

## 我が国上場企業の株式持ち合い状況（2020 年度） — 緩やかな持ち合い解消、政策保有株式削減の動きが続く —

西山 賢吾

### ■ 要 約 ■

1. 野村資本市場研究所で算出した2020年度の「株式持ち合い比率」は前年度比で2年連続低下し、過去最低水準を更新した。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、政策保有株式削減は業種を問わず進んだ。これに加え、東京証券取引所の市場改革に伴い、上場基準の一つである流通株式の定義が見直されることになったことも、この動きを促進した。
2. 今後の株式持ち合い、政策保有株式の動向を見る上で重要なものの一つとして、政策保有株式保有水準の議決権行使基準への反映がある。2021年の株主総会より議決権行使助言会社のグラス・ルイスが採用した結果、同社が分析対象とする企業の約9%で経営トップの取締役選任議案に反対した。2022年の株主総会からは議決権行使助言会社のISSや、一部の機関投資家でこうした基準を採用する動きがある。ただし、利用データ等の問題もあり議決権行使基準に導入する動きは限定的と考えられるため、政策保有株式が機関投資家企業間のエンゲージメントテーマとして取り上げられる機会はさらに増えるであろう。
3. 政策保有株式への見方は機関投資家によって異なるものの、「株式持ち合い比率」が過去最低水準にまで低下している状況下で企業にとって重要なことは、不断に株式の保有意義や合理性の検証を行ってその結果を投資家に対し明確に説明し、投資家の理解を求めていくことである。そうした過程において、保有意義の薄れた持ち合いや政策保有株式を削減する動きは当面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

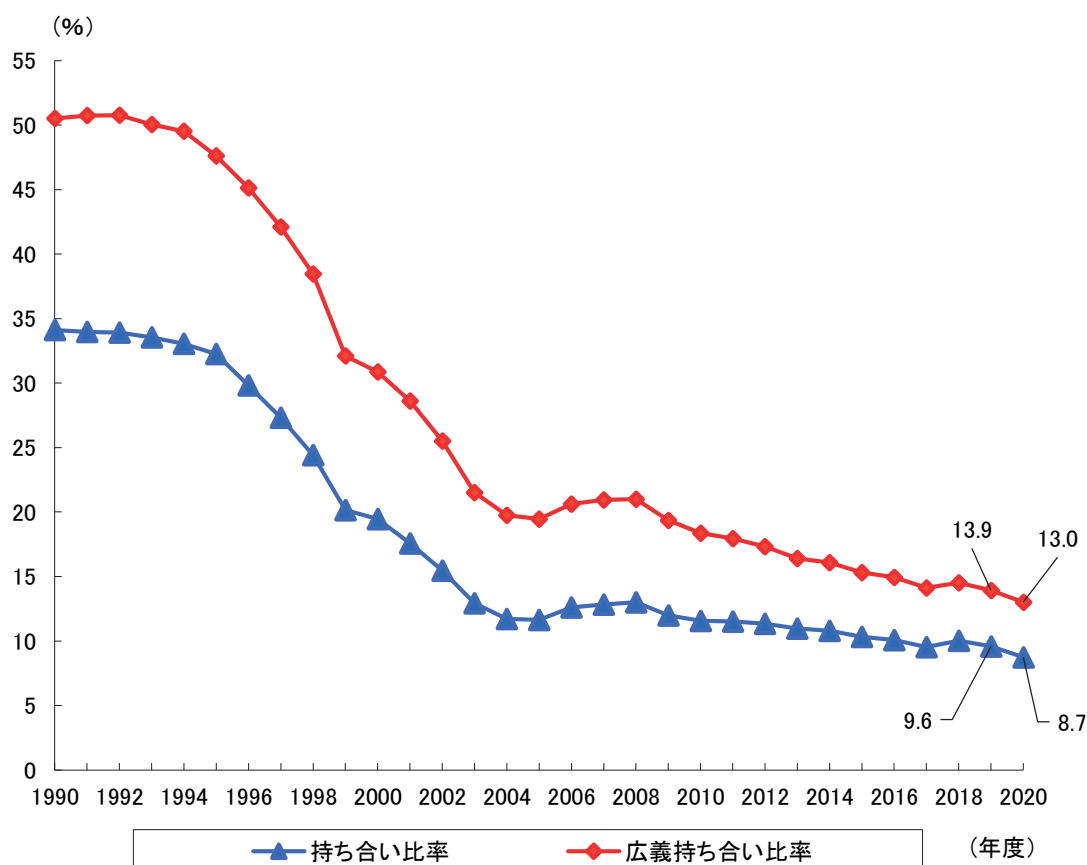
- ・ 西山賢吾「我が国上場企業の株式持ち合い状況（2018 年度）」『野村資本市場クォーターリー』2019 年秋号（ウェブサイト版）を参照。
- ・ 西山賢吾「我が国上場企業の株式持ち合い状況（2019 年度）」『野村サステナビリティクォーターリー』2020 年秋号を参照。
- ・ 西山賢吾「有価証券報告書による政策保有株式関連の開示拡充の状況－「定量的な保有効果」の記載には消極的－」『野村資本市場クォーターリー』2019 年夏号を参照。

