

## わが国上場企業の株式持ち合い比率（2023年度）

—より戦略的な視点から保有株式のマネジメントが求められる—

西山 賢吾

### ■ 要 約 ■

1. 野村資本市場研究所で算出した2023年度の「株式持ち合い比率」は前年度比で低下し、5年連続で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、2022年度に続き最大の保有比率低下主体となった。
2. 2023年度は持ち合い解消、政策保有株式の売却が進む一方、株価の上昇で保有株式の保有金額が増加した。このため、保有株式の対自己資本比は2022年に比べ上昇した。特に、事業法人（非金融）に比べ総資産に対する自己資本の小さな金融業での上昇幅が大きかった。また、時価総額の相対的に小さい企業群や大きな企業群に比べ、それらの中間に位置している企業群において、保有株式の対時価総額比が高いという特徴が見られた。
3. 国際的に見れば政策保有が一定の存在感を持つ日本の株式保有構造が「特殊」というわけではなく、政策保有をゼロにすることは喫緊の課題とは言えないだろう。しかし、株式持ち合い、政策保有株式を取りまく環境を考慮すれば、日本で開始後10年が経過したコーポレートガバナンス改革が掲げる目標を達成するためにも、現在進行中の「第3期持ち合い解消」は今後も継続すると見込まれる。このような状況においては、企業価値向上の観点を踏まえ、これまでに増して保有か圧縮かといった政策保有株式のマネジメントを戦略的に行うことが企業に求められる。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

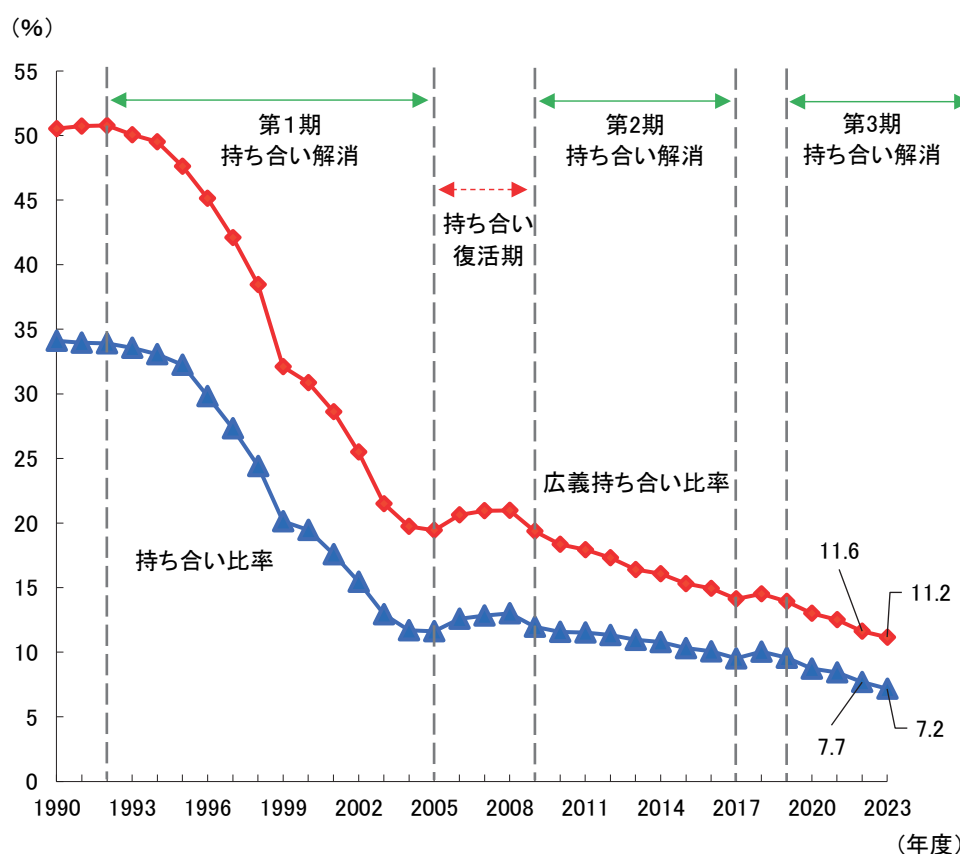
- ・ 西山賢吾「コーポレートガバナンス改革『来し方行く末』—改革に不可欠な『緊張感を孕んだ相互信頼関係』—」『野村サステナビリティクォーターリー』2024年秋号。
- ・ 西山賢吾「削減ペースが加速した政策保有株式—政策保有にも求められる『緊張感を孕んだ相互信頼関係』構築—」『野村サステナビリティクォーターリー』2024年夏号。

