

さらなる削減が進む政策保有株式

ー「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

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 野村資本市場研究所が計算した、投資収益の獲得を株式保有の主目的とする純投資家の株式保有比率は、2021年度の68.0%から2022年度68.7%に上昇する一方、取引関係等の構築を主目的とする政策保有投資家の保有比率は32.0%から31.3%に低下した。3月が本決算期であるRussell/Nomura Large Cap構成企業の政策保有株式純減幅も2021年度に比べ2022年度は拡大しており、株式持ち合い解消、政策保有株式の削減は一段と進行した。
2. 議決権行使助言会社や国内外機関投資家において、政策保有株式の保有量が「過大」なものであるかを判断する「数値基準」、すなわち「閾値」を設け、該当する企業の経営トップの取締役選任議案に反対する動きが進み、賛成率が60%台や70%台となった事例が見られた。投資家の厳しい「眼」も政策保有株式の削減につながっている。
3. 株式持ち合い解消の進行と、コーポレートガバナンス改革が日本の成長戦略の中心に据えられたことにより、日本の上場企業の株主構成が変化するとともに、企業経営陣に対し「健全なリスクテイク」を促すことが投資家・株主の重要な役割となった。こうした中、企業側では、ディスクロージャー（情報開示）とアカウンタビリティ（説明責任）を重視しつつ、投資家・株主とのコミュニケーション、相互理解を深めていくことが肝要である。
4. 現下の政策保有株式を巡る状況を考えると、投資家の政策保有株式に対する見方はさらに厳しくなっている。望ましい政策保有株式の水準に関する統一的な見解はないものの、少なくとも政策保有株式の保有合理性を不断に検証し、保有合理性が薄れて説明がつかなくなった企業の株式は確実に削減の対象になるであろう。このため、政策保有株式の削減は今後も続くと考えられる。

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ーリー』2022年秋号。
- ・西山賢吾「2023年6月株主総会の注目点ー『資本効率性向上』への関心回帰とガバナンス改革の実質化ー」『野村サステナビリティクォーターリー』2023年春号。

I 政策保有株式の削減が一段と進行

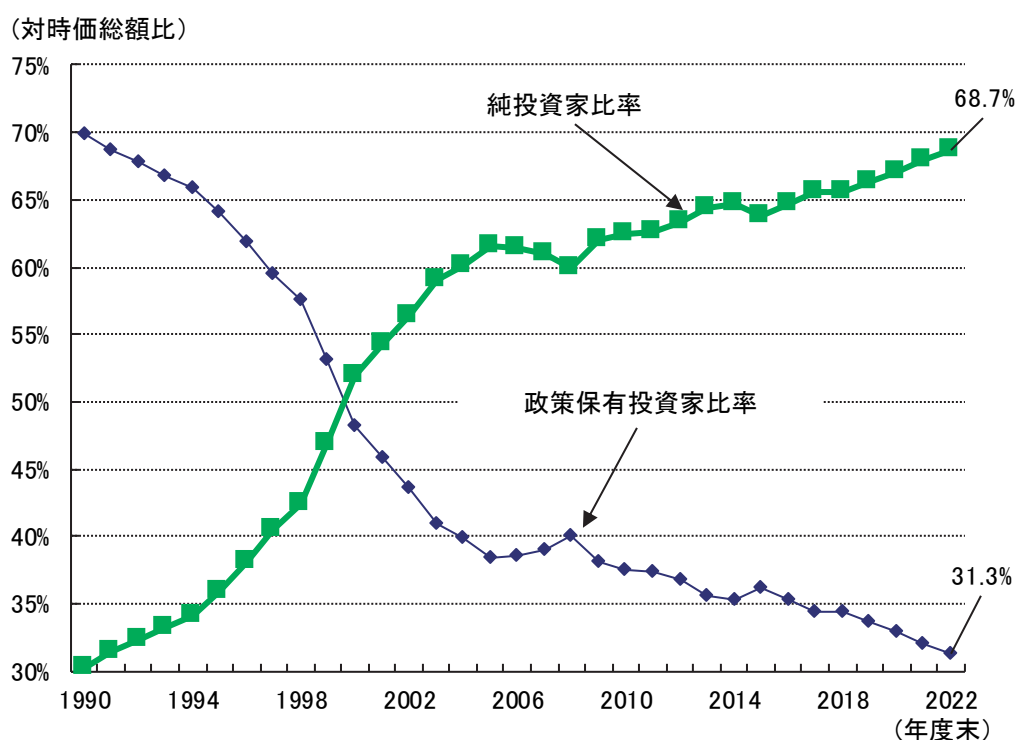
1. 2022 年度末の政策保有投資家比率は 31.3%に低下

日本の株式保有構造の変化を調査するために、野村資本市場研究所では、純投資家比率と政策保有投資家比率を毎年計算している（図表 1）。

純投資家の株式保有目的は、主にキャピタルゲインやインカムゲインといった投資収益の獲得である。その一方で、政策保有投資家は、安定した取引関係の構築や発展を株式保有の主な目的としており、「安定株主」とも呼ばれる。

