我が国上場企業の株式持ち合い比率（2022 年度）
－サステナビリティの観点からも持ち合い解消が注目される可能性－

西山　賢吾

▌要　約▐

1. 野村資本市場研究所で算出した2022年度の「株式持ち合い比率」は前年度比で4 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、損害保険会社は前年度比横ばいであったが、上場事業法人、上場銀行、生命保険会社は低下した。特に上場事業法人は前年度に比べ 0.5 ポイント低下し、最大の保有比率低下主体となった。
2. 株式持ち合い解消、政策保有株式圧縮を促したと考えられる理由としては、合理性の観点から保有株式の見直しが続いているのに加え、取締役選任議案に政策保有株式の保有量に関する基準を取り入れる動きが機関投資家の間で進んだことが挙げられる。実際に、2023 年 6 月株主総会において、機関投資家の設定する保有株式の数値基準を上回る企業の経営トップ（会長、社長など）の取締役選任議案の賛成率が 60%台、70%台となった事例が見られた。
3. 今回の結果は、従来からの「緩やかな持ち合い解消、政策保有株式圧縮の継続」という見方を変えるものではない。今後持ち合い解消、政策保有株式の圧縮を一段と推進させる要因として、①2023 年 6 月株主総会において、実際に政策保有株式を多く持つ企業の経営トップの取締役選任議案が厳しい結果となったことや、②株式保有構造上の政策保有（安定）株主の減少、また、政策保有株主に対する株式保有の合理性への説明責任や議決権行使が求められる方向になってきたことなどが挙げられる。さらに、③環境関連などサステナビリティの観点からも政策保有株式に対する注目を集める可能性が考えられるようになってきたことにも併せて注目したい。

野村資本市場研究所　関連論文等

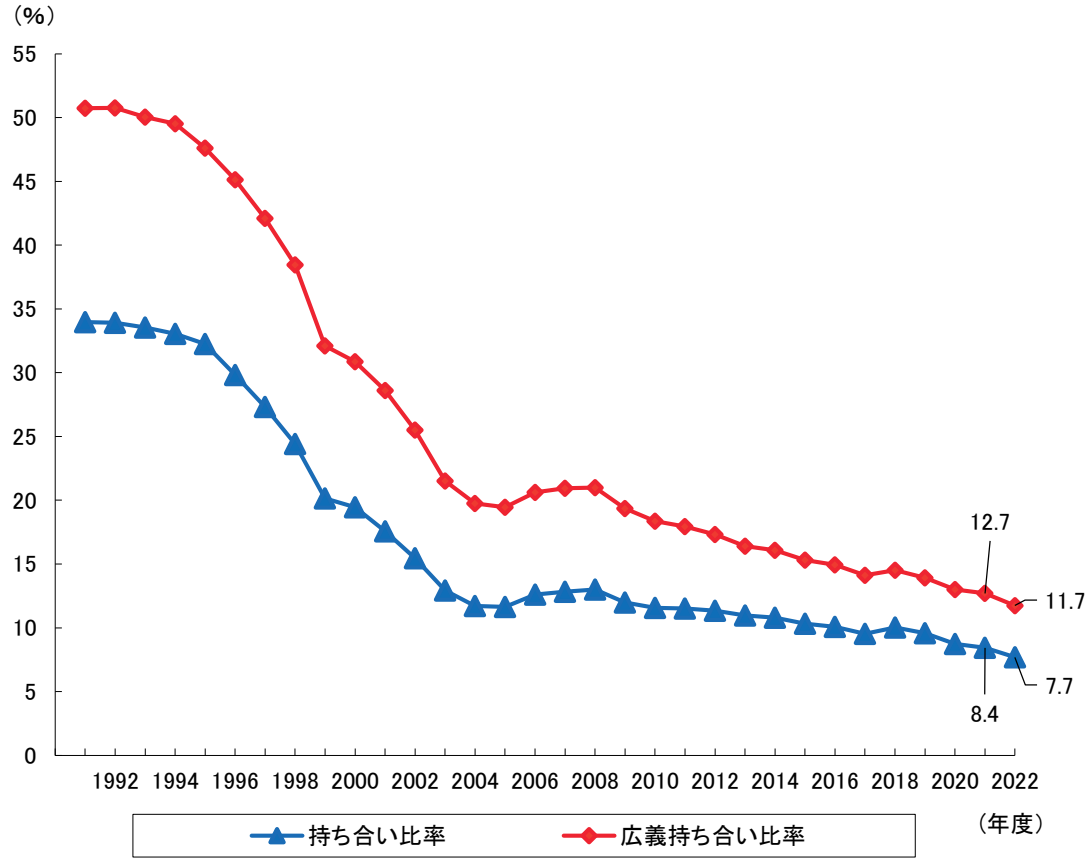
・西山賢吾「株式保有構造の変化が促す『企業と株主・投資家との新しい関係』構築」『野村サステナビリティクォータリー』2022 年秋号。
・西山賢吾「我が国上場企業の株式持ち合い比率（2021 年度）－保有合理性とともに資産効率性が一段と注目されるー」『野村サステナビリティクォータリー』2023 年春号。
・西山賢吾「さらなる削減が進む政策保有株式－『過大な政策株式保有』に対する投資家の厳しい『眼』を反映ー」『野村サステナビリティクォータリー』2023 年夏号。

