とはほぼ同義である。

「株式持ち合い比率」の低下は2017年度以来2年ぶりとなる。2018年度の「株式持ち合い比率」は2017年度に比べ上昇したが、これは、「企業内容等の開示に関する内閣府令」の一部改定により、有価証券報告書で開示される政策保有株式の個別銘柄数が増加したためと見られる。開示拡充の影響を控除すると、事実上「株式持ち合い比率」の低下は2009年度以降継続していると考えられる²。

我が国のコーポレートガバナンス改革において中心的な課題として位置づけられている株式の持ち合い（政策保有株式）については、「保有の合理性」が特に問われており、コーポレートガバナンス・コードの原則1-4「政策保有株式」においても、①政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有株式に関する方針を開示すること、及び、②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などについて取締役会で具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、その検証内容を開示することが求められている。

2019年度についても、各社が保有する政策保有株式を精査し、保有の合理性が乏しくなった銘柄の売却が進められたと見られる。ただ、図表1を見ても分かるように、我が国の株式持ち合い比率は既に過去最低水準に達しており、これまでも持ち合いの解消や政策保有株式の売却が一定程度進んでいるため、株式持ち合い比率の低下は緩やかである。

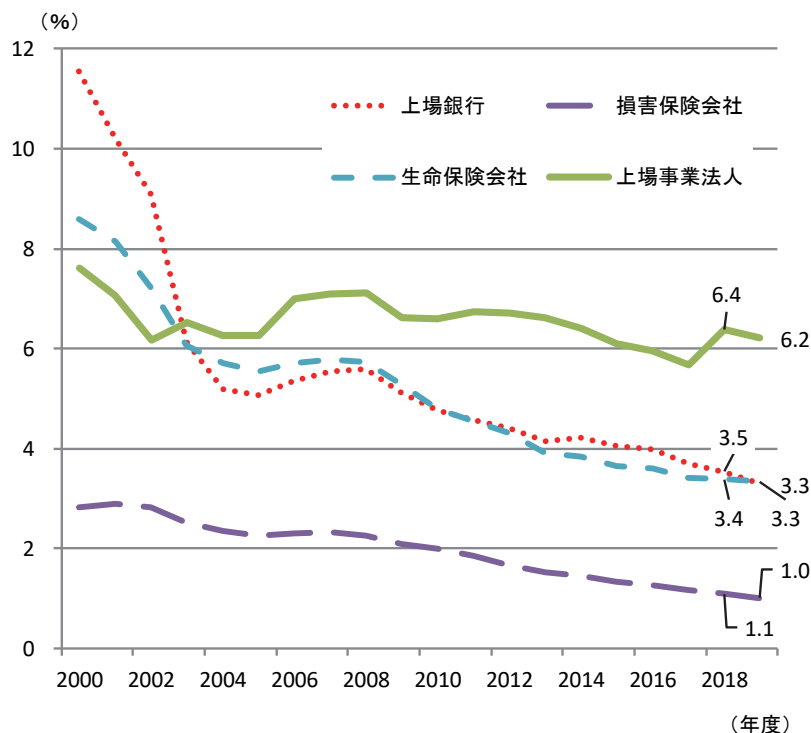
2. 各保有主体とも保有比率は低下

図表2は「株式持ち合い比率」の内訳となる、上場事業法人（非金融）、上場銀行、生命保険会社、損害保険会社の保有株式比率の推移である。これを見ると、上場事業法人と上場銀行がそれぞれ0.2ポイント、生命保険会社、損害保険会社ではそれぞれ0.1ポイント低下しており、保有主体に関わらず政策保有株式の保有合理性を精査し、合理性の乏しいものについては売却が進められたと見られる。

また、上場銀行や保険会社に比べ上場事業法人の保有株式比率が高くなっているが、これは、取引関係の維持、発展を理由にした株式の持ち合いや政策保有が現在も一定規模で存在していることや、過去、金融機関は株式保有規制が誘因となり積極的に保有株式を圧縮した時期があったことや、現在でも中期的な保有株式の削減計画を有しているところが多いのに対し、上場事業法人にはそのような規制が存在せず、中期的な削減方針を掲げる企業も現状では少ないことなどが理由と考えられる。

² この点についての詳細は西山賢吾「我が国上場企業の株式持ち合い状況（2018年度）」『野村資本市場クォーターリー』2019年秋号（ウェブサイト版）を参照。

図表2 「株式持ち合い比率」を構成する各保有主体の保有比率の時系列推移



(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

3. Russell/Nomura Large Cap 構成企業にみる政策保有株式の変化

上場企業の政策保有株式の変化をより詳しく見るために、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、2020年3月の有価証券報告書をもとに集計した (図表3)。

まず、「株式持ち合い比率」の集計対象となる上場企業株式の保有状況の変化を見ると、事業法人 (非金融) の政策保有株式の保有金額は約 7,400 億円、金融では約 1 兆円の純減となっている。ただし、金融では保有増は約 654 億円に留まっているのに対し、事業法人では 4,855 億円となっている。保有が増えた理由を見ると、取引関係の維持発展や事業提携に伴うものが一定数存在しており、依然として取引関係と株式保有との結びつきが見られる。また、金額としては小さいものの、相手先企業の持ち株会への出資による増加は比較的多くの企業で見られている。

一方、「株式持ち合い比率」の集計対象とはしていない非上場企業株式の保有状況を見ると、事業法人、金融とも保有金額が純増となっている。増加した理由を見ると、新規事業や研究開発における非上場企業との提携や、ベンチャー企業への投資などが挙げられており、持ち合い、政策保有というよりも、将来の企業価値向上に向けた出資の色彩が強いものと考えられる。

