

コーポレートガバナンス改革「来し方行く末」 ー改革に不可欠な「緊張感を孕んだ相互信頼関係」ー

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 日本における過去 20 年のコーポレートガバナンス議論のテーマは、「会社はだれのもの」論が盛んであった 2005～2008 年頃、コンプライアンスが強く意識された 2009～2012 年頃、成長戦略の中の重要施策とされた 2013～2018 年頃、そしてサステナビリティ（持続可能性）への関心が広がった 2019 年～現在と変遷してきた。
2. 第二次安倍政権下で成長戦略の柱としてコーポレートガバナンス改革を取り上げてから 10 年が経過した。この間、一定の成果は見られるものの、国際的に見た ROE（自己資本利益率）は依然として低いことや、企業の保有現預金の積み上がりなどの課題が残る。企業の収益性や資本効率性を高め、経済システムに良い「お金の流れ」を作るというコーポレートガバナンス改革の目的達成に向け、さらに歩みを進めることが期待される。
3. コーポレートガバナンス改革が進んだことで、株式保有を巡る 2 つの変化が生じた。一つは、株式保有構造が取引関係の維持、発展を主な保有動機とした政策保有主体から、インカムゲインやキャピタルゲインの獲得を主な保有動機とする純投資家主体へ変化したことである。
4. もう一つは、保有先企業の経営に関心を持ち、経営陣による企業価値向上への健全なリスクテイクを後押しすることが株主・投資家の重要な役割と期待されるようになったことである。これらの変化により、改革を一段と進める上では、企業と株主・投資家間で「緊張感を孕んだ相互信頼関係」を基礎とした新しい関係の構築が不可欠といえるであろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・西山賢吾「削減ペースが加速した政策保有株式ー政策保有にも求められる『緊張感を孕んだ相互信頼関係』構築ー」『野村サステナビリティクォーターリー』2024 年夏号。
- ・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 はじめに

第二次安倍政権下の 2013 年に策定された「日本再興戦略」において、コーポレートガバナンス（企業統治）改革が成長戦略の重要な施策として取り上げられてから 10 年が経過した。日本企業が「稼ぐ力」を取り戻すこと、そして、それを日本経済の持続的な成長に結び付けていくことを目的とした各種施策により、日本企業や株式市場の「変化」を示す「成果」も見られるようになってきた。一方で、本来の目的を達成するための「課題」もまだ残されている。

本稿では、日本のコーポレートガバナンス議論の変遷と、現時点におけるコーポレートガバナンスの「成果」と「課題」を整理した上で、コーポレートガバナンス改革が今後さらに実効性を高め、本来の目的を達成するために重要と考えられる「企業と株主・投資家との新しい関係構築」について言及する。

II 日本におけるコーポレートガバナンス議論の変遷

日本ではコーポレートガバナンス改革が第二次安倍政権において成長戦略の柱として取り上げられた。近年ではコーポレートガバナンスだけではなく、環境や社会に関する諸課題、さらにはサステナビリティ（持続可能性）にも関心が広がっている。過去を振り返ると、ここ 20 年ほどの間に日本においてコーポレートガバナンスに関する議論が高まりを見せた時期が 4 回あり、各回ともその焦点は異なっている（図表 1）。

図表 1 日本における過去 20 年のコーポレートガバナンス議論の変遷

○第1期: 2005～2008年頃→「株主アクティビズム」、「会社はだれのもの」論

- ・企業年金連合会による「ROE8%基準」の採用
- ・ファンド代表者などが証取法違反で逮捕、「株主が短期的、かつ、自分たちのことだけを考えて企業に「もの言い」をしている」→株式持ち合いの「復活」、買収防衛策の導入

○第2期: 2009～2012年頃→「企業不祥事」、「コンプライアンス」

- ・東証1部上場企業で経営トップの関連した企業不祥事→日本企業は「ローリスク」という見方に揺らぎ→コンプライアンスの観点から社外取締役の設置等が議論

○第3期: 2013～2018年頃→「成長戦略の中の重要施策」

- ・「日本再興戦略」でコーポレートガバナンス関連の施策が成長戦略の重要施策に
- 「新鮮」さが国内外で注目を集める

○第4期: 2019年～現在→「G」中心から「E」、「S」、「サステナビリティ」への関心

- ・「社会的価値の追求」への強い意識

（出所）野村資本市場研究所作成

1. 第1期：株主アクティビズムとコーポレートガバナンスの時代 (2005～2008年頃)

1990年代以降株式持ち合いの解消が進み、株式保有構造は持ち合いを中心とした政策保有（安定株主）主体から、機関投資家や外国人などの純投資家主体へとシフトした時代であった。2007年2月に企業年金連合会がいわゆる「ROE（自己資本利益率）8%基準」を制定した。これは、「過去3期連続してROEが8%を下回る企業については、その原因や対応策を含め、事業計画や資本政策等について納得のいく説明あるいは取り組みが認められない場合、取締役の再任議案には、肯定的な判断はできない」とするもので、投資家にとってROEが重要であることを改めて示すものとなった。

その一方で、「企業は株主だけではなく様々なステークホルダーへも配慮する必要があることから、ROEだけが重視されるべきではない」、「ROEは業種により差があるにもかかわらず、8%という一つの数字で判断することには問題がある」などの意見も当時聞かれた。そしてこの時期に、いわゆる投資ファンドからの自社株買いの提案や、敵対的企業買収¹提案も見られるようになる中、日本企業のコーポレートガバナンスは、主に「企業は誰のものか」との観点から盛んに議論された。

しかし、このようなコーポレートガバナンスに関する議論の高まりは、投資ファンドの代表者が証券取引法（当時、現・金融商品取引法）違反容疑で逮捕された（2006年）ことも契機となり、「企業は株主のものであるという、いわゆる株主主権の考え方は行き過ぎである」、さらには、「企業に『ものを言う』ファンドはただ自分たちの利害だけを考え、企業からキャッシュ（現金）などを引き出そうとしている」、との見方が優勢となった。そこで、従業員、取引先等のステークホルダーをも重視するというを理由として、事前警告型買収防衛策を導入したり、一部企業間では安定株主を確保することを目的に株式持ち合いの「復活」が見られたりした。一方、株主総会においては、ファンドが提出した増配、自社株買い等の株主提案は全て否決された。

こうした一連の動きは、コーポレートガバナンス改革が進んで純投資家（少数株主）を中心とした株主の考えが企業に反映されやすくなり、日本の企業や日本の株式市場の魅力が高まることを期待した投資家から見れば、期待とは逆行しているように映った。これに加え、リーマンショックに端を発する世界金融危機が2007年頃に発生したこともあり、外国人を中心に日本の株式市場に対する関心が薄れる、いわゆる「ジャパン・パッシング」が話題に上った。

¹ 現在では「同意なき買収」という。

2. 第2期：企業不祥事、コンプライアンスとコーポレートガバナンスの時代（2010～2012年頃）

2010年11月には、企業年金連合会の「ROE8%基準」が撤回されたり、2011年6月には、当時議論されていたIFRS（国際会計基準）の日本企業への強制適用が無期延期されたりした。これらはグローバルに見て日本企業や日本の株式市場への投資意欲を減退させる要因となった。

こうした中で、2011年には上場企業の役員の行為に問題が指摘される事象が相次いで発生、報道された。これらの問題は、日本企業全体の問題ではなく、あくまで個別企業の問題であったものの、日本企業のマネジメントの業務遂行における透明性に対する疑念を投資家に抱かせた。さらに、2007年頃に顕在化した世界金融危機前後よりESG（環境、社会、ガバナンス）に対する関心が世界的に高まってきた中でこのような事態が起きたことにより、コンプライアンス（法令遵守）の観点から、日本企業全体のコーポレートガバナンスのあり方にも改めて疑問が投げかけられることになった。

その中で必要性が訴えられたのは、社外取締役の選任を始めとしたコーポレートガバナンスの改革であった。他国に比べ収益性が低い日本企業が投資家から一定の関心を持たれるためには、相対的には低いリターンであっても、そのリターンを得られなくなる可能性、すなわちダウンサイドリスクも低いことが非常に重要であろう。ところが、当時の企業経営陣による一連の企業不祥事は、日本企業への投資リターンのダウンサイドリスクが低い「ローリスク、ローリターン」との見方を、「ハイリスク、ローリターン」に変え、投資対象としての魅力を薄れさせてしまう可能性すら生じさせた。「ハイリスク、ローリターン」では投資対象にはならないからである。

以上のように、コーポレートガバナンス議論が高まりを見せた第2期は、一部の企業の事象であったとはいえ、一連の企業不祥事で日本企業の信頼を失うリスクが高まったことから、コンプライアンスに重きが置かれた。例えば、当時議論されていた会社法改定における社外取締役の設置の必須化は、コンプライアンスの観点から、経営陣と利害関係のない、独立した社外からの意見を経営内部に入れるべきであるという事から主に求められていた。海外でも、例えば、2001年に明るみになった米大手エネルギー会社のエンロンによる不正会計事件後の米国や世界金融危機後の欧米諸国でも、コーポレートガバナンスの問題は主にコンプライアンスの観点から論じられた。

