

注目される政策保有株式の削減

- I. はじめに
- II. 株式持合いへの批判と形成の経緯
- III. 政策保有株式が多い企業の特徴・属性
- IV. 政策保有株式の現状と削減の取組み
- V. 終わりに

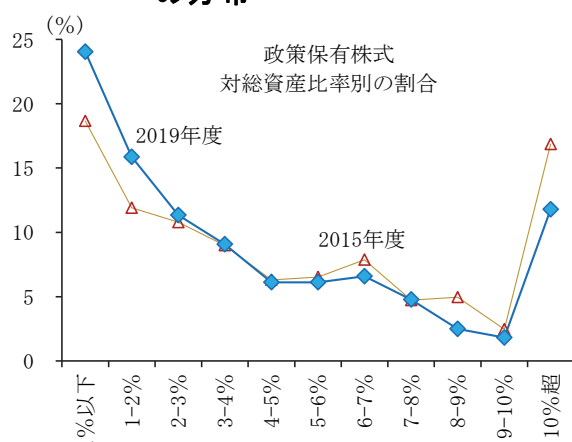
海外アセットマネジメント事業部 芳賀沼 千里

I. はじめに

政策保有株式の関心が再び高まっている。金融庁のコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議で主要テーマとして取り上げられると共に、政策保有株式を経営トップの取締役選任議案に反映させる動きが大手機関投資家や議決権行使助言会社に広がっている。また、東京証券取引所の市場区分見直しと歩調を合わせる TOPIX の見直しにおいて、政策保有株式が固定株と認定される見通しである。将来、政策保有株主の割合が多い企業は TOPIX に採用されず、パッシブ運用での投資対象に含まれない可能性も出てこよう。

上場会社の政策保有株式は削減傾向にあるが、依然として大きい。TOPIX500 を構成する企業(除く金融)で見ると、政策保有株式が総資産に占める比率が 2.9%、保有銘柄数では 61 社である(2019 年度、中央値、図表 1、2)。今回のレポートでは、株式持合いが形成された経緯を俯瞰した後、政策保有株式比率の高い企業は収益性が低いことを確認し、その要因として株主価値に対する経営者の意識や事業戦略の適切な見直しに関係している可能性があることを指摘したい。(政策保有株式は純投資目的以外の目的で保有する株式であり、株式持合い以外のものも含まれるが、今回のレポートでは基本的に同じであると想定して議論を進める。)

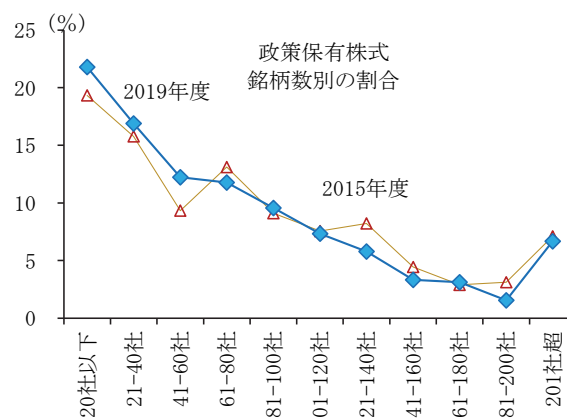
図表 1： 政策保有株式の対総資産比率の分布



注：対象は TOPIX500 の構成企業(除く金融)。2015 年度と 2019 年度の政策保有株式の対総資産比率別の企業の割合を表示。

出所：Quick Workstation より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 2： 政策保有株式銘柄数の分布



注：対象は TOPIX500 の構成企業(除く金融)。2015 年度と 2019 年度の政策保有株式の銘柄数別の企業の割合を表示。

出所：Quick Workstation より三菱 UFJ 信託銀行作成

II. 株式持合いへの批判と形成の経緯

1. 株式持合いへの批判：議決権の機能不全、資産効率の低下

政策保有株式には海外投資家を中心として機関投資家に極めて厳しい評価が多い。その理由は、まず、議決権が十分に機能しないリスクである。政策保有の株主は事業・取引関係を優先するため、現経営陣を支持し、コーポレートガバナンスなどを重視して議決権を行使しないことが想定される。仮に社外取締役の選任や株主還元姿勢に問題があるとしても、自社との取引を維持する目的から、経営責任を曖昧にしたまま現経営陣の取締役選任議案に賛成する虞がある。

