

株式持ち合いの解消と企業価値

2024年7月9日

👉 お伝えしたいポイント

- ・高度成長期に形成された株式持ち合いは、今や経営規律の低下を招く批判的
- ・最近ではトヨタグループや損保業界などで、持ち合い株式解消の動きが加速している
- ・企業価値向上を意識した自発的な持ち合い株式解消の取組みに加えて、株主・投資家による後押しや政府によるサポートが期待される

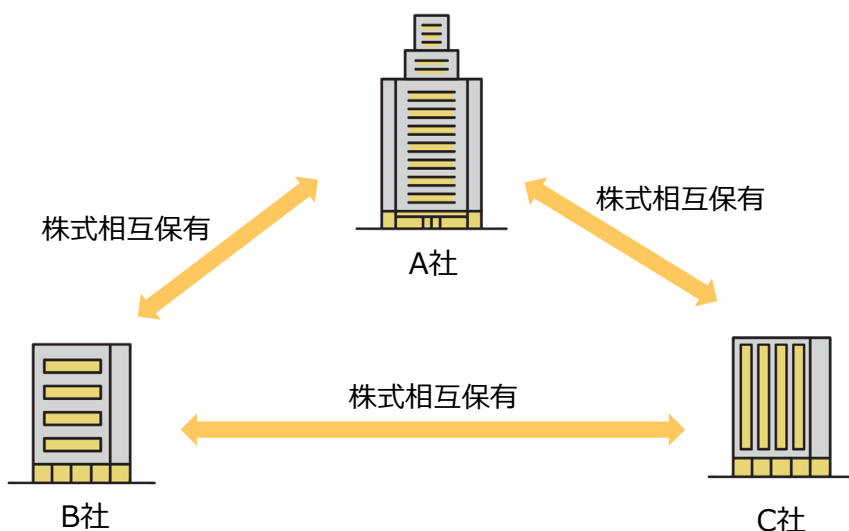
株式持ち合いの背景と、現在その解消が求められる理由

日本企業は、戦後の財閥解体に伴う放出株の受け皿確保や、外資自由化に伴う買収の脅威からの防衛などのため、1950年代から80年代にかけて取引先や金融機関などとの企業間の株式持ち合いが進んだ。お互いに株式を保有し合うことで相手の経営には口出しせず、経営を安定化させることができた（こうした相互持ち合いの目的などで会社が政策的に保有する株式を政策保有株式という）。

しかし高度成長期が終わると、株式持ち合いによる経営安定化のメリットは薄れ、むしろ海外企業と比べた時の収益性の低さの一因であることや、経営規律の低下といったコーポレートガバナンス上の問題として取り上げられるようになった。

その後、バブル崩壊や金融不況を経て金融機関による保有は減少したが、事業会社間の保有はほとんど減っていない。しかし、保有株式を売却して資金を成長投資に振り向けたり、自ら経営の規律を正す姿勢を打ち出すといった前向きな企業姿勢の変化から、東証の市場再編への対応や機関投資家の議決権行使基準への対応など受動的な取り組みなど様々な動機により、企業の株式持ち合いの解消が進みつつある。