Ⅰ 低下率が拡大した 2022 年度の「株式持ち合い比率」

１．４年連続で過去最低水準を更新した「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 2022 年度の「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 2021 年度に比べ 0.7 ポイント低下して 7.7%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）は同 1.0 ポイント低下して 11.7%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

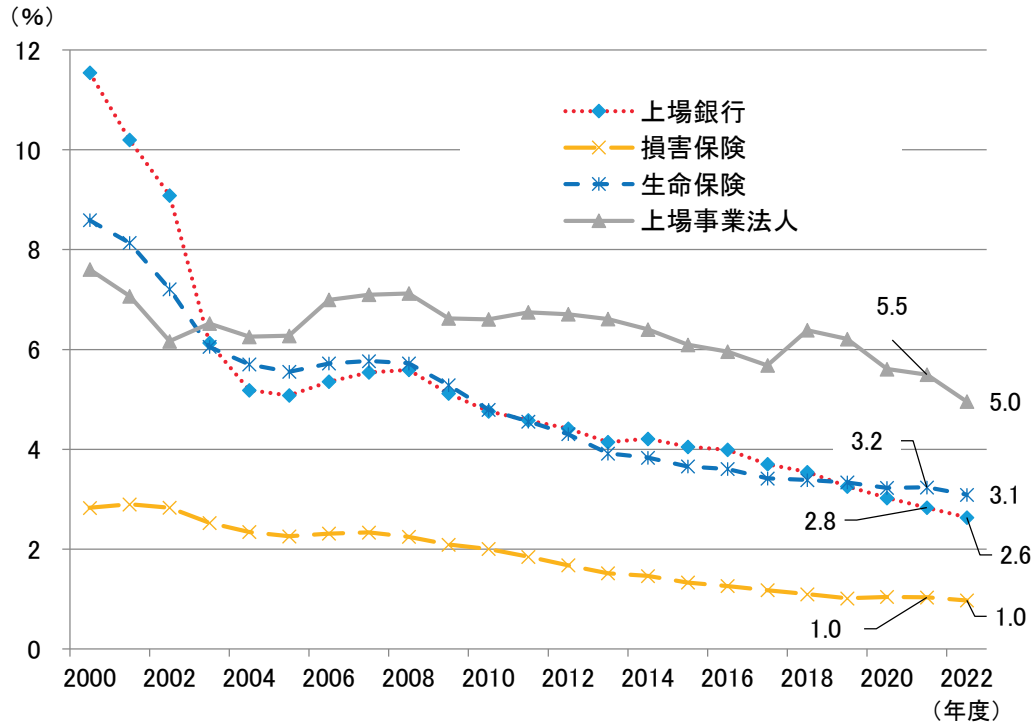
[1] 本稿での「株式持ち合い」は、A 社と B 社が互いに株式を保有する「相互持ち合い」だけではなく、A 社は B 社の株式を保有しているが B 社は A 社の株式を保有していない（あるいはその逆）、いわゆる「片持ち」も対象となっている。よって、本稿での「株式持ち合い」は、純投資目的以外の目的での株式保有、すなわち「政策保有株式」とほぼ同義である。