次に、資産効率が低下するリスクがある。政策保有株式を保有する企業のコーポレートガバナンス報告書をみると、政策保有株式に関して、中長期的な企業価値向上のために保有企業との協力関係が重要であると言及する一方、想定する収益性や投資リターンなどの具体的な基準が示されることは極めて少ない。政策保有株式の妥当性は財務指標や株価動向だけで判断できないとしても、保有銘柄数が 100 社を超える企業も散見されたため、保有する企業が被保有企業の事業戦略の妥当性や中長期的な収益見通しを評価する負担は小さくない。自社の資本コストに見合わない銘柄を保有している可能性は看過できない。政策保有株式は少数株主の利益に反するリスクがあり、買収防衛策の役割を果していると批判される。

例外的かもしれないが、政策保有株式が有効な手段となるケースもあり得よう。例えば、日本製鉄の場合、2012 年 4 月の新日本製鐵と住友金属工業の合併最終合意に先駆けて、2005 年と 2007 年に両社と神戸製鋼所は連携深化・拡大のために追加の相互株式取得を行っ

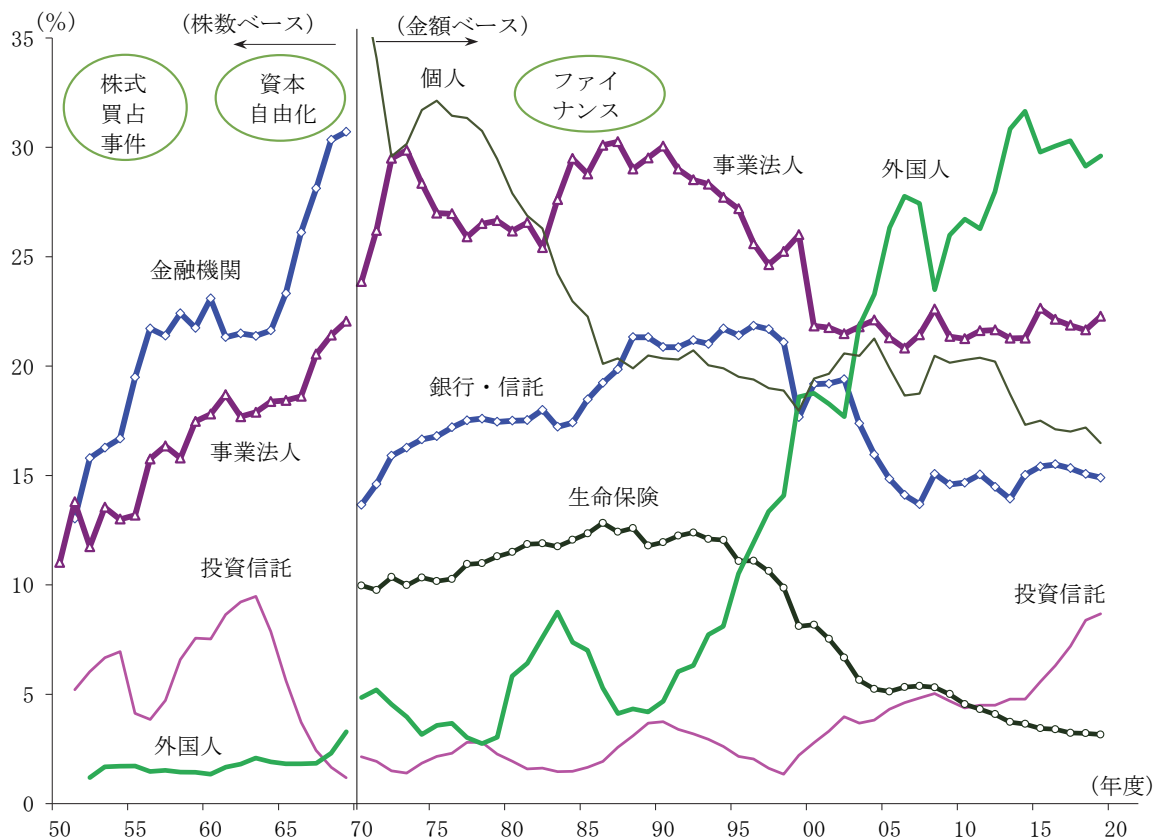
た。デューデリジェンスや統合作業などの難しさを踏まえると、経営統合を進める過程で政策保有株式を持つことは一つの選択肢であるだろう。

