

はじめに

本年8月、2024年3月期の上場企業の政策保有株の売却額が過去最高の3.6兆円になったとの記事が全国紙1面トップに掲載された¹。株式持ち合いに対する批判に呼応する形で、企業側も政策保有株式縮減に向けた対応を進めてきているのだが、これが報道で大きく取り上げられることには、政策保有株式に対する関心の高さが表れているようである。

他方、本年6月に公表された金融庁の有識者会議からの意見書においては、政策保有株式については各社において縮減に向けた取組みが進められている一方、議決権行使の状況を含む実態を踏まえた開示等の適切な対応がなされていないとの指摘、特に保有目的の純投資目的への変更についてはその理由の開示が求められていないことから、実態が不透明となっているとの指摘があるとし、投資家や金融庁・東証等の関係者において、今一度、企業に対し、コーポレートガバナンス・コードに照らして保有の合理性についての検証を尽くすよう促すべきであるとされている²。

本稿は、この上場企業における政策保有株式の実態について、特に不動産企業に重点を置いて概況をとりまとめたものである。

1. 政策保有株式とは

政策保有株式(略して「政策株」と呼ぶこともある。)とは、「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」(企業内容等の開示に関する内閣府令(以下「開示府令」という。)第8条第1項第1号に定める第2号様式の(記載上の注意)(58))である。ここでの「純投資目的」とは、専ら株式の価値の変動又は株式に係る配当によって利益を受けることを目的とする場合をいうとされている³。したがって、利殖目的以外の幅広い目的での株式保有が政策保有株式の保有に該当することになる。

政策保有株式については、企業間で戦略的提携を進める場合等に意義があるとの指摘もある一方、安定株主の存在が企業経営に対する規律の緩みを生じさせているのではないかとの指摘や、保有に伴う効果が十分検証されず資本効率が低いとの指摘がある。特に投資家からは、政策保有株式が中長期的な企業価値向上につながる可能性が必ずしも高くない一方で、少数株主軽視や資本コストに対する意識の低さにつながるリスクが高いとみられている⁴。

そのため、2010年に有価証券報告書等での株式の保有状況についての開示が義務づけられ、その後も

¹ 2024年8月29日付け日本経済新聞朝刊1面「政策株売却 最高の3.6兆円」。

² コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム2024(令和6年6月7日「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」意見書(7))p6。

³ 「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方(平成31年3月)No.68。

⁴ 金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告ー資本市場における好循環の実現に向けてー(平成30年6月28日)p13。

2019年・2023年に開示内容の追加・拡大がなされてきている(開示府令第15条・第3号様式など)。また、有価証券上場規程においても、2015年に策定・添付されたコーポレートガバナンス・コードの中で、政策保有に関する方針や検証内容、議決権行使に係る基準の開示が求められ、2018年には補充原則⁵が追加されている⁶。

