

2024年10月7日 全6頁

企業から見た従業員持株会の意義

従業員への教育は必要だが、付加価値などにプラスの影響との指摘も

金融調査部 研究員 瀬戸佑基

[要約]

- 2023年3月末時点で、東京証券取引所上場企業のうち約8割が従業員持株制度を導入している。他方で、従業員持株会による株式保有比率は0.5%未満の企業が多く、「株主としての持株会」の存在感は薄い。これには様々な理由が考えられるが、特に足元では、NISA（少額投資非課税制度）などの税制優遇制度の定着を背景に、相対的に持株会の魅力が薄まっている可能性などもある。
- 従業員が自社の株式を保有することには正負両方の効果が考えられるが、日本のデータを用いた分析では、奨励金の引き上げが従業員一人当たりの持株会保有金額などを増加させ、また従業員一人当たり保有金額の増加が付加価値や平均賃金などにプラスの効果をもたらすと指摘がある。
- 他方、従業員にとっては、従業員持株会への過度な出資により、資産形成に際して会社への依存度が高まる、といったデメリットもある。ファイナンシャル・ウェルネスに関する取り組みが強化される中、企業としては、奨励金の引き上げなどを含めた持株会の活性化について考える意義はある一方、従業員に対してデメリットも踏まえた教育を適切に行う必要がある。

上場企業の8割以上が導入する従業員持株制度

上場企業における従業員持株制度は、従業員の経営への参加意識向上や、長期・積立投資による資産形成の促進など様々な観点からの効果が期待され、多くの企業が導入している。東京証券取引所（以下、「東証」）の調査によると、2023年3月末時点で証券大手5社¹のいずれかと事務委託契約を締結している従業員持株制度を導入している企業は、3,262社（東証上場内国会社の約8割）にのぼる²。

本レポートでは、従業員持株会の現状を概観した上で、この制度が企業に与える影響、また従業員教育に際して注意すべき点などについて述べる。

¹ 大和証券、SMBC日興証券、野村証券、みずほ証券及び三菱UFJモルガン・スタンレー証券

² 東京証券取引所「2022年度 従業員持株会状況調査結果」（2024年1月）

持株会による保有比率は低位で推移し、加入率も低下傾向

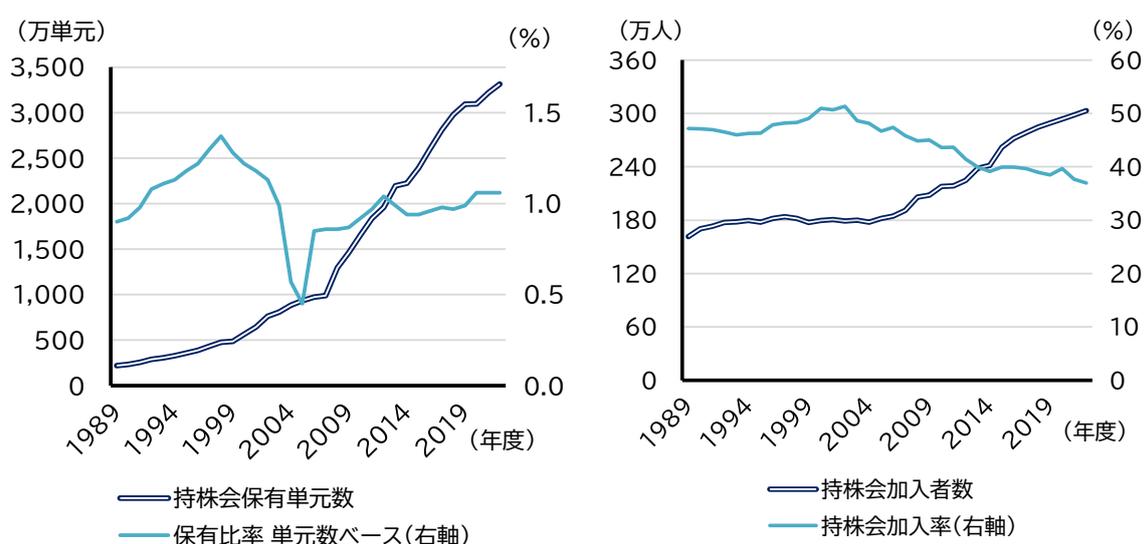
従業員持株会の現状は、持株数（保有単元数）や加入者数の水準は増加傾向だが、全体に占める保有比率や加入率などの比率は低位安定・低下傾向にある、とまとめることができる。図表1左図は持株会による保有単元数と保有比率の推移を、右図は持株会加入者数と加入率の推移を見たものだ。