２．上場事業法人が最大の保有比率低下主体に

図表 2 には「株式持ち合い比率」の内訳である上場事業法人、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を示した。2021 年度に比べ、損害保険会社は横ばい（1.0%→1.0%）であったが、他の保有主体では保有比率が低下した。上場銀行では 0.2 ポイントの低下（2.8%→2.6%）、生命保険会社も 0.1 ポイントの低下となった（3.2%→3.1%）。

2022 年度において特に目を引くのが上場事業法人の保有比率の低下である。2021 年度は 2020 年度に比べ 0.1 ポイントの低下に留まったが（5.6%→5.5%）、2022 年度は 5.0%となり、2021 年度に比べ 0.5 ポイント（5.5%→5.0%）低下するとともに、その低下率は株式持ち合い比率を構成する保有主体の中で最も大きかった。

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

３．政策保有株式に関する議決権行使基準導入のインパクト

図表 2 を見てもわかるように、上場事業法人の保有株式の減少ペースは過去、金融機関と比べると総じて緩やかであった。しかし、2018 年のコーポレートガバナンス・コードの改訂により政策保有株式の縮減に関する方針・考え方の開示を求められるようになったのに加え、ここ 1～2 年で機関投資家の議決権行使基準において、過大な政策保有株式を有する企業に対し、取締役選任議案において会長や社長などの「経営トップ」に反対するという基準を設定する動きが進んだことが、上場事業法人の保有株式の減少ペースを加速させた可能性として考えられる。

保有する政策保有株式を「過大」であるかどうかを判断するために、多くの機関投資家は図表 3 に示すように「政策保有株式の残高が純資産の○%以上」といった数値基準を設けている。

数値基準に関しては、閾値として「純資産の 20%以上」を設定している機関投資家が多い。また、ベースデータとなる政策保有株式に関する情報が掲載されている有価証券報告書を株主総会の前に出す企業が現状少数であるため、その前年度のデータを利用せざるを得ない。そのため、別途削減計画や策への取り組み状況、実際の削減状況などについて言及している場合はそれを考慮するという「例外事項」を設定している機関投資家も見られる。

図表 3　主な機関投資家、議決権行使助言会社の政策保有株式に関する数値基準

機関名	議案に反対する基本的な数値基準	例外事項の記載の有無
アセットマネジメント One	純資産の 20%、または総資産の 50%以上	無
大和アセットマネジメント	純資産の 20%以上	有
東京海上アセットマネジメント	純資産の 20%以上	有
日興アセットマネジメント	純資産の 20%以上	有
ニッセイアセットマネジメント	純資産の 20%以上で、直近 3 年連続自己資本利益率（ROE）が上場企業の中位以下	有
野村アセットマネジメント	金融機関：純資産の 50%超	無
	その他：投下資本（純資産＋有利子負債）の 20%超	
三井住友トラストアセットマネジメント	概ね TOPIX 構成銘柄の上位 10%タイル水準	有
三菱 UFJ 信託銀行	なし	－
りそなアセットマネジメント	純資産の 20%以上で ROE8%未満	有
ISS	純資産の 20%以上	無
グラス・ルイス	純資産の 10%以上	有

（注）　1. 2023 年 6 月株主総会における基準。
2. 例外事項とは、数値基準を超える政策保有株式を有している場合であっても、例えば明確な削減計画や取り組み状況などが株主総会資料等記載されている場合、議決権行使において賛否の判断材料にする情報等のこと。

（出所）各社開示資料より野村資本市場研究所作成

図表 4　経営トップの取締役選任議案賛成率が 80%以下となった主な事例

役職	該当企業所属業種（東証 33 業種）	賛成率（%）	政策保有株式対純資産比率（%）
代表取締役会長	その他製品	65.4	28.5
代表取締役会長	電気機器	66.0	62.8
代表取締役会長	建設業	68.7	43.1
取締役会長	輸送用機器	74.9	30.6
代表取締役会長	建設業	76.0	42.8
代表取締役社長	保険業	77.2	33.2
取締役会長	不動産業	77.4	30.5
代表取締役社長 CEO	サービス業	77.9	21.3