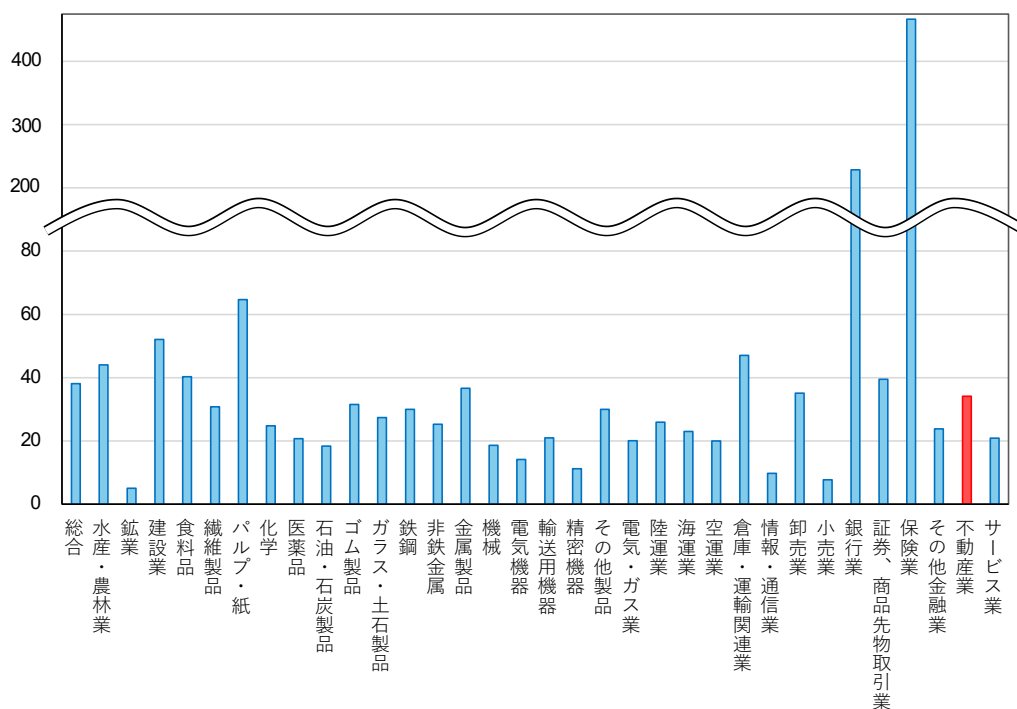
2. 業種別でみた政策保有株式の保有状況

まず、上場企業における政策保有株式の保有状況について、不動産業に注目しつつ業種別にみていく。対象企業は、上場株式市場での時価総額が大きく、流動性の高い TOPIX500 採用銘柄⁷とした。また、政策保有株式は、有価証券報告書等において非上場株式⁸と非上場株式以外の株式に分けて記載することとされているが、市場の投資家にとって影響が大きいのは非上場株式以外の株式であることから、主として保有目的が純投資目的以外の目的である非上場株式以外の株式(特定投資株式)⁹の保有について着目していくこととする。

(1) 政策保有株式の保有状況

図1は、政策保有株式の銘柄数について、業種別に1社平均を算出して示したものである。

図1. 業種別にみた政策保有株式(非上場株式以外)銘柄数の1社当たり平均



注) 東京証券取引所の TOPIX ニューインデックス区分における「TOPIX Core30」、「TOPIX Large70」、「TOPIX Mid400」の構成銘柄約 500 社(具体的には、2024 年6月末現在での 493 社)について、業種コード協議会が定める業種別分類表の中分類別

⁵ 「上場会社は、政策保有株主から自社株式の売却等の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない」など。

⁶ コーポレートガバナンス・コード～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～(2021年6月11日 株式会社東京証券取引所) p6。

⁷ 東京証券取引所の TOPIX ニューインデックス区分における「TOPIX Core30」、「TOPIX Large70」、「TOPIX Mid400」の構成銘柄約 500 社(具体的には、2024 年6月末現在での 493 社)。

⁸ 非上場株式とは、金融商品取引所に上場されている有価証券又は店頭売買有価証券に該当する株券及び外国の金融商品取引所に上場されている株券その他これに準ずる有価証券に係る株式以外の株式をいう(開示府令第2号様式(記載上の注意)(58)c)。

⁹ 開示府令第2号様式(記載上の注意)(58)d 参照。

に、政策保有株式(非上場株式以外)の銘柄数の1社平均を示したもの。

対象データは、2023年6月期～2024年5月期の有価証券報告書上の数値。

持株会社等有価証券報告書上で連結子会社の政策保有株式の銘柄数についても開示している企業については、その合算値としている。したがって、それらの会社が重複して保有する銘柄については、異なる銘柄として積算されている(図4も同じ。)

資料:各社の有価証券報告書より作成(以下の図も同じ。)

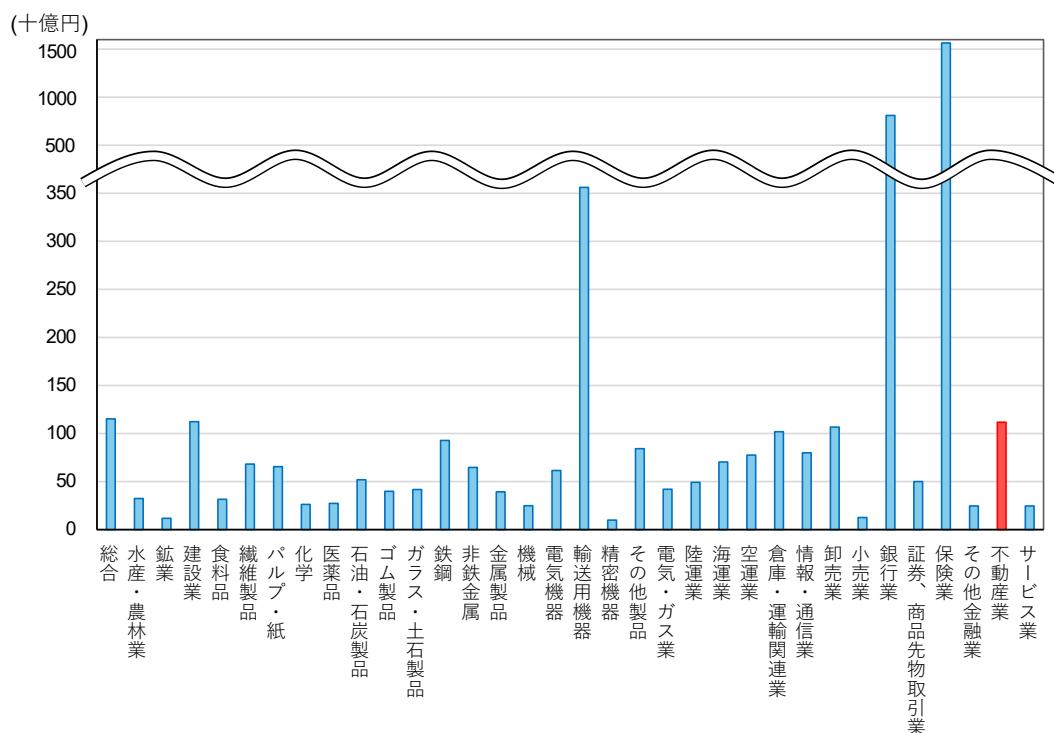
なお、業種は、全国の証券取引所等が運営する業種コード協議会が定める業種別分類表の中分類によっている。したがって、業種によっては含まれる企業数が少なく、業種よりも個々の企業の特性に左右されている場合があり得る点について留意されたい¹⁰。