持株会による保有単元数は、東証が集計を行っている1989年度以降、右肩上がり増加している（ただし、株式分割・併合の影響も含まれる可能性があるため、参考程度の結果となる）。他方、持株会による保有比率（調査対象会社の上場単元数に占める持株会持株単元数）は足元でほぼ横ばいとなっている上、平均的に1%程度の低位で推移している。

同様の傾向は持株会加入者数でも確認できる。加入者数自体は増加傾向にあるものの、調査対象会社の従業員数はそれ以上のスピードで増加しており、加入率は緩やかに低下傾向にある。

保有単元数や加入者数の増加ペースが鈍い理由としては、奨励金水準が低く、持株会のメリットを実感しづらかった従業員が多かった可能性など、様々なものが考えられる。また特に足元に限ると、NISA（少額投資非課税制度）などの税制メリットを打ち出した資産形成制度の新設・拡充が進み、従業員にとって持株会以外の選択肢が増加していることも重要だろう。従業員は、税制メリットがなく分散投資につながらない、という持株会のデメリットと、奨励金によるメリットを比較し、非加入を選択したり、買付ペースを緩やかにしたりしている可能性もある。

図表1 持株会による保有単元数・保有比率（左図）、持株会加入者数・加入率（右図）



(注) 左図における2005年前後の急激な保有比率の乱高下は、この時期に大幅な株式分割を行った企業があった影響によるもの。

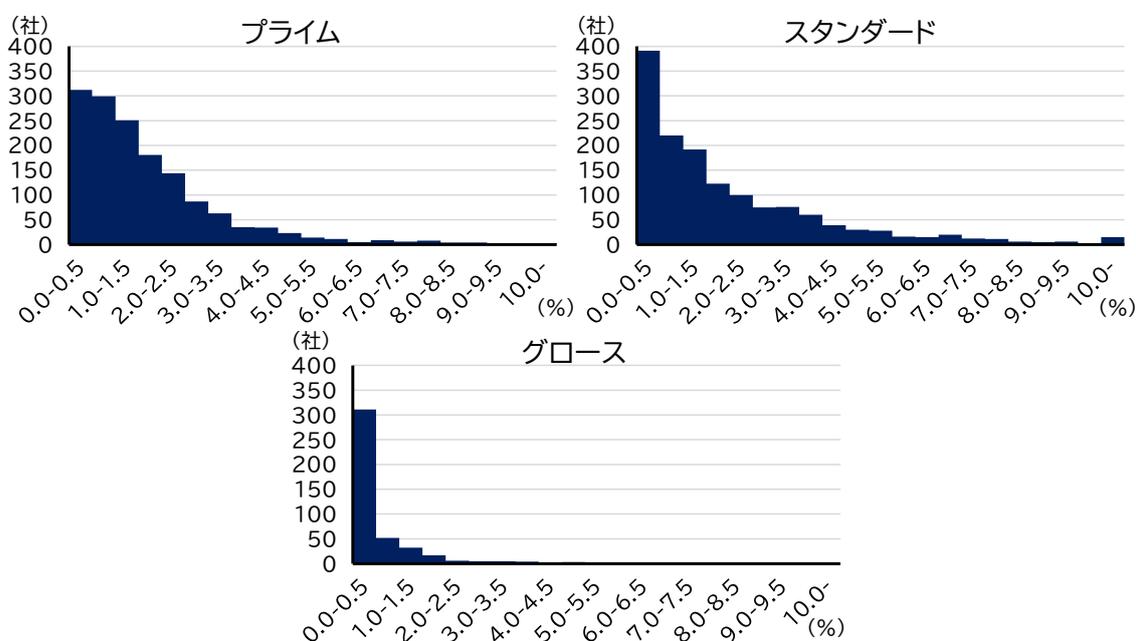
(出所) 東京証券取引所より大和総研作成

従業員持株会は安定株主の形成のために有効な手段であると考えられること、また実際にそのような効果を狙って持株制度を実施する企業があることを指摘する声は多い。日本 IR 協議会が 2024 年に行った上場会社向けアンケート³⁾によると、安定株主比率を「意識している」・「どちらとも言えない」と回答した企業のうちの 78.2%が、安定株主とみなす対象として「従業員持株会」を選択している（複数回答可）。なお同調査では、「取引先金融機関の持株（銀行、保険等）」の選択率は 42.7%、「政策保有株式（金融機関を除く）」は 40.3%と、いずれも持株会の選択率よりも低く、安定株主としての持株会への期待が相対的に高いことがうかがえる。

このような強い期待に反し、実際の持株会による保有比率は低く、「株主としての持株会」の存在感は薄い。保有比率をより詳細に見るため、平均保有比率の経年変化ではなく、2024 年 4 月末時点の東証上場企業の直近決算期における持株会保有比率の分布を示したものが**図表 2**だ。この図表では、データの都合上、「持株会を実施していない企業」と「持株会比率（小数点第 2 位以下を切り捨て）が 0%だった企業」を共に「0%」としてカウントしている。