（注）　1. 対象は Russell/Nomura Large Cap インデックス構成企業（300 社）のうち 6 月株主総会実施企業で、対象企業数は 231 社。
2. 政策保有株式は 2022 年 3 月期における「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」と「みなし保有株式」との和。
3. 会長、社長ともに賛成率 80%未満の場合は会長のみ掲載した。
（出所）各社開示資料より野村資本市場研究所作成

実際に、2023 年 6 月開催の株主総会において、政策保有株式を過大に保有する企業に関しては株主からの厳しい目が注がれた。図表 4 は、過大な政策保有株式を有していることを理由に経営トップの取締役選任議案賛成率が 80%以下になったと見られる事例である。中には賛成率が 60%台に留まった事例があるなど、議決権行使基準における政策保有株式に関する数値基準導入のインパクトは総じて大きかったといえるであろう。

４．業種別に見た政策保有株式の状況

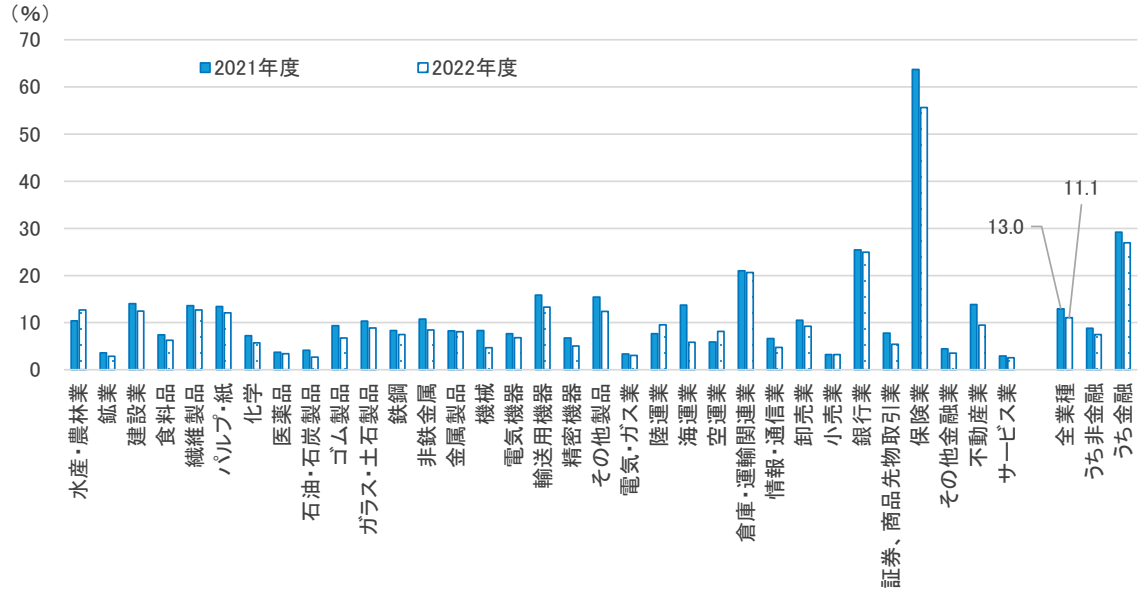
ここで、2021 年度と 2022 年度の保有株式に関するデータを用いて、業種（東証 33 業種）別に見た、保有株式の状況を見る。なお、ここで利用するデータは、大株主データ（東洋経済新報社）や各社の有価証券報告書に記載されている個別企業のデータを積み上げたものを利用している。一方で、機関投資家の多くや議決権行使助言会社の ISS やグラス・ルイスでは、主に有価証券報告書に記載されている「保有目的が純投資目的以外である投資株式」の貸借対照表計上額を参照する。このため、本稿で用いるデータや、カバーする範囲が異なることには留意が必要であり、あくまでも参考として示すものである。

１）政策保有株式の対自己資本比

図表 5 は、政策保有株式の対自己資本比について、2021 年度と 2022 年度を示したものである。

全業種でみると、2021 年度は 13.0%であったが、2022 年度は 11.1%に低下した。そのうち、非金融は 8.8%から 7.5%へ、金融は 29.2%から 26.9%へ低下した。非金融と金融で比較すると、金融の方が総資産対比で自己資本が少ない企業が多いことが、政策保有株式の対自己資本比でみた際に金融の方が非金融と比べて高くなる要因と考