まず、政策保有株式銘柄数では、保険業と銀行業が突出している。保険取引¹¹やコーポレートローンの供与など金融取引の維持・拡大のために保有しているものと考えられる。その他に保有銘柄数が目立って多い業種はないが、建設業がやや多めとなっている。パルプ・紙と倉庫・運輸関連業も多めであるが、企業数が少ないため、業種的に多いとは判断しづらい。

逆に、保有銘柄数が少ない業種としては、小売業と情報・通信業が挙げられる。要因としては、主たる顧客が個人であるため(特に小売業)、企業等との取引関係のウェイトが相対的に小さいことが挙げられるほか、情報・通信業については、創立から年月を経っていない企業が多く、過去の株式持ち合いの影響が少ないことがあるのではないかと。なお、鉱業の保有銘柄数も少ないが、対象企業が1社のみであり、この結果のみでは判断できない。

不動産業については、総合(全体平均)よりもわずかに少ない程度であり、保有銘柄数で特徴的なところはみられない。

図 2. 業種別にみた政策保有株式(非上場株式以外)貸借対照表計上額の1社当たり平均



¹⁰ 対象企業が3社以下の業種として、水産・農林業、鉱業、パルプ・紙、石油・石炭製品、海運業、空運業、倉庫・運輸関連業がある。ちなみに、最も対象企業が多いのは、電気機器の53社、次いで化学の44社である。不動産業は、13社が対象となっている。

¹¹ ここでの保険取引とは、主に企業の設備や製品、顧客資産などの毀損等に備えた保険契約であり、したがって、政策保有株式保有は損害保険会社が主となっている。生命保険会社については、主たる顧客が個人であることから、その上場株保有のほとんどは純投資目的とされている。

注) 業種別に政策保有株式(非上場株式以外)の貸借対照表計上額の1社平均を示したものの。

対象企業、業種、対象データについては、図1と同じ。

持株会社等有価証券報告書上で連結子会社の政策保有株式の貸借対照表計上額についても開示している企業については、その合算値としている(図3・4も同じ。)

