

シリーズ  
日本経済を  
考える

51

# 日本企業の株式保有構造 の変遷と制度的背景<sup>\*1</sup>

財務総合政策研究所総務研究部 研究員 石本 尚

## 1. はじめに

近年、コーポレート・ガバナンスに関する議論が活発化している。『日本再興戦略』（2013年6月14日閣議決定）を受けて、翌2014年に社外取締役の導入促進を図る会社法改正が行われたほか、同年2月に日本版スチュワードシップ・コード（『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～）が策定された。また、『日本再興戦略』改訂2014』（2014年6月24日閣議決定）を踏まえて、2015年3月には「コーポレートガバナンス・コード原案～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」が取りまとめられ、これを受けて、東京証券取引所は「コーポレートガバナンス・コード」を策定し、本年6月より上場企業に対して適用を開始したところである。

コーポレート・ガバナンスに関する議論は長きにわたって様々な観点から行われてきたが、最近では、日本版スチュワードシップ・コードの策定にみられるように、機関投資家等の株主が日本企業のコーポレート・ガバナンスの強化に果たす役割に対しての注目度が高まっていると考えられる。コーポレート・ガバナンス強化における株主の役割を議論する上で、日本企業の株主の構成が

近年、どのように変化してきたのかを確認しておくことは有意義である。そこで本稿では、日本企業の株主の構成、言い換えれば株式保有構造が、近年どのような変化を見せているのかに焦点を当てて分析を行う。

日本の株式保有構造は、従来は株式持ち合いを軸としていたが、持ち合い解消が進む中で大きく変化している。国内企業の株式は、1990年代半ば頃までは、銀行や保険会社（生命保険会社・損害保険会社。以下同じ。）により保有される割合が高かったが、1990年代後半くらいからその割合は徐々に低下してきた。この間、外国法人等による株式保有割合は上昇傾向をたどり、足元では過去最高を更新している（東京証券取引所他（2015））。

こうした株式保有に関する構造変化の背景には、経済・市場動向などの要因の他に、法・会計制度の変更などの制度的な要因も影響していると考えられる。本稿では、特に後者に焦点を当てて、1990年代以降の国内企業の株式保有構造の変化を時系列データを用いて考察した上で、こうした構造変化の背景として考えられる法・会計制度の変更について整理する。

本稿の構成は以下のとおりである。第2章ではデータ及び投資主体の分類について説明し、第3章では銀行（普通銀行）、保険会社、第4章では

\*1) 執筆にあたっては財務総合政策研究所総務研究部の大関由美子財政経済計量分析室長、同資料情報部の吉田有祐主任調査官に貴重なご助言を頂いた。心より感謝申し上げたい。本稿の内容はすべて筆者個人の意見であり、財務省および財務総合政策研究所の公式見解を示すものではない。また本稿における誤りはすべて筆者の責に帰する。

それ以外の主要な投資主体（信託銀行・企業年金・投資信託・事業会社等）について、株式保有比率の推移と、関連する法・会計制度をまとめる。第5章は本稿のまとめである。

## 2. データおよび投資主体の分類

本章では、分析に用いたデータと投資主体について説明する。

まず分析に用いたデータは、東京証券取引所など国内の証券取引所が集計した「株式分布状況調査」である。「株式分布状況調査」は、東京証券取引所をはじめとする国内の証券取引所に上場している内国企業（ごく一部を除く\*2）の株主について、株主名簿の記載に基づいて所有者（投資家）属性に区分し、その株主数及び持株数を調査したものである。本稿では、この「株式分布状況調査」のうち、市場価格で換算した投資部門（投資主体）別の株式保有金額を集計したデータである「投資部門別にみた業種別株式保有金額」を用いて分析を行う。金融・保険業に分類される企業の株式は分析から除外している。本稿で取り上げた期間は、投資主体別の比較が可能な1989年度～2013年度である。

また投資主体については、①政府・地方公共団体、②金融機関、③証券会社、④事業法人等、⑤外国法人等（個人と法人・団体。以下同じ）、⑥個人・その他、に分類されている。金融機関は更に、i) 都銀・地銀等（本稿では以下「普通銀行」と称することとする。）、ii) 信託銀行、iii) 投資信託、iv) 年金信託、v) 生命保険会社、vi) 損害保険会社、vii) その他の金融機関（信用金庫、信用組合等）に区分されている。これらの投資主体のうち、本稿では、普通銀行、信託銀行（年金信託・投資信託を除く）、投資信託、年金信託、保険会社（生命保険会社と損害保険会社の合計）、事業法人等、外国法人等（以下「外国人」と称するこ

ととする。）を取り上げる。なお、同調査における「年金信託」とは、信託銀行を受託者とする厚生年金基金等の企業年金関係の運用分を集計したものであり、公的年金の運用分は含まれていない。企業年金については信託銀行だけでなく、生命保険会社や投資顧問会社へも資産運用を委託しているが、生命保険会社や投資顧問会社への委託分の数値は捕捉が困難なため、概ね企業年金の運用資産全体の半分を占めている\*3信託銀行への委託分を表す「年金信託」の動向をみることで、企業年金の動向を考察することとする。

上記の区分に従って、投資主体別に、市場価格ベースでの株式保有比率（株式の市場価格の総額に占める、各投資主体の保有金額の比率）をグラフで示したものが図表1である。グラフ上の数値は各年度末時点での数値である。