2. 株式持合い形成の歴史的な経緯

歴史的な経緯を踏まえると、政策保有株式には買収防衛策や株価対策的な意味合いがあったといえる。戦後、財閥解体などから株式が従業員など個人を中心に売却されて、株式所有が分散化したため、陽和不動産と関東不動産(1952年)や大正海上(1951年)などの株式買い占め事件が起こり、企業経営の安定性が揺さぶられた。この環境下、独占禁止法の改正(1949年、1953年)、朝鮮戦争後の景気後退(1953～54年)と経営悪化が重なったため、1950年代後半に銀行を中心とする株式持合いが進んだ。

この時期、事業会社は財務体質が弱いため、資金的な余裕がない一方、銀行は発行株式数の5%まで事業会社の株式所有を認められており、その旺盛な資金需要を取り込みたいと考えていた。この状況下、銀行を中心とする株式保有が進み、メインバンク制度の基礎ができたといえる。株式分布状況調査をみると、金融機関と事業会社の株式保有比率は1954年度末の各々16.7%、13.0%から1960年度末に23.1%、17.8%に上昇した(図表3)。

図表3：主体別株式保有の推移



注：各主体の保有比率は1969年度までが株数ベース、1970年度以降が金額ベース。

出所：東京証券取引所の資料より三菱UFJ信託銀行作成

その後、1960年代後半には資本自由化への危機感を背景として株式持合いが進んだ。日本は1964年のOECD加盟により資本自由化の促進を求められ、対内直接投資の増加と外国資本による買収が危惧された。日本共同証券と日本証券保有組合の証券不況時の買い入れによる保有株式がこの時期に放出され、企業に安定株主を求める動きが広がった。銀行を中心とする企業集団に加え、自動車業界などを中心に事業会社間の株式保有が進展した。金融機関と事業会社の株式保有比率は1964年度末の各々21.6%、18.4%から1969年度末に各々30.7%、22.0%に上昇した。

更に、1980年代後半はエクイティファイナンスの急増により株式持合いが強まった。証券会社はエクイティファイナンスに際して、しばしば安定株主対策や株価対策の助言を行った。上場企業が収益と財務体質を改善させた結果、金融機関は企業向け融資が伸び悩んでいたため、事業会社の株式保有の要請に前向きに応じた。銀行・信託銀行の株式保有比率は1986年度末の17.4%から1989年度末に21.3%に上昇した。

1990年代に入ると、株価が大きく下落して政策保有株式のマイナス面が意識されるようになった。銀行は決算対策として取得原価の低い保有株式を益出しに利用し、簿価が上昇したため、株価下落により含み損を抱えることになった。政策保有株式は財務体質悪化の視点から問題視され、不良債権問題の顕在化を背景に、金融機関は株式保有の削減を強いられた。ただし、コーポレートガバナンスの視点から政策保有株式が議論されたことは少なかった。

日本では多くの企業が1970年代まで過少資本の状態にあり、メインバンク制度といわれた間接金融主体のコーポレートガバナンスが機能していた。この制度は債権者が中心的な役割を果たしたため、議決権行使よりも債権者へのタイムリーな情報提供、資産効率よりも経営破綻リスクの抑制が重要であった。政策保有株式にはメインバンク制度を補完する役割があったと位置づけられる。しかし、1980年代後半以降、上場企業の財務体質改善、資本市場の発達、事業活動のグローバル化などを背景に、メインバンク制度が十分に機能しなくなり、市場型コーポレートガバナンスが求められるようになった。この環境下、政策保有株式には弊害が大きくなったといえよう。

