

## はじめに

今回は、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ている。本稿は、その後編である。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。なお、章及び図表については前編からの通し番号となっている。

### 3. 不動産業株式を保有する企業と不動産企業が保有する株式

次に、不動産業をめぐる政策保有株式の実態についてより詳細に検討する意味で、不動産業株式をどのような企業が保有しているか、逆に不動産企業はどのような企業の株式を保有しているかについて、業種に着目して分析を試みる。

#### (1) 不動産業株式を保有する企業の傾向

図8は、前編でも取り上げた TOPIX500 採用企業が政策保有株式(非上場株式以外。以下同じ。)として保有する不動産業株式銘柄数<sup>1</sup>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。

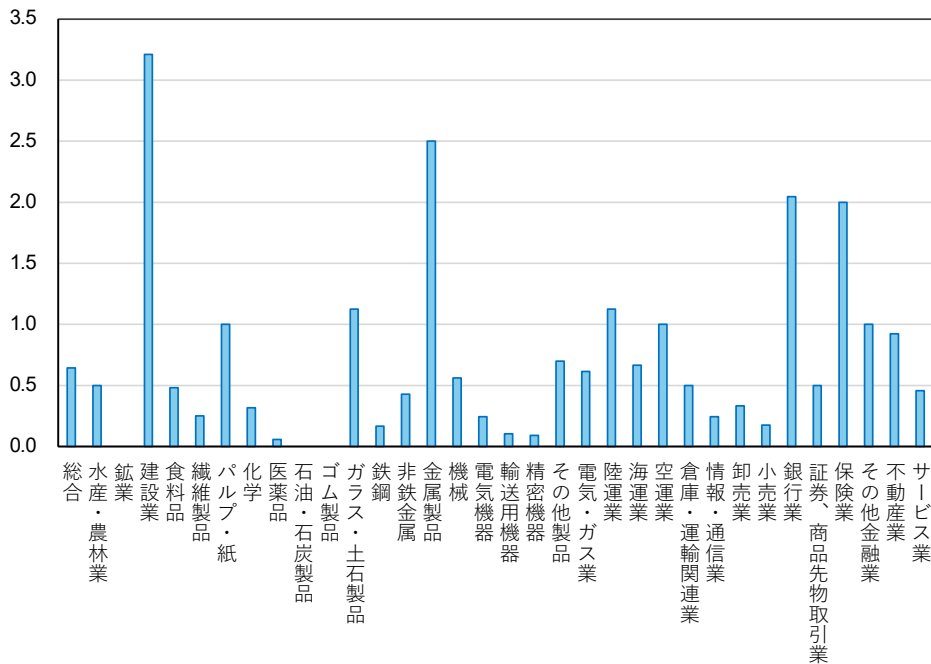
業種別にみると、建設業での不動産業株式保有が最も多くなっている。建設業と不動産業とは、不動産物件に係る請負契約において請負人と注文者の関係にあり、いわば強固な取引関係にあることから、ある意味当然の結果ともいえる。建設業に次いで不動産業株式保有が多いのは、金属製品製造企業となっている。具体的には、アルミサッシ等建物資材や給湯器等建物装備品の製造企業が含まれており、建設業と同じく不動産業との取引関係が強いことによるものと考えられる。建設業と金属製品に次いで多いのが、銀行業と保険業である。コーポレートローンや損害保険サービスの供与によるものと考えられるが、銀行業・保険業はもともと政策保有株式の保有がずば抜けて多い業種であり(図1)、不動産業に限らず多くの業種についても銀行業・保険業企業による保有銘柄数が多くなっているものとみられる。ガラス・土石製品については、セメントやガラス・陶器製品など建物資材・装備品を通じた取引関係が深く、陸運業については、都市開発を通じて大手鉄道会社との結びつきが深いことによるものと考えられる。