## I 前年に続き事業法人主体で低下した「株式持ち合い比率」

### 1. 「株式持ち合い比率」5年連続で過去最低水準を更新

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 2023 年度の「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 2022 年度に比べ 0.5 ポイント低下して 7.2% 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 0.4 ポイント低下して 11.2% となった。また持ち合い比率、広義持ち合い比率とも 2019 年度以降 5 年連続で過去最低を更新した（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

<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。

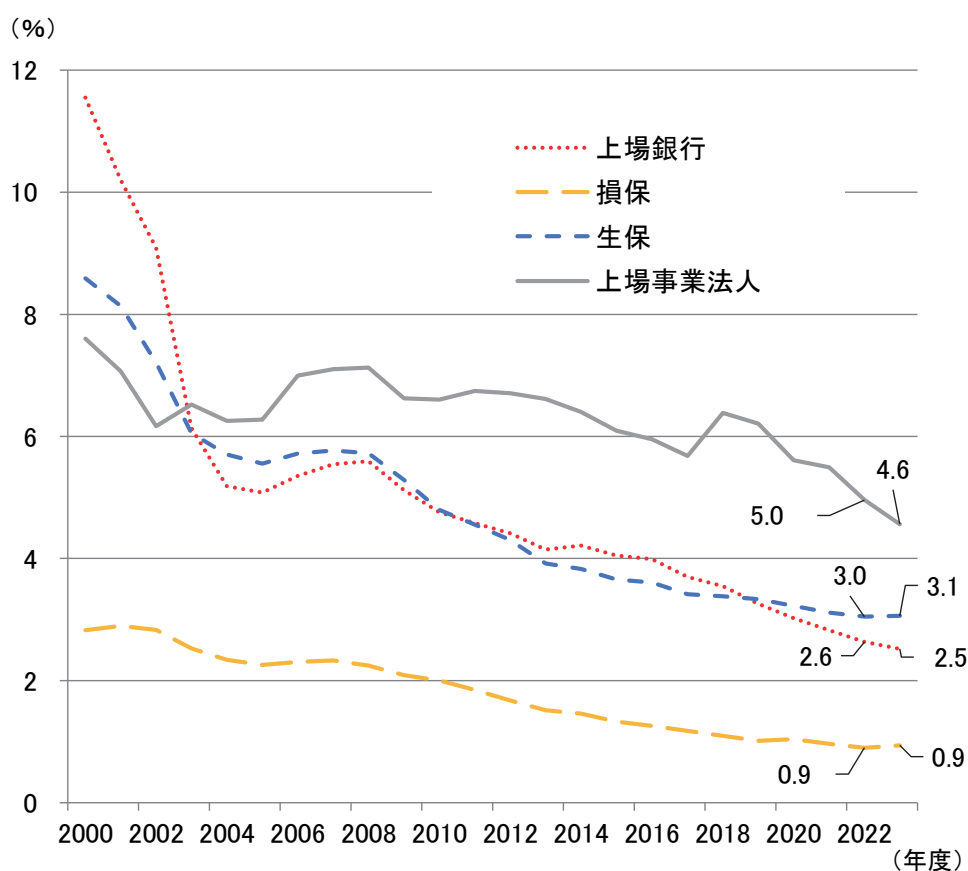
機関投資家の議決権行使において政策保有株式を過大に保有する企業の経営トップの取締役選任議案に反対することがほぼ定着した上に、一部企業の不祥事などあり、株式持ち合いに対する見方は一段と厳しくなっている。そうした中、株式持ち合いの解消が2023年度も継続して行われたことが分かる。