3. 第3期：成長戦略とコーポレートガバナンス改革の時代（2013～2018年頃）

2012年12月に成立した第二次安倍政権は、コーポレートガバナンスを成長戦略上の重要な柱と位置付け、「稼ぐ力」を取り戻すことを主眼とする「成長戦略としてのコーポレートガバナンス改革」が始まった。コーポレートガバナンス議論の第2期でもそうで

あったが、「コーポレートガバナンス」は「コンプライアンス」との親和性があることから、当時は国内外を問わず「成長戦略としてのコーポレートガバナンス」に対し違和感を抱く向きもあった。

しかし、日本版スチュワードシップ・コード（2014 年制定、以下スチュワードシップ・コード）とコーポレートガバナンス・コード（2015 年制定）を「車の両輪」として改革を進めていく中で、第 1 期への反省もあり、「短期」ではなく「中長期」をタイムホライズン（時間軸）として、企業は企業価値向上を、中長期志向の投資家は企業に中長期的な企業価値を求めていくという構図を作った。その結果、Ⅲ章で述べるように一定の成果を上げることが出来た。

このため、当初は疑問視される向きもあった成長戦略とコーポレートガバナンスとの結びつきは「新鮮なもの」として好感されて迎えられるようになった。後述するように、成長戦略としてのコーポレートガバナンス改革は一定の成果を上げたものの、「稼ぐ力を取り戻す」ために重要と考えられる資本の効率的な利用や適切な配分については、現時点においても日本企業の課題として残存している。

4. 第 4 期：ガバナンス中心から ESG、さらに「サステナビリティ」への関心（2019 年頃～現在）

2015 年 9 月に国連で「持続可能な開発目標（SDGs）」が採択されたのと時をほぼ同じくして、これまで欧州を中心に議論されてきた世界各地で発生する自然災害に代表される環境課題や、人権問題に代表される社会課題への関心が高まってサステナビリティが世界的な課題となり、日本でもこうした流れを受け、ESG 投資、さらには「サステナビリティ投資」が耳目を集めるようになった。このような状況下で、第 3 期に始まったコーポレートガバナンス改革は引き続き高い関心を集める中、2019 年頃から環境、社会、サステナビリティも重視される「第 4 期」が始まり、現在まで続いている。

ESG は投資の観点から、社会的課題の解決、持続的成長は長期的な運用収益の向上にもつながるという面を重視しており、どちらかと言えば投資家側の概念である。一方企業側では、従来より社会的課題の解決や持続的成長という面に重きを置く CSR（企業の社会的責任）という考え方があるが、投資家の ESG を考慮した投資に対応し、中長期的な企業価値の向上を図るためには、SDGs に取り組むことにより持続可能性、すなわちサステナビリティを経営の課題に取り入れていくことが鍵となってきた。このようにして、サステナビリティが世界的に注目を集めるようになった。

環境や社会に配慮し、それらの課題を解決することは、企業にとっては中長期的な企業価値の維持向上や価値毀損リスクの軽減（あるいは回避）を図ることに、投資家にとっては自分たちのポートフォリオの価値毀損リスクを低下させ、リターンの向上を図ることは受託者責任を果たすことにつながる。このようにしてサステナビリティは、投資家と企業の双方にとって重要な考え方となった。

また、このような一連の動きは、「経済価値の追求」に比べ「社会的価値の追求」がより強く意識されている。これに合わせ「社会的価値」への貢献をどのように計測していくのか、そしてそれらをどのように開示し、説明するかという議論が現在行われている。

Ⅲ 日本のコーポレートガバナンス改革「成果」と「課題」

1. 数字で見るコーポレートガバナンス改革の主な「成果」

Ⅱ章で述べたように、2012年に発足した第二次安倍政権の下では、コーポレートガバナンス改革が成長戦略の柱とされ、それ以降、これに関係する多くの取り組みが行われている。図表2では、日本でのコーポレートガバナンス改革における「成果」と「課題」についてみるために指標をいくつか取り上げ、2時点比較を行った。コーポレートガバナンス改革前として比較対象としたのは、当時の小泉内閣の下でいわゆる「小泉改革」としてコーポレートガバナンスに関する議論が盛り上がりを見せた2006～2008年である。

コーポレートガバナンス改革の成果についてまず挙げることができるのは、社外取締役の選任である。3名以上の企業は2007年8月時点で9.9%と10%に満たなかった（東証第1部上場企業ベース）が、2024年7月にはプライム市場上場企業の98.1%で3分の1以上の社外取締役を選任するまでに至った。さらに、企業間の関係の維持や発展を株式保有の主目的とする政策保有投資家の保有比率（政策保有比率）も、2007年度末の40.0%から2023年度末には30.8%に低下している。政策保有投資家の保有比率低下はⅣ章で述べるように、日本の株式保有構造が、政策投資家主体からキャピタルゲイン（値上がり益）やインカムゲイン（配当収入）の獲得を主な保有目的とする純投資家主体へと変化していることを意味する。

図表2 日本における過去20年のコーポレートガバナンス議論の変遷

	コーポレートガバナンス改革前		現状	
主な「成果」				
社外取締役選任比率(2007年は東証1部3人以上、2024年はプライム3分の1以上: %)	9.9	2007年8月	98.1	2024年7月
政策保有比率(%)	40.0	2007年度末	30.8	2023年度末
総還元額(兆円)	12.3	2007年度末	29.4	2023年度末
買収防衛策導入企業数(社)	569	2008年12月末	253	2024年5月31日現在
親子上場企業数(社)	417	2006年度末	190	2023年度末
株主総会「集中度」(%)	52.9	2007年6月総会	29.5	2024年6月総会
残る「課題」				
ROE(全上場企業: %)	8.6	2007年末	8.2	2023年末
現金・預金残高(法人企業統計、全産業ベース:兆円)	145.2	2007年4～6月	268.0	2024年4～6月

(注) 政策保有比率についてはⅣ章1を参照。

(出所) 東京証券取引所、及び各社開示資料より野村資本市場研究所作成

また、配当額と自己株式取得額を合わせた総還元額についても、2007 年度末の 12.3 兆円から、リーマンショック、そして新型コロナウイルスの感染拡大による減少はあったもののほぼ一貫して増加し、2023 年度末では 29.4 兆円と倍以上になっている。買収防衛策導入企業数や親子上場企業数も半分以下となり、株主総会を同一の日に行う企業の比率である「集中率」も低下し、分散化が進んできた。

2. ROE と保有現預金の積み上がりは「課題」

一方、課題として挙げられるのは、企業の保有する現預金と ROE であろう。企業の現金・預金残高をみると、2007 年 4～6 月の 145.2 兆円から 2024 年 4～6 月は 268.0 兆円へと増加している。

そもそも日本企業は、万が一に備えて現預金を多めに持ちたいという保守的な企業財務政策への意識が総じて強かったが、その傾向は特に世界金融危機以降一段と高まった。こうした状況に鑑み、コーポレートガバナンス改革を重要な柱とする第二次安倍政権下で始まった成長戦略においては、企業の保有する資金の活用がコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの 2 つのコードの下で求められ、企業と投資家との「目的を持った対話」の重要なテーマとされた。

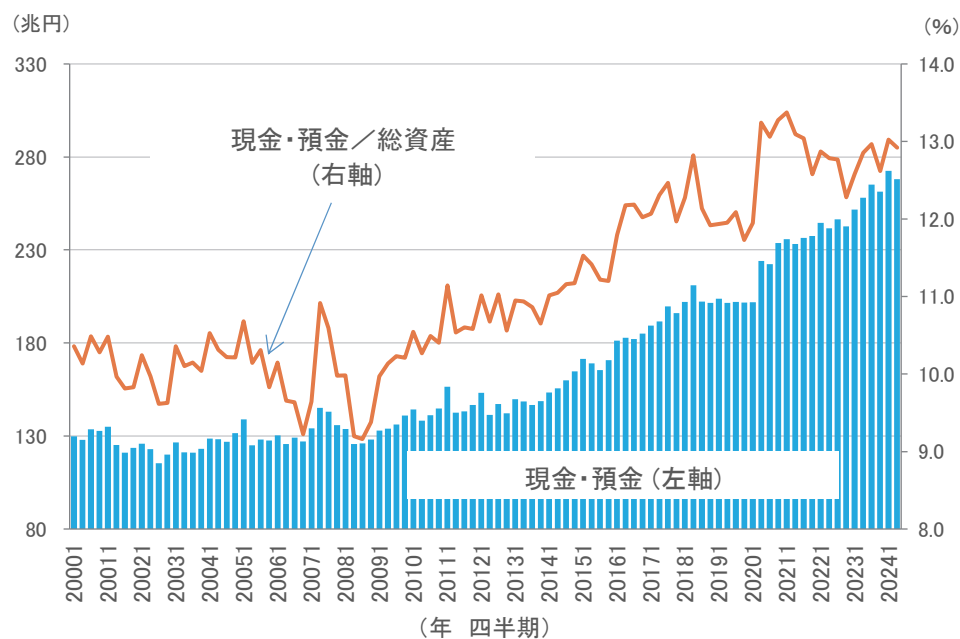
そして、企業が「稼ぐ力」を取り戻して、稼得した利益（現預金）が従業員（賃金）や、設備投資や人的資本投資、技術開発投資といった企業の成長、株主（配当、値上がり益）に適切に分配される「良いお金の流れ」を生み出すことを成長戦略において標榜している。こうした「良いお金の流れ」を構築することは「企業の社会的責任」の一つと捉えることができるであろう。