■ 株式持ち合いのイメージ図



(出所) 大和アセットマネジメント作成

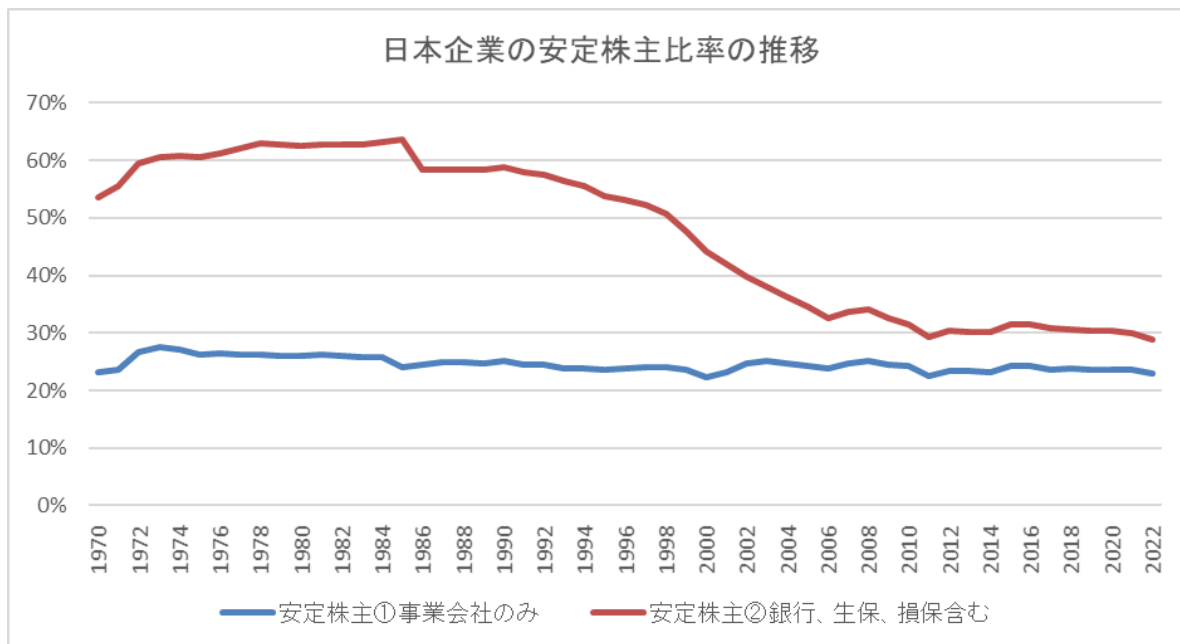
複数企業間で相互に株式を持ち合うことで、経営に口出ししない安定株主の比率が高まる

中長期目線で腰を据えて経営できる一方、株主による経営監督機能は低下する

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management

日本の上場企業における安定株主の持株比率の推移



(出所) 東京証券取引所のデータを基に大和アセットマネジメント作成

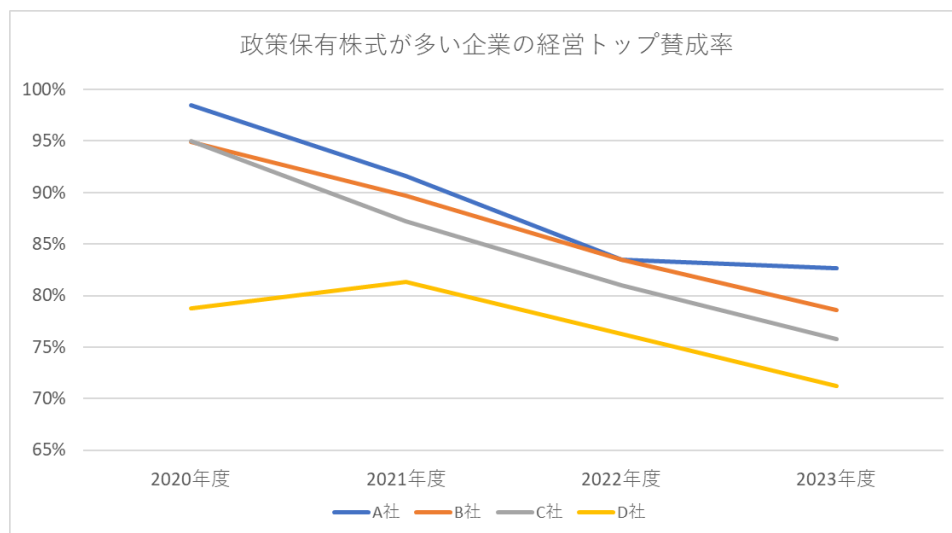
金融機関を含む広義の安定株主は、バブル経済の崩壊や金融不況を経て、持株比率が減少してきた