逆に不動産業株式保有が少ない業種としては、医薬品、石油・石炭製品、ゴム製品、輸送用機器、精密機器といった不動産業との直接的関わりが乏しい産業が挙げられる。

なお、不動産業株式保有銘柄数では、不動産業は 10 番目であり、不動産企業間での株式持ち合いはさほど多くないようである。

<sup>1</sup> 各業種の企業が保有する不動産業株式銘柄数、不動産企業が保有する業種別の株式銘柄数については、各社の有価証券報告書上の個別株式銘柄に係る記載に基づいて算出している(図8・12・13が該当する。)。したがって、開示府令において個別銘柄の開示が義務づけられていない銘柄(例えば、非上場株式以外の政策保有株式を60銘柄超有する企業が保有する銘柄であって、当該銘柄の貸借対照表計上額が、当該企業の資本金額の100分の1以下である場合など)は含まれていないことになる。基準の詳細については、開示府令第2号様式(記載上の注意)(58)d・fを参照。

図 8. 業種別にみた政策保有株式(非上場株式以外)である不動産業株式銘柄数の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)、すなわち TOPIX500 採用企業について、業種コード協議会が定める業種別分類表の中分類別に、政策保有株式(非上場株式以外)として保有する旨開示している不動産業株式の銘柄数の1社平均を示したもの。

保有対象となる不動産業株式は、国内で上場されている不動産業株式であればすべて含む。また、上場不動産投資法人(J-REIT)の投資口を含む。

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、その開示銘柄数と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(以下の図においても同じ。)

資料: 各社の有価証券報告書より作成(以下の図・表も同じ。)

## (2) 不動産企業が保有する政策保有株式に係る傾向

まず、不動産企業が保有する政策保有株式の数はどうな状況になっているかについて、簡単に触れる。図9は、不動産業と全産業のそれぞれについて、非上場株式以外の政策保有株式として保有する銘柄数の分布を示したものである。ただ、図8と同じく TOPIX500 採用企業では不動産企業数が 13 社と階層別分布をみるにはやや少ないため、図9では TOPIX1000 採用企業まで範囲を広げている。不動産企業は計 29 社となる。

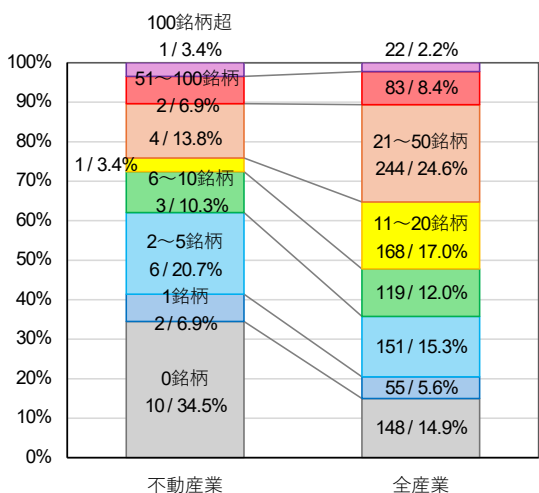
全産業と比較すると、不動産業は政策保有株式銘柄数が0ないし少ない企業の割合が高いようにみえる。全産業では政策保有株式銘柄数二桁の企業が過半を占めるが、不動産業では政策保有株式銘柄数 10 以下の企業が7割を占めている。

ただ、図9での不動産企業は 29 社にとどまっている。そこで、上場不動産企業全般の傾向をみるため、東証プライム市場・スタンダード市場・グロース市場上場のすべての不動産企業 139 社について、政策保有株式銘柄数の分布を示してみた(図 10)。

上場不動産企業全体では、過半数の企業が政策保有株式を有していない。企業規模が小さくなるほど政策保有株式の保有傾向が弱くなることの帰結である。実際 TOPIX1000 採用企業以外の上場不動産企業で二桁の政策保有株式銘柄を有する企業は、3社にとどまっている。政策保有株式を保有する企業に限ってみても、10 銘柄