図2は、政策保有株式の貸借対照表計上額について、業種別に1社平均を算出して示したものである。なお、ここでの貸借対照表計上額とは、時価によるものとされている¹²。

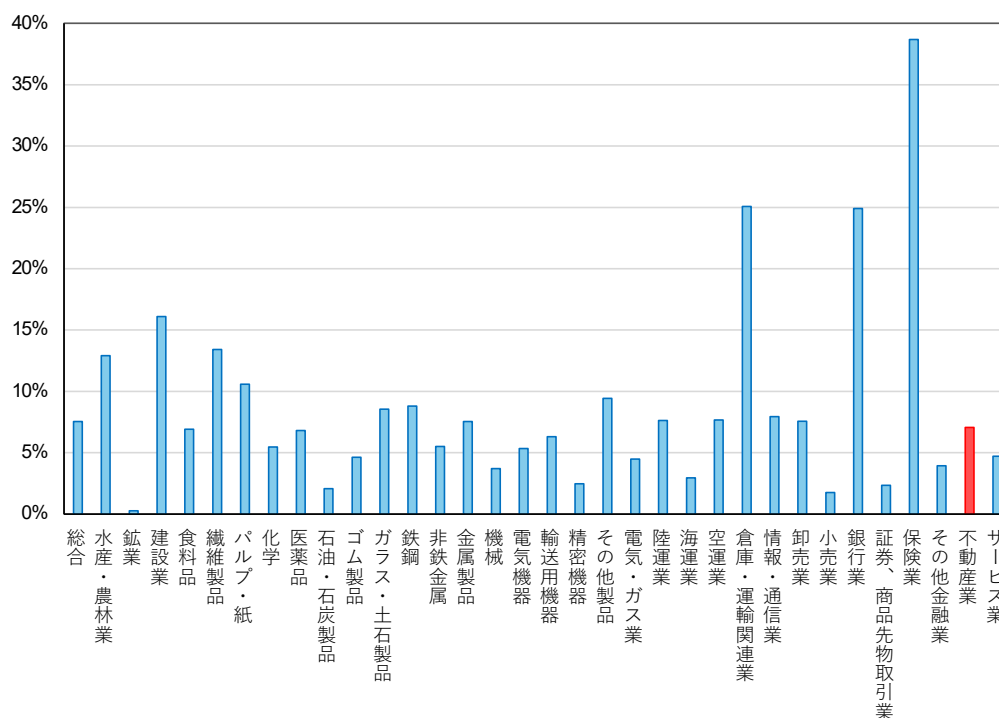
まず、政策保有株式の貸借対照表計上額についても、保険業と銀行業が突出している。保険業と銀行業以外では、輸送用機器が他業種に比べてかなり多くなっている。自動車製造業が主となるが、他業種に比べて全般に企業規模が大きいこと、関連産業の裾野が広いことなどが背景にあると考えられる。

逆に、貸借対照表計上額が少ない業種としては、小売業や精密機械が挙げられる。小売業で少ない理由は、保有銘柄数が少ない理由と同じであると考えられる。精密機械で少ない理由はさだかでないが、高度な独自技術を用いて主に小型の製品を作るという特性から、大量の原料調達、多岐にわたる関連産業、同業種との顧客獲得競争といった状況が他業種に比べて希薄であることによるのかもしれない。

不動産業については、ほぼ全体平均並みとなっているが、全体平均値自体が銀行業・保険業により引き上げられており、業種間では建設業に次いで5番目に多くなっている。

さて、政策保有株式の多寡は、個々の企業の規模にも影響される可能性がある。資産規模の大きな企業であれば、その分多くの政策保有株式を保有する余力があることになるからである。そこで、企業の資産規模による影響を除いて比較する趣旨で、各企業の純資産額(IFRSでは資本合計額)に対する政策保有株式の貸借対照表計上額の割合(純資産比)について、業種別に平均を算出・比較してみた(図3)。