## 2. 上場事業法人が2年連続で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。2023年度は2022年度に比べ、生命保険会社では0.1ポイント上昇（3.0%→3.1%）、損害保険会社では横ばい（0.9%）であったが、上場銀行は0.1ポイントの低下（2.6%→2.5%）であった。

一方、2023年度において保有比率の低下幅が最も大きかったのは2022年度に続き上場事業法人であった。上場事業法人の保有比率は2022年度の5.0%から0.4ポイント低下して4.6%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

図表1に示したように、野村資本市場研究所では2019年度以降を持ち合い解消の第3期と考えている<sup>2</sup>が、ここでは上場事業法人の保有比率の低下幅が最も大きく（2018年度6.4%→2023年度4.6%）、同期においては持ち合い解消、政策保有株式圧縮の中心主体となっていることが分かる。

### 3. 業種別に見た保有株式の状況

ここでは、2021年度から2023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）別の保有株式状況をみる。本章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株式保有状況データを積み上げたものである。このため、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とは対象範囲、そして金額が異なることには留意が必要である。

#### 1) 保有株式の対自己資本比

図表3は、2021年度から2023年度までについて、政策保有株式の対自己資本比を示したものである。

全業種で見ると、2021年度は13.0%から2022年度は11.1%に低下したが、2023年度は12.1%に上昇した。2023年度に比率が上昇した要因としては、持ち合い解消や政策保有株式の圧縮が行われたものの、2023年度中の株価上昇により、時価ベースでの株式保有金額の増加幅が大きかったことが考えられる。

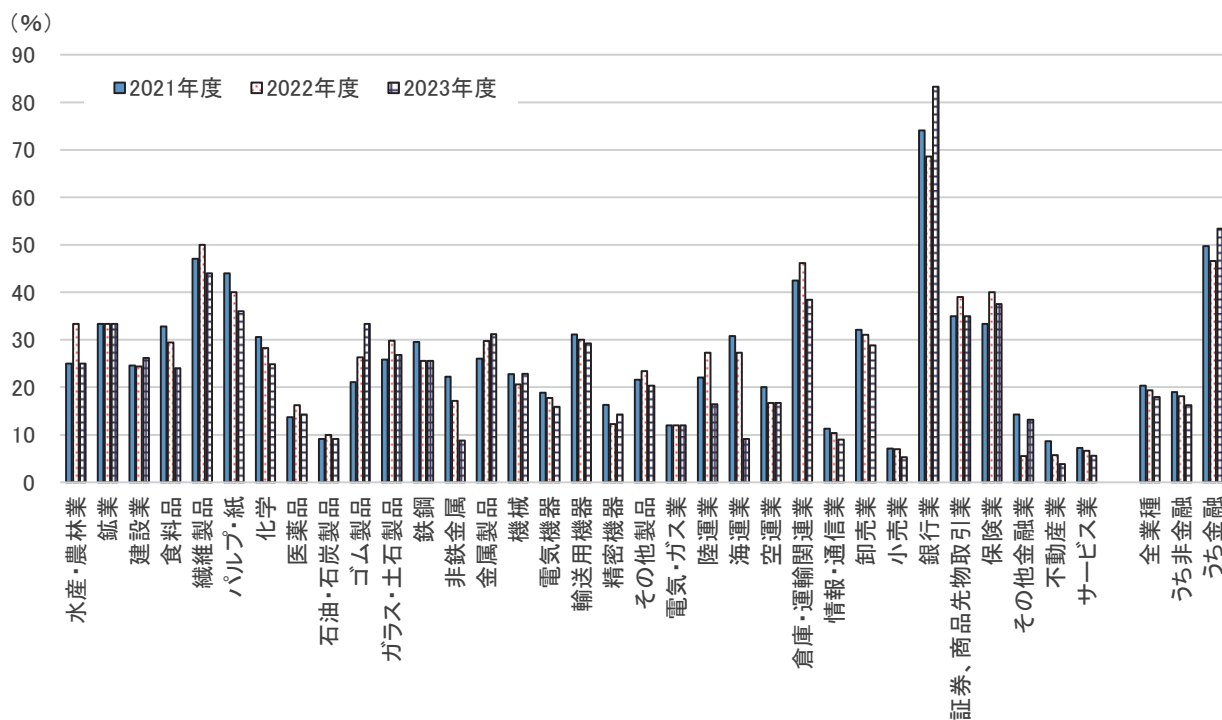
内訳をみると、非金融（事業法人）は2021年度の8.8%から2022年度は7.5%に低下したが、2023年度は7.9%へ上昇した。一方、金融は29.2%から26.9%へ低下した後、2023年度は30.8%に上昇した。非金融と金融で比較すると、金融の方が総資産対比で自己資本が少ない企業が多いことが、政策保有株式の対自己資本比で見た際に金融の方が非金融と比べて高くなる要因、及び2023年度の上昇幅が大きくなった要因と考えられる。