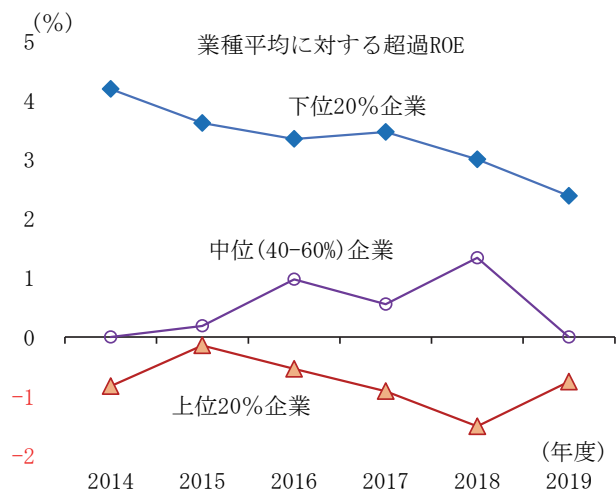
Ⅲ. 政策保有株式が多い企業の特徴・属性

1. 財務面の特徴：ROE、売上高当期利益率

実際に政策保有株式は財務指標などに影響しているのだろうか。両者の関係をみると、過去数年間、政策保有株式の多い企業は相対的に収益性が低い。TOPIX500企業(除く金融)を対象として、政策保有株式金額の対総資産比率で企業数を等しく5分位のグループを作成すると、同比率の上位20%グループは業種調整後(TOPIX17業種に基づく)のROEが他のグループを下回る傾向がある。新型コロナ感染拡大の影響の可能性に注意を要するが、2019年度では全体の中央値を0.8%下回った。逆に、同比率の下位20%グループは業種調整後ROEが高く、2019年度に全体を2.4%上回った(図表4)。全グループをみると、業種調整

後 ROE は政策保有株式比率の上位 60%までの 3 グループが平均並みか、平均を小幅に下回り、下位 20%グループが明確に上回っている。同様の傾向は政策保有株式の銘柄数で作成した 5 分位のグループでも確認できる (図表 4、図表 5)。

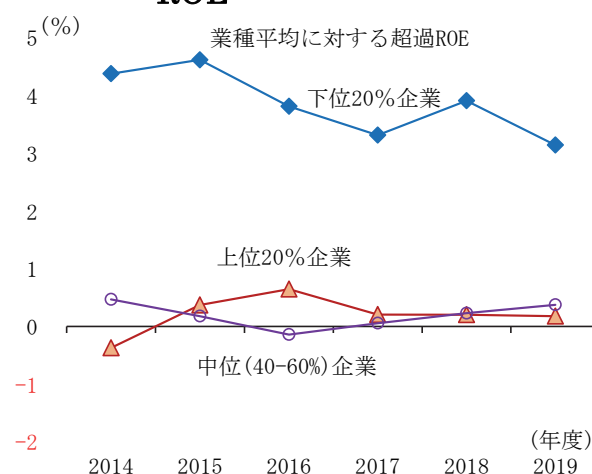
図表 4：政策保有株式比率別の超過 ROE



注：対象は TOPIX500(除く金融)。政策保有株式の対総資産比率で企業数を等しく 5 分位に分け、当該企業の ROE の属する業種平均との差を算出して各グループの中央値を表示。業種は東証 17 業種に基づく。第 2 分位と第 4 分位の値は表示していない (以下のチャートも同じ)。

出所：Quick Workstation より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 5：政策保有株式銘柄数別の超過 ROE



注：対象は TOPIX500(除く金融)。政策保有株式の銘柄数で企業数を等しく 5 分位に分け、当該企業の ROE の属する業種平均との差を算出して各グループの中央値を表示。業種は東証 17 業種に基づく。

