

## 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 —

西山 賢吾

### ■ 要 約 ■

1. 野村資本市場研究所で算出した2021年度の「株式持ち合い比率」は前年度比で3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、上場銀行は前年度比で低下、保険会社は横ばいであった。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、機関投資家の中で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見えてきたことが、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。
2. 政策保有株式保有水準の議決権行使基準への反映については、2021年度頃より国内の機関投資家で行なわれるようになったが、2022年度以降も増えて、多数の機関投資家が同基準を採用するようになるであろう。数値基準については、「純資産対比で20%以上の政策保有株式の保有」が多くなると見られるが、純資産比と総資産比の併用や投下資本（純資産と有利子負債との和）比の利用、「保有の削減計画や実際の削減状況の勘案」も見られている。さらに、「保有水準が一定水準を上回り、かつROE（自己資本純利益率）が低迷している場合」という基準を採用する事例もあり、資産効率性への目配りもさらに進むと見込まれる。
3. 企業にとって重要なのは、政策保有株式の保有合理性について定性的な説明だけに留まらず、不断に株式の保有意義や合理性の検証を行うこと、資産効率に影響を与えるような株式保有水準ではないことを定量的に投資家に示し、投資家の理解を求めていくことである。株式持ち合い比率は過去最低水準に達しているものの、機関投資家を中心に引き続き関心の高い株式持ち合い及び政策保有株式は、縮小が継続すると考える。

### 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（2019年度）」『野村サステナビリティクォーターリー』2020年秋号。
- ・ 西山賢吾「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 —」『野村サステナビリティクォーターリー』2022年春号。
- ・ 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ーリー』2022年秋号。

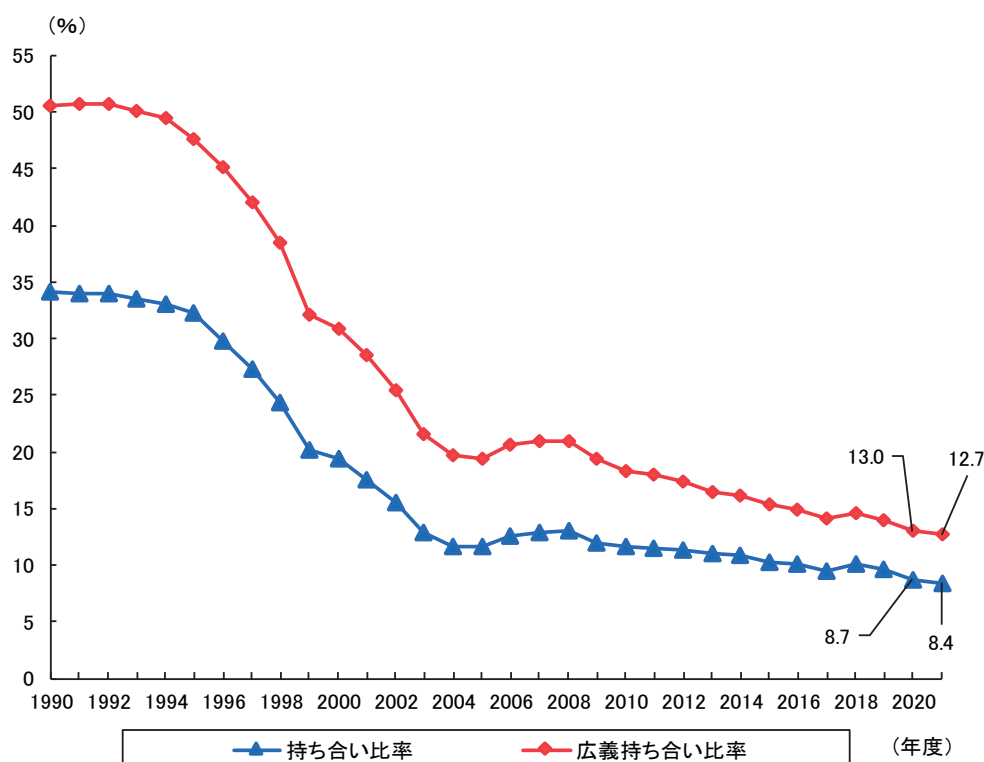
## I 「株式持ち合い比率」の低下が継続

### 1. 3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2021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2020年度に比べ0.3ポイント低下して8.4%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0.3ポイント低下して12.7%となった（図表1）。