よって、日本企業が保有する現預金の利用方法、すなわち「お金の使い方」に対する注目度は高い。しかし、現実には、株主還元が増えているにもかかわらず、それを上回って企業のバランスシート（貸借対照表）上現預金が積み上がっており、経済システムの中でお金の良い循環を形成できているとは言い難い状況である（図表 3）。

また、現預金の積み上がりは日本企業の ROE の伸び悩みにも反映しているといえるであろう。ROE についてはいろいろ議論があるものの、株主にとっては出資に対するリターンの割合、すなわち資本収益性の水準が分かりやすいという特徴がある。

まず、全上場企業ベースで見た ROE は、2007 年末が 8.6%、2023 年末が 8.2%とあまり変わっていない。さらに、図表 4 に示したように、主要企業ベースで欧、米、アジア企業と国際比較をすると、日本の ROE は大きく劣位はしていないものの、総じて低い水準に留まっている。加えて、2001 年以降について時系列でみていくと、10%に天井があるかのように、ROE が 10%付近まで上昇するとそこから水準が低下する状況が何度か繰り返されている。

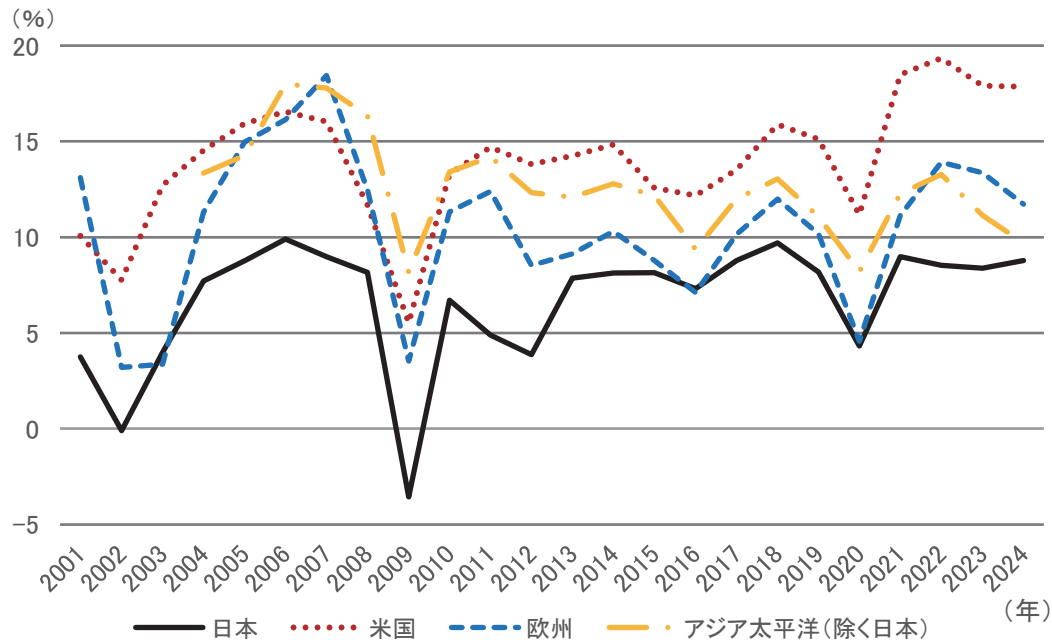
図表3 積みあがる企業の現預金保有残高



(注) 対象は全産業。

(出所) 財務省「法人企業統計」をもとに野村資本市場研究所作成

図表4 ROEの国際比較：日本は総じて低い水準、そして「10%の天井」



(注) 日本はTOPIX500、米国はS&P500、欧州はSTOXX 欧州 600。アジア太平洋（除く日本）はS&P アジア 50 と S&P/ASX200 の時価総額加重平均。なお、S&P アジア 50 は香港、韓国、シンガポール、台湾 4 市場の大型優良企業 50 銘柄、S&P/ASX200 はオーストラリア証券取引所上場の浮動株調整時価総額上位 200 銘柄。

(出所) Bloomberg より野村資本市場研究所作成

3. 本質的な課題解決までには至っておらず、改革はまだ「進行中」

以上をまとめると、社外取締役の増加、政策保有比率の低下、総還元の拡大などは、いずれも、株主（投資家）の企業に対する「声」（意見、要望）が企業に伝わりやすくなったことの証左といえる。一方、ROE が低いことは、株主から託された資金（出資）が効率的に利益に結びつけられていないことを意味する。また、現預金の積み上がりについても、企業が稼得した利益（≒現預金）が次の成長（企業価値拡大）のための投資（設備投資や人的資本投資、技術開発など）に十分振り向けられておらず、成長戦略の目標でもある中長期的、持続的な成長にしっかり繋がっているとは言い難い。すなわち、コーポレートガバナンス改革が目指す日本の本質的な課題の解決までには至っておらず、改革はまだ「進行中」である。

4. 株主主権とマルチステークホルダー主権は両立されるべきもの

ところで、日本の企業経営者の中には、日本企業の ROE が欧米、そしてアジア企業に比べ低位に留まっている要因として、従来からマルチステークホルダーに配慮しているためという見解がある。米国の経営者団体であるビジネス・ラウンドテーブルが 2019 年 8 月に発表した「企業の目的に対する声明（Statement on the Purpose of Corporation）」の中で、顧客や従業員、取引先、地域、株主への配慮を打ち出した。この声明は、米国企業による「株主第一主義からの決別」と、「マルチステークホルダー主義への転向」を示唆するとして注目を集めた。これを受けて、「マルチステークホルダー主権というのは自分たちが従前から実践してきたもので、やっと世界が自分たちに追い付いてきた」という声が聞かれることがある。

しかし、マルチステークホルダーに対して高いリターンを分配していくためには、その原資である収益性が相応に高くなくてはならない。従って、「マルチステークホルダー主権」は日本企業の課題とされる、ROE に代表される低資本生産性を正当化するものではなく、企業にとって、リターンの向上こそが企業価値を高める上で重要であるという点に揺らぎはないと考える。すなわち、株主主権とマルチステークホルダー主権は相反するものではなく、両立をさせるべきものであろう。日本企業の相対的に低い ROE が「マルチステークホルダー主権」で正当化されるわけではないといえる。

5. 「形式」から「実質」への移行に向けての課題

日本のコーポレートガバナンス改革の特徴は、大きく 2 つある。一つはここまで述べてきたように、「成長戦略の中の重要施策」へ位置づけた点である。一般的に企業不正や不完全な開示体制の改善といったコンプライアンスの観点からコーポレートガバナンスを捉

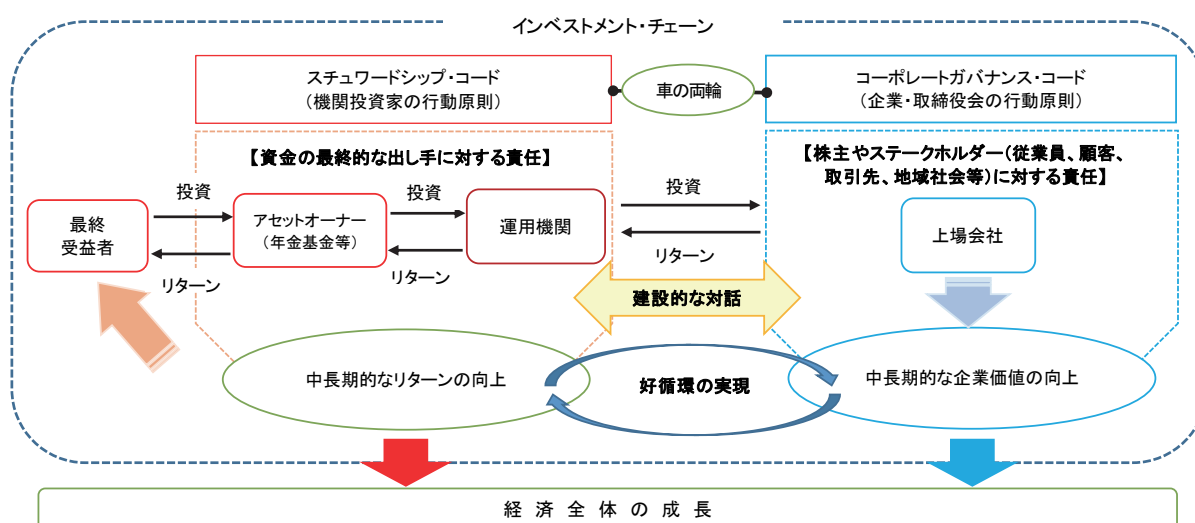
えている国や地域が多い。例えば欧州では、コーポレートガバナンスは主にリスクマネジメントにとって重要という観点で捉えている。

2 点目は、コーポレートガバナンス改革の「車の両輪」と呼ばれるスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードに「原則主義アプローチ」を採用したことである。原則主義アプローチはプリンシプルベースアプローチとも呼ばれる。これは、細則主義（ルールベース）アプローチのように細かい規則（実効性確保措置を含む）を設けず、大きな枠を決め、企業・投資家は施策の実行の決定を自由に行う、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン（コードを受け入れるか、受け入れないのであればその理由を説明せよ）」に基づいている。