## I 東証市場再編対応もあり 2020年度も政策保有株式圧縮が継続

### 1. 2020年度も低下した「株式持ち合い比率」

野村資本市場研究所では我が国の上場企業を対象にした2020年度「株式持ち合い比率<sup>1</sup>」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2019年度に比べ0.9ポイント低下して8.7%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0.9ポイント低下して13.0%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、子会社及び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

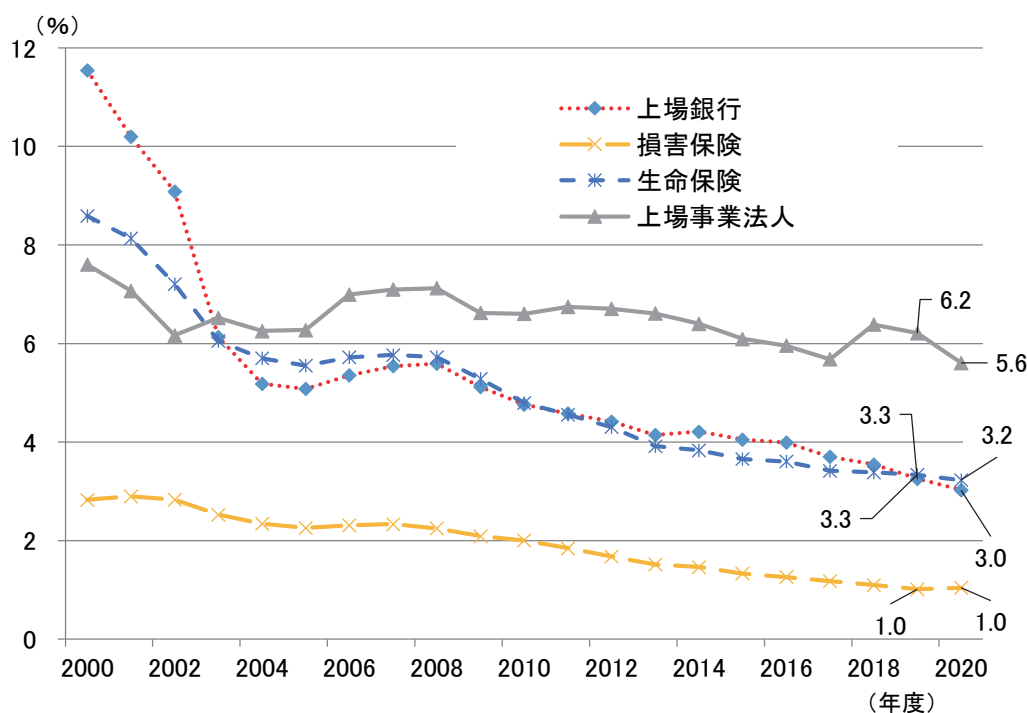
<sup>1</sup> 本稿での「株式持ち合い」は、A社とB社が互いに株式を保有する「相互持ち合い」だけではなく、A社はB社の株式を保有しているがB社はA社の株式を保有していない（あるいはその逆）、いわゆる「片持ち」も対象となっている。よって、本稿での「株式持ち合い」は、純投資目的以外の目的での株式保有、すなわち「政策保有株式」とはほぼ同義である。