## 3. 普通銀行・保険会社の株式保有比率の推移と制度的要因

本章では普通銀行と保険会社について、株式保有比率の推移を詳細に分析し、その背後にあると考えられる制度的要因についてまとめる。

### （1）普通銀行

#### ①株式保有比率の推移

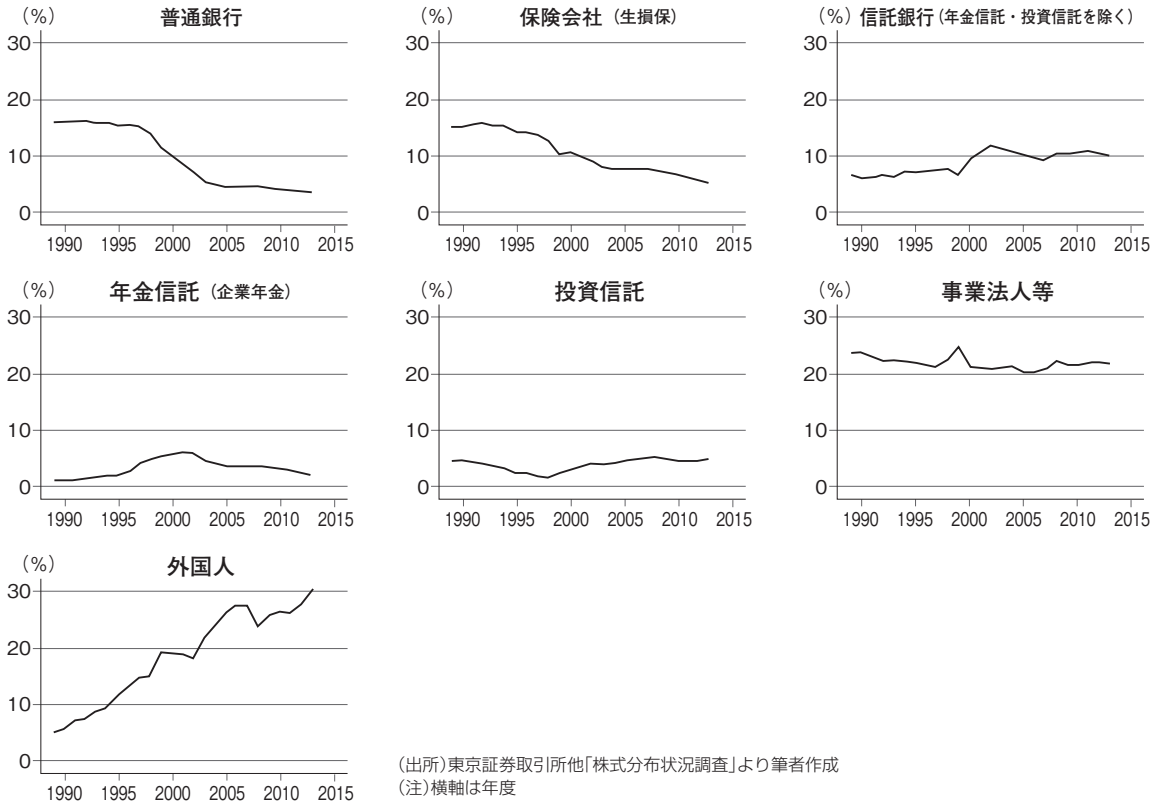
図表1から分かるとおり、普通銀行の株式保有比率は、1990年代前半には約15%程度で横ばいであったが、1990年代後半から低下し、2004年度頃から5%弱でほぼ横ばいとなった。そして2009年度以降は緩やかに低下し、直近の2013年度には3.5%程度となっている。

普通銀行の株式保有比率について、投資先企業の業種別（製造業・非製造業、及び各業種）に示したものが図表2-1～2-3である。まず、図表2-1をみると、製造業と非製造業とで大きな差

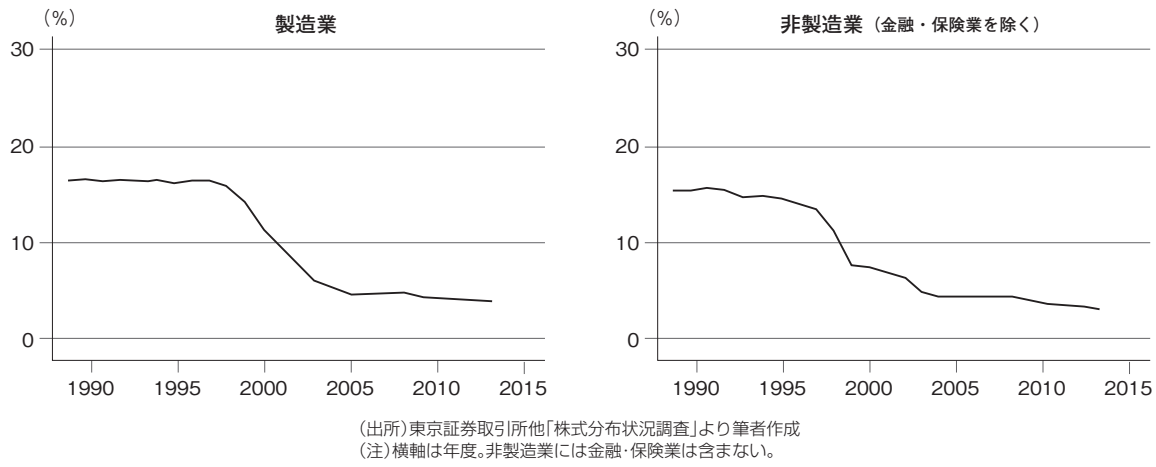
\*2) 新規上場以降、調査基準日（毎年3月末）までに決算期が到来しておらず、上場後の株主の状況を把握できない会社の株式は除外されている（2013年度の場合、上場企業全3,541社中16社が除外されている）。