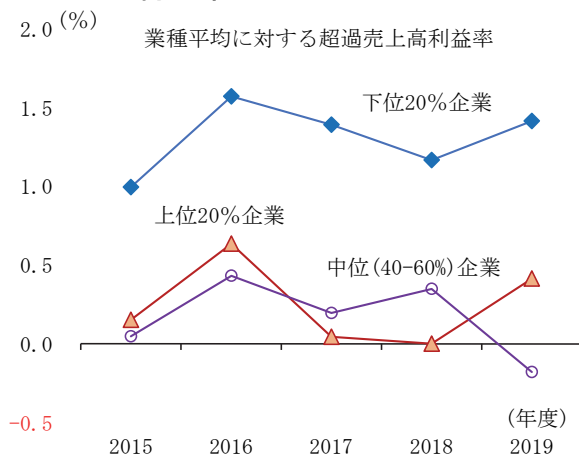
出所：Quick Workstation より三菱 UFJ 信託銀行作成

ROE の構成要素(売上高当期利益率、総資産回転率、財務レバレッジ)のうち、大きな差が生じる要因は売上高当期利益率(以下、売上高利益率)である。業種調整後の売上高利益率は、政策保有株式比率の上位 60%までの 3 グループが概ね平均並みであり、下位 20%グループが高い水準を維持している。2019 年度でみると、上位 20%グループが全体を 0.4% 上回り、下位 20%企業が 1.4% 上回った(図表 6)。政策保有株式の多い企業は事業の収益性がほぼ平均並みである一方、少ない企業は収益性が相対的に高い。この傾向は銘柄数でも確認できる。

財務体質については、政策保有株式を対総資産比率でみる場合と、銘柄数でみる場合で違いがある。政策保有株式比率(対総資産)の上位 20%グループは、業種調整後の現預金比率が全体を小幅に下回るが、業種調整後の自己資本比率は 2019 年度に全体を 4.0% 上回る(図表 7)。銘柄数は多くなくとも、保有金額の対総資産比率が高い企業には、固定資産や有価証券の多い企業が含まれており、財務戦略が保守的であるとみられる。また、保有銘柄数で分類すると、上位 20%グループは業種調整後の自己資本比率と現預金比率が共に全体を下回る。保有金額は大きくないが、銘柄数の多い企業は財務体質の弱い企業が相対的に多いとみられる。

一方、政策保有株式が少ない企業は財務体質が強い傾向がある。政策保有株式比率(対総資産)の下位 20%グループは業種調整後の自己資本比率が平均並みであり、現預金比率が全体を上回る(図表7)。保有銘柄数の下位 20%グループは自己資本比率と現預金比率が共に全体を大きく上回る。事業の収益性が高く、内部留保が厚い企業が多いとみられ、資本政策の視点に立つと、過剰な現預金を保有して有効に活用していないなどの課題を抱えるケースがあるかもしれない。

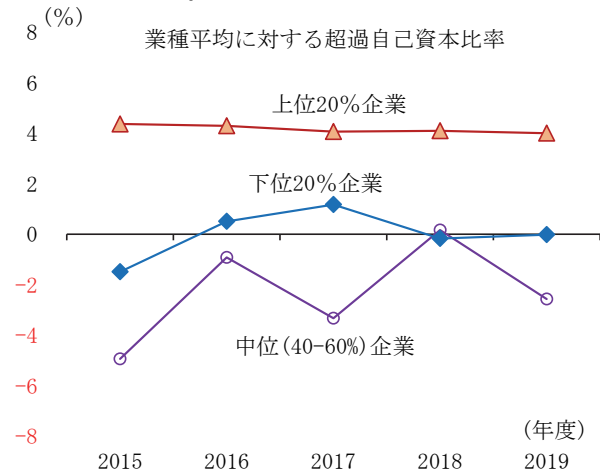
図表 6： 政策保有株式比率別の売上高利益率



注：対象は TOPIX500(除く金融)。政策保有株式の対総資産比率で企業数を等しく5分位に分け、売上高当期利益率につき当該企業の属する業種平均との差を算出して各グループの中央値を表示。業種は東証17業種。

出所：Quick Workstation より三菱UFJ信託銀行作成

図表 7： 政策保有株式比率別の自己資本比率



注：対象は TOPIX500(除く金融)。政策保有株式の対総資産比率で企業数を等しく5分位に分け、自己資本比率につき当該企業の属する業種平均との差を算出して各グループの中央値を表示。業種は東証17業種。