ここでは、東京、名古屋、札幌、福岡の全国 4 証券取引所が毎年公表している「株式分布状況調査」と各社の有価証券報告書をもとに、投資部門（保有主体）の特性から、外国法人等、個人・その他、信託銀行（有価証券報告書より政策保有分と考えられるものを除

図表 1 「純投資家比率」と「政策保有投資家比率」の推移



- (注)
1. 対象は全市場上場銘柄、2008 年度まではジャスダックを除く全市場上場銘柄。
 2. 政策保有投資家：政府・地方公共団体、事業法人、金融機関（信託銀行のうち推定信託業務分を除く）、保有比率 10%以上の個人投資家。
 3. 純投資家：信託銀行のうち推定信託業務分（投資信託、年金信託など）、個人投資家（保有比率 10%以上のものを除く）、外国人投資家。
 4. 推定信託業務分：信託銀行保有分（株式分布状況調査ベース）から主要信託銀行（三菱UFJ 信託銀行、三井住友信託銀行、みずほ信託銀行）の保有株式（有価証券報告書記載の「その他有価証券（時価）」）を除いたもの。

(出所) 全国証券取引所「株式分布状況調査」、及び有価証券報告書などより野村資本市場研究所作成

く)を「純投資家」、それ以外〔都銀・地銀等、保険会社、事業法人等〕などを「政策保有投資家」として、それぞれの保有金額の時価総額に対する比率を求めている¹。

2022年度の純投資家比率は2021年度の68.0%から68.7%へ上昇する一方、政策保有投資家比率は32.0%から31.3%に低下した。

2. Russell/Nomura Large Cap 構成企業の政策保有株式純減幅は拡大

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月が本決算期である Russell/Nomura Large Cap 構成企業 231 社の 2023 年 3 月期有価証券報告書の「株式の保有状況」欄に記載されている「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を集計した(図表 2)。

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:207社)の政策保有株式については、非金融では1.27兆円、金融(24社)では1.03兆円、合わせて2.29兆円の純減となっている(四捨五入の関係で数字が一致していない)。また、2021年度、2022年度とも Russell/Nomura Large Cap に採用されている213社(非金融191社、金融22社)ベースでは、2021年度は1.88兆円の純減(非金融1.05兆円、金融0.83兆円)、2022年度は2.25兆円の純減(非金融1.25兆円、金融1.00兆円)となっており、2022年度の政策保有株式の純減額が2021年度を上回った。

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(2022年度)

単位:兆円

	非金融(207社)	金融(24社)	全業種(231社)
上場			
保有金額	17.93	18.85	36.78
保有増	0.11	0.30	0.41
保有減	1.38	1.32	2.70
保有増減	-1.27	-1.03	-2.29
非上場			
保有金額	1.83	0.91	2.74
保有増	0.17	0.15	0.32
保有減	0.11	0.28	0.39
保有増減	0.06	-0.13	-0.07

(出所) 各社有価証券報告書より野村資本市場研究所作成

¹ 各社の有価証券報告書に記載されている「大株主の状況」より、「主要株主」とされる保有比率10%以上であり、かつ株主名などより個人保有分と判断されるものは政策保有投資家に分類し、残りを純投資家保有として扱っている。なお、主要株主の定義は、「発行済み株式のうち議決権のある株式の10%以上保有する株主」である(金融商品取引法第163条第1項)。

ただ、内訳をみると、非金融では0.11兆円、金融では0.30兆円保有金額が増えている。保有増の理由として取引関係の維持発展や事業提携を挙げているものがあり、取引関係と株式保有を結びつける動きが一定数存在していることが分かる。また、相手先企業が組織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ていた。なお、保有減の要因として、株式の保有目的を「純投資目的以外の目的」から「純投資目的」に変更した事例も少数であるが見られた。

また、上場企業に比べ金額の小さい非上場企業株式の保有状況を見ると、金融では0.13兆円の純減であったのに対し、非金融では0.06兆円の純増となった。増加した理由としては、新規事業や研究開発の推進を企図した非上場企業との提携や、スタートアップ企業やベンチャー企業への投資と見られるものがあつた。