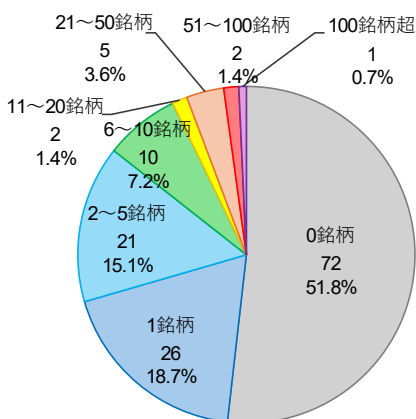
柄超の政策保有株式を有する企業は約 15%にとどまっており、取引上場会社の株式を多数抱えている不動産企業は、大手デベロッパー等に限定されている。

図 9. 不動産業と全産業の政策保有株式(非上場株式以外)銘柄数の分布の比較



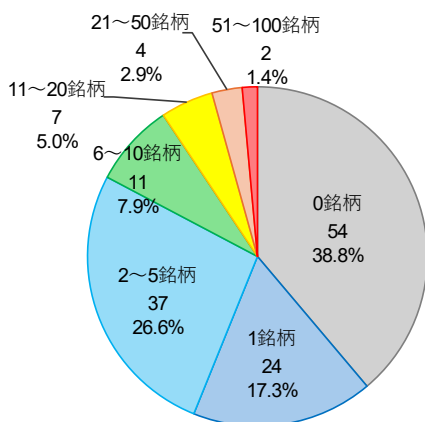
注) 東京証券取引所の TOPIX ニューインデックス区分における「TOPIX Core30」、「TOPIX Large70」、「TOPIX Mid400」、「TOPIX small1」の構成銘柄約 1000 社(具体的には、2024 年6月末現在の 990 社)、すなわち TOPIX1000 採用企業について、各社が保有する政策保有株式銘柄数(非上場株式以外)の分布を、不動産業(29 社)と全産業のそれぞれについて示したものを、対象データは、2023 年6月期~2024 年5月期の有価証券報告書上の数値。

図 10. 不動産企業の政策保有株式(非上場株式以外)の保有銘柄数の分布



注) 東京証券取引所のプライム、スタンダード、グロース各市場の構成銘柄のうち、業種コード協議会が定める業種別分類表の中分類で不動産業に分類されている 139 社(2024 年6月末現在)、すなわち東京証券取引所上場不動産企業について、各社が保有する政策保有株式銘柄数(非上場株式以外)の分布を示したものを、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。