出所：Quick Workstation より三菱UFJ信託銀行作成

政策保有株式の多い企業と少ない企業を比べると、財務体質よりも事業の収益性に違いが大きいといえる。政策保有株式が多い企業は財務レバレッジが低いとは限らないが、収益性の低い事業を有するため、収益性が低いと考えられる。一方、政策保有株式が少ない企業は、財務レバレッジは高くないが、売上高利益率の高い事業に支えられて高 ROE を維持しているとみられる。この点を踏まえると、政策保有株式の議論を資本政策の効率化の視点だけで行うことは正しくないかもしれない。

2. 企業の属性：社歴、役員持株比率、事業の集中度

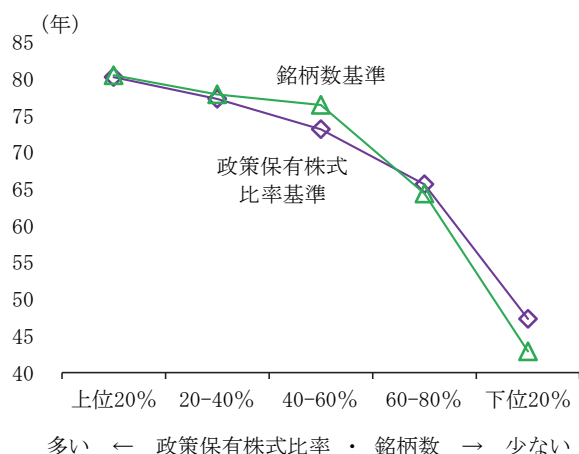
次に、政策保有株式と非財務データとの関係を見ると、幾つかの特徴がある。まず、政策保有株式の対総資産比率が高い企業は社歴が長く、社長が相対的に高齢である。同比率の上位 20%企業は社歴と社長の年齢が平均で各々81.0年、63.0歳であり、下位 20%企業は各々48.7年、57.9歳である(図表8)。社歴の長い会社は事業を展開する過程で多くの企業と関

係を持つので、その一部の企業と資本提携を行うことになるならば、結果的に政策保有株式が多くなることは自然であろう。一方、同比率の下位 20%企業は明らかに社歴が短く、社長の年齢が若い。社歴と社長の年齢だけでは判断できないが、事業が成長ステージにある企業や経営体質が新しい企業は相対的に政策保有株式が少ないとみられる。

次に、政策保有株式比率が高い企業は売上額が最も大きい事業(トップ事業)の構成比が低く、同比率が低い企業はトップ事業の構成比が高い。同比率の上位 20%企業はトップ事業の構成比が 58.3%、下位 20%企業は 62.6%である(中央値、図表 9)。事業セグメントの分類基準が企業で異なるため、このデータの限界はあるが、政策保有株式が多い企業は事業の多角化が進み、収益性の低い事業も続けている傾向があるとみられる。社歴が長い企業は経済構造の変化に伴って事業が多角化する傾向があるが、経営者が資本コストを意識していれば、収益性の低い事業については戦略の見直しを行うべきである。見直しをしっかりとっていないため、高収益の事業を有していても、企業全体として収益性が低くなると考えられる。

また、政策保有株式比率の高い上位 60%までの企業は総じて役員持株比率が低い。一方、下位 20%企業は役員持株比率が 3.93%と(平均値)、全体の平均(1.52%)を明確に上回る。役員持株比率が高い企業はオーナー経営者の企業やファミリー企業が多く、これらの企業は政策保有株式に慎重であるとみられる。