3. 政策保有株式保有量の議決権行使基準への取り込みも影響

ISS やグラス・ルイスといった議決権行使助言会社や機関投資家の議決権行使基準において、政策保有株式の保有量が「過大」であるかを判断するための「数値基準」、すなわち「閾値」を設け、該当する企業の会長や社長など「経営トップ」の取締役選任議案に反対する動きが進んだことも、企業が政策保有株式の削減を進める誘因になっていると考えられ、投資家の政策保有株式に対する厳しい「眼」が保有の削減につながっている。

実際に、2023年6月開催の株主総会において、経営トップの取締役選任議案の賛成率が60%台や70%台になっている事例があるが、その中には上記の「閾値」を超過し政策保有株式を過大に保有していると判断されたためと見られる事例もあつた。

参考までに、グラス・ルイスによれば、2023年2月から同年6月までに開催された株主総会において、政策保有株式を過大に保有していることを理由に経営トップの取締役選任議案に反対を助言したのは、同社が助言対象とする企業の13.0%に上ったとのことである。なお、2022年（2022年2月～2023年1月）は9.6%であつた。

II 政策保有投資家比率低下が促す企業と投資家との関係変化

1. 持ち合い解消とコーポレートガバナンス改革が変えた株主の投資先企業経営への関心

株式持ち合い解消の進行により、図表1が示す通り、政策保有投資家比率はほぼ一貫して低下を続け、日本の上場企業の株主構成は政策保有投資家主体から純投資家主体に変化した。そして、政策保有投資家比率は2020年度に32.9%と、株主総会における特別決議の議案を否決させることができるため「拒否権」と呼ばれる水準である3分の1を下回り、2021年度以降も低下を続けている。ここで取り上げているのは時価総額ベースであり、議決権ベースとは厳密に言えば異なるものの、日本の上場企業の平均的な姿として政策保

有株主の保有比率が事実上の拒否権の水準を下回ったことは大きな変化と言えよう。

さらに、コーポレートガバナンス改革が日本の成長戦略の中心に据えられ、機関投資家の行動規範である日本版スチュワードシップ・コード（2014 年）と企業（取締役会）の行動規範であるコーポレートガバナンス・コード（2015 年）の制定以降、投資家（株主）による保有企業の経営に対する関心が高まってきた点も重要な変化として注目される。

従前、投資収益を重視する純投資家は、投資先企業に不満があれば基本的に株式を売却すれば良いため、当該企業の経営に対し意見を表明するなどの行動を起こすことはほとんどなかった。また、政策保有投資家は企業間の安定した関係を重視するので、関係に大きな支障が出ない限りは保有先企業の経営方針に賛同するため、結果としてどちらの投資家も投資先企業の「経営」に対する関心は高くなかった。

しかし、2 つのコードの制定により、純投資家は長期視点の機関投資家を中心に、企業との対話や議決権行使を通じて企業経営にも意見を表明するようになり、状況によっては（保有を継続しながら）改善等を促すようになってきた。また、政策保有投資家も、コーポレートガバナンス・コードで「株式保有の合理性」が問われ、保有株式の縮減と、保有するのであれば政策保有株式の議決権行使基準の策定・開示、基準に沿った対応などを通じた保有先企業のモニタリングが求められるようになり、保有先企業の企業経営に対し無批判、機械的に賛同することは難しくなった。

このような株式保有構造の変化と、投資家・株主の保有先企業の経営に対する関心が高まる中で、純投資目的の株主の期待や要望といった「声」が、議決権行使やエンゲージメントなどにより、年を追うごとに企業へ届きやすくなってきている。

2. 会社側議案の「潜在反対割合」は否決レベルに達する

ここで、株主総会で会社側議案に対し投じられる可能性のある「潜在反対割合」を試算してみる。まず、政策保有投資家の議決権行使割合は 100%で、会社側議案に反対することはない（推定潜在反対比率 0%）と考える。そして、純投資家を構成する各保有主体については、まず、国内機関投資家に該当する金融機関（信託業務分）の議決権行使割合は 90%、会社側議案に対する反対可能性（推定潜在反対比率）は 90~95%、外国人については同様に 85%、85~90%とした。現在国内外の機関投資家はほぼ全て議決権行使をすると見られるものの、一部には議決権行使をあまり重視しない投資家が存在したり、海外でも地域によっては議決権行使に積極的ではない投資家も存在すると考えられるため、議決権行使率や潜在反対比率をやや保守的に置いた。