図表 5　業種別に見た政策保有株式の対自己資本比



（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

えられる。実際に、東証 33 業種分類のうち、最も政策保有株式の対自己資本比が高いのは保険業（2021 年度 63.7%、2022 年度 55.6%）、次いで高いのは銀行業（同 25.4%、24.9%）である。一方、非金融で最も高いのは倉庫・運輸関連業（同 21.0%、20.6%）、次いで輸送用機器（同 15.8%、13.3%）であった。

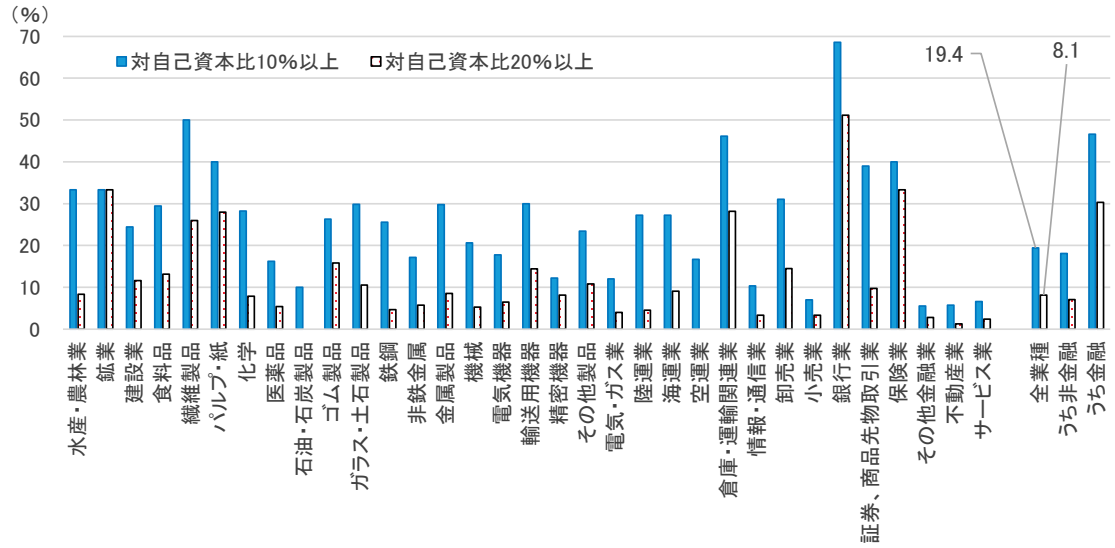
２）どの業種が相対的に機関投資家等の数値基準に該当しているのか

図表 6 は、2022 年度において政策保有株式の対自己資本比が 10%以上、20%以上の企業の割合を業種別に示したものである。

全業種でみると、10%以上保有している企業の割合は全業種で 19.4%、そのうち、非金融は 18.1%、金融は 46.6%であった。業種別にみると、最も該当企業の割合が大きいのは銀行業の 68.6%であった。2 番目に高いのは繊維製品（50.0%）であり、以下、倉庫・運輸関連業（46.2%）、パルプ・紙、保険業（ともに 40.0%）となった。

また、20%以上保有している企業の割合は全業種で 8.1%、そのうち、非金融は 7.1%、金融は 30.3%であった。業種別にみると、最も該当企業の割合が大きいのは銀行業の 51.2%で、保険業と鉱業（33.3%）、倉庫・運輸関連業（28.2%）がこれに続いた。