「株式持ち合い比率」の低下は2019年度以降3年連続であり、また、1990年度に算出を開始して以降の最低水準を更新した。

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

<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。

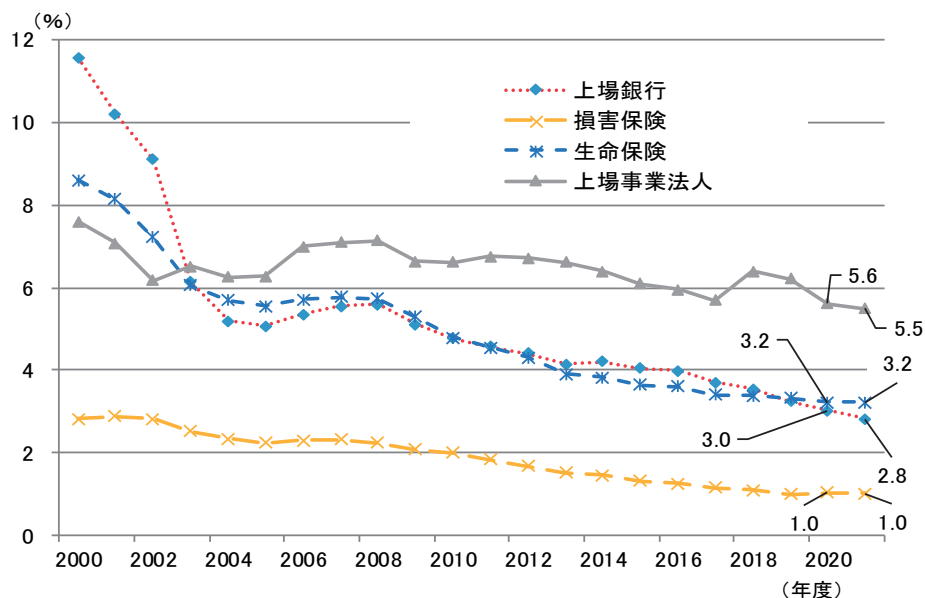
## 2. 議決権行使基準への取り組みが持ち合い解消を促した

図表2は「株式持ち合い比率」の内訳となる、上場事業法人、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。2020年度に比べ、上場銀行が0.2ポイント（3.0%→2.8%）の低下、上場事業法人が0.1ポイント（5.6%→5.5%）の低下となった。一方、生命保険会社（3.2%→3.2%）、損害保険会社（1.0%→1.0%）では横ばいとなった。

2021年度においては、保有合理性の観点から保有株式の見直しが継続したことが、株式持ち合い解消、政策保有株式圧縮につながったと考えられる。ただし、2020年度と比較すると「株式持ち合い比率」の低下幅は縮小している。これは、前年度に多く見られた、東京証券取引所（以下、東証）の市場改革に伴う上場基準における流通株式比率見直しの影響<sup>2</sup>が一巡したことが一因と考えられる。

一方、2021年2月開催の株主総会より議決権行使助言会社のグラス・ルイスが、そして、2022年2月開催の株主総会よりISS（インスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ）が、議決権行使助言方針において、「政策保有株式を過大に保有している場合、社長や会長などの経営トップの取締役選任議案に反対を推奨する」という項目を付加した。これに歩調を合わせる形で、国内の機関投資家においても同様の基準を導入する動きが見られてきた（図表3）。このような動きに対応したことが、2021年度の株式持ち合い解消、政策保有株式の圧縮を促す一因になったと考えられる。

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> 西山賢吾「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—」『野村サステナビリティクォーターリー』2022年春号を参照。

図表3 政策保有株式保有水準を議決権行使基準に導入した事例（2022年6月開催株主総会以前）

|   |
|---|
| 2021年2月より、前年度の有価証券報告書で開示された「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、原則、取締役会議長に反対助言。ただし、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であっても、明確な縮減目標値と期日を含む縮減計画が開示されている場合には、反対を控える。（グラス・ルイス） |
| 政策保有株式の過度な保有が認められる場合（政策保有株式の保有額が純資産の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。（ISS）  |
| 2021年11月より、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）の再任に反対。（大和アセットマネジメント）  |
| 2022年1月より政策保有株式を純資産の20%程度以上保有している場合には各候補者の選任議案に原則反対。（三井住友DSアセットマネジメント）  |
| 2022年4月より、資本効率や経営規律の面から、一定以上の政策保有株式を過剰保有している（純資産比率で50%以上、または総資産比率20%以上）の場合、代表取締役に原則反対。（アセットマネジメントOne）   |
| 2022年4月より政策保有株式の保有額が純資産の20%以上の場合、代表取締役の再任（指名委員会等設置会社においては指名委員である取締役の再任、該当者の再任議案がない場合は取締役の再任）に反対。（朝日ライフアセットマネジメント）   |