スチュワードシップ・コードは 2014 年に制定された機関投資家の行動規範、行動原則であり、コーポレートガバナンス・コードは企業（取締役会）の行動規範、行動原則である。そして、2 つのコードが規定するのは「企業と投資家との建設的な対話」であり、これらを主体的に実行することにより、企業と（機関）投資家の「自発的な変化（改革）」が促される。そして、これらを意識した改革が、日本の株式市場や日本経済のプレゼンス（存在感）の向上に繋がり、企業、投資家、ひいては日本経済の持続的成長を確保する「好循環」を生み出すことを意図している。

すなわち、企業が「稼ぐ力」を取り戻して「中長期的（持続的）に価値向上」することが「投資家の中長期的（持続的）リターン向上」に、さらには「（年金等を通じた）最終受益者（すなわち国民）のリターン向上」、そして「日本経済全体の成長」へとつながる。この一連の価値創造の連鎖が「インベストメント・チェーン」であり、インベストメント・チェーンの高度化こそがコーポレートガバナンス改革の目指すものといえるであろう（図表 5）。

図表 5 コーポレートガバナンス改革が目指すのは「インベストメント・チェーンの高度化」



(出所) 金融庁「スチュワードシップをめぐる状況（厚生労働省・企業年金連合会『スチュワードシップ検討会第1回説明資料〔2016年10月5日〕』）」より野村資本市場研究所作成

このように、2つの特徴を備えた2つのコードを軸に進められてきた日本のコーポレートガバナンス改革が、ここまで一定の成果を上げた点は評価される。しかし、その一方で、「細則主義アプローチ」のような強制力のない「原則主義アプローチ」を採用していることもあり、コーポレートガバナンス改革や ESG、サステナビリティに積極的に取り組む企業と、改革に取り組まない企業、あるいは形式的な対応に終始する企業との間の「ギャップ」が広がってきたとの見方もある。このことは「原則主義アプローチ」の限界として捉えられ、実効性を高めるような強制力を伴った措置も必要ではないかという見方を生むことにもつながる。

コーポレートガバナンス改革における残された課題を克服するため、2023年に金融庁と東京証券取引所（以下東証）から「アクションプラン」が公表された。金融庁が2023年4月26日に公表した「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」では、「企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を促進する観点からは、（中略）、改革の趣旨に沿った実質的な対応をより一層進展させることが肝要であり、形式的な体制を整備することのみによってその十分な成果を期待することはできない」こと、そして、「コーポレートガバナンス改革の趣旨（コンプライ・オア・エクスプレイン）に沿った実質的な対応をより一層進展させるため、形式的な体制の整備ではなく、企業と投資家の建設的な対話の促進や、企業と投資家の自律的な意識改革の促進を主眼とする」ことが示された。すなわち、原則主義アプローチは基本的に変えず、その実効性を高めるような施策を検討し、改革を進める方向であり、その帰趨が注目される²。

また、東証のアクションプランにおいては、2023年3月31日公表の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」が特に関心が高い。これは、東証が上場企業に対し、各社の企業価値の向上をどのように実現していくか、その対応について開示を求めるものである。確かに、ここで言及されている PBR（株価純資産倍率）1倍割れの問題は様々な議論があるものの、東証の上場企業に対する姿勢の変化と企業の意識の変革、そしてコーポレートガバナンス改革の「形式」から「実質」への進化を促すものとして特に注目されている³。

² 2024年8月公表の「金融行政方針」で、①政策保有株式に関する開示の適切性や内容の拡充、②東証「資本コストや株価を意識した経営」の実現に向けた取組のフォロー、企業の取締役会の実効性向上に向けた取組や、投資家から企業へのエンゲージメントに係る好事例の共有、③企業と投資家のさらなる対話促進に向けた協働エンゲージメントの促進や実質株主の透明性確保に向けたスチュワードシップ・コードの見直しと機関投資家・議決権行使助言会社等によるコードの遵守状況の検証、④有価証券報告書の開示が株主総会前になるために必要な環境整備等の検討、が打ち出された。

³ 2024年8月公表の『「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する今後の施策について』では、①上場企業が、資本コストや株価を意識して企業価値向上に取り組むことが当たり前となる市場を目指すことや、②市場運営者の立場として、上場企業と投資者との建設的な対話を通じて企業価値向上が図られるための環境整備に更に注力すること、さらには、③日本市場の魅力向上に向けて、上場企業の数ではなく質（投資者の期待に応えた企業価値向上の実現）を重視することなどが打ち出されている。

Ⅳ 株式保有構造の変化が促す企業と株主・投資家間の「新しい関係構築」

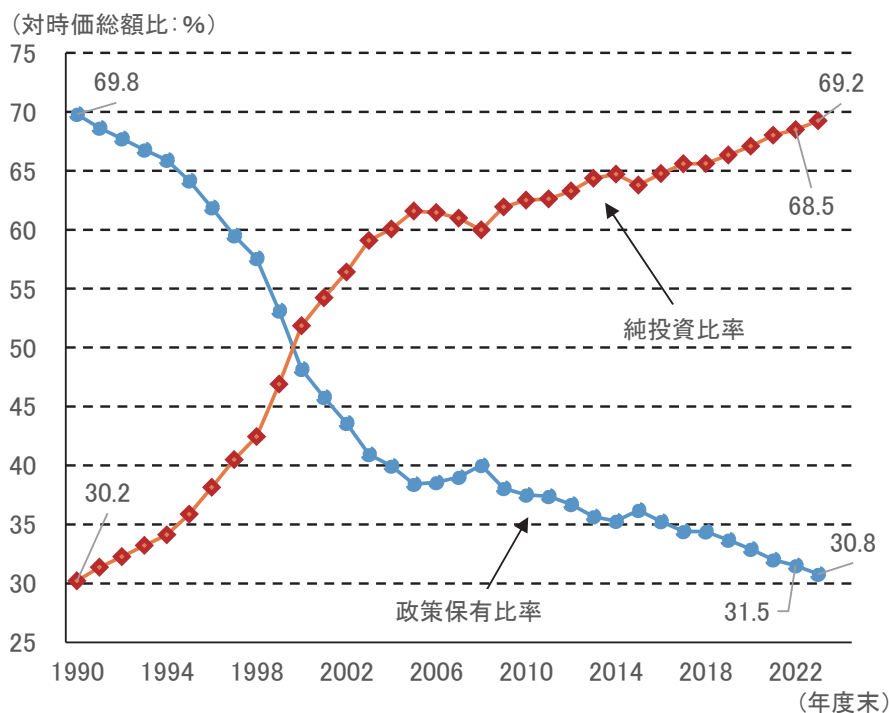
1. 30年で純投資家と政策保有投資家の保有比率が「逆転」

ここまで述べたように、ROEの伸び悩みや、積み上がる現預金がコーポレートガバナンス改革の課題であるが、一方で、コーポレートガバナンス改革の成果のうち、今後を考える上で影響の大きなものとして、株式持ち合いの解消や政策保有株式の圧縮に伴う安定株主の低下を挙げることができる。

株式持ち合いは、株式を保有することでキャピタルゲインやインカムゲインの獲得を目指す純投資とは異なり、保有先との長期・安定的な関係の維持、発展を目指すという政策的な意図を持った株式保有、すなわち政策保有の一形態といえるであろう。

図表6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

図表6 30年間で純投資と政策投資が「逆転」



- (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. 政策保有投資家は、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. 純投資家は、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. 推定信託業務分は信託銀行保有分（株式分布調査ベース）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（その他有価証券中のもの）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

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く）を「純投資家」、そして純投資家以外（都銀・地銀等、保険会社、事業法人等）を「政策保有投資家」として、それらの保有金額の対時価総額比率を純投資比率、政策保有比率として 1990 年度末から 2023 年度末まで示したものである。ただし、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⁴」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⁵。

すなわち、日本の株式保有主体をキャピタルゲインやインカムゲインの獲得を主眼に株式を保有する「純投資家」と、安定した取引関係の構築や発展を主目的とする「政策保有投資家」に分け、その保有割合の推移を示したものが図表 6 である。

政策保有株式の保有動機と純投資家の保有動機とは必ずしも一致しない。政策保有の株主は、保有される企業から見れば企業側の経営方針に賛同してくれる「物言わぬ株主＝安定株主」と考えられる。一方、純投資家から見れば、安定株主の多い企業は彼らの「声」が届きにくい企業となる。

また、日本においては、1 社あたりの株式保有が相対的に少ない政策保有目的の株主が多く存在する事例が比較的良好に見られる。しかし、例えば 1 社あたりの保有が発行済み株式の 0.5%程度であっても、20 社集まれば $0.5\% \times 20 = 10\%$ となり、主要株主に匹敵する事実上の安定株主となり、純投資目的の株主（一般株主）と利害が対立する可能性がある。

ところで、企業の重要な意思決定機関である株主総会における議案には、議決権ベースで過半の賛成で可決される普通決議と、3 分の 2 以上の賛成で可決される「特別決議」がある。特に後者は会社の経営に重大な影響を与える定款変更や事業の譲渡などが対象になる。反対に、3 分の 1 超の反対があれば特別決議の議案を否決とすることができるため、3 分の 1 の保有比率を「拒否権」と言うことがある。よって、事実上の安定株主である政策保有株主を、可能であれば過半数、少なくとも 3 分の 1 以上確保したいと考える企業は現在でも少なくないと推察される。