図 3. 業種別にみた政策保有株式(非上場株式以外)貸借対照表計上額の純資産比の1社当たり平均



注) 業種別に政策保有株式(非上場株式以外)の貸借対照表計上額の純資産額に対する割合の1社平均を示したものの。

¹² 企業会計基準第10号 金融商品に関する会計基準(最終改正2019年7月4日 企業会計基準委員会)(以下「金融商品会計基準」という。)18。

国際会計基準(IFRS)採用企業については、資本合計額を用いている。
対象企業、業種、対象データについては、図1と同じ。

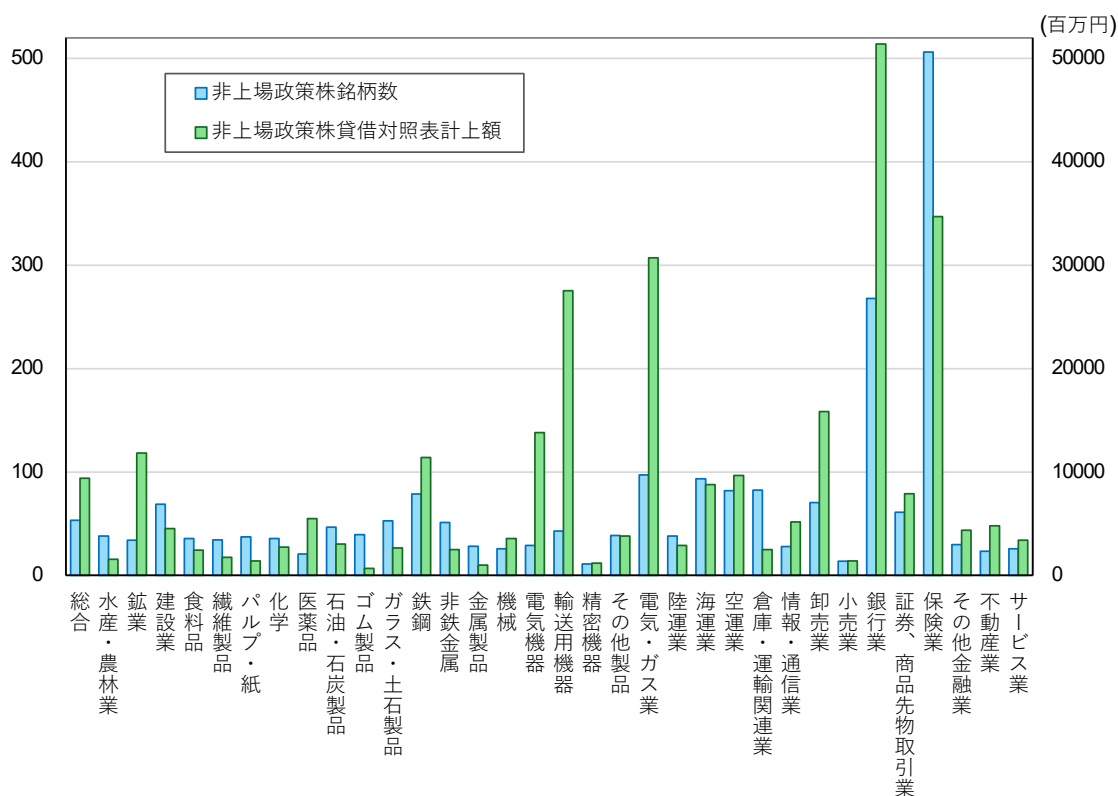
純資産比でも、保険業と銀行業の高さが目立つが、資産規模の大きな企業が多いためか、その程度は銘柄数や貸借対照表計上額と比較すると、他産業との差はやや縮小しているようである。保険業と銀行業以外では、対象企業数が少ない業種を除くと、建設業の純資産比がやや高めとなっている。

逆に、純資産比の低い業種としては、銘柄数、貸借対照表計上額と同じく小売業が挙げられる。貸借対照表計上額では最も低かった精密機器も低めではあるが、純資産比ではさほど目立たない。

不動産業については、全体の平均よりもわずかに少ない程度となっている。

以上、非上場株式以外の政策保有株式の保有状況についてみてきたが、非上場株式である政策保有株式の保有状況についてもみる。図4は、非上場株式である政策保有株式の銘柄数・貸借対照表計上額それぞれの1社平均を業種別に示したものである。なお、保有額ベースでいうと、非上場株式である政策保有株式は、非上場株式以外の約8.1%程度である。

図4. 業種別にみた政策保有株式(非上場株式)銘柄数・貸借対照表計上額の1社当たり平均



注) 業種別に政策保有株式(非上場株式)の銘柄数と貸借対照表計上額それぞれの1社平均を示したものである。
対象企業、業種、対象データについては、図1と同じ。

やはり銘柄数、貸借対照表計上額ともに銀行業と保険業が多くなっているが、非上場株式以外の場合に比べると、他業種との差はかなり縮まっている。特に、貸借対照表計上額については、電気・ガス業と輸送用機器が概ね保険業並みとなっている。その要因はさだかでないが、いずれも地域の基幹産業としての側面が大きく、地元で多くの取引企業等を抱えることが背景にあるのかもしれない。