（出所） 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

### 3. Russell/Nomura Large Cap 構成企業の政策保有株式の状況

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、参考として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、2022年3月期の有価証券報告書をもとに集計した。

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、非金融（事業法人：205社）の政策保有株式の保有金額は1.07兆円、金融（24社）では0.81兆円の純減となっている。ただし、内訳をみると非金融では0.52兆円、金融では0.28兆円保有が増えている。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、取引関係と株式保有を結びつける動きが見られる。また、相手先企業が創設した、取引先持ち株会への出資による株式保有金額の増加は比較的多くの企業で見られた。

一方、「株式持ち合い比率」では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、金融では保有金額が純減となっているのに対し、非金融では少額（0.12兆円）ながらも純増となっている。増加した理由では、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見られる（図表4）。

<sup>3</sup> ただし、この集計では「株式持ち合い比率」から除外されている日本以外の株式市場上場分も含まれている。

図表 4 3月が本決算である Russell/Nomura Large Cap 構成企業の政策保有状況 (2021 年度)

単位:兆円

|      | 非金融(205社) | 金融(24社) | 全業種(229社) |
|------|-----------|---------|-----------|
| 上場   |           |         |           |
| 保有金額 | 22.46     | 18.87   | 41.32     |
| 保有増  | 0.52      | 0.28    | 0.81      |
| 保有減  | 1.60      | 1.09    | 2.69      |
| 保有増減 | -1.07     | -0.81   | -1.88     |
| 非上場  |           |         |           |
| 保有金額 | 1.84      | 1.03    | 2.87      |
| 保有増  | 0.28      | 0.11    | 0.39      |
| 保有減  | 0.16      | 0.41    | 0.58      |
| 保有増減 | 0.12      | -0.30   | -0.18     |

(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 「保有合理性」と「資産効率性」への注目がさらに高まる

### 1. さらに広がる議決権行使における政策保有株式基準

図表 1、2 で示したように、株式持ち合い比率は低下が続いて過去最低水準に達しているものの、2022 年度以降も低下傾向の継続が見込まれる。機関投資家を中心に株式持ち合い、政策保有株式への関心は引き続き高い中で、I の 2 で述べた、政策保有株式の保有水準を議決権行使基準に取り込む機関投資家の増加が見込まれることがその主な理由である。

図表 5 は、2023 年（一部は 2022 年 11 月）開催の株主総会より、政策保有株式の保有水準を議決権行使基準に取り込む機関投資家の一部である。今後同様の基準の導入を公表する機関投資家の数は増加し、多数を占めるようになるであろう。

同基準は、基本的に「保有する政策保有株式の量が一定の水準を上回る場合、取締役選任（主に再任）議案に反対する」という「数値基準」を設けるもので、反対の対象となるのは主に会長や社長などの経営トップである。また、「一定の水準」とは、ISS が採用している、「純資産対比で 20%以上」が多くなると見られる。しかし、金融など自己資本の額が構造的に小さい業種があることなどを考慮し、金融業と非金融業で異なる水準の採用、純資産比と総資産比の併用、投下資本（純資産と有利子負債との和）比の利用、保有が一定の水準を超えていても、「保有の削減計画や実際の削減状況を勘案する」といった「緩和」基準なども見られている。

さらに、グラス・ルイスは 2023 年 2 月開催の株主総会より、政策保有株式に関する基準を一部改定し、従来の基準に加え、「保有水準が一定水準を上回り、かつ ROE（自己資本純利益率）が低迷している場合」に、企業の経営トップの取締役選任議案に反対推奨

図表 5 政策保有株式保有水準を議決権行使基準に導入する事例（2022年11月開催株主総会以降）

|  |
|--|
| 2023年1月より政策保有株式の保有額が連結純資産の20%以上ある企業で一定以上の資本効率（ROE8%以上）がない場合、政策保有株式の縮減に関する方針について合理的かつ納得性ある説明と実績がなければ、代表取締役の選任に反対。（りそなアセットマネジメント）  |
| 2022年11月より政策保有株式が金融機関については純資産の50%、その他の会社については投下資本（純資産と有利子負債の和）の20%を上回る場合、会長・社長等の取締役再任に反対。（野村アセットマネジメント）  |
| 2022年11月より政策保有株式（みなし保有株式を含む）の保有額が純資産の20%以上保有している企業で、政策保有株式の縮減に向けた取り組みが十分に行われていると判断できない企業の代表取締役（または代表執行役）である取締役再任候補者に反対。ただし、純資産で20%未満であっても、縮減の取り組み等で特に問題がある判断する場合には反対することがある。（大和アセットマネジメント） |
| 2023年2月より、反対を控える基準に「保有比率が対連結純資産の10%以上20%未満の場合には、当該企業の過去5年間のROEの平均値が5%以上である場合」を付加する。（グラス・ルイス）   |