図表 6　業種別に見た政策保有株式の対自己資本比が 10%、20%以上の企業の割合（2022 年度）



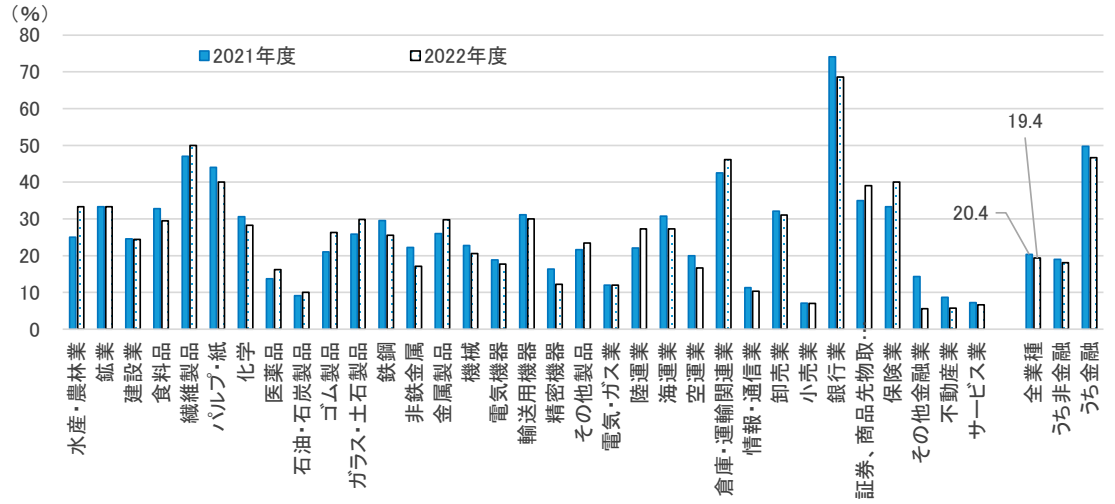
（注）　対象は日本国内の全上場企業。
（出所）大株主データ（東洋経済新報社）、各社有価証券報告書、及び株式分布状況調査（全国 4 証券取引所）より野村資本市場研究所作成

3）業種別に見た政策保有株式対自己資本比が 10%以上の企業の割合

図表 7 は、2021 年度と 2022 年度における政策保有株式の対自己資本比が 10%以上の企業の割合を業種別に示したものである。

全業種でみると、10%以上保有している企業の割合は 2021 年度の 20.4%から 2022 年度は 19.4%と 1 ポイント低下した。そのうち、非金融は 2021 年度の 19.0%から 2022 年度は 18.1%と 0.9 ポイントの低下、金融は 49.7%から 46.6%と 3.1 ポイントの低下となった。

図表 7　業種別に見た政策保有株式の対自己資本比が 10%以上の企業の割合（2021 年度、2022 年度）



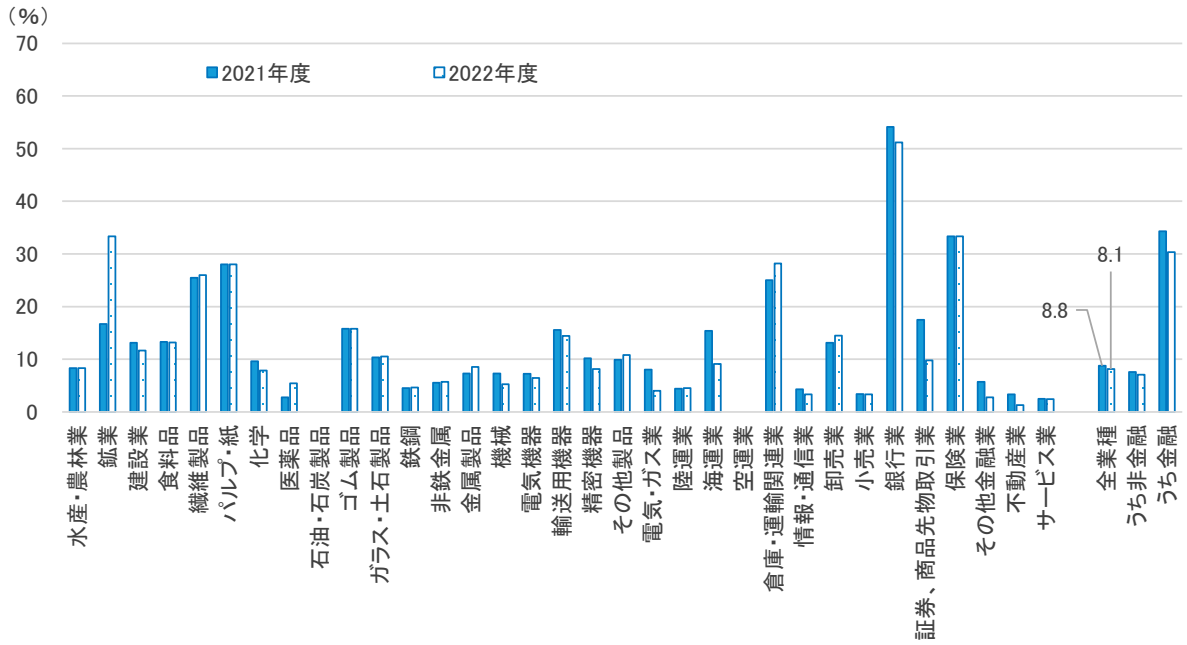
（注）　対象は日本国内の全上場企業。
（出所）大株主データ（東洋経済新報社）、各社有価証券報告書、及び株式分布状況調査（全国 4 証券取引所）より野村資本市場研究所作成