\*3) たとえば、1991年度末における信託銀行の年金資産受託割合は59.7%、2002年度末は同49.7%、2013年度末は同52.0%である（企業年金連合会ホームページ「契約形態別受託割合の推移」より）。

図表1 投資主体別の株式保有比率の推移（金融・保険業を除く全業種）



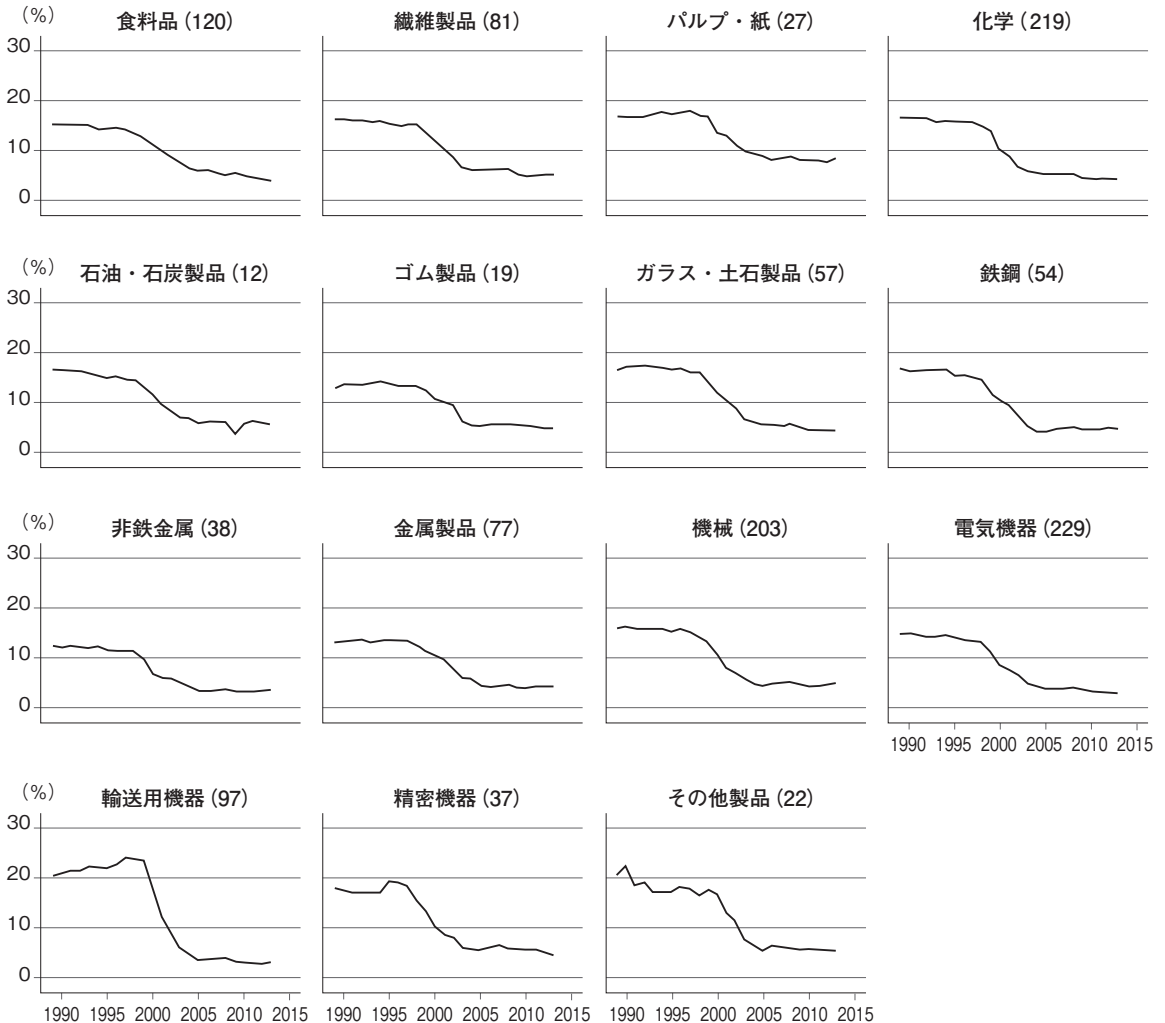
図表2-1 銀行の株式保有比率の推移（製造業・非製造業別）



はみられず、いずれにおいても、1990年代後半から2000年代前半にかけて株式保有比率が低下している。ただし、業種間の違いはみられる（図表2-2及び2-3）。例えば、輸送用機器（1995年度約21.5%→2005年度約3.3%）、海運業（1995年

度約17.0%→2005年度約5.9%）、空運業（1995年度約16.6%→2005年度約5.0%）などで銀行による株式保有比率が大きく低下したのに対し、陸運業（1995年度約12.4%→2005年度約8.7%）などの業種ではその低下幅が小さくなっている。