図表3 3月が本決算である Russell/Nomura Large Cap 構成企業の政策保有状況（2020年）

単位:百万円

	非金融(251社)	金融(23社)	全業種(274社)
非上場			
保有金額	2,158,332	757,486	2,915,818
保有増	477,569	512,486	990,055
保有減	74,563	119,659	194,222
保有増減	403,006	392,827	795,833
上場			
保有金額	15,788,540	15,505,025	31,293,565
保有増	485,545	65,414	550,959
保有減	1,225,780	1,065,318	2,291,098
保有増減	-740,235	-999,904	-1,740,139

(出所) 各社有価証券報告書より野村資本市場研究所作成

II 持ち合いの状況を議決権行使に反映させる動きが進むかに注目

1. グラス・ルイスが 2021 年より政策保有株式の保有水準を議決権行使助言に反映させる

持ち合い、政策保有株式を巡るトピックとして注目されるのが、「持ち合い状況の議決権行使への反映の動き」である。すでに、2020年より議決権行使助言会社のISS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」という助言方針を打ち出している。さらに、グラス・ルイスでは2021年より「政策保有株式に関する方針」を助言方針に加える。その内容は、『「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の「貸借対照表計上額の合計額」が連結純資産と比較して10%以上の場合、会長（会長職が存在しない場合、社長等の経営トップ）の選任議案に反対助言とする。』というものである³。

持ち合いの状況を議決権行使に反映させることについては、保有の削減を促す有効な手法の一つと考えられる一方、株主総会の前に有価証券報告書を公表する企業は少数であるため、議決権行使の際には最新の情報が得られないことなど情報の制約があり、こうした基準を議決権行使に取り入れる動きはこれまであまり進んでいなかった。

これに関し、グラス・ルイスでは、「使用する情報は、前年度の有価証券報告書の数値

³ 国際会計基準を採用している企業の場合には資本合計対比とする。

を使用する。ただし、この方針に関連する直近の数値を開示している企業に対しては、その最新の数値を採用して精査する」としている。さらに、「基準値を超える政策保有株式を保有していると確認できる場合においても、明確な削減計画を開示して、さらに政策保有株式が減少していると確認できる場合や、政策保有株式の保有理由が事業戦略上本当に必要である旨の明確な開示があり、弊社が合理的だと判断できる場合は、反対助言を見送る場合がある」としている。よって、これを機会に、保有株式の情報については、決算説明や招集通知においてその概要（例えば保有銘柄数、金額の増減）について情報開示を行う企業が増えることが期待される。

図表 4 は、上場企業の保有株式額を時価総額、総資産、自己資本対比で業種（東証 33 業種）別に見たものである。この中で、グラス・ルイスの基準に近い保有株式の対自己資本比を見ると、10%という数値はほぼ平均的な数字であることが分かる。

また、保有株式の対自己資本比が 10%を上回っている業種も 33 業種中 14 業種あり、個別企業のベースで考えれば相当数の企業がグラス・ルイスの基準に該当する可能性があると考えられる。

図表 4 業種別に見た上場企業法人の株式保有水準（2019 年度末時点）

業種(東証33業種)	対時価総額 (%)	対総資産 (%)	対自己資本 (%)	業種(東証33業種)	対時価総額 (%)	対総資産 (%)	対自己資本 (%)
水産・農林業	11.7	4.5	12.6	その他製品	8.9	8.7	16.5
食料品	4.9	3.8	7.8	情報・通信業	2.7	1.7	5.0
鉱業	4.2	0.8	1.2	サービス業	2.4	0.3	3.5
石油・石炭製品	7.1	1.1	4.0	電気・ガス業	4.6	0.7	2.9
建設業	14.1	5.5	12.5	陸運業	10.1	4.4	12.1
金属製品	11.9	4.1	8.5	海運業	21.8	2.4	10.5
ガラス・土石製品	12.9	5.0	9.8	空運業	6.8	2.5	5.1
繊維製品	15.7	5.8	12.6	倉庫・運輸関連業	26.1	9.4	17.7
パルプ・紙	18.6	4.8	13.4	卸売業	12.5	3.5	10.6
化学	4.7	3.4	6.8	小売業	2.4	1.5	4.1
医薬品	2.2	2.6	4.7	不動産業	12.0	3.5	11.3
ゴム製品	8.9	4.1	7.6	銀行業	56.3	1.0	20.2
輸送用機器	14.5	4.5	11.5	証券、商品先物取引業	6.0	0.3	3.8
鉄鋼	24.3	3.9	9.6	保険業	44.1	2.0	30.4
非鉄金属	17.7	4.5	10.8	その他金融業	5.0	0.2	4.0
機械	6.0	3.6	7.3				
電気機器	4.2	2.8	6.6	全業種	9.3	1.6	10.3
精密機器	1.7	2.7	5.1	非金融	6.3	2.5	8.0
				金融	42.4	1.0	19.5

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

2. 保有合理性の説明や開示の要請がより強まる中、緩やかな持ち合い解消は継続

議決権行使助言会社での上述の動きを受けて、機関投資家の議決権行使基準に持ち合い（政策保有株式）を反映させる動きが進むかどうかが注目される。しかし、前節で述べた保有株式の情報に関する制約や、実際に基準を作成する際の閾値の定め方が難しいなどの問題もあり、当面は議決権行使基準への取り込みよりも、エンゲージメントの主要テーマとする方向が進むのではないかと考えられる。その際には、保有株式の動向や合理性の検証方法、取締役会での政策保有株式に関する議論、社外取締役の政策保有株式に対する考えなど、法定開示を超えた様々な情報の提供や開示が投資家から企業に求められるであろう。企業側からの自発的、積極的な対応が期待される。

以上のような状況を勘案すると、株式持ち合いの解消の動きは、加速化したり、あるいは滞ったりすることはなく、緩やかな解消が今後も継続すると考えられる。