逆に銘柄数、貸借対照表計上額ともに少ないのが、非上場株式以外の貸借対照表計上額と同じく精密機器と小売業となっている。

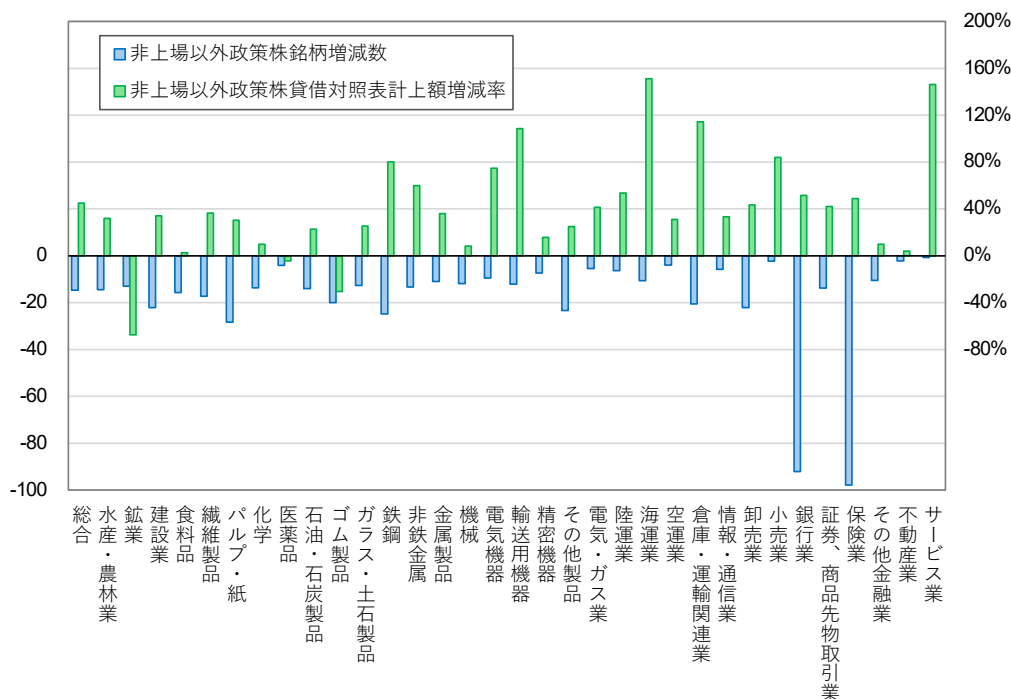
不動産業については、銘柄数、貸借対照表計上額ともに全体平均の半分程度とやや少なめになっている。恒常的取引関係にある中堅・中小企業が多くないということなのであろうが、貸借対照表計上額については、33業種中14番目と業種間では中位に位置している。ちなみに、銘柄数では31番目と精密機器、小売業に次いで少なくなっている。

(2) 政策保有株式の保有状況に係る変化

本稿冒頭でも触れたように、企業の政策保有株式については官民挙げて縮減の方向に動いているところである。それでは、このところどの程度政策保有株式の縮減が進んできているのか。この点について、有価証券報告書等での株式の保有状況に関する開示が強化された2019年頃からの政策保有株縮減の進展状況について概観することとする。

図5は、2020年から2024年にかけての政策保有株式の銘柄数の増減数と貸借対照表計上額の増減率を業種別に示したものである。

図5. 業種別にみた政策保有株式(非上場株式以外)の1社当たり銘柄増減数の平均と貸借対照表計上額の増減率1社当たり平均(2020年・2024年比較)



注) 2024年データを2020年データと比較し、業種別に政策保有株式(非上場株式以外)の銘柄増減数と貸借対照表計上額増減率それぞれの1社平均を示したものである。

2020年データは、2019年6月期～2020年5月期の有価証券報告書上の数値。2024年データは、図1と同じ。

対象企業、業種については、図1と同じ。ただし、合併、持株会社設立等により2020年データが存しない企業については、集計から除外している。

貸借対照表計上額増減率については、2020年貸借対照表計上額が0、2024年貸借対照表計上額が0超である企業(6社)は集計対象から除外している。

銘柄数については、すべての業種で減少しており、政策保有株縮減の動きが実感できる結果となっている。中でももともと保有銘柄数の多い銀行業と保険業の減少数が突出している。その他の業種では、特に他業種に比較して銘柄減少数の多い業種は存しない。

他方、貸借対照表計上額については、3業種を除いて増加しており、業種によっては2倍超の増加となっている。これは、同一銘柄の政策保有株式を買い増したからというわけではなく(そのようなケースもあり得ないわけ

はないが)、この間の株価上昇によるところが大きいと考えられる。2020年3月末と2024年3月末のTOPIXを比較すると2倍弱に、同じ時期に東証株価指数であれば2.1倍に上昇しており¹³、政策保有株式の縮減が株価上昇に追いつかなかったのが実態であろう。