ただ事業会社に限れば1970年以降持株比率は若干の減少にとどまっており、持ち合い解消は道半ばであることが窺える

株主総会における経営トップの賛成率への影響

また株主からは、機関投資家を中心に政策保有株式の保有比率が高い企業の経営トップに対して、株主総会で反対するという形でのプレッシャーも強まっている。

特に政策保有株式の保有比率が高い企業のトップの株主総会賛成率は年々低下傾向にあり、持ち合い株式の解消を進めなければ株主総会で否決される恐れがあるという危機感を持つ企業が増えている。



(出所) 各社開示資料を基に大和アセットマネジメント作成

株式持ち合いが企業業績に与える影響は？

株式持ち合いを行う理由として、安定的な取引関係の維持・拡大を挙げる企業が多い。しかし、その株式を保有し続けることで、その金額に見合った価値を生んでいるという数字を交えた十分な説明ができている企業はほとんどないと言ってよい。

特に、昔から相互に株式持ち合いを続けている場合は、取引先といっても長年にわたり築き上げられた信頼関係があるため、保有株式を売却してもその後の取引関係に影響がない場合が多いと考えられる。

むしろ、株価の上昇により保有株式の価値が上がっているのに、それを有効活用していないということで資本効率の悪化の一因になっているという考え方が一般的となっている。

なお学術研究においても、①持ち合い株式を大量に保有している企業の利益率は低くなる傾向がある、②持ち合い株式を大量に売却した企業は、その後利益率が高まる傾向がある、といった研究結果もある。

なぜ企業は政策保有株式の売却をためらうのか

では、これだけ政策保有株式の売却を進めるべきという風潮が強まっているにもかかわらず、それが思うように進んでいないのはなぜだろうか。

企業側の意見として、下表に示しているような声がある。ただ株主の視点からすると、理解できる部分も一部あるが、いずれにしても全面的に賛成できる内容ではない。

上場企業として高度なガバナンス体制を構築して中長期的に企業価値を向上させることが求められる以上、説明責任を果たす意味でも株主の主張への説明・対応は不可欠ではないだろうか。

企業の声	株主の主張
本業が不振なときなどに売却して利益を確保する手段が欲しい	一時的な避難の手段として株式を持ち続けるよりも、それを売却した資金を中長期的な成長のために有効活用してほしい
喫緊の投資先がないので、配当収入が得られる株式を保有し続けた方が良い	投資先がないというのは成長戦略がないと受け取られかねず、企業として問題。本当に活用先がないなら資本効率の観点から株主還元の見直しを検討すべき
特に含み益が大きい株式を売却すると多額の税金の支払いが発生する	株式売却に伴う税金は、永遠に持ち続けられない限り、いつかは発生するものであり、それを理由に行動に制約をかけるべきではない
相手先に売却の許可を得る交渉がストレスである	持ち合い先から株式売却を持ち掛けられた場合はそれを妨げるべきではないという意識が市場全体にかなり浸透してきており、大きなストレスがかかる状況ではない
アクティビストの活動が活発化する中で、安定株主は確保し続けたい	持ち合い株式の解消と同時に、企業価値向上策・株主還元策などのアピールを進め、機関投資家や個人株主などの構成比率を高めることや株価を上げることでアクティビストの参入を抑制するのが本筋である