東証33業種分類別で見ると、2023年度において政策保有株式の対自己資本比が最も高いのは保険業（2021年度63.7%、2022年度55.6%、2023年度66.0%）、次いで高いのは銀行業（同25.4%、24.9%、27.8%）であった。一方、非金融では、最も高い業種は倉庫・運輸関連業（同21.0%、20.6%、21.1%）であり、輸送用機器（同15.8%、13.3%、16.3%）がこれに続いた。

<sup>2</sup> 詳細は西山賢吾「コーポレートガバナンス改革『来し方行く末』—改革に不可欠な『緊張感を孕んだ相互信頼関係』—」『野村サステナビリティクォーターリー』2024年秋号を参照。



図表4 業種別に見た保有株式の対自己資本比10%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

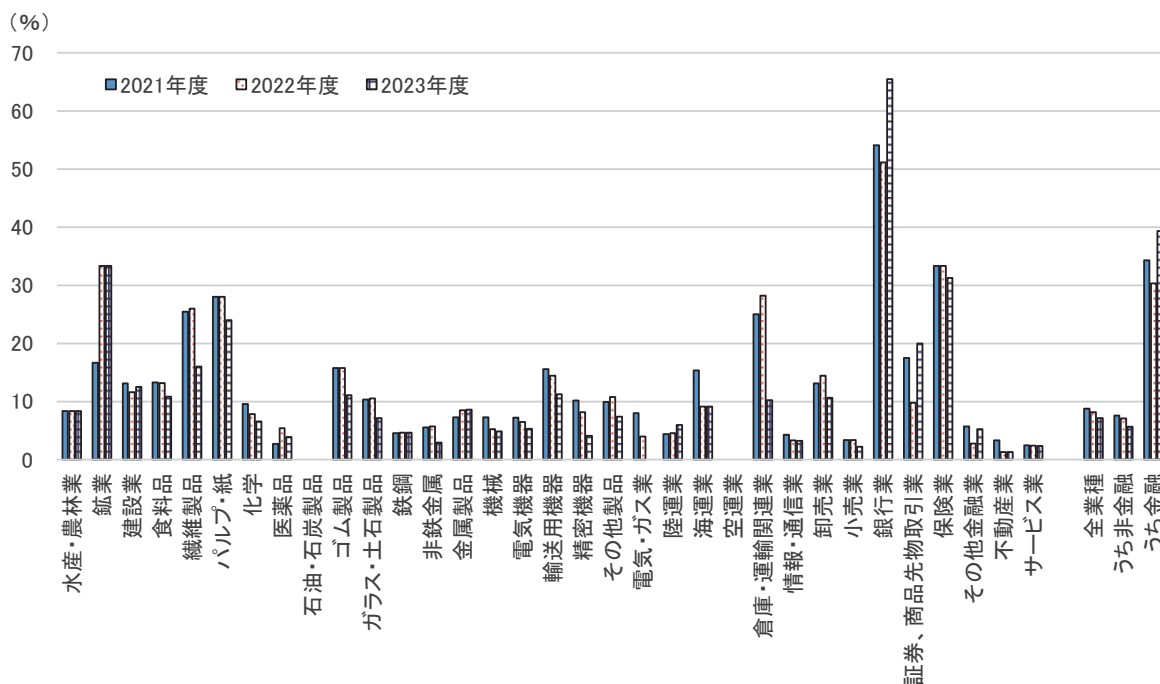
### 3) 業種別に見た保有株式対自己資本比20%以上の企業の割合

図表5は、2021年度から2023年度における業種別に見た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%、そして2023年度は7.2%に低下した。そのうち、非金融は7.6%から7.1%、そして2023年度は5.7%に低下した。一方、金融は2021年度の34.3%から2022年度は30.3%と低下したものの、2023年度は39.3%に上昇した。

2023年度について業種別にみると、最も該当する企業の割合が高いのは、金融では銀行業(65.5%)、非金融では鉱業(33.3%)であった。