分布の形状は市場ごとに若干異なり、プライム市場では保有比率が 0.5%以上の企業も多い一方で、スタンダード・グロース市場では保有比率が 0.5%未満の企業が圧倒的に多くなっている。ただし、持株会による保有比率のボリュームゾーンが「0%以上 0.5%未満」となっていることは全市場で共通している。若干分布に差はあるものの、どの市場でも、持株会を実施していないか、実施していてもその保有比率が極めて低い企業が多いことがわかる。

図表 2 従業員持株会の保有比率の分布（2024 年 4 月末時点での最新の決算ベース）



- (注 1) 各レンジは「～以上…未満」の形で集計している。
 (注 2) 保有比率が不明だった企業については、集計対象外となっている。
 (注 3) 図表 1・図表 3 で示した東証による調査とは対象が異なる。
 (出所) QUICK より大和総研作成

³⁾ 日本 IR 協議会「第 31 回『IR 活動の実態調査』」（2024 年 5 月 15 日）の「結果概要」より

持株会の実施は企業にプラスの影響をもたらす？

足元の持株会の活動は低調ではあるものの、従業員が自社の株式を保有することで、株価の上昇につながるような行動を取るインセンティブが生まれ、生産性や業績などに良い影響がもたらされる、との考えもある。他方で、(保有比率が低い状況では問題にはなりづらいものの、)安定株主のような存在となり得る持株会の保有比率が上昇すると、経営陣への規律付けが弱まる可能性があるなど、理論上は必ずしもプラスの効果だけを生むわけではない。

持株会が企業に与える影響については様々な分析があるが、日本の個社レベルのデータを用いた数少ない分析として、Kato, Miyajima and Owan(2016)が挙げられる。ここでは、1989年度から2013年度にかけてのデータを用いて、従業員一人当たりの持株会保有金額の増加は、付加価値・平均賃金・ROA (Return On Asset)・企業価値(トービンのQ)のすべてに有意にプラスの影響を与えているとの結論を導いている。また、この研究結果に関連し、著者の一人である経済産業研究所の大湾秀雄ファカルティフェローは、経済産業研究所の解説記事にて、「もう少し奨励金を引き上げて、現在上場企業平均で2%程度の持株会保有比率を若干引き上げる施策を企業が取っても良いのではないかと考えています」とも述べている⁴。

付加価値など以外への影響として、持株会の実施が従業員の定着につながる、という指摘もある。山本(2016)は従業員の定着(リテンション)をマネジメントするという観点から先行研究を調査し、「ほとんどの研究で従業員持株制度はリテンションに寄与していた」とした。従業員持株制度は、「給与が高いこと」や「労働時間が短いこと」などと並んで、「リテンションにポジティブに働く施策」であると位置づけている。

奨励金は引き上げるべきか？

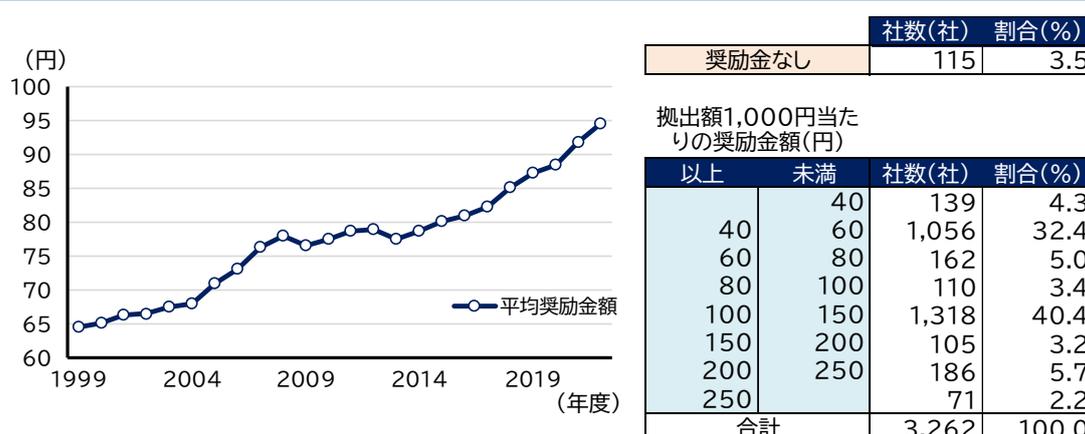
持株会の活性化のために企業が採ることができる代表的な施策は、奨励金の引き上げだろう。日本における持株会の多くは、日本証券業協会による「持株制度に関するガイドライン」⁵によって運営されている。このガイドラインでは、従業員持株会は、「福利厚生制度の一環として取り扱われる範囲内」において奨励金を付与することができる」とされている。