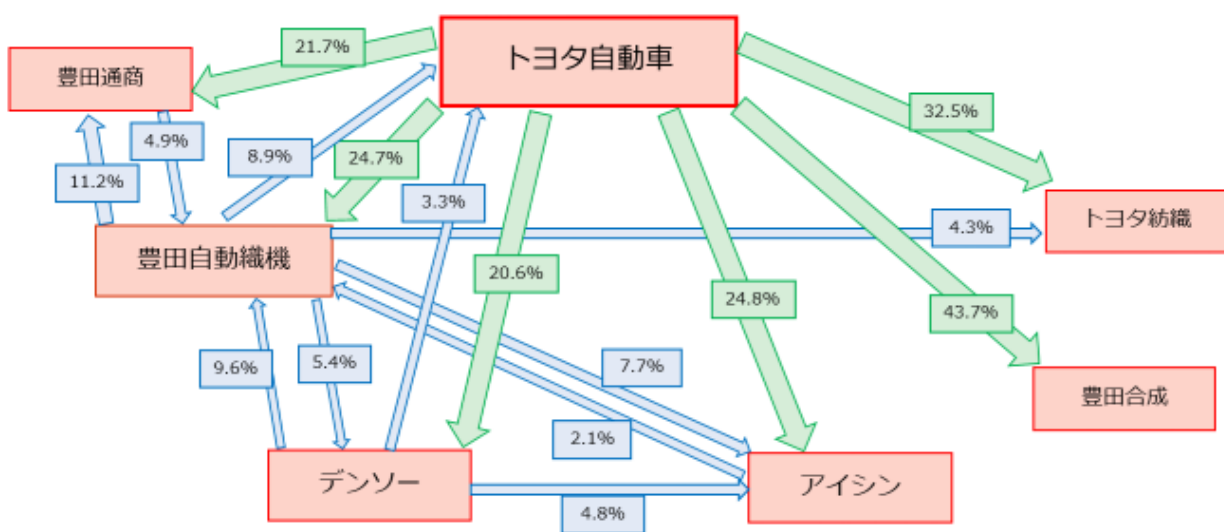
日本を代表する企業グループによる株式持ち合い方針の見直し

トヨタ自動車は、従来グループ企業間での複雑な株式持ち合いを行っており、これが資本効率及び経営規律の低下を招く原因として問題視されていた。

それが2023年秋、トヨタ自動車は資本戦略の一環として政策保有株式の縮減に加えて、グループ株式の持ち合い方針の見直しを公表し、その後グループ会社による株式売却方針の発表が相次いだ。

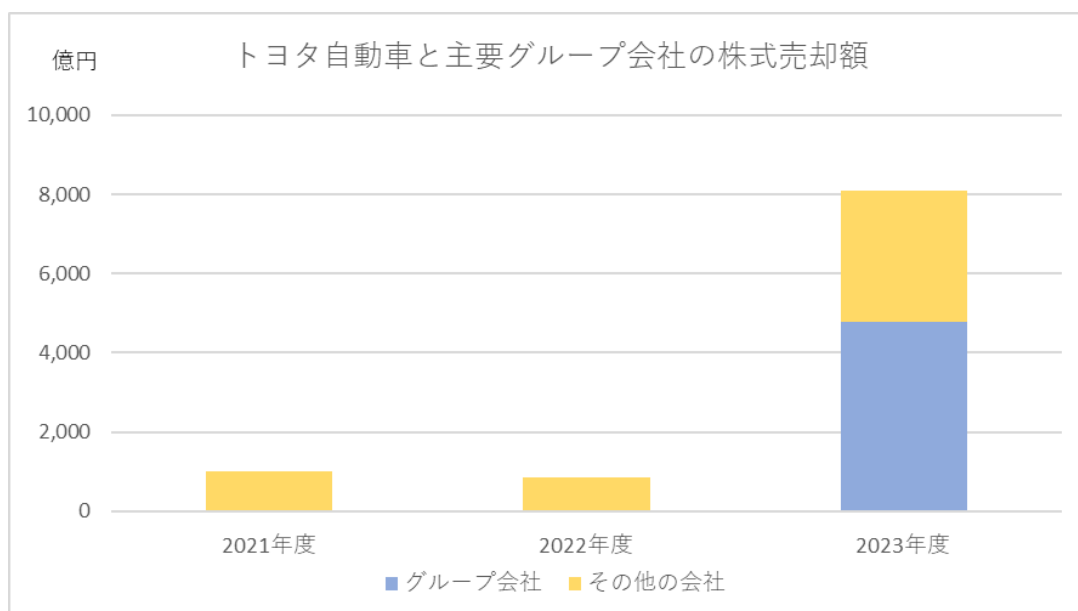
日本を代表するトヨタグループの前向きな取り組みが、他の日本企業にも波及することが期待される。