「株式持ち合い比率」の低下は2019年度に続き2年連続であり、1990年度に算出を開始して以降の最低水準を更新した。なお、2018年度の比率が上昇しているが、これは、有価証券報告書での政策保有株式開示拡充の影響と考えられる<sup>2</sup>。よって、「株式持ち合い比率」は実質的に、2000年代の半ばに盛んであったアクティビストの活動への対応を目的に、2006～2008年度に見られた「持ち合い復活」の動きが一巡した2009年度以降低下が継続している。

## 2. 東証の市場再編対応もあり、事業法人の株式保有比率低下が相対的に大きかった

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、2019年度に比べ上場事業法人の低下幅が0.6ポイント（6.2%→5.6%）と最も大きく、次いで上場銀行が0.3ポイント（3.3%→3.0%）の低下となった。一方、生命保険会社は0.1ポイント（3.3%→3.2%）の低下、損害保険会社では横ばい（1.0%→1.0%）となった。

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

<sup>2</sup> この点に関しては、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。

この結果からは、コーポレートガバナンス・コードで求められる政策保有株式の保有合理性の検証が各社で進められ、上場会社は金融業種、非金融業に拘わらず、政策保有株式の保有合理性を精査し、合理性が乏しいものについては売却する動きが継続して行われていると見られる。

さらに 2020 年度は、上述の要因に加え、東京証券取引所（以下、東証）の市場改革も影響したと考えられる。

具体的には、2022 年 4 月より東証の従来市場区分（第 1 部、第 2 部、JASDAQ、マザーズ）を「プライム、スタンダード、グロース」の 3 市場に再編するに当たり、上場基準の一つである「流通株式比率」の計算において、上場株式のうち、国内の普通銀行<sup>3</sup>、保険会社及び事業法人等の所有する株式は流通株式から除外することになった。また、プライム市場の上場基準では、流通株式比率が 35%以上（スタンダード、グロース市場は 25%以上）に定められた。

このため、特に、プライム市場の上場を目指す東証第 1 部上場企業の内、安定株主比率の高い企業を中心に、流通株式比率基準を満たすために、政策保有されていた株式の売り出しなどにより、機関投資家や個人投資家などの純投資家の保有を増やして流通株式比率を高めようとする動きを進めたと考えられる。

## II 政策保有株式は「保有意義の不断の検証」が一段と重要に

### 1. 議決権行使における政策保有株式「定量基準」導入の動き

今後の「株式保有比率」の推移を考える上で一つの鍵になるのは、政策保有株式の保有状況を、取締役選任など株主総会の議決権行使に反映させる動きが進むかどうかである。代表的な議決権行使助言会社の一つであるグラス・ルイスは議決権行使助言方針を変更し、2021 年開催の株主総会より、「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」が純資産と比較して 10%を超える場合、会長（会長職が存在しない場合、社長等の経営トップ）に反対助言」することになった。ただし、「政策保有株式が純資産に対して 10%を超える場合であっても、政策保有株式が毎年減少していると確認できる場合等、反対助言を見送る場合がある」としている。

グラス・ルイスによれば、2021 年の株主総会において、①事前の保有株式データサーベイからは、彼らのカバレッジ企業の内、約 28%が反対助言の対象になるが、②政策保有株式の減少などが確認できる企業を除くと約 10%となり、さらに、③招集通知などに直近の政策保有株式に関する情報を開示した企業などがあったため、実際に反対助言とした企業は、全体の約 9%であったとのことである<sup>4</sup>。

<sup>3</sup> 都市銀行や地方銀行を指し、信託銀行・信託口、信用金庫、信用組合、労働金庫、農林系金融機関、政府系金融機関、証券金融会社等は含まない。

<sup>4</sup> グラス・ルイスへのヒアリングによる。

2022年2月開催の株主総会からは、もう一つの有力な議決権行使会社のISS（インスティテューショナル・シェアホルダー・サービスズ）社でも、政策保有株式（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および「みなし保有株式」の合計額が純資産の20%以上の場合、経営トップである取締役選任議案に反対推奨することになった。ISSによれば、彼らのカバレッジ企業の内、当該基準に該当するのは7%とのことである<sup>5</sup>。