図表2-2 銀行の株式保有比率の推移（製造業の業種間比較）



(出所)東京証券取引所他「株式分布状況調査」より筆者作成

(注)横軸は年度。業種名の後の()内の数値は、1989年度～2013年度の各業種企業数の平均。1992年度以降の化学には医薬品を含む。

## ②株式保有比率の変化の背景にある制度的要因

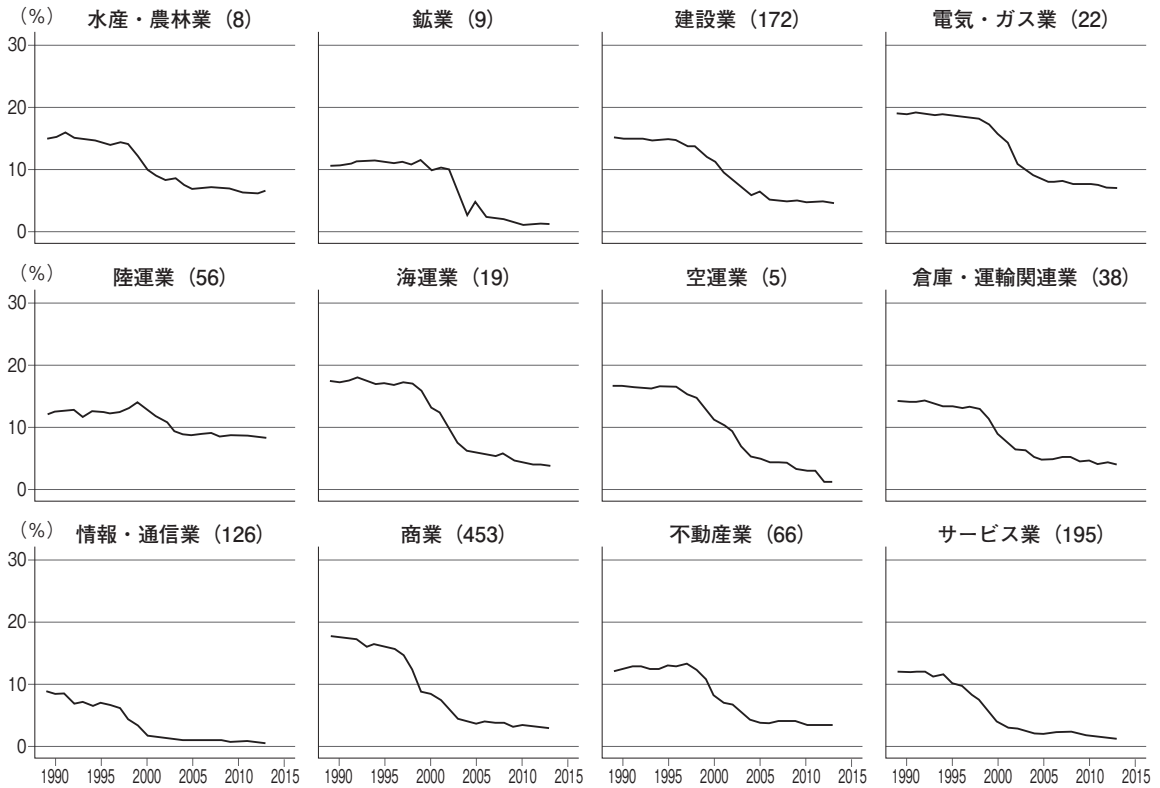
前項で示したとおり、普通銀行は、1990年代後半から2000年代前半にかけて株式保有比率を大きく低下させている。この背景として考えられる制度面の見直しとして以下の点が挙げられる。

まず1998年の金融システム改革法（銀行法改正）により、大口信用供与等規制が強化されたことが挙げられる。大口信用供与等規制とは、特定の企

業・グループ等に対する貸出や出資などの信用供与を、自己資本\*4の一定割合以内に限るというものであり、信用供与の集中を抑制し、銀行資産の危険分散を図るとともに、銀行信用の広く適正な配分に資することを目的としている（小山(2012)）。1998年の改正により、従来からの単体ベースの規制に加え、受信側・与信側ともにグループ概念が導入され合算ベースでの規制が課され

\*4) 国内基準行ではTier1とTier2の合計額、国際基準行ではTier1とTier2の合計額から有価証券の含み益の45%相当額を除いたもの。Tier1は中核的自己資本と呼ばれ、普通株式、内部留保、優先株式等で構成されている。また、Tier2は補完的項目と呼ばれ、劣後債、劣後ローン、一般貸倒引当金等をいう。

図表2-3 銀行の株式保有比率の推移（非製造業の業種間比較）



（出所）東京証券取引所他「株式分布状況調査」より筆者作成

（注）横軸は年度。業種名の後の（）内の数値は、1989年度～2013年度の各業種企業数の平均。1992年度以降の商業は卸売業、小売業の合計。

ることとなったほか、信用供与等の範囲に出資（株式等）が加えられることとなった（金融監督庁（1998））。

また、1990年代後半には、銀行等のトレーディング勘定への時価評価の導入（1997年4月）<sup>\*5</sup>、BIS規制（銀行の自己資本比率規制）に係る「マーケット・リスク規制」の本邦での適用開始（1998年3月末）、自己資本比率に基づく早期是正措置の導入（1998年4月）<sup>\*6</sup>、金融商品に係る時価会計の導入（2000年4月）（第4章第4節参照）など、銀行の株式保有に影響を及ぼしうる諸改革が相次いで実施された。

更に、2001年11月には「銀行等の株式等の保有

の制限等に関する法律」が成立し、銀行等による株式保有に制限が課されることとなった。同法により、銀行等とその子会社等は、合算して、自己資本相当額（Tier1）を超えて株式等を保有してはならないこととされた（2006年9月30日施行<sup>\*7</sup>）。

## （2）保険会社

### ①株式保有比率の推移

図表1から分かるとおり、保険会社の株式保有比率は、1990年代前半は15%程度で横ばいであったが、1995年頃から低下し、2000年前後に10%程度となった後は、低下ペースが緩やかとなった。2000年代後半に一旦横ばいとなったが、