４）業種別に見た政策保有株式対自己資本比が 20%以上の企業の割合

図表 8 は、2021 年度と 2022 年度における業種別に見た政策保有株式の対自己資本比が 20%以上の企業の割合を示したものである。

全業種でみると、20%以上保有している企業の割合は 2021 年度の 8.8%から 2022 年度は 8.1%と 0.7 ポイント低下した。そのうち、非金融は 2021 年度の 7.6%から 2022 年度は 7.1%と 0.5 ポイント低下する一方、金融は 34.3%から 30.3%と 4.0 ポイントの低下となった。

図表 8　業種別に見た政策保有株式の対自己資本比が 20%以上の割合（2021 年度、2022 年度）



（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

Ⅱ　持ち合い解消、政策保有株式圧縮を促す新たな要因にも注目

１．「緩やかな政策保有株式、株式持ち合いの減少」は継続と見る

2022 年度の株式持ち合い比率低下幅は 2021 年度に比べ大きかったが、従来からの見方である「緩やかな持ち合い解消、政策保有株式圧縮の継続」を大きく変える必要はないと考える。株式保有構造上の政策保有（安定）株主の減少に加え、政策保有株主に株式保有の合理性に対する説明責任がこれまで以上に求められてきていることや、政策保有株主であっても、議決権行使等を通じた保有先企業に対するモニタリングが求められるようになるという傾向は今後も変わらないであろう。これに加え、2023 年 6 月株主総会において、実際に政策保有株式を多く持つ企業の経営トップの取締役選任議案が厳しい結果となったこともあり、政策保有株式を相対的に多く保有し、かつ機関投資家などの純投資家の保有比率が高く、かつ時価総額規模も大きな企業を中心に政策保有株式の売却を加速させる可能性も考えられる。

一方、新型コロナウイルス感染拡大による影響が剥落しつつある中、改めて自己資本利益率（ROE）に代表される日本企業の資本効率性の低さ、そしてその改善に対する期待と関心が再度高まる傾向にある。こうした中で、政策保有株式を売却し、設備投資や人的資本に対する投資を増やすことでその改善を図る動きもこれまで以上に進むことも想定される。

２．サステナビリティの観点からも政策保有株式が注目される可能性

2023 年 10 月 19 日付日本経済新聞「スクランブル」欄に興味深い記事が掲載されていた[2]。気候変動に対する開示が進む中、今後温室効果ガス排出量について、サプライチェーンまでその開示対象とする「スコープ 3」までの開示が広がると、政策保有株式など出資先企業の気候変動リスクも浮上する可能性が考えられるという内容である。

確かに、政策保有株式の保有動機は取引先企業との安定的な関係の構築とその維持及び発展であるから、スコープ 3 が対象とするサプライチェーンに含まれると考えることに大きな違和感はないであろう。もし、政策保有先企業に温室効果ガスを多く排出する企業が含まれていれば、当該企業の気候変動リスクは高まり、企業価値に影響する可能性もある。必然的に機関投資家をはじめとした株主、さらにはステークホルダーもこれまで以上に企業の政策保有株式に対する見方が厳しくなることも考えられるであろう。

このような環境関連、サステナビリティの観点からの政策保有株式に対する関心の高まりと、それが持ち合い解消、政策保有株式の圧縮を一段と推進させるかどうかに関しても合わせて注目したい。

---

[2] 「政策保有株に環境リスク―投資先の排出量開示、企業評価揺るがす（スクランブル）」『日本経済新聞』2023 年 10 月 19 日。