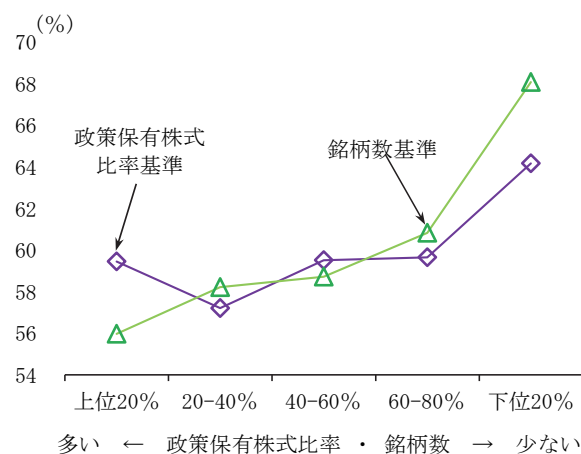
図表 8： 政策保有株式比率と銘柄数別の社歴



注：対象は TOPIX500(除く金融)。政策保有株式の対総資産比率と銘柄数で企業数を等しく 5 分位に分け、各グループの外国人持ち株比率の平均値を算出。社歴は実質上設立年に基づく。データは 2019 年度。

出所：Quick Workstation より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 9： 政策保有株式比率と銘柄数別のトップ事業の構成比



注：対象は TOPIX500(除く金融)。政策保有株式の対総資産比率と銘柄数で企業数を等しく 5 分位に分け、グループ毎に売上高が最も大きい事業の構成比の平均値を算出。売上高セグメント情報が入手できない企業は除外。データは 2019 年度。

出所：Quick Workstation より三菱 UFJ 信託銀行作成

以上の特徴を踏まえると、政策保有株式は資本政策だけでなく、事業戦略と相関があるとみられる。その意義を検討しないまま政策保有株式を保有し続ける企業は、資本コストや株主価値に対する経営者の意識が希薄であり、低採算事業やその戦略を適切に見直していないリスクがある。誤解を恐れずにいえば、資本市場の規律が働いていないため、収益性が低くなっている側面があると考えられる。

早稲田大学の宮島英昭教授と慶應義塾大学の齋藤卓爾准教授の分析(「アベノミクス下の企業統治改革：二つのコードは何をもたらしたのか」)によると、政策保有株式の対総資産比率で上位4分の1の企業は下位4分の1の企業に比べて、ROAやトービンのQが低いだけでなく、研究開発費の対売上高比率や資本的支出の対有形固定資産比率が有意に低い。同論文は「政策保有比率の高い企業は、資本効率が低く、積極的な投資、リスクの高い投資を避けるという意味で、経営者が安逸な生活の享受(quiet life)に陥っている傾向が強い」と指摘している。

一橋大学の円谷昭一准教授の分析によると、政策保有株式比率の高い企業は利益率が有意に低いと共に、利益率の変動性や売上・資産の成長性にも優位性がない(円谷昭一「政策保有株式の実証分析」2020年)。株式持合いを行う企業は収益性を犠牲にしても業績安定を重視しているという見方を否定している。株式持合いの多い企業は経営者が平穏な生活(Quiet Life)を求めてリスクを取っていない可能性がある」と指摘している。

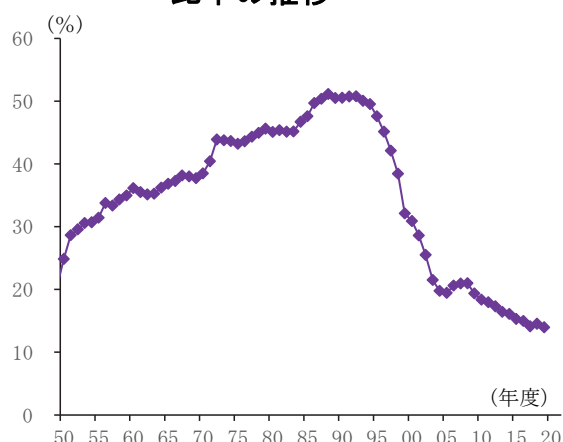
IV. 政策保有株式の現状と縮減の取組み

上場企業の株式持合い比率は、金融機関の保有株式売却により1990年代後半から2000年代前半に大幅に低下した後、2000年代後半にやや上昇したが、2009年度以降、再び低下傾向にある。2019年度末の株式持ち合い比率は14.0%となった(図表10)。多くの日本企業は政策保有株式への批判を無視している訳ではなく、徐々に縮減を進めているといえる。国内外機関投資家の議決権行使の姿勢、TOPIX見直しなどを踏まえると、今後、政策保有株式の縮減は加速する可能性があるだろう。