しかし、図表 6 に示したように、政策保有比率は 2020 年度末時点で 32.9%と 3 分の 1 を下回り、2023 年度には 30.8%まで低下している。これ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。しかし、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、特別決議が必要とされる会社提案議案の否決や株主提案議案の可決可能性の高まりに代表されるように、純投資目的の株主の「声」が企業経営に届きやすくなってきたことを意味する。コーポレートガバナンスの観点からは非常に重要な変化であり、この変化は、株式保有を通じた「企業と株主・投資家との新しい関係構築」という議論につながるのである。

⁴ 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）。

⁵ 1990～2015 年度末については、2016～2020 年度末の保有比率 10%以上の個人保有金額の、個人保有金額全体に対する比率の平均値を用いて計算した。

2. コーポレートガバナンス改革が株式保有の考え方の変化を促す

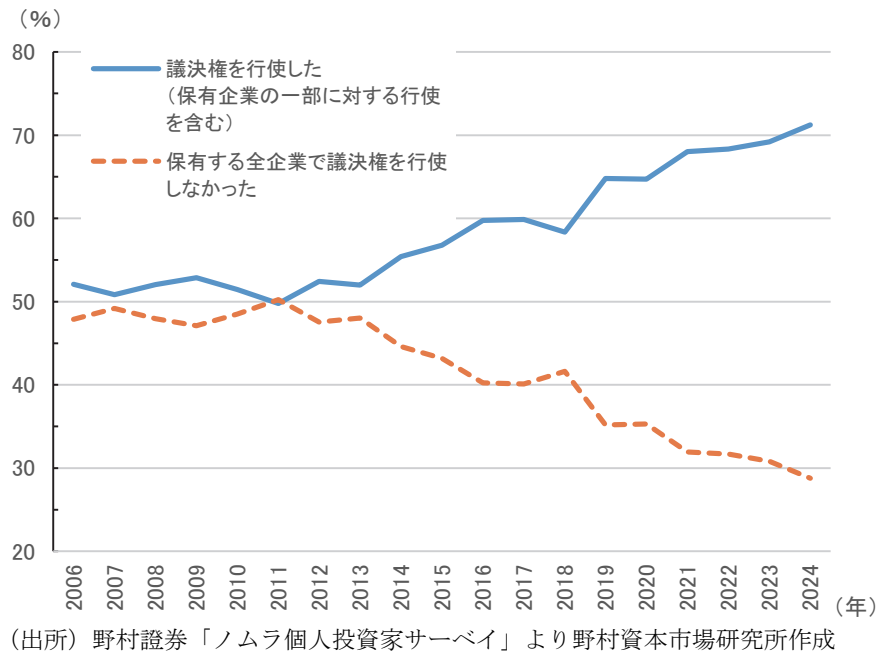
純投資家の関心は基本的に「投資収益（リターン）の獲得」にあり、従来は、投資先企業に不満があれば保有していた株式を売却するという「ウォールストリート・ルール」を基本にしていたため、企業経営に対し意見や見解を示したり、行動を起こしたりすることはほとんどなかった。また、政策保有（安定）株主は、企業間の関係の構築と発展が主な株式の保有動機であり、保有先企業の経営戦略や経営方針に対しては基本的に賛同の姿勢を取っていた。こうしたことを考えると、日本企業の株主、投資家は一部を除いて、投資先企業の経営そのものに働きかけて（つまりガバナンスを効かせて）変化を促そうとしていなかったといえるであろう。

しかし、コーポレートガバナンス改革を受け、純投資家はスチュワードシップ・コードにより、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保有先の企業経営にも意見を表明するようになった。さらに、政策保有（安定）株主もコーポレートガバナンス・コードに示された「株式保有の合理性」の観点から、政策保有株式の縮減と、（保有するのであれば）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関心を抱くようになってきた。これまでとは逆に、日本企業の株主の多くが保有先企業の経営の在り方に関心を持ち、株主・投資家として保有先企業にガバナンスを働かせる方向に大きく変化したのである。

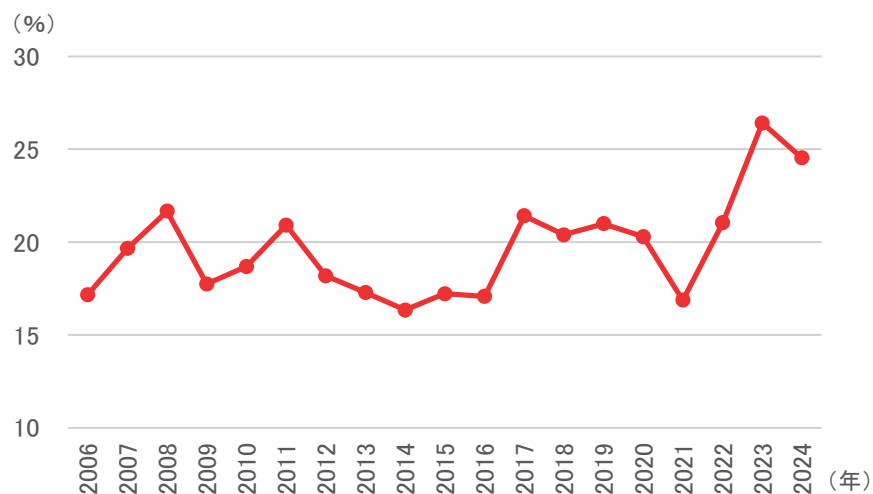
個人投資家にも変化が見られている。野村證券が実施する個人投資家へのアンケート調査である「ノムラ個人投資家サーベイ」（回答者総数は 1,000 人）では、2006 年以降毎年個人投資家の議決権行使に対する考えを調査しているが、そこで示された興味深い変化が 2 つある。まず、個人投資家の議決権行使への関心の高まりである。図表 7 は個人投資家の議決権行使割合の推移である。議決権を行使した（保有する企業の一部企業に対する議決権行使を含む）個人投資家と、保有企業すべてに議決権行使をしなかった個人投資家の割合を見ると、2006 年から 2011 年までは両者の割合が概ね半々であった。しかし、それ以降は議決権を行使したとの回答割合がほぼ継続的に上昇しており、2024 年調査では 71.2%となった。

2 つ目の変化は、会社側議案に反対票を投じた個人投資家比率の上昇である。図表 8 は個人投資家の議決権行使反対率の推移である。ここで議決権行使反対率は、図表 7 で示した「議決権を行使した」との回答割合に、これらの回答者に対し尋ねた主要議案への賛否状況のうち会社側提案に反対した回答者の割合を乗じて計算した。これをみると、株主総会における個人投資家の会社側上程議案に対する反対率は、調査を開始した 2006 年から 2022 年までは概ね 16~21%であった。しかし、2023 年調査では 26.4%、2024 年調査では、前年よりも低下したものの 24.5%と過去と比較して高くなっており、個人投資家の議決権行使に対し厳しい姿勢で臨むようになってきたことを示唆する結果といえるであろう。

図表 7 議決権を行使する個人が増加



図表 8 個人投資家の議決権行使反対率の推移



（注） 議決権行使反対率は、議決権を行使（保有企業の一部への行使を含む）したとの回答割合に、議決権を行使したとの回答者のうち反対議案があったとの回答者の割合を乗じて計算した。

（出所）野村證券「ノムラ個人投資家サーベイ」より野村資本市場研究所作成

なお、2024 年調査において、回答者が反対した議案のうち、最も反対が多かったのは「剰余金の処分（配当）（13.6%）」で、以下「取締役・監査役（監査等委員会設置会社の監査等委員を含む）の選任（11.4%）」、「役員報酬の決定（7.7%）」の順であった。これらの議案は過去の調査からほぼ継続的に反対議案の上位に入っているが、「取締役・監査役（監査等委員会設置会社の監査等委員を含む）の選任」が 2013 年調査以来 11 年ぶ

りに2番目に反対率の高い議案となったことが注目される（2023年調査では3番目に反対率が高い議案であった）。

個人投資家は、基本的にその保有動機は純投資でありながらも、いわゆる「ファン株主」に代表されるように、保有先企業に対する愛着心やロイヤリティ（忠誠度）が強く、議決権行使においてはむしろ政策保有、安定株主に近いという「二重性」を有していることが特徴といえるであろう。その特徴自体は現在も大きな変化はないが、個人投資家が保有先企業の企業経営や企業価値への関心を高め、企業の経営のあり方に関心を持って状況によっては厳しい目を注ぐようになってきた。そして、取締役選任議案において経営トップ等の取締役選任議案に反対票を投じることなどにより企業価値の向上に向けた働きかけに積極的に関わっていかうとする姿勢が強まってきていることを、図表7、8に見られた2つの変化は示唆しているといえるであろう。

3. 株主総会における会社側議案否決は「普通」の事に

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）の議決権行使比率は、信託協会が調査した個人投資家の議決権数ベースでの議決権行使率である43.7%を、そして、潜在的反対比率については『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、100%から「株主総会で保有する全企業で議決権を行使した」との回答割合を差し引いたもの（すなわち、反対した議案があった回答者の割合）の5年（2020年調査~2024年調査）単純平均値である31.9%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50.9~53.6%となり、普通決議が否決される過半を超えている（図表9）。株主総会において会社側議案が否決されることへの驚きはなく、「普通の事」といえるであろう。