図表5 業種別に見た保有株式の対自己資本比20%以上の企業の割合



(注) 対象は日本国内の全上場企業。

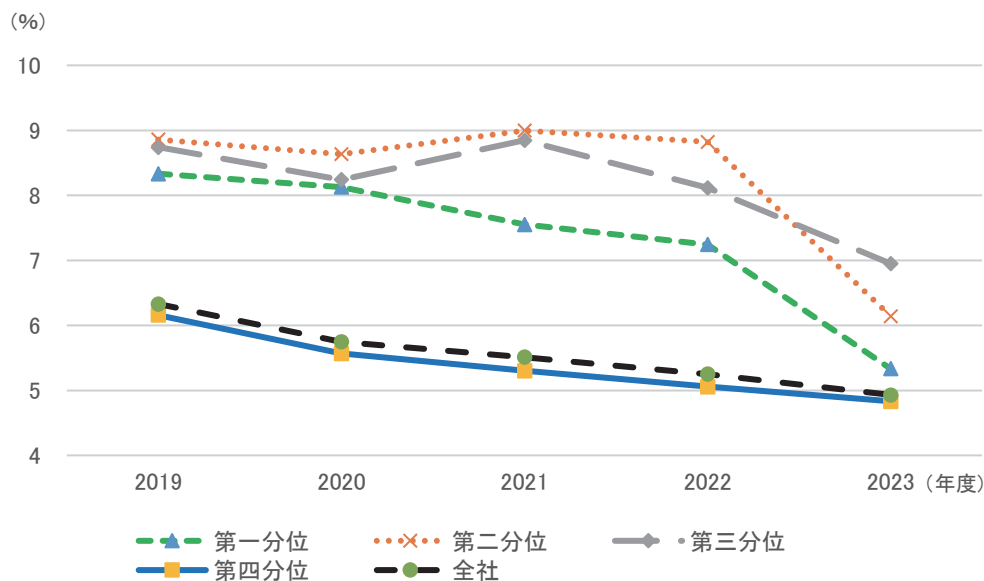
(出所) 大株主データ（東洋経済新報社）、各社有価証券報告書、及び株式分布状況調査（全国4証券取引所）より野村資本市場研究所作成

#### 4. 時価総額別にみた保有株式額対時価総額比（上場事業法人）

図表6は各年度の上場事業法人における時価総額の小さい方から、第1分位から第4分位まで4つに分け、それら企業群の株式保有金額対時価総額比について2019年度から2023年度まで5年間の推移をとったものである。これは、分母である時価総額から子会社、関連会社相当分を除いていない点では異なるものの、近似的に図表2に示した上場事業法人の保有比率を時価総額水準別に示すものということができる。

これをみると、2023年度では時価総額の最も大きい第4分位が最も低く、続いて第1分位、第2分位、第3分位となっている。2019年度から2022年度を見ても、第1、第4分位に比べ第2、第3分位の方が比率の高い傾向であることが分かる。すなわち、時価総額の相対的に小さい企業や大きい企業に比べ、中規模の企業の方が企業規模に比して保有する株式の額が多いと考えることができるであろう。

図表 6 時価総額別にみた保有株式額対時価総額比の推移（事業法人）



(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 「持ち合いゼロ」は喫緊の課題ではないが「第3期持ち合い解消」は継続する