図 11. 不動産企業の政策保有株式(非上場株式)の保有銘柄数の分布

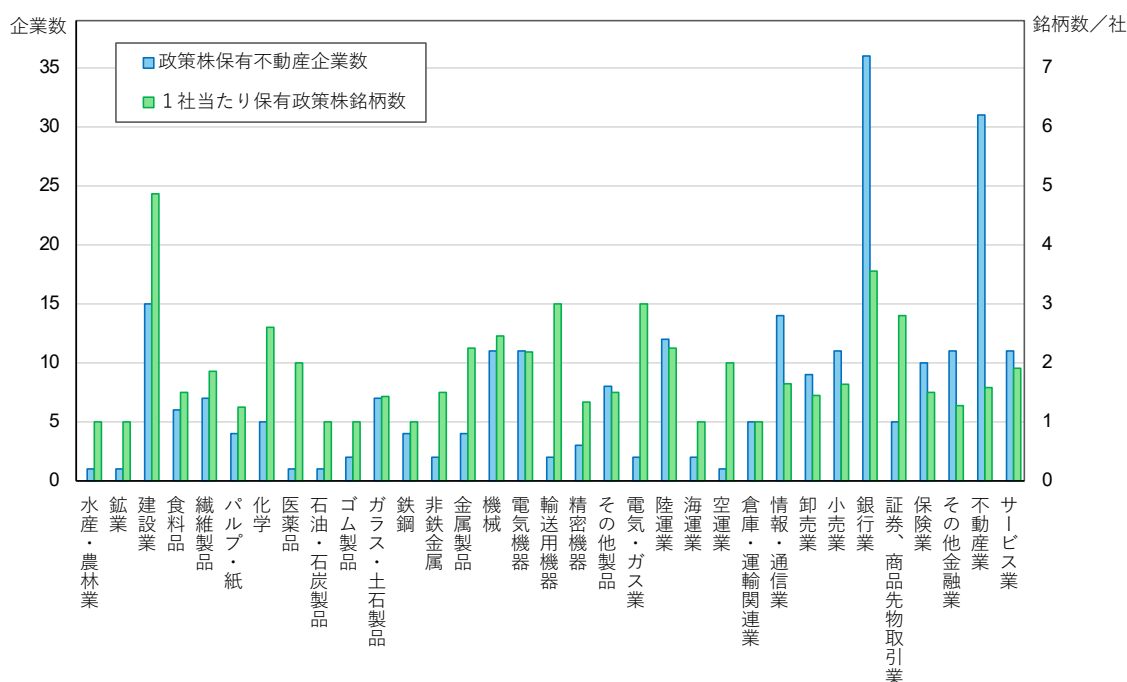


注) 東京証券取引所上場不動産企業 139 社(2024 年6月末現在)について、各社が保有する政策保有株式銘柄数(非上場株式)の分布を示したものを、対象データは、2023 年6月期~2024 年5月期の有価証券報告書上の数値。

ちなみに、上場不動産企業全体について、非上場株式である政策保有株式の保有銘柄数の分布を示したのが図 11 である。保有銘柄数0の企業は、全体の 39%と非上場株式以外の場合に比べると少なくなっている。過半数の企業が1~10 銘柄を保有しており、取引先企業との関係維持などの目的で株式を保有することがそれなりに行われているようである。

次に、不動産企業はどのような業種の上場企業株式を政策保有株式として保有しているかについてみていく。図 12 は、上場不動産企業が保有する政策保有株式を業種別に分けて、それぞれの保有不動産企業数と当該保有企業の保有銘柄数の平均を示したものである。

図 12. 上場不動産企業が保有する政策保有株式に係る業種別の保有企業数と保有企業1社当たり保有銘柄数



注) 東京証券取引所上場不動産企業 139 社(2024 年6月末現在)について、各社が保有する政策保有株式(非上場株式以外)を業種別に分類し、各業種ごとに当該業種に属する企業の株式を政策保有株式として保有する企業数と保有企業1社当たりの保有銘柄数を示したものである。

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。

まず、不動産企業が保有する政策保有株式を業種別にみると、銀行業の株式を保有する不動産企業が最も多く、続いて不動産業、建設業、情報・通信業、陸運業の順となっている。銀行業、建設業、陸運業については、(1)で触れたように不動産業との関わりが深いことによるものと考えられる。不動産業については、同業種間での情報交換や共同プロジェクトの推進といった要因によるものと推察される。情報・通信業については、不動産 DX の導入等不動産業も IT 化が進む中で、関わりを深める必要性が生じていることによるのではないか。なお、不動産業株式の保有が多い業種であった金属製品と保険業については、不動産企業による保有に関しては他業種と比べて多い状況にはない。金属製品製造会社や保険会社にとって不動産企業は有力な顧客である一方、不動産企業にとっては取引関係の重要度がさほど高くないということであろうか。

政策保有株式の保有企業1社当たりの保有銘柄数については、保有企業数に比べて業種間の差が小さい。建設業が最も多く、次いで銀行業が多くなっている。この点、保有企業数と保有銘柄数において、建設業と不動