なお、今回の試算では、政策保有投資家について議決権を行使した上で全ての議案に賛成をするとの仮定を置いたが、前述のように、保有先企業の経営や企業価値向上に対し関心を持つようになっている。特に上場企業は、コーポレートガバナンス・コードの制定により、特に企業では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ているため、状況によっては会社側議案へ反対することも想定される。

図表 9 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 [2023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	30.8%	30.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
純投資	69.2%	53.5%	42.9%	45.2%	50.9%	53.6%
金融機関(信託業務分)	21.9%	90.0%	90.0%	95.0%	21.1%	22.2%
外国人	31.8%	85.0%	85.0%	90.0%	27.2%	28.9%
個人株主(除く保有比率10%以上)	15.5%	43.7%	31.9%	31.9%	2.6%	2.6%
計	100.0%	84.3%	42.9%	45.2%	50.9%	53.6%

(出所) 全国証券取引所「株式分布調査報告」、信託協会「上場企業の株主総会における個人株主等の議決権行使状況について(2023年11月)」、各社有価証券報告書、及び野村證券「ノムラ個人投資家サーベイ」等より野村資本市場研究所作成

4. キーワードは「緊張感を孕んだ相互信頼関係」

持ち合いの圧縮、政策保有株式の売却に伴う減少と純投資家保有の増加により、政策保有(安定株主)比率が「拒否権」の閾値である3分の1を下回った上に、2つのコードの制定もあり、純投資家、政策保有投資家ともに企業経営への関心を高め、議決権行使などによりガバナンスを働かせるようになった。また、純投資家であるが議決権行使においては安定株主に近いスタンスをとり、保有先企業に対する高いロイヤリティを有する個人投資家も、保有先企業の経営や企業価値への関心を高めている。

一方で、成長戦略としてのコーポレートガバナンス改革の目標達成に向け、日本企業は「稼ぐ力」を取り戻すために、とるべき健全なリスクを取りつつ企業価値の持続的な向上に努めていかなければならない。こうした状況を作り出すために、株主・投資家が企業経営陣の健全なリスクテイクの後押しをすることが有用である。

企業と株主・投資家との間の考え方の相違「ギャップ」を埋め、企業経営を円滑に行う上では両者の相互理解、意思疎通(コミュニケーション)が大変重要である。しかし、その関係は友好関係が基本でありながらも、なれ合いではなく、時には議決権行使や対話(エンゲージメント)でお互いが意見を表明する「緊張感を孕んだ相互信頼関係」が重要である。コーポレートガバナンス改革を今後一段と進める上では、企業と株主・投資家間で「緊張感を孕んだ相互信頼関係」を構築することが必要不可欠といえるであろう。

5. 高まるアカウンタビリティとディスクロージャーの重要性

「緊張感を孕んだ相互信頼関係」を構築する上では、アカウンタビリティとディスクロージャーは非常に重要である。アカウンタビリティは「説明責任」と訳され、本来は形

式的な説明ではなく、経営戦略が企業価値向上に結びつくことを立証、証明責任とするものであり、それが達成できていない場合は、どのようにすれば達成できるのかを説明する必要がある。

ディスクロージャー（情報開示）は経営者とステークホルダーとの関係である。アカウントビリティにおける経営者と株主の関係性は「閉じた」関係である。一方で、従業員や顧客といったステークホルダー（利害関係者）に会社の状況等を説明することが「ディスクロージャー」である。しかし、株主が多数、かつ分散しているため、事実上、アカウントビリティとディスクロージャーは同一と考えられる。この点からも情報開示の重要性が高まっている。しかし、株主が一般的に広範囲に分散している現代では、アカウントビリティもディスクロージャーも、企業経営者に求められるものは実質的に同じといえるであろう。

企業と株主・投資家間の新しい関係構築という観点から、企業経営者に対する健全なリスクテイクを求めるための方策に対する真摯な検討や議論が進むことにより、中長期的に企業価値、そして、国際競争力を高めていくことが出来れば、現在進行形であるコーポレートガバナンス改革の主目的である、日本企業や日本の株式、金融資本市場のプレゼンスの向上、そして日本経済の持続的な成長にもつながっていくであろう。

6. エンゲージメントの積極化は議決権行使の重要性を高める

ここまで述べてきたように、株式保有構造が純投資家主体となり、かつ、政策保有投資家も従来以上に保有先の経営及び企業価値向上に関心を抱くような状況となり、株主総会で会社側議案の否決や株主提案の可決が特別なことではなくなった。このような状況下で企業活動、経営を適切かつ円滑に行うには、カバナンス体制の強化や、アカウントビリティ、ディスクロージャーの充実等により、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードが謳う「建設的な対話」、すなわちエンゲージメントを行うことで投資家・株主との相互信頼関係を構築することが非常に重要である。

一方で、エンゲージメントの重要性が高まることは議決権行使の重要性の低下を意味するわけではないことも改めて指摘しておきたい。エンゲージメントを経てもなお企業との認識ギャップが解消しない場合に議決権行使において反対票を投じることになるが、それは、従来以上に議案の反対票を投じる投資家の意思を強く反映したもの、すなわち、反対票を投じることで議案が否決になることを厭わない強い意志を持った判断になると考えられる。このように考えると、最終的に議決権行使という手段があるからこそエンゲージメントを積極化する意味があり、エンゲージメントの積極化は議決権行使の重要性をさらに高めることにつながると考えるべきであろう。

V 補論 1：世界の投資家属性別にみた株式保有の状況

日本の株式市場は国際的に見て持ち合いや政策保有の割合が高く、株式保有構造が特殊であると言われることがあるが、実際にはどのような状況なのであろうか。

図表 10 は 2020 年の主要国株式市場における上場企業の投資家属性別株式保有率である。この投資家属性の分類は、図表 6 で用いた日本の証券取引所が算出している株式分布調査報告のものとは異なるが、主に民間企業が持ち合いや政策保有、そして、公的セクター、戦略的個人が政策保有に近く、機関投資家とその他浮動株が純投資に近いと考えられる。

これをみると、日本は機関投資家比率が 30%、公的セクター比率が 3%、戦略的個人比率が 6%、民間企業比率が 22%などとなっており、機関投資家比率は相応に高いものの、持ち合いや政策保有が一定の存在感を有していることが改めて分かる。

そして、図表 10 を見ると、機関投資家比率は相応に高い一方で政策保有や持ち合いも一定割合存在しているなどの点で、フランス、ドイツ、オランダの株式保有構造が日本に近似しており、日本の株式保有構造が国際的に見て特別とは言えないことが分かる。

また、香港や韓国と比較すると、民間企業の保有比率は日本に近いが、公的セクターの保有比率が日本に比べて高く、機関投資家保有比率は低くなっている。一方、米国や英国、カナダは、主要国の中でも民間企業の保有比率が低い一方、機関投資家の保有比率が高いという特徴を有しており、政策保有や持ち合いはゼロではないものの相対的に少なく、機関投資主体の株式保有構造といえることができるであろう。

図表 10 上場企業の投資家属性別株式保有率の国際比較（2020 年）

	株式 時価総額 (10億ドル)	機関 投資家 (a)	その他 浮動株 (b)	民間 企業 (c)	公的 セクター (d)	戦略的 個人 (e)	純投資 (a+b)	政策保 有 (c+d+e)
日本	6,778	30%	38%	22%	3%	6%	68%	31%
米国	44,510	68%	20%	3%	3%	6%	88%	12%
カナダ	2,101	46%	40%	6%	4%	4%	86%	14%
英国	3,195	60%	25%	6%	6%	4%	85%	16%
フランス	2,870	27%	33%	20%	6%	14%	60%	40%
ドイツ	2,422	30%	39%	15%	7%	10%	69%	32%
スイス	1,933	33%	49%	6%	6%	6%	82%	18%
オランダ	1,110	40%	32%	20%	3%	4%	72%	27%
スウェーデン	1,053	38%	32%	12%	6%	12%	70%	30%
中国	13,030	11%	30%	12%	29%	18%	41%	59%
香港	4,783	18%	30%	22%	11%	19%	48%	52%
インド	2,574	22%	22%	33%	12%	11%	44%	56%
韓国	2,173	18%	38%	23%	10%	10%	56%	43%
オーストラリア	1,768	27%	60%	5%	2%	6%	87%	13%
サウジアラビア	2,425	1%	9%	2%	87%	2%	10%	91%