一方個人投資家（主要株主に相当する保有比率 10%以上の分を除く）については、野村證券が個人投資家を対象に実施しているアンケート調査『ノムラ個人投資家サーベイ』で実施した個人投資家の議決権行使動向の調査結果をもとに、「株主総会で保有する全企業で議決権を行使した」との回答割合の 5 年（2018 年調査~2022 年調査）単純平均値である 46.2%を推定議決権行使比率、同じく『ノムラ個人投資家サーベイ』において、

図表 3 株主総会での会社側議案に対する「潜在反対割合」の推計

	保有比率 (2022年度末 ^a)	推定議決権 行使比率 (b)	各保有主体の推定潜在反対 割合(c)		議案への推定潜在反対割合 (d)=[(a)×(b)×(c)]/(b)	
			低	高	低	高
政策保有	31.3%	31.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
純投資	68.7%	53.3%	42.4%	44.7%	50.1%	52.8%
金融機関(信託業務分)	22.6%	90.0%	90.0%	95.0%	21.6%	22.8%
外国人	30.1%	85.0%	85.0%	90.0%	25.7%	27.2%
個人株主(除く保有比率 10%以上)	16.0%	46.2%	30.9%	30.9%	2.7%	2.7%
計	100%	84.6%	42.4%	44.7%	50.1%	52.8%

(出所) 株式分布調査報告(全国証券取引所)、各社有価証券報告書、及び「ノムラ個人投資家サーベイ」(野村証券)等より野村資本市場研究所作成

100%から「全議案に賛成をした」との回答割合を差し引いたものを潜在反対割合とし、5年(2018年調査～2022年調査)単純平均値である30.9%を用いた。

このようにして求めた会社側議案に対する推定潜在反対割合は50.1～52.8%となり、普通決議が否決される過半を超えている(図表3)。さらに、昨今の議決権行使を取り巻く環境から考えて国内外の機関投資家の潜在反対割合を幾分保守的に置いたことや、政策保有投資家については議決権を行使して全ての議案に賛成をするものと仮定しているものの、前に述べたように、コーポレートガバナンス・コードの制定で、政策保有株式の議決権行使基準の策定、開示、及びその基準に沿った対応が求められ、場合によっては会社側議案に反対することも想定されると考えられる。以上を考慮すると、現在は株主総会において会社側議案が否決されることに特に驚きはない状況といえるであろう。

3. 「緊張感のある相互信頼関係」の構築

このような状況下で企業経営を適切かつ円滑に行い、企業価値を持続的に高めていくためには、投資家・株主との「緊張感のある相互信頼関係」の構築が鍵となる。今や投資家・株主は保有先企業の経営状況に関心を持ち、意見表明や要請等を企業側に行いつつ企業価値向上に向けた企業(経営陣)の「健全なリスクテイク」を促していくことが重要な役割となった。このように投資家・株主の役割が変化する中、企業はディスクロージャー(情報開示)とアカウンタビリティ(説明責任)を重視し、建設的な対話(エンゲージメント)を通じて企業と投資家・株主間のコミュニケーション、相互理解を深めていくことが大切である。

4. 政策保有株式の削減は続く

ここまで述べてきた政策保有株式を巡る環境から考えると、基本的には、今後の政策保有株式の削減が継続するであろう。特に、国内外の機関投資家の多くで政策保有株式に関する議決権行使基準を設定し、保有が過大と判断された企業の経営トップの取締役選任議

案に反対することで、賛成率が大きく低下する事例が見られるようになってきたことが政策保有株式を多額に保有する企業に与える影響は大きいであろう。こうした変化により、企業は政策保有株式の合理性の検証を不断に行い、保有合理性の薄れたものを売却することがこれまで以上に促されることが考えられる。

一方で、政策保有株式の「望ましい水準」に関しては、投資家・株主の間でも統一した意見はない。「政策保有株式を持つ必要はない」、つまりゼロまで圧縮すべきという意見もあれば、企業が株式の保有合理性の検証や投資先企業へのモニタリングをしっかりと行って投資家・株主に説明し、それを通じて投資家・株主が企業の政策保有株式について常に目を光らせることができる体制を構築することが重要であって、必ずしも「保有削減ありきではない」との意見も存在する。

ただ、いずれにせよ、保有合理性が薄れて説明がつかなくなった企業の株式は保有削減の対象になることは確実である。このため、保有株式削減の動きはこれからも続き、純投資家比率の上昇と政策保有投資家比率の低下につながると考えられる。