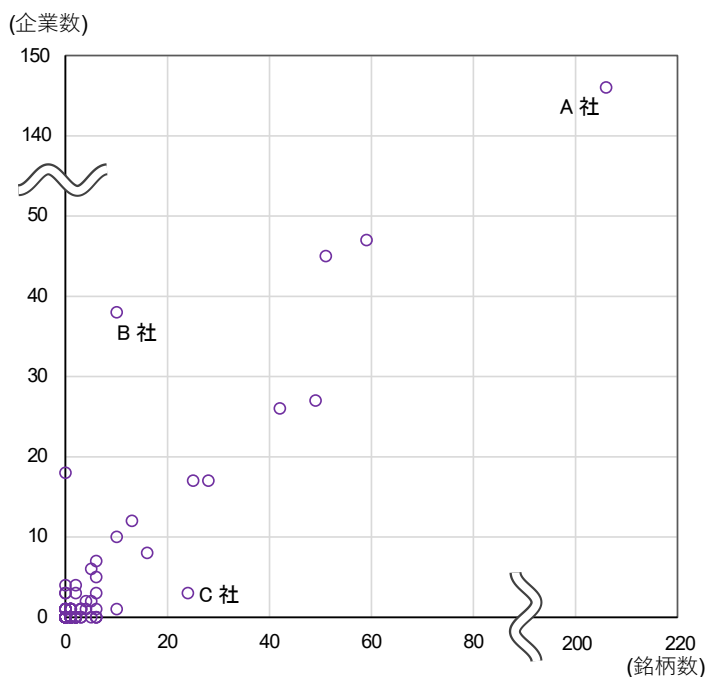
産業とは対照的な傾向を有していることになる。保有企業数でいうと不動産業は建設業の2倍超であり、より多くの不動産企業の保有対象となっている一方、1社当たり保有銘柄数では建設業は不動産業の3倍超であり、より多くの銘柄を単一の不動産企業が保有している。共同プロジェクト実施などに係る同業種のパートナー企業としては数がある程度絞られる一方、建設工事等の請負先としてはある程度の数の企業を確保しておく必要があるといった事情によるものではないか。

### (3) 政策株を保有する不動産企業と政策株として保有される不動産企業

次に、個々の上場不動産企業が有している政策保有株式の銘柄数と当該企業の株式を保有する上場企業の数との比較を試みる。政策保有株式銘柄数の多い企業ほど多くの企業に自社株式を保有されているという傾向があれば、いわゆる株式の持ち合いがなされている可能性が高くなる。

図 13 は、上場不動産企業について、当該企業が保有する政策保有株式銘柄数と当該企業の株式を保有する TOPIX1000 採用企業の数との分布を示したものである。なお、不動産企業の保有銘柄数の方が不動産企業株式の保有企業数より多い傾向にあるが、これはひとつには不動産企業が東京証券取引所上場企業すべてを対象にしているのに対し、当該不動産企業の株式を保有している企業は TOPIX1000 採用企業に限定されていることによるものである。

図 13. 不動産企業が保有する政策保有株式(非上場株式以外)の保有銘柄数と当該不動産企業の株式を政策保有株式として保有する企業の数との分布



注) 東京証券取引所上場不動産企業 139 社(2024 年6 月末現在)について、各社が保有する政策保有株式(非上場株式以外)の銘柄数と各社の株式を保有する TOPIX1000 採用企業の数との分布を示したものである。

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。

不動産企業の場合、政策保有株式を有しない、あるいは5銘柄以下の保有にとどまる企業の数が多いことから(図9参照。)、グラフの原点付近に分布が集中している。とはいえ、全体的にみれば保有する政策保有株式銘柄数の多い不動産企業ほど他企業による当該企業株式の保有事例数も多い傾向がみられる(相関係数は、0.97。保有銘柄数、保有企業数いずれも0のサンプルを除いても 0.96。)。したがって、株式の持ち合いは不動産企業においても生じているものと考えられる。

個別事例について触れると、A 社は政策保有株式銘柄数、自社株式保有企業数のいずれにおいてもずば抜けており、政策保有株式銘柄数、自社株式保有企業数ともに不動産企業全体の銘柄・企業延数の3割超を占め