(注) 四捨五入の関係で合計値が 100%にならないことがある。

(出所) 神田真人監修・編著『世界のコーポレートガバナンス便覧』財務詳報社、2022 年、をもとに
野村資本市場研究所作成

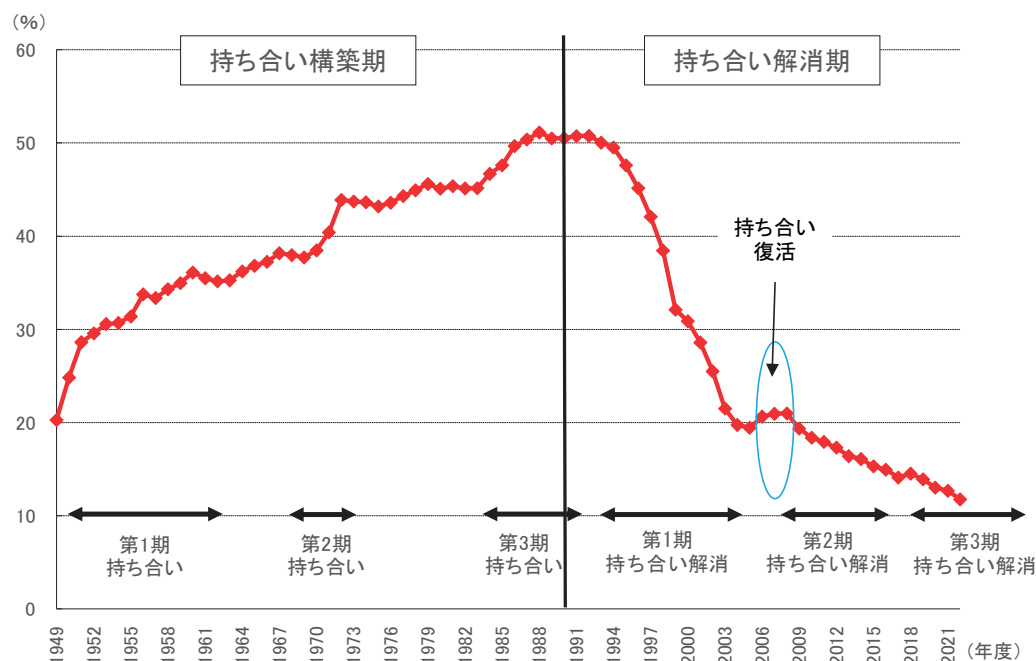
VI 補論 2：日本の株式保有構造の変遷

1. バブル崩壊前の約 40 年は「持ち合い構築期」、崩壊後から約 35 年は「持ち合い解消期」

図表 6 では、日本の株式保有主体を純投資家と政策投資家に分け、1990 年度以降の保有状況を示したが、ここでは日本の株式保有構造の変化をより長期にわたって見るために、第 2 次世界大戦後証券取引所が再開された 1949 年から 2024 年現在までの約 75 年にわたる、日本の株式市場における「株式持ち合い比率」の推移を見る（図表 11）。ここで、「株式持ち合い」の定義は、「上場会社、及び非上場を含む生命保険会社が他の上場企業の株式を保有する金額」であり、この金額の対時価総額に対する比率が「株式持ち合い比率」である。ただし、算出に当たっては子会社や関連会社の保有金額分は分子、分母から除外して算出している。

図表 11 をみると、バブル経済崩壊を境に前半 40 年余り（1949～1989 年頃）は株式持ち合い比率が上昇していく「持ち合い構築期」であり、後半の 35 年（1990 年頃～現在）は、Ⅱ章の 1 で言及した 2006 年から 2008 年頃の一時的な持ち合い復活期を除き株式持ち合い比率はほぼ一貫して低下しており、「持ち合い解消期」ということができるであろう。

図表 11 「株式持ち合い比率」の推移



- (注) 1. 株式持ち合い比率は、内国市場上場会社及び非上場生命保険会社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. 1949～1989 年度は全国証券取引所「株式分布状況調査」を基に野村資本市場研究所で試算した参考値

(出所) 大株主データ（東洋経済新報社）、各社有価証券報告書、及び株式分布調査（全国証券取引所）より野村資本市場研究所作成

2. バブル崩壊前の約 40 年は「持ち合い構築期」

1) 持ち合い構築期は 3 期に分けられる

持ち合いの構築期は 3 期に分けることができる。第 1 期は、第 2 次世界大戦後証券取引所が再開された 1949 年から 1960 年代前半頃である。当時は財閥解体により個人を中心に株式が分散していたが、一部企業に対する株式の買い集めが生じて、乗っ取りの危機にさらされる事態が発生した。一方、独占禁止法の改正等により、企業による株式の保有制限が緩和されてきたため、旧財閥系企業を軸にグループ企業の株式を相互に保有する株式持ち合いが行われるようになった。

第 2 期は、1960 年代半ばから概ね第一次石油ショック（1973 年）頃である。これは、1964 年の OECD（経済開発協力機構）加盟による日本の資本自由化を端緒としている。当時、資本の自由化に伴い、海外企業による日本企業の買収が進むことが危惧された。このため、安定株主を増やして買収を防ぐため、そして、長期、安定した取引関係の構築を主目的に企業間での株式持ち合いが一段と進んだ。

第 3 期は、1980 年代後半から 90 年代初頭である。この時期は折からの株価上昇を背景とした大量のエクイティファイナンスが行われ、金融機関がその多くを引き受けた。このため、第 1 期、第 2 期の株式持ち合い構築期に比べ、金融機関の株式保有比率の上昇が目立った。

このように、前半の 40 年の「持ち合い構築期」は、「乗っ取り（合意なき買収）」の防止と、長期、安定した取引関係の構築が主目的であった。この「持ち合い構築期」に株式持ち合い比率は 1949 年度の 20.3%から 1989 年度には 51.1%となり、その後 1990 年度までは 50%を超えていた。

2) 株式持ち合いは日本の「強み」であった

株式持ち合いは高度経済成長期、バブル経済期を通じ、日本経済、そして企業の強みとなった。長期で安定した取引関係の構築により、良質で安価な製商品やサービスの供給が可能となって日本企業の国際競争力を高めた上に、IV章の 2 で述べたように主要な株主は企業経営に口を出さない、「物言わぬ株主」であった。このため、経営陣も株主をあまり意識することなく、長期的な視点から経営に専心することができた。

また、日本企業の成長とともに株価も上昇したが、当時、企業会計上保有株式は簿価（取得時の株価）で評価されていたため、保有する各株式に多額の含み益（株式の時価と取得時の株価の差）が生じ、企業財務の安定性も高まった。こうした点は日本企業の「強み」として海外からも注目され、研究対象ともされた。

3. バブル崩壊後からの約 35 年は「持ち合い解消期」

1) 株式持ち合いはバブル崩壊後「強み」から「弱み」に転化

前半 40 年の「持ち合い構築期」に対し、後半の 35 年（1990 年頃～現在）は持ち合い、政策保有主体から、インカムゲインやキャピタルゲインの獲得を目的に株式保有する純投資家主体に日本の株式保有構造が変化していく「持ち合い解消期」ということができるであろう。

1990 年代に入り、バブル経済が崩壊すると、日本経済は長期にわたる停滞を余儀なくされ、期待成長率が低下するとともに株価の下落を招いた。また、ROE に代表される資本、投資の効率性が欧米で重視されるようになるとともに、企業会計においては時価会計が主流となった。この結果、これまで日本経済の強みとして語られてきた株式持ち合いと、それに付随した含み資産経営は、低い投資効率、株価の下落による保有株式の含み益の減少、さらには損失を生み出すことになり、弱みへと転化した。こうしたことを背景に、これまで構築されてきた株式の持ち合いは解消へと向かうことになった。

2) 第 1 期持ち合い解消（1992、1993～2005 年頃）

持ち合いの解消期も 3 期に分けることができる。第 1 期はバブル経済が崩壊した 1990 年代前半（1992～1993 年頃）から 2005 年頃で、その中心は銀行による株式売却であった。銀行は、1990 年代前半から株式を売却しても翌期初にこれを買戻すことが比較的多く見られた。保有株式の圧縮につながる売り切りが本格化したのは、銀行経営が厳しさを増した 1997 年頃からであった。

株式の売却が一段と加速するきっかけは、2002 年に施行された「銀行等保有株式制限法」であった。これは、2004 年 9 月期までに銀行の保有する株式を中核自己資本（Tier1 キャピタル）以下とすることを求めるものであった。この法律の制定により、大手行を中心に保有株式を売却する必要が生じた。銀行等保有株式制限法は 2003 年にその達成期限が 2 年間延長され、2006 年 9 月期までとなったが、結果的には 2004 年 9 月期の段階で保有制限を達成した。しかし、銀行は保有株式の価格変動リスクをさらに小さくすることを目的に、保有制限達成後も保有株式の削減を続けた。

一方、銀行のような法的な株式保有制限のなかった保険会社や事業法人も、バブル経済崩壊に伴う株式市場の環境悪化により、株価低下が企業財務に与えるリスクを意識するようになった。そして、これに対応するためのバランスシートの健全化や、事業再構築（リストラクチャリング）に伴う損失を計上する中で株式の売却を進めた。しかし、事業法人は特に、取引関係の円滑の維持や、株主総会を意識し安定株主を重視していたこともあり、持ち合い解消を伴う売却はそれほど進まなかった。そのため、銀行が事業法人の株式の売却を行っても事業法人側では売却を行わず、持ち合いのバランスが崩れて、いわゆる「片持ち」と呼ばれる状況も見られるようになった。

以上の結果、1992 年度には 50.8%であった株式持ち合い比率は、2004 年度には 19.8%、2005 年度には 19.4%まで低下し、1949 年度を下回り過去最低水準となった。

3) 第 2 期持ち合い解消 (2009～2017 年頃)

持ち合いの解消は 2006～2008 年頃の一時的な「持ち合いの復活期」を経て再び持ち合い解消が進んだ。第 2 期の持ち合い解消期は 2009～2017 年頃である。持ち合い解消が再び始まる誘因となったのは、金融恐慌に端を発する株式市場の環境悪化に伴い、2008 年度に株式評価損を計上した企業が相次いだことである。持ち合い復活期には、株式を持ち合う理由として事業のシナジー効果が挙げられることがあったが、株式市場の環境悪化により、事業のシナジー効果よりも、保有株式の時価の変動に伴う財務への影響を投資家、企業とも強く意識するようになり、株式保有の必要性を改めて見直す動きが広がった。