図表3左図は1999年度以降の持株会実施企業における平均的な奨励金額(従業員拠出金1,000円当たりの奨励金額)の推移だ。ここから確認できる通り、従業員持株制度を実施する企業は奨励金を増加させつつあり、足元の奨励金は平均的に1,000円当たり約94.5円(奨励金割合約9.45%)となっている。また奨励金額のレンジごとの奨励金支給会社数(**右図**)を見ると、2022年度は、全奨励金支給企業の約4割が1,000円当たり100円以上150円未満(奨励金割合10%以上15%未満)の奨励金を支給している。なお、ピンポイントの数値では、5%の奨励金を支給する企業が31.9%、10%が39.2%と、この2パターンだけで全体の7割を占めている。

⁴ 独立行政法人経済産業研究所「Research Digest (DP ワンポイント解説) 従業員持株会は機能するか? 日本の上場企業を用いた研究」(最終閲覧日: 2024年10月4日)

⁵ 日本証券業協会「[持株制度に関するガイドライン](#)」(2022年6月)

図表3 平均奨励金額の推移（左図）と2022年度の奨励金額の分布（右図）



(出所) 東京証券取引所より大和総研作成

大湾・加藤・宮島(2016)は、個社レベルのデータを用いて、奨励金引き上げの影響について分析を行っている。奨励金額が5%引き上げられると、従業員一人当たり保有金額は11%増加し、持株会参加率が15%上昇し、持株会による保有比率が0.041%上昇するという。総じて奨励金の引き上げは持株会への参加を促すインセンティブとなるといえる⁶。

従業員の目線に立つと、持株会を通じて取得した株式はNISA枠を利用できないことから、NISAの税制メリットや分散投資を行うことができるメリットを上回るだけの奨励金が付与されることが、持株会加入の決定要件の一つとなるといえるだろう。

企業にとってメリットの多い制度だが、加入する従業員へは十分な説明を

持株会に安定株主としての役割を期待する企業が多い中、足元では安定株主を確保する手段としての存在感は薄い。一方で、企業にとって持株会の実施には、いくつかのメリットが考えられる。先行文献が指摘するように、従業員の自社株保有により、企業価値などにとってプラスの影響をもたらされることは重要な点だろう。持株会による保有比率を上昇させるためには、奨励金を引き上げることが一案かもしれない。

また、各社でファイナンシャル・ウェルネスに関する取り組みが強化される中、従業員の資産形成という観点からは、長期・積立投資の入り口としてハードルが低い制度であることはメリットとなる。日本証券業協会が2022年に行った提言においても、従業員持株会は「従業員による配当所得の稼得に有効」などの理由で「加入拡大を積極的に後押しすべき」制度であるとされている⁷。

ただし、給与・賞与と株価は共に会社の業績に連動する可能性が高いことから、従業員が持株

⁶ なお、同論文においては、分析の都合上、奨励金による効果は過小推計されている（奨励金引き上げによる実際の効果はより大きい可能性がある）ことが併せて指摘されている。

⁷ 日本証券業協会「[中間層の資産所得拡大に向けて～資産所得倍増プランへの提言～](#)」（2022年7月20日）。

会に過度に出資をすることは、資産形成に際して会社への依存度を高めるという意味でリスクの集中につながる可能性もある。この危険性については、十分な説明が必要であろう。加えて、NISA や各種確定拠出年金制度など、税制メリットを打ち出した資産形成制度が充実しつつある中で、持株会による投資においてはそれらのメリットを享受することができない点、また持株会として保有している株式については、原則として株主優待を受け取ることができない点など、一般的な個別株投資とは異なる特殊性についても適切な従業員教育を行う必要もある。

従業員に対しては、「資産形成の選択肢の一つ」として持株会を紹介し、持株会のメリット・デメリットを十分周知した上で、加入や拠出額の増額を促すべきだろう。

参考文献

Kato Takao, Miyajima Hideaki and Owan Hideo (2016), “Does Employee Stock Ownership Work? Evidence from publicly-traded firms in Japan”, RIETI Discussion Paper Series 16-E-073

大湾秀雄、加藤隆夫、宮島英昭 (2016) 「従業員持株会が生産性、賃金、および企業業績に与える影響」 JPX ワーキング・ペーパーVol. 12、日本取引所グループ

山本寛 (2016) 「人手不足に対応する事後の人的資源管理——リテンション・マネジメントの観点から」 『日本労働研究雑誌』 第 673 号、pp. 17-25、労働政策研究・研修機構