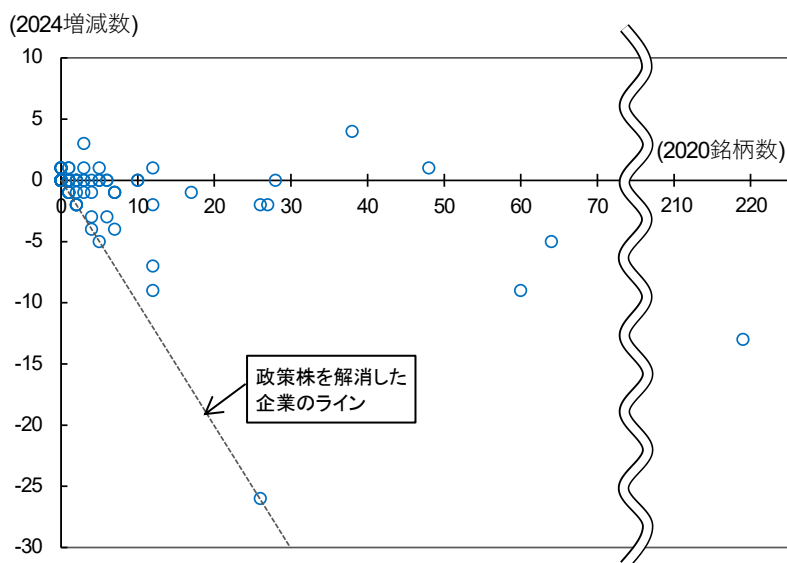
ている。B社は、政策保有株式銘柄数では10銘柄とやや多い程度であるが、B社株式を保有する企業数では不動産企業全体の4番目と非常に多くなっている。B社は、国際空港での建物整備・管理運営を行っている会社であり、空運業のほか、建設業、食料品、陸運業など業務との関連の深い業種の企業による保有が多くなっている。逆にC社は、政策保有株式銘柄数が多い割に他社による株式保有は少なくなっている。C社は不動産業のほか、陸運業、流通業、レジャー・サービス業を手掛けるグループ会社であり、関連業界が幅広いことにより政策保有株式銘柄数が多くなったものと考えられる。ただ、各部門単独での事業規模はさほど大きくないため、他企業による株式保有にまで至る例が少なかったのであろう。

#### 4. 不動産企業における政策保有株式の保有状況に係る変化

政策保有株式の保有状況に係る変化については、2.(3)において不動産業も含めて分析を試みたところであるが、上場不動産企業全体に広げて改めて検討する。図14は、上場不動産企業について、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。

グラフの斜点線上は、2020年時点での政策保有株式銘柄数が2024年には0になったことを意味している。図6(TOPIX500採用企業)では、不動産業で複数銘柄の政策保有株式を0にした企業はみられなかったが、図14ではそのような企業が複数存在し、中には26銘柄の政策保有株式を解消した企業も存する。ただ全体としては、多少の増減はあるものの政策保有株式の保有を概ね維持している企業が多いように見える。

図14. 上場不動産企業における政策保有株式(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)東京証券取引所上場不動産企業139社(2024年6月末現在)について、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。

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、2023年6月期～2024年5月期の有価証券報告書上の数値。

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。

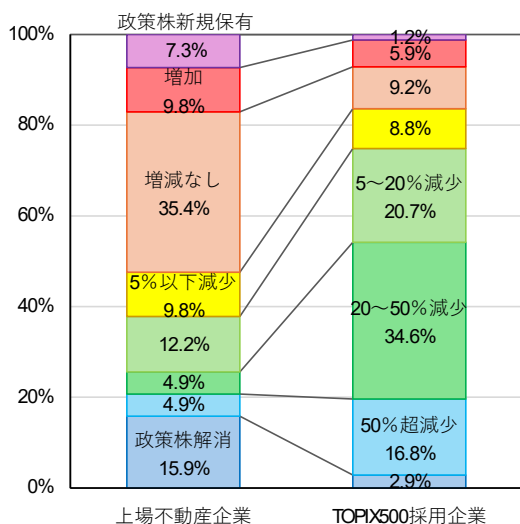
そこで、政策保有株式の縮減傾向について、不動産企業と全業種の企業との間で違いがあるかどうかについてみていく。図15は、上場不動産企業とTOPIX500採用企業全体との間で、2020年から2024年にかけての政策保有株式の増減状況について、階層別に割合を示して比較したものである。