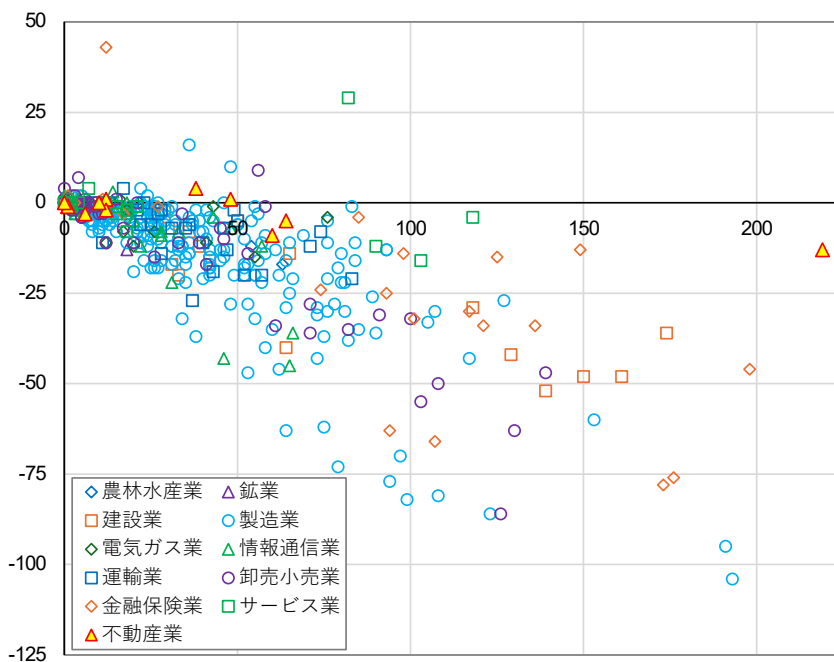
不動産業については、銘柄数でわずかに減少、貸借対照表計上額でわずかな増加となっており、他業種と比較しても医薬品と並んで変化の小さい結果となっている。特に銘柄数の減少については、サービス業に次いで少なくなっている。

そこで、政策保有株式の保有状況の変化に関して、個々の企業レベルでどのような傾向があるかについて業種別にみている。

図6は、横軸に2019年6月期～2020年5月期の政策保有株式(非上場株式以外)の保有銘柄数、縦軸に2023年6月期～2024年5月期時点までの保有銘柄の増減数をとり、個々の企業について散布図の形でその変化を示したものである。業種については、業種別分類表の中分類では細かすぎて図が煩雑となることから、日本標準産業分類の大分類に即して集約を行った。ちなみに、集約後も農林水産業と鉱業については対象企業数がわずかであり、業種別での傾向を読み取ることは困難である。

なお、グラフは不動産企業のすべてが掲載される範囲に絞っている。したがって、このグラフの右下方向に8社(いずれも金融保険業)が分布しているが、グラフには掲載されていない。

図6. 業種別にみた政策保有株式(非上場株式以外)の保有銘柄数の2020年から2024年にかけての増減数の分布



注) 各社の政策保有株式(非上場株式以外)について、2020年の保有銘柄数(横軸)と2024年までの保有銘柄の増減数(縦軸)との分布を業種別に分類して示したものである。

2020年データは、2019年6月期～2020年5月期の有価証券報告書上の数値。2024年データは、図1と同じ。

対象企業については、図1と同じ。ただし、合併、持株会社設立等により2020年データが存しない企業については、集計から除外している。

業種は、図1の分類をベースに日本標準産業分類大分類に準じて集約している。なお、図1の分類と日本標準産業分類大分類

¹³ 2020年3月末のTOPIXは1403.04に対して、2024年3月末のTOPIXは2768.62、同じ時期の東証株価指数は18917.01円から40369.44円へ上昇している。