ただし、この縮減の動きについては企業間の格差が大きい。TOPIX500銘柄(除く金融442社)を対象とすると、政策保有株式の銘柄数は中央値で2015年度の70銘柄、2017年度に64銘柄、2019年度には61銘柄に減少した。2017年度から2019年度の増減をみると、保有銘柄数を減らした企業が315社(構成比：71.6%)、増やした企業が71社(同：16.1%)である(図表11)。銘柄数を10%超減らした企業は135社になる(同：30.7%)。

政策保有株式の対総資産比率の推移をみてみると、株価の影響もあるが、2015年度、2017年度、2019年度に各々3.92%、4.17%、2.89%である。参考としてTOPIXの水準が比較的近い2015年度末と2019年度末を比べると、政策保有株式の対総資産比率が減少した企業が287社(構成比：65.7%)、増加した企業が150社(同：34.3%)である。

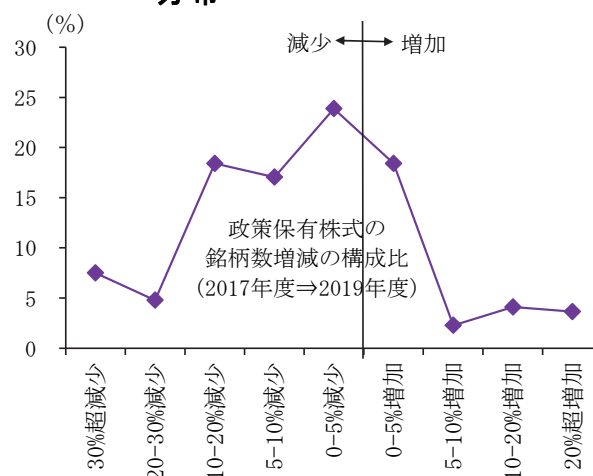
図表 10: 上場企業の株式持ち合い比率の推移



注：株式持ち合い比率は、上場企業と非上場の生命保険会社が保有する、他の上場企業株式(時価ベース)の時価総額の市場全体に対する比率(ただし、子会社、関連会社株式を除く)。

出所：野村資本市場研究所の資料より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 11: 政策保有株式の銘柄数増減の分布



注：対象は TOPIX500(除く金融)。2017 年度末と 2019 年度末の政策保有株式の銘柄数の増減率を表示。同数であった企業は「0-5%増加」に含めた。

出所：Quick Workstation より三菱 UFJ 信託銀行作成

V. 終わりに

日本におけるコーポレートガバナンス改革はコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの導入以降、政府主導で進められてきた側面があり、複数の独立社外取締役の選任など一定の成果を上げたといえる。現在、コーポレートガバナンスを更に改善させるためには、形式的な要件に加え、企業の特性を踏まえた実効性のある取組みが不可欠であろう。

この視点に立つと、企業と株主・投資家にとって、政策保有株式に係る縮減の取組みはコーポレートガバナンスの改善に向けた重要な試金石となろう。政策保有株式の縮減傾向は今後も続こうが、その取組みは企業間で格差が拡大している。政策保有株式は財務体質だけでなく事業の収益性とも関係があり、事業戦略を含めて経営者の株主価値への姿勢が影響しているとみられる。株主・投資家は資本効率の論点だけでなく、事業戦略を含めて企業と議論する必要があり、コーポレートガバナンスの改善と企業価値向上を考えると、企業に対する深い理解に基づいたエンゲージメントが求められているだろう。

(2021年2月26日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・奥村宏 [2005] 『最新版法人資本主義の構造』、岩波書店
- ・円谷昭一 [2020] 『政策保有株式の実証分析 失われる株式持合いの経済的効果』、日本経済新聞
- ・増尾賢一 [2009] 「日本の株式所有の歴史的構造」、中央学院大学商経論叢
- ・宮島英昭・齋藤卓爾 [2019] 「アベノミクス下の企業統治改革：二つのコードは何をもたらしたのか」、独立行政法人経済産業研究所

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）