さらに、機関投資家の中でも同様の基準を設定する動きが見られ始めた。例えば、大和アセットマネジメントは、同社の議決権行使基準を2021年11月1日に改定し、政策保有株式を過大に保有しながら経営成績または株主資本の有効活用に問題があり、かつ縮減の取り組みが十分と判断できない企業の代表取締役（または代表執行役）の選任に反対することになった。ただし、グラス・ルイスやISSのように明確な反対の数値基準は公表していない。また、三井住友DSアセットマネジメントは、2022年1月4日に議決権行使基準を改定し、政策保有株式を純資産の20%程度以上保有する場合、原則として取締役選任議案に反対することとした。

これまで、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あまり進んでいなかった。今回議決権行使基準や助言方針に保有株式基準を導入する議決権行使助言会社や機関投資家でも、政策保有株式のデータは基本的に前年度の有価証券報告書（例えば、2022年6月開催の株主総会では2021年3月期）の数値を使用する。一方、政策保有株式のデータ開示を巡る環境は大きく変わっておらず、有価証券報告書を株主総会前に開示する企業は引き続き少数と考えられることから、現状ではこうした基準を導入する動きは限定的なものに留まると考える。

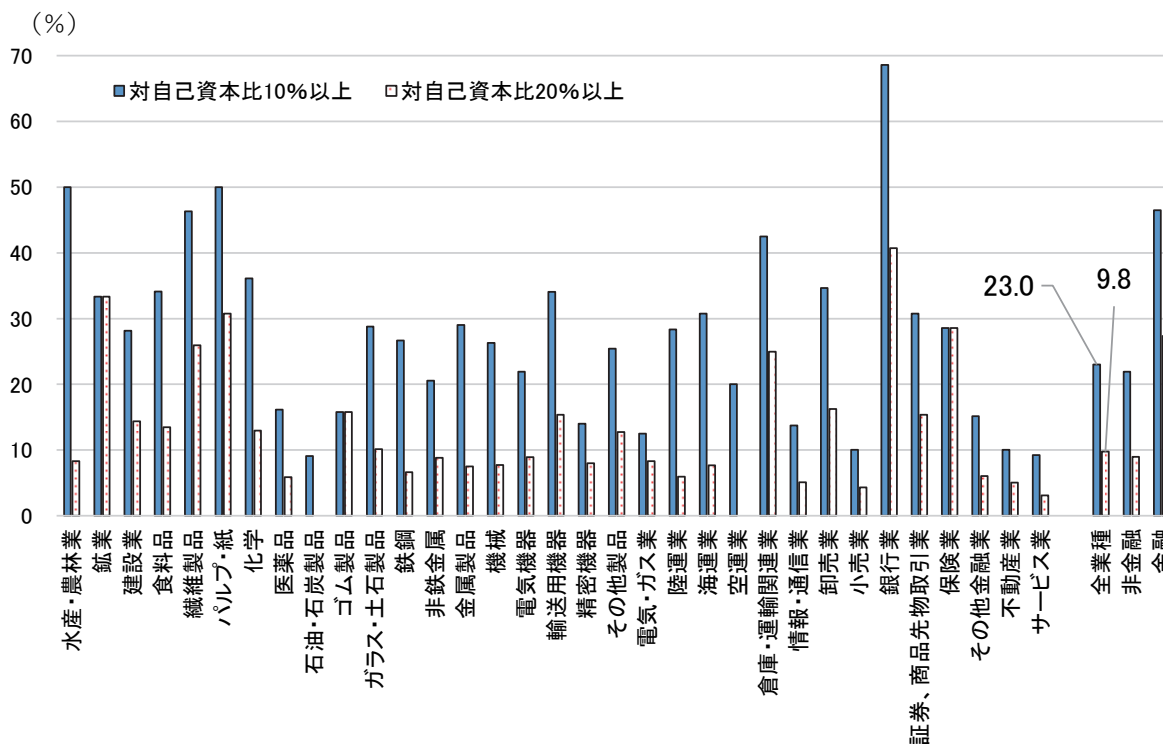
参考までに、2020年度の保有株式に関するデータを用いて、セクター（東証33業種）別に見た、保有株式の自己資本比が10%、20%以上となる企業数の割合を図表3に示した。ISSやグラス・ルイスの基準とは利用するデータやカバーする範囲が異なる<sup>6</sup>が、全業種で自己資本の10%以上の企業の割合が23.0%、20%以上の企業の割合が9.8%と、概ね両社の示した水準に近いものになっており、業種別の動向などを見る際には参考になるであろう。