\*5) 金融機関等の経営の健全性確保のための関係法律の整備に関する法律（平成8年法律第94号）

\*6) 金融機関等の経営の健全性確保のための関係法律の整備に関する法律（同上）

\*7) 制定時は2004年9月30日施行とされていたが、銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律の一部を改正する法律（平成15年法律第135号）により、施行日が2006年9月30日に改正された。

2010年度以降に再度低下し、直近の2013年度には5%程度となっている。

また、保険会社の株式保有比率の推移を製造業・非製造業、及び業種別に示したのが図表3-1～3-3である。まず製造業と非製造業とを比較すると、いずれにおいても1990年代後半から保険会社による株式保有比率が低下している傾向がみられるが、特に非製造業において、1990年代後半に急激に低下していることが分かる(図表3-1)。次に、業種別についてみると、全体として1990年代後半から低下傾向にある点は普通銀行と同様だが、低下の幅や時期については業種間で違いが見られる(図表3-2及び3-3)。例えば、電気・ガス業は1990年代後半に大きく低下し(1995年度約20.2%→2000年度約14.4%)2000年代以降は概ね横ばい傾向にある。これに対し、例えば輸送用機器は、2000年前後から緩やかに低下している(1998年度約17.6%→2013年度約7.3%)。また海運業では、1990年代後半から2010年代を通じて大きく低下している(1995年度約16.6%→2013年度約6.9%)。

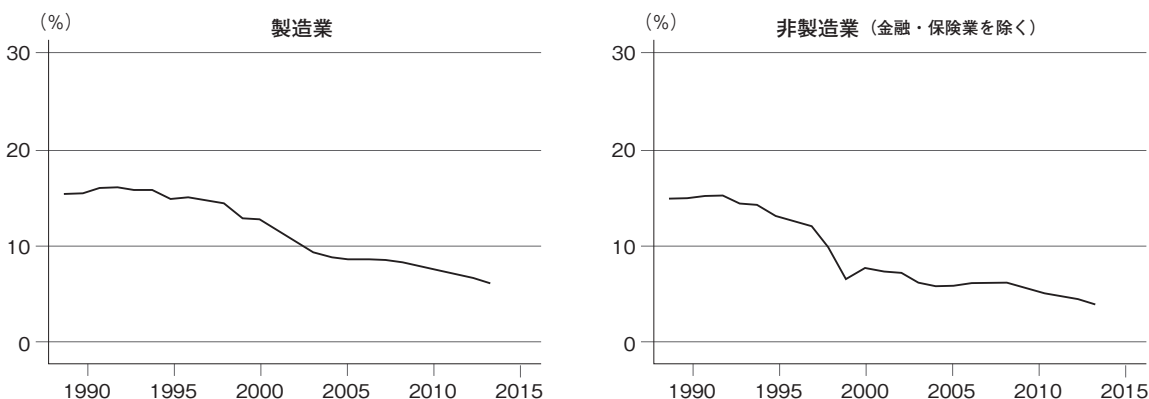
## ②株式保有比率の変化の背景にある制度的要因

前項で示したとおり、保険会社の株式保有比率は1990年代後半と2000年代後半以降に低下している。この変化の背景として考えられる制度面の要因として、健全性に関する規制の拡充が二度に分けて行われたことが考えられる。

まず1996年に施行された保険業法に、株式保有に関連しうるものが2点ある。1点目はソルベンシー・マージン基準\*8が導入されたことである。この基準は保険会社の経営の健全性を判断するための指標であり、責任準備金により担保される通常のリスクを超えて発生する保険金等の支払のリスクに対して、保険会社の保険金等の支払能力の充実の状況を示している(安居(2010))。この導入を受けて、価格変動する資産を保有すると価格変動リスクを計上することが求められるようになり、これが株式保有の抑制要因となった可能性が考えられる。

2点目として、生命保険会社に区分経理が導入されたことである。区分経理とは事業分野や商品ごとに資産を区分けして管理し、運用することである。区分経理の導入により、区分ごとの負債持

図表3-1 保険会社の株式保有比率の推移(製造業・非製造業別)