### 1. 日本の株式保有構造は「特殊」とは言えない

図表7は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(2020年)である。この投資家属性の分類は、日本の証券取引所が算出している株式分布調査報告とは異なるが、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。

図表7をみると、株式保有構造は国際的に、①米国や英国などに見られる機関投資家主体、日本やフランス、ドイツ、オランダなど、機関投資家も相応に存在する一方、政策保有や持ち合いも一定割合存在、③中国や香港、韓国、インドなど、機関投資家比率がやや低い一方、政策保有に加え公的セクターが相応の存在感を持つ、④サウジアラビアのような公的セクター主体、の4種類に分けることができるであろう。

これをみると、国際的に見て、日本の株式保有構造は必ずしも特殊であるとは言えないことが分かる。「株式持ち合い、政策保有株式の存在に代表される日本の株式保有構造は特殊であるので、ゼロにすべき」との意見を聞くことがあるが、少なくとも本稿で示した国際比較の上で必要性が高くはなく、少なくとも「喫緊の課題」とは言えないと考える。

図表7 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）表1.1（13ページ）から株式時価総額1兆ドル以上の法域を野村資本市場研究所で抜粋の上作成

## 2. 企業価値の向上を意識した戦略的な保有株式が求められる

前節で述べたように日本の株式保有構造は国際的に見て必ずしも特殊とは言えないが、株式持ち合い、政策保有を取り巻く環境を考えると、2019年から始まった「第3期持ち合い解消」は今後も継続が見込まれる。

本稿で取り上げてきたように、持ち合い解消の第3期の特徴は、上場事業法人の株式保有比率の低下幅が金融機関に比べ大きいことである。政策保有株式を多く保有している企業に対して機関投資家を中心に経営トップの取締役選任議案に反対の姿勢を取るようになった。これに加え、コーポレートガバナンス・コードで「政策保有の合理性」や「資本コストを意識した経営」が要請されるようになり、一時は「岩盤」と言われた株式持ち合い解消や政策保有株式の圧縮が一段と進んでいる。

さらに、2023年には損害保険会社の不祥事を契機に、株式持ち合い、政策保有の負の側面が改めて意識されたことから、金融機関でも持ち合い、政策保有株式の圧縮がまた進む確度が高まってきた。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。

一方、金融庁は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」を挙げており、いわゆる「政策保有株式削減ウォッシュ<sup>3</sup>」が発生しないような対策を取る方向である。こうしたことも第3期持ち合い解消が継続する要因になると考えられる。

日本でコーポレートガバナンス改革がスタートして10年が経過した。ここまで一定の成果は見られているが、国際的にみてROE（自己資本利益率）の水準が依然として低いことや企業の保有現預金の増加が続いている。すなわち、収益性や資本効率性を高めて国際競争力を高め、企業の稼得した利益（≒キャッシュ）を設備投資や人的資本投資、研究開発など次の成長につなげる投資に回すというコーポレートガバナンス改革の「本質的」な課題はまだ解決に至っていない<sup>4</sup>。

このような状況を考慮すると、企業価値向上の観点から企業はこれまでより戦略的に株式保有を圧縮するかどうかを検討することが求められる。すなわち、株式持ち合いや政策保有の意義や合理性を不断に検討し、自社の経営戦略、企業価値向上の観点から必要性の薄れたものについては売却を行い、売却により得た資金を企業価値の向上に戦略的に活用する。一方、保有合理性のあるものは、その事を投資家等の利害関係者に対し丁寧に説明するとともに、保有先企業の企業価値向上に資するよう、株主としての監督機能を発揮する必要が従来に増して求められるのである。

<sup>3</sup> 「純投資目的以外の投資株式」を「純投資目的」に変更して政策保有株式の削減を進めるように見せかけて、実態は現状から変化しないばかりか、個別銘柄の株式保有状況などの開示も後退してしまうこと。

<sup>4</sup> 西山賢吾「コーポレートガバナンス改革『来し方行く末』－改革に不可欠な『緊張感を孕んだ相互信頼関係』－」『野村サステナビリティクォーターリー』2024年秋号を参照。