■ 主なトヨタグループ企業の資本関係（2024年3月末時点、数値は株式保有比率（自己株式を除く））



（出所）各社有価証券報告書を基に大和アセットマネジメント作成

■ トヨタ自動車と主要グループ会社による政策保有株式売却額の推移



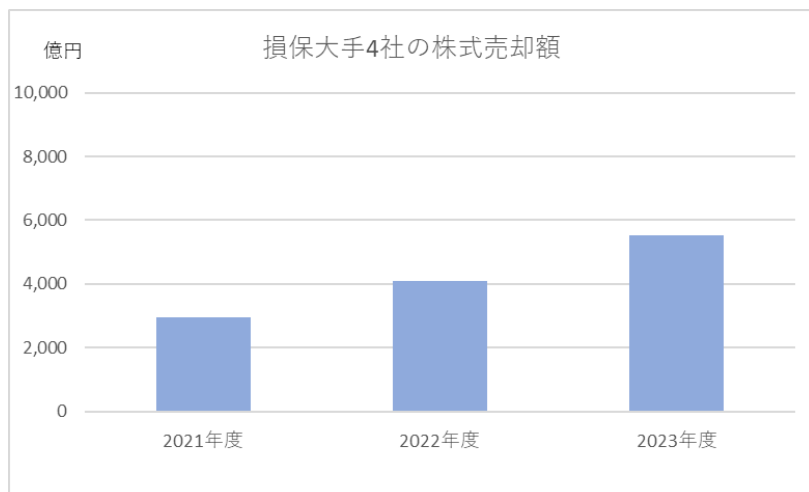
（出所）各社有価証券報告書を基に大和アセットマネジメント作成

※グループ会社分の内訳は大和アセットマネジメント推計

損保業界でも不祥事を契機に保有株式売却方針が示される

損保業界でも、長らく業界慣行として株式持ち合い、保有株式に応じた企業向け保険のシェア割りといったことが行われてきた。しかし昨年、一部で損保各社による保険料の調整行為が行われていたことが明らかになり、金融庁による業務改善命令が出された。そして、この問題行為の一因として政策保有株式が指摘された。

これを受けて、損保各社は業務改善報告書の中で政策保有株式を中長期的にゼロにするという方針を打ち出し、これまでも進めてきた保有株式の売却を一層加速させる動きを見せている。



(出所) 各社の有価証券報告書を基に大和アセットマネジメント作成

2024年3月末時点の
政策保有株式残高約9
兆円を、遅くとも
2030年度までにはゼ
ロにする方針

金融機関による保有
もさらに減少が進む

企業・株主・政府の三位一体での持ち合い解消の取組みに期待

コーポレートガバナンス強化の必要性や資本効率を意識した経営などについての意識が高い企業を中心に、持ち合い株式の解消は今後加速して進む可能性が高まっている。世の中の大きな流れの中で、長きにわたり手を付けられてこなかった株式持ち合いの解消に重い腰を上げ始めた企業も多い。

これは前述のような利益率の向上や資本効率の改善といった財務的な効果のみならず、外部からのESGに関する評価が高まることで企業価値を向上させることが期待される。

この流れをより確実にするためには、企業側の意識のみならず、売却した株式の受け皿の確保や税制面のサポートといった環境作りも大事になってくると考えられる。日本の証券市場活性化のためにも、企業の主体的な取り組み、株主・投資家による後押し、政府によるサポートという三位一体での持ち合い株式解消の取り組みを期待したい。

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。