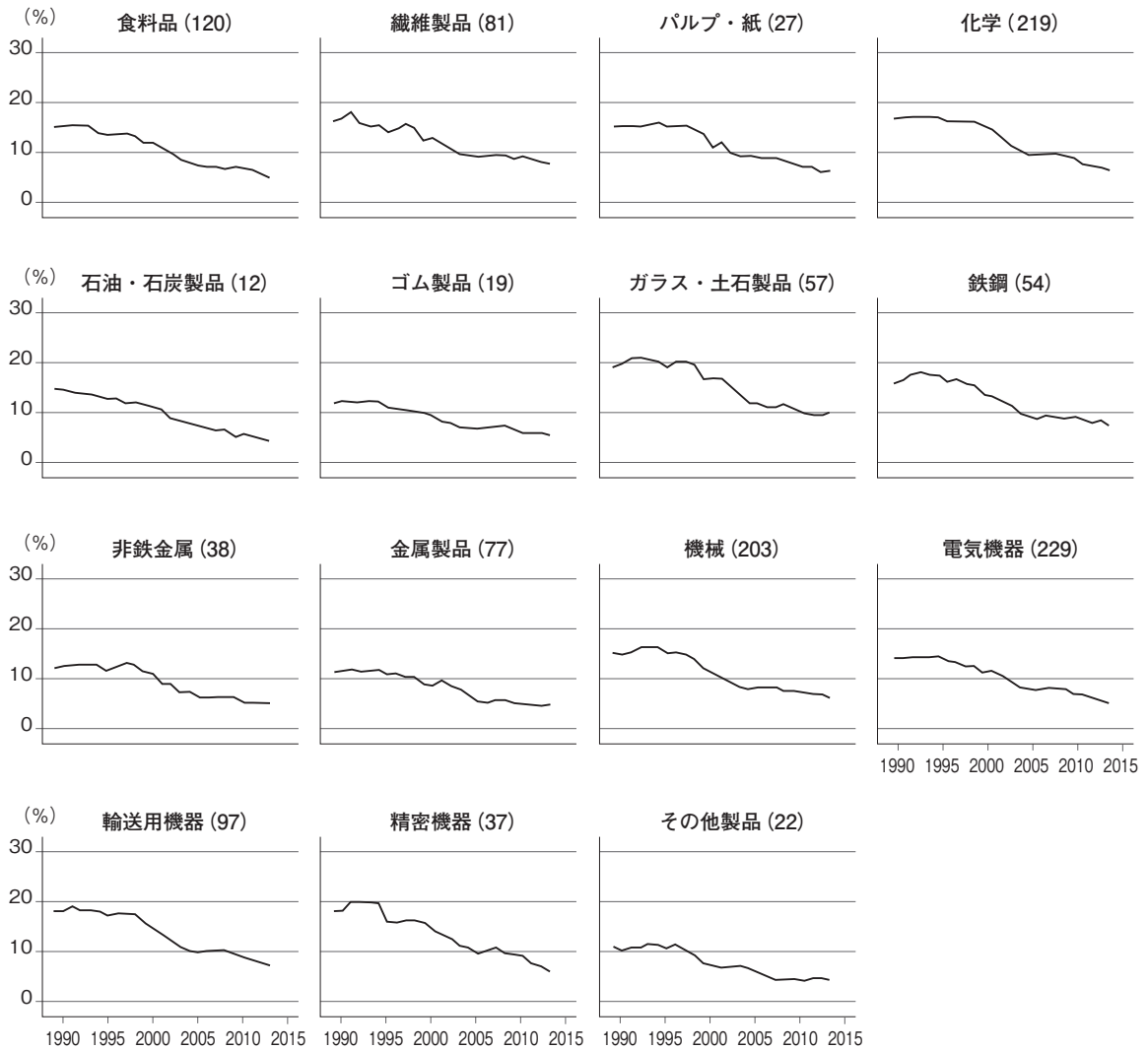


(出所)東京証券取引所他「株式分布状況調査」より筆者作成  
(注)横軸は年度。非製造業には金融・保険業は含まない。

\*8) ソルベンシー・マージン比率 (%) =  $\frac{\text{(ソルベンシー・マージン総額)}}{\text{(通常の予測を超える危険 (リスク) の合計額} \times 1/2)}$

分子の「ソルベンシー・マージン総額」とは、資本金、基金、準備金、有価証券含み益などを合計したものである。また、分母の「通常の予測を超える危険(リスク)の合計額」は、保険リスク、予定利率リスク、資産運用リスク、経営管理リスクなどに対応する額を基礎として計算された額である。

図表3-2 保険会社の株式保有比率の推移（製造業の業種間比較）



(出所)東京証券取引所他「株式分布状況調査」より筆者作成

(注)横軸は年度。業種名の後の()内の数値は、1989年度～2013年度の各業種企業数の平均。1992年度以降化学には医薬品を含む。

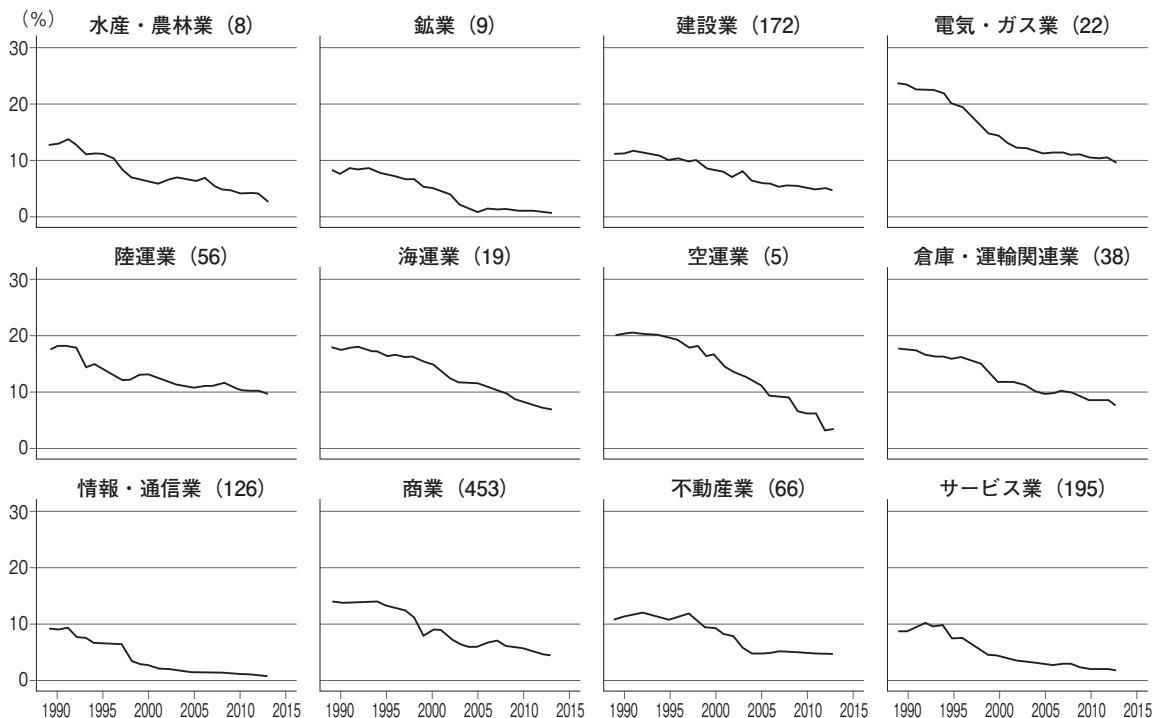
性に応じた運用（Asset Liability Management：ALM）に対する認識が高まり、円金利資産を中心とする運用が指向されるようになった（石野（2002））。