業種別に見ると、對自己資本比10%以上の場合は、他の業種に比べ相対的に該当企業の割合が高い順に、銀行業（68.6%）、水産・農林業、パルプ・紙業（50.0%）、繊維製品（46.3%）となり、20%以上の場合は、同、銀行業（40.7%）、鉱業（33.3%）、パルプ・紙（30.9%）、保険業（28.6%）などとなった。

<sup>5</sup> ISS「2022年版日本向け議決権行使基準」9ページ。

<sup>6</sup> 例えば、「政策保有株式」について、ISSやグラス・ルイスは、有価証券報告書記載の「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」を利用しているのに対し、本稿では、有価証券報告書や大株主データ（東洋経済新報社）から抽出し、積み上げたデータを用いている。

図表3 東証33業種別に見た政策保有株式対自己資本比が10%、20%以上の企業の割合



(注) 対象は日本国内の全上場企業。

(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

## 2. 保有意義、合理性検証を不断に行いつつ、緩やかな削減は継続

II章1で述べたように、政策保有株式を議決権行使基準に反映させる動きはまだ限定的と考えられるが、機関投資家と企業との間の重要なエンゲージメントテーマであることは論を待たないであろう。

コーポレートガバナンス・コードの原則1-4に言及されている政策保有株式に関する記載を見ると、①政策保有株式の保有にあたり縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべき、②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どうかを具体的に精査し、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、となっている。

コーポレートガバナンス・コードは2021年に改訂されたが、政策保有株式関係の改訂はなかった。しかし、コードの付属文書として位置づけられる対話ガイドラインの改訂においては、「保有効果の検証が、例えば、独立社外取締役の実効的な関与等により、株主共同の利益の視点を十分に踏まえたものになっているか。」との文言が加えられ、政策保有株式の保有合理性の検証に独立社外取締役が関与することへの言及がなされた（「政策保有株式の適否の検証等」中の4-5-1）。

一方で、機関投資家の間でも、株式持ち合いや政策保有の見直しを求める点ではほぼ一致しているが、「どの程度の保有水準が適切か」については様々な意見がある。市場全体で見れば、本稿で述べたように「株式持ち合い比率」は過去最低の水準になっていることから、保有削減は相応に進んだといえる。このため、機関投資家、さらには一般の投資家にとって重要であるのは、企業が株式を保有することに対し「適度な緊張感」を継続して持つように動機づけていくことではないかと筆者は考えている。

ここでポイントになるのは、企業からの説得力のある保有意義やその合理性の説明であろう。その際には、保有株式の動向や保有意義の検討、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、法定開示を超えた情報の提供や開示を投資家は企業に求めるであろう。企業側からの自発的、積極的な対応が期待される。

一方、投資家は企業からのこうした情報を吟味し、資本効率性や業績等から考えて政策保有が当該企業にとり過大であると考えるときには削減を求めるエンゲージメントを行い、それでも改善しないのであれば議決権行使において経営トップ等の取締役選任議案に反対するなどの対応を行うことが適切ではないかと思われる。

このような動きは、企業に対し政策保有株式の不断の見直しを促すものとなり、その過程において、保有の意義や合理性を説明できない株式に関しては保有の圧縮や売却が進められることになるであろう。以上を踏まえると、株式持ち合いの解消、政策保有削減の動きは、今後も緩やかに継続すると見込まれる。