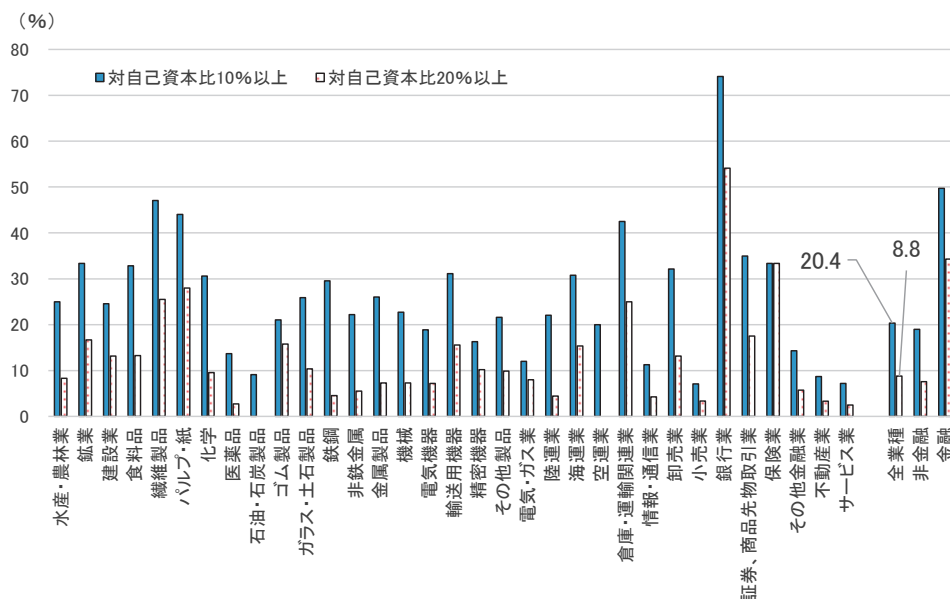
（出所） 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

することとした。また、りそなアセットマネジメントでは、2023年1月より、「政策保有株式の保有額が連結純資産の20%以上ある企業で一定以上の資本効率（ROE8%以上）がない場合、政策保有株式の縮減に関する方針について合理的かつ納得性ある説明と実績がなければ、代表取締役の選任に反対」する方針を新設する。このように、政策保有株式の保有に関しては、機関投資家ではその保有合理性とともに、保有資産の効率性に対しても従来に増して目配りが進むであろう。

図表6は、2021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である。ただし、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ため、あくまでも参考として示すものである。

結果を見ると、自己資本の10%以上の企業の割合は全業種で20.4%、20%以上の企業の割合が8.8%である。業種別に見た際に、他の業種に比べ相対的に該当する企業の割合が高い業種は、自己資本の10%以上の場合は、銀行業（74.1%）、繊維製品（47.1%）、パルプ・紙業（44.0%）であった。また、自己資本の20%以上の場合は、銀行業（54.1%）、保険業（33.3%）、パルプ・紙業（28.0%）であった。

図表 6 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. 企業は「保有合理性」、「資産効率性」の観点からの政策保有株式の説明を

政策保有株式の保有水準を議決権行使基準に取り入れることについては、有価証券報告書を株主総会前に開示する企業の数が非常に少なく、議決権行使の際には最新の政策保有株式に関する情報が得られないなどの制約があるため、限定的なものに留まり、政策保有株式は企業と投資家との間での重要なエンゲージメントテーマとして扱われるとこれまででは考えていた。

しかし、議決権行使助言会社や機関投資家では、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、2023 年 6 月開催の株主総会では 2022 年 3 月期) の数値を使用するという、いわば「妥協した」形でこうした基準を採用する方向が進んだため、政策保有株式のデータ開示を巡る環境は大きく変わらなくても、今後同様の基準を議決権行使基準に採用する機関投資家は、前述のように増えると考えられる。

もともと、企業側でも、投資家側でも様々な考え方があるため、政策保有株式は重要なエンゲージメントテーマであるという点は、政策保有株式の保有水準という数値基準を採用する機関投資家が増えたとしても変わらないと考えられる。政策保有株式を持つ企業にとって、想定される機関投資家の動きに対応する上で重要なことは、政策保有株式の保有合理性について定性的な説明だけに留まらず、不断に株式の保有意義や合理性の検証を行うことである。すなわち、資産効率に影響を与えるような株式保有水準ではないことを定量的に投資家に示し、投資家の理解を求めていくことと考える。