その後2012年3月にソルベンシー・マージン比率の算出基準の見直しが行われた。その一環として、価格変動等リスクの計測の厳格化が行われ、国内株式のリスク係数が10%から20%に引き上げられた。これも保険会社が株式保有を圧縮する誘因として働いた可能性が考えられる。

## 4. その他の投資主体の株式保有比率の推移と制度的要因

本章では普通銀行・保険会社以外の主要な投資主体（信託銀行、年金信託（企業年金）、投資信託、事業法人等）の株式保有比率の推移を分析し、その背景にあると考えられる制度的要因を考察する。併せて、近年存在感を増している外国人投資家の株式保有比率の推移についても簡潔に触れる。

図表3-3 保険会社の株式保有比率の推移（非製造業の業種間比較）



(出所)東京証券取引所他「株式分布状況調査」より筆者作成

(注)横軸は年度。業種名の後の()内の数値は、1989年度～2013年度の各業種企業数の平均。1992年度以降の商業は卸売業、小売業の合計。

## (1) 信託銀行

### ①株式保有比率の推移

図表1の信託銀行のグラフをみると、信託銀行の株式保有比率については、1990年代には7%程度の横ばい圏内で推移していたが、2000年代前半に10%強に上昇した。2000年代後半以降は、やや低下した局面が見られたものの、直近までほぼ10%前後で推移している。

### ②株式保有比率の変化の背景にある制度的要因

信託銀行が2000年代前半に株式保有を増加させた背景として考えられる制度的要因としては、公的年金の運用に係る制度改革が考えられる。2001年4月に年金資金運用基金が設立された(2006年4月の年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の設立に伴い廃止)。同基金の設立前は年金積立金の全額が資金運用部に預託される制度となっていたが、同基金の設立後は年金積立金が市場において自主運用されるようになった(岡本(2000))。

公的年金の資産は信託財産として管理されるため、主として信託銀行名義になると考えられる(東京証券取引所他(2015))。これらを踏まえると、公的年金の市場運用が拡大したことが、信託銀行による株式保有の押し上げ要因となった可能性が考えられる。

## (2) 年金信託(企業年金)

### ①株式保有比率の推移

図表1の年金信託(企業年金)のグラフをみると、年金信託(企業年金)の株式保有比率は1990年代前半には約1~2%であったが、1990年代後半から上昇に転じ2001年度には6%強となった。その後、2002年度以降は低下を続け、直近では2%程度となっている。

### ②株式保有比率の変化の背景にある制度的要因

企業年金の株式保有が1990年代後半に上昇した背景として考えられる制度的要因として、厚生年



金基金の資産運用規制の緩和・撤廃が挙げられる。厚生年金基金の資産運用については、1990年代中頃まで、いわゆる「5・3・3・2規制」があった。この規制は、企業年金資産について、運用の配分割合の上限を定めたもの（安全性の高い資産（国債、地方債等）5割以上、株式3割以下、外貨建て資産（外国株式、外国債）3割以下、不動産2割以下）であり、厚生年金基金単位および信託銀行ごとに規制が課されていた。1996年に信託銀行ごとに課されている分が撤廃され、翌1997年には全面的に撤廃された。この結果、自由な資産運用が可能になり、企業年金による株式保有増加につながった可能性が考えられる。

次に、2000年代以降の株式保有比率の低下の背景にある制度的要因としては、新しい会計基準の導入と年金制度の改正とが考えられる。まず会計基準については、2000年4月から退職給付会計が適用され、年金資産の運用成績が企業業績に直結するようになった。これにより経営サイドからは保守的な運用を求める圧力が強まることとなった（日経金融新聞（2004））。また、年金制度の改正については、2002年に確定給付企業年金法が施行され、厚生年金基金は、厚生年金の代行給付<sup>\*9</sup>義務を国に返上すること（代行返上）が可能となったが、この代行返上に係る納付資金確保のため、株式売却により現金化を進める動きが見られたとの指摘もある（UFJ総合研究所（2003））。更に、2014年4月に、いわゆる「代行割れ」<sup>\*10</sup>の状態にある厚生年金基金の早期解散等を内容とする厚生年金保険法改正が行われた。これを受けて、解散や他の企業年金制度への移行に伴う保有資産の売却につながった可能性が考えられる。

### (3) 投資信託

#### ①株式保有比率の推移

図表1の投資信託のグラフをみると、投資信託の株式保有比率は、1990年代初頭の5%弱から

1998年度には約1.5%まで低下していたが、1990年代終わり頃から増加し直近では5%程度に上昇していることが分かる。

#### ②株式保有比率の変化の背景にある制度的要因

投資信託が1990年代終わり頃から株式保有を増やしてきている背景として、いわゆる金融ビッグバンの一環として行われた投資信託販売チャネルの拡大や運用規制の緩和が考えられる。具体的には、1998年の金融システム改革法（証券取引法改正）により銀行等の金融機関による投資信託の窓口販売が解禁された。これにより投資信託の市場が拡大（資産規模が拡大）したことが考えられる。また、運用規制の更なる緩和もなされ、一投信会社が取得できる株式総額の上限について、従来一企業の発行済株式総数の10%以下であったものから、50%以下にまで緩和された（投資信託協会（2002））。