との間で齟齬がある場合(物品賃貸業など)、日本標準産業分類大分類の方が細くなる場合(サービス業など)については、図1の分類によっている。

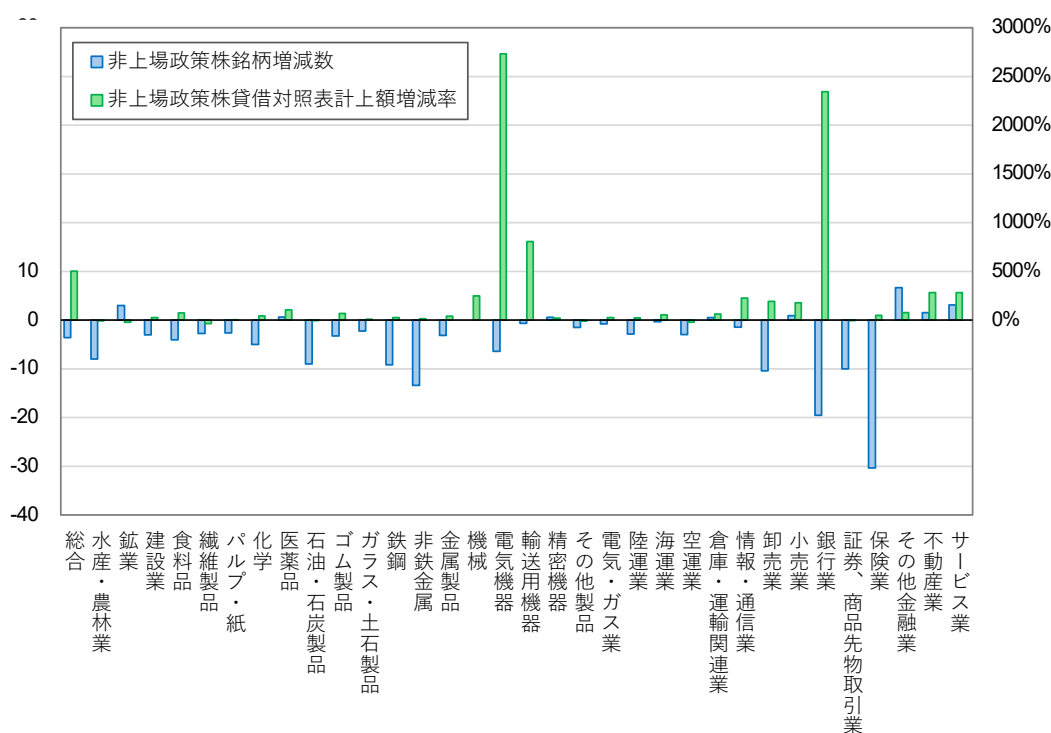
縦軸は 2020～2024 年の銘柄増減数を示しているのだから、グラフの原点から右下 45°の線上に点があれば 2020 年時点での政策保有株式をすべて解消したことになる。したがって、製造業には政策保有株式のすべて又はほとんどを解消させた企業が相当数存在し、大きく縮減させた企業も少なくない。卸売小売業や建設業、金融保険業においても 2020 年時点で 50 超だった政策保有株式銘柄を大きく縮減させた企業が少なくない。

他方、2020 年よりも政策保有株式銘柄数が増加した企業はわずか(483 社中 35 社)であり、そのほとんどは5銘柄未満の増加にとどまっている。

不動産業については、2020 年時点での保有銘柄数が少なめであったこともあるが、2024 年までの政策保有株式銘柄増減数は小幅にとどまっている。結果的に、対象企業数の少ない農林水産業と鉱業を除くと、電気ガス業以外の産業と比較して、政策保有株式の縮減が進んでいないことが示されている¹⁴。

以上、非上場株式以外の政策保有株式の保有状況の変化についてみてきたが、非上場株式である政策保有株式の保有状況の変化についてもみてる。図7は、2020 年から 2024 年にかけての非上場の政策保有株式の銘柄数の増減数と貸借対照表計上額の増減率を業種別に示したものである。

図 7. 業種別にみた政策保有株式(非上場株式)の1社当たり銘柄増減数の平均と貸借対照表計上額の増減率1社当たり平均(2020年・2024年比較)



注) 2024 年データを 2020 年データと比較し、業種別に政策保有株式(非上場株式)の銘柄増減数と貸借対照表計上額増減率それぞれの1社平均を示したものの。

2020 年データ、2024 年データは、図5と同じ。

対象企業、業種については、図1と同じ。ただし、合併、持株会社設立等により 2020 年データが存しない企業については、集計から除外している。

¹⁴ 減少銘柄数平均で見ると、サービス業も政策保有株式の縮減が進んでいないように見えるが、もともと 2020 年時点での政策保有株式銘柄数が0ないし1の企業が多いほか、大きく政策保有株式銘柄数を増やした企業(29 銘柄増)があることが影響しており、他業種と比べて特に政策保有株式の縮減が進んでいないとはいいいにくい。

貸借対照表計上額増減率については、2020年貸借対照表計上額が0、2024年貸借対照表計上額が0超である企業(7社)は集計対象から除外している。

銘柄数については、多くの業種で減少しているものの、非上場株式以外の政策保有株とは異なり、8業種で増加している。

他方、貸借対照表計上額については、7業種を除いて増加しており、特に、電気機器と銀行業では20倍超の増加となっているなど、非上場株式以外の政策保有株とは異なり、非上場株式である政策保有株式の保有額を大きく増やしている業種も少なくない。非上場株式など市場価格のない株式等については、取得原価をもって貸借対照表価額とすることから¹⁵、銘柄数が減少傾向にあることも勘案すると、非上場株式を大きく買い増している企業が少なくないことになる。

不動産業については、銘柄数、貸借対照表計上額ともに増加しており、特に貸借対照表計上額については3倍近くに増加している。

以下後編に続く。後編では、不動産企業と政策保有株式との関わりについて、より詳細な検討を進めることとする。

(齋藤 哲郎)

¹⁵ 金融商品会計基準19。