これに加え、銀行の国際的な自己資本規制（バーゼルⅢ）や保険会社のソルベンシーマージン規制の改定により、金融機関経営の健全性を高めることが求められたため、リスク資産の一つである保有株式の売却を進めた。さらに、2010 年 3 月期決算の企業より始まった、有価証券報告書での株式保有状況の開示も持ち合い解消の誘因の一つとなった。保有株式に対する開示の拡充が行われることにより、投資家の保有株式に対する見方は一段と厳しくなり、企業に対し株式を保有することによる企業価値向上についての説明をこれまで以上に求める事になり、企業側でも保有株式の選別と圧縮の動きが進むようになったのである。

この結果、株式持ち合い比率は、2008 年度の 21.0%から 2017 年度は 14.1%に低下した。第 1 期持ち合い解消と比べると株式持ち合い比率の低下幅は小さかったが、これは、第 1 期の持ち合い解消で保有株式売却が既に進められていたためと考えられる。

第 1 期、第 2 期持ち合い解消期を経て株式持ち合いの解消が一定程度進んだ一方で、主要な取引関係や古くから継続している取引関係などを長期的に保有する、いわゆる「岩盤」と言われる持ち合いや政策保有株式が引き続き残った。そして、これらの株式売却や保有削減は難しく、見込みにくいという声も聞かれるようになった。

4) 第 3 期持ち合い解消 (2019 年頃～)

持ち合い解消の第 3 期は 2019 年頃から始まった。まず、2015 年制定のコーポレートガバナンス・コードが 2018 年に改訂され、その原則 1-4 において、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等を具体的に精査し、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、とされた。

そして、これに合わせ、2019 年 3 月期決算に関する有価証券報告書から、政策保有株式に関する開示が拡充されて、個別の政策保有株式に関する定量的な効果のより具

体的な説明や、政策投資と純投資に関する考え方の説明などが求められた。これに対応するため、企業は保有合理性に乏しい株式を選別して売却を一段と進めるようになったが、「政策保有株式を保有することは悪いことであり、縮減ありき」で考えているとの批判の声も一方で聞かれることもある⁶。

さらに、一段の保有株式削減を促すため、株式持ち合いの状況を議決権行使に反映させる動きも見られ始めた。これは、株式持ち合いを含む政策保有株式が一定の水準、例えば純資産の 20%以上保有している場合は会長や社長といった経営トップの取締役選任議案に反対するというものである。この考え方は、議決権行使助言会社のグラス・ルイス（2021 年）、ISS（2022 年）が自社の議決権行使助言方針に採用されるとともに、国内外の機関投資家の議決権行使基準にも取り入れられていった。

5) 政策保有に対する見方は厳しさを増し、持ち合い解消は継続

株式持ち合い比率は 2018 年度の 14.5%から、2022 年度末には 11.7%まで低下したが、第 3 期持ち合い解消は今後も継続することが見込まれる。

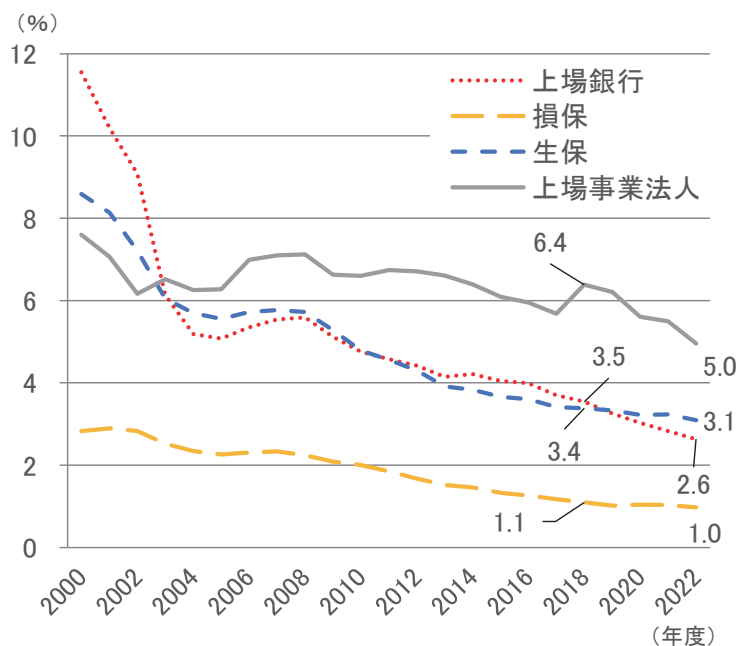
理由として挙げられるのは、まず、2023 年には損害保険会社の不祥事を契機に持ち合いの負の側面が改めて意識されたことから、株式持ち合い解消、政策保有株式の圧縮がさらに推し進めていく流れが強まり、保有株式を売却する動きが加速している。特に、損害保険会社は 2030 年度をめどに政策保有株式をゼロにするという目標を提示している。また、金融庁も 2024 年 8 月に公表した「金融行政方針」の中で、「政策保有株式の開示の適切性について有価証券報告書レビュー等で検証」、そして「政策保有株式に係る開示事項（株式の保有目的を政策保有目的から純投資目的に変更した際に必要な開示事項等）の追加等の検討」を挙げている。

このように、持ち合いや政策保有に対する見方は引き続き厳しい中、政策保有株式の中期的な削減目標を公表する企業も増えるとともに、これまで「岩盤」と言われた非常に強固な持ち合いや政策保有にメスを入れる動きが、事業法人などでも見られるようになってきた。

実際に、「株式持ち合い比率」を構成する保有主体別の株式保有比率を見ると、第 1 期、第 2 期持ち合い解消期ではそのペースが銀行や保険会社に比べ緩慢であった事業法人でも 2018 年度の 6.4%から 2022 年度には 5.0%に低下しており、第 3 期に入り保有株式圧縮のペースが上がっているように見える（図表 12）。

⁶ 2018 年度の株式持ち合い比率は 14.5%と、2017 年度に比べ 0.4 ポイント上昇した。これは、開示対象となる保有銘柄数が増えたことにより、有価証券報告書の開示や大株主データをもとに保有銘柄を積み上げて計算する株式持ち合い比率がテクニカルに上昇したためと考えられる。実際に、保有銘柄の開示拡充を調整すると、2018 年度の株式持ち合い比率は低下している。この点については西山賢吾「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 年秋号を参照。

図表 12 保有主体別の株式保有比率の推移



(注) 図表内の数字は2018年度と2022年度の各保有主体の保有比率
 (出所) 大株主データ(東洋経済新報社)、各社有価証券報告書より
 野村資本市場研究所作成

4. 「株式持ち合い比率」と「政策保有比率」との違い

ところで、図表 11 の「株式持ち合い比率」と、図表 6 の「政策保有比率」を見ると、例えば、2022年度の時点で「株式持ち合い比率」は11.7%なのに対し「政策保有比率」は31.5%と、20ポイントほどの違いがある。

両者の違いについて、まず株式持ち合い(比率)は、株式の保有主体を上場企業(と一部の非上場保険会社)とした上で、企業会計上「持分法適用」という一定の支配関係が想定されるような株式保有ではなくても、純投資家とは異なる動機で株式を保有することで、一定の影響力を保有先に持つ点に着目している。このため、株式持ち合い比率を計算するに当たっては、上場企業が20%以上保有している分については分母(時価総額)からも分子(株式持ち合い比率の対象となる保有主体の時価ベースでの保有金額)からも除外している。

これに対し、政策保有(比率)は保有主体として上場会社だけではなく、非上場企業やオーナー株主なども対象とし、持分法適用や親子上場の親会社や支配株主など、保有比率からも保有先企業に対し一定の影響を与えると考えられるものに注目している点が大きな違いである。

また、株式持ち合い比率の計算に当たっては、各社の有価証券報告書などの公表資料から株式保有を確認し、それらを積み上げて作成しているので、保有金額が相対的に小さく開示対象にならないものは把握できない。一方、政策保有比率は主に「株式分布状況調査」

の投資部門別保有比率を利用し、一部に各社の大株主からの積み上げを含む形にしており、基本的にデータの遺漏はないと考えられる。しかし、「株式分布状況調査」は個別企業別、あるいはセクター別のデータは公表されておらず、そうしたベースでの把握は出来ない。一方、株式持ち合い比率は前述のように個別のデータの積み上げであるので、全てではないものの個別企業やセクター別の状況把握が可能であるという違いがある（図表 13）。

図表 13 「株式持ち合い比率」と「政策保有比率」との違い

	持ち合い比率	政策保有比率
対象	上場企業を保有している他の上場企業（非上場の保険会社を含む）	上場企業を保有している全株主
20%以上の株式保有	除く	含む
集計方法	「株式分布状況調査」をベースに、各社が有価証券報告書で公表する大株主や政策保有株式の積み上げ	主に「株式分布状況調査」の投資部門（投資主体）別の保有比率を利用（一部各社の大株主からの積み上げを含む）
データの把握	大株主に関するデータは会社公表分の積み上げあるので非開示分は把握できない	基本的に漏れはない
個別企業・セクターベースでの把握	ベースデータを加工すれば可能（ただし、企業側の非開示分はカバーできない）	できない

（出所）野村資本市場研究所