### (4) 事業法人等

#### ①株式保有比率の推移

図表1の事業法人等のグラフをみると、事業法人等の株式保有比率は、1990年代に若干低下し、2000年頃に幾分変動した後、2000年代後半にわずかに上昇した。しかし期間を通じて、大きな変化はみられず、概ね20%強程度で推移している。

#### ②株式保有に影響を及ぼしうる制度改正

上述のとおり、事業法人等の株式保有比率は、この20年あまり大きな変化を示していないが、この間、会計基準やディスクロージャー制度など上場企業等の株式保有に影響を及ぼす可能性がある制度改正が行われたことから、これらについて本項で紹介することとする。

まず会計基準に関しては、株式を含む金融商品に対する時価会計の導入が挙げられる。1999年に企業会計審議会が取りまとめた「金融商品に係る

\*9) 厚生年金基金が国の老齢厚生年金の一部を国に代わって支給することを「代行給付」という。

\*10) 厚生年金基金が持つ資産が、代行給付に必要な額を満たしていないことを「代行割れ」という。

会計基準の設定に関する意見書」では、売買目的の有価証券等に時価評価を導入することが提言され、2000年4月1日以後に開始する事業年度から適用されることとなった。時価会計の導入により、株価の変動が企業決算に反映されるようになったことから、企業の株式保有行動が市場動向の影響を受けるようになった可能性が考えられる。また、2011年3月期より連結財務諸表に包括利益の開示が義務付けられるようになった。これにより、持ち合い株式をはじめとするその他有価証券の評価損益が財務書類（包括利益計算書もしくは、損益及び包括利益計算書）に計上されるようになり\*11、これが企業の株式保有行動に何らかの影響を及ぼす可能性も考えられる。

ディスクロージャー制度に関する見直しについては、例えば、2010年3月期決算以降順次、株式の保有目的に応じた情報開示を行うことが求められるようになったことが挙げられる。これにより、政策投資目的の株式保有に何らかの影響があった可能性が考えられる。

## (5) 外国人の株式保有比率の推移

前節までで国内の機関投資家を中心に、株式保有比率の変化と、その背景として考えられる制度的要因について述べた。本節では、外国人の株式保有比率の推移についても簡単に触れることとする。

図表1からは、外国人の株式保有比率が、1990年代初頭の約5%から、一部の期間を除き一貫して上昇を続け、直近では30%を超えていることが分かる。

外国人の投資行動は、海外の経済・市場動向や制度的要因にも左右されることから、本稿では分析の対象としないが、いずれにせよ、普通銀行、保険会社など国内投資家が株式保有比率を低下させた際の受け皿となっていたと推察される。

## 5. まとめ

本稿では、コーポレート・ガバナンスの観点か

ら近年注目を集めている株式保有構造の変化について、その時系列的な推移と、変化の背景として考えられる法・会計制度の変更について考察した。

1990年代以降、普通銀行や保険会社は株式保有比率を低下させており、その背景として、大口信用供与等規制やソルベンシー・マージン比率規制など、金融機関の健全性向上や金融システムの安定化を意図した法規制の拡充が影響している可能性が考えられる。一方、2000年前後に行われた公的年金の運用改革、厚生年金基金の運用規制緩和・撤廃、投資信託に関する規制緩和などが、この時期における信託銀行、年金信託（企業年金）、投資信託の株式保有比率の上昇に寄与した可能性が考えられる。この間、外国人の株式保有比率は上昇してきた。

日本版スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードなど、コーポレート・ガバナンスの強化に向けた取組みが加速していく中で、株式保有構造にどのような変化がみられるようになるか、その動向に注視していきたい。

### 参考文献

- 石野広治（2002）「わが国生保会社の90年代以降の資産運用動向」『生命保険経営』第70巻第6号pp.65-90
- 大蔵省企業会計審議会（1999）「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」<[http://www.fsa.go.jp/p\\_mof/singikai/kaikai/tosin/1a921b.htm](http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/kaikai/tosin/1a921b.htm)>
- 岡本直之（2000）「財政投融資の改革について－「資金運用部資金法等の一部を改正する法律」について」『ファイナンス』2000年6月号pp.2-26
- 金融監督庁（1999）「金融監督庁の一年（平成10事務年度版）」<[http://www.fsa.go.jp/p\\_fsa/news/newsj/f-19990811-0-a.html](http://www.fsa.go.jp/p_fsa/news/newsj/f-19990811-0-a.html)>
- 小山嘉昭（2012）『詳解銀行法 全訂版』金融財政事情研究会
- 東京証券取引所他（2015）「2014年度株式分布状況調査の調査結果について〈要約版〉」<<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu0000010nfj-att/bunpu2014.pdf>>
- 投資信託協会（2002）『投資信託50年史〔概況編〕』「日経金融新聞」2004年12月14日
- 安居孝啓（2010）『最新 保険業法の解説 改訂版』大成出版社
- UFJ総合研究所（2003）「厚生年金基金の代行返上と株式市場への影響」『調査レポート』03/44

\*11) 従来は、その他有価証券については、評価損益を貸借対照表のみに計上していた。