まず、不動産業は上場企業全体なのに対し、全産業はTOPIX500採用企業であるから、平均的な企業規模にかなり差があることには留意する必要がある。上場不動産企業の方が「政策株解消」や「政策株新規保有」の割合が大きいのは、2020年時点で政策保有株式を有していなかった企業や2～3銘柄以下の保有であった企業の

割合が高く、「政策株解消」や「政策株新規保有」が生じやすかったことがあるものと考えられる。

この点を考慮した上でも、不動産企業の方が政策保有株式の増減なしや増加の割合が高く、20%超減少させた割合が低いのは明らかである。ちなみに、サンプル数が少ないものの TOPIX500 採用の不動産企業のみでみた場合にも同様の傾向がみられる。このことから、図6で示したのと同様に、不動産業は他産業に比べると政策保有株式の縮減・解消に係る傾向が小さいものと思われる。

図 15. 不動産業と全産業の政策保有株式(非上場株式以外)銘柄数の  
2020 年から 2024 年にかけての増減割合の比較



注) 東京証券取引所上場不動産企業 139 社(2024 年6月末現在)と TOPIX500 採用企業すべてについて、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割合の分布を階層別に比較して示したもの。

2020 年と 2024 年のいずれも政策保有株式を保有していなかった企業は含まれない。

「政策株解消」とは、2020 年時点での政策保有株式を 2024 年時点ですべて解消した企業、「政策株新規保有」とは、2020 年時点で政策保有株式を有していなかったが、2024 年時点では有している企業を意味する。

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、2023 年6月期~2024 年5月期の有価証券報告書上の数値。

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。

## むすび

以上、不動産企業における政策保有株式の保有状況の特徴を他業種との比較をベースにして概観してみた。不動産業は、他業種に比べると政策保有株式の保有が少ない傾向にあり、かなりの数の企業が政策保有株式を保有してこなかったこと、また、政策保有株式を有する(有していた)不動産企業においても政策保有株式の縮減・解消の傾向はみられるものの、他業種に比べると政策保有株式を維持する企業が多いこと、不動産業株を政策保有株式として保有する業種と不動産企業が政策保有株式として保有する業種とでは、建設業、銀行等で共通する一方、若干の違いもみられることなどが明らかになったと考える。

なお、本稿は、政策保有株式の保有状況が企業の経営・財務にどのような影響を及ぼすか、さらには政策保有株式の是非などその評価については意図していない。ただし、本稿冒頭にて触れたように、政策保有株式に対しては消極的評価がなされているのが一般である。ROE<sup>2</sup>等の経営・財務指標面でも、政策保有株式の多い企業は、資本効率や成長可能性が低い傾向にあるとされている<sup>3</sup>。ただし、企業の収益性に係る代表的指標である ROE と政策保有株式の保有状況について不動産企業に限って試算してみると、政策保有株式が多いほど ROE が低いといった傾向はあまり見いだせなかった(表1)。これが、そもそも政策保有株式が少ないなど不動産企業の独自の要因によるものなのか、2024 年時点では政策保有株式の縮減・解消が急速に進み ROE に影響を及ぼすような要因ではなくなってきたのかといった分析については、ここでは触れない。

<sup>2</sup> Return On Equity の略。自己資本利益率。計算式は、当期純利益 ÷ 自己資本 × 100、又は、EPS(一株当たり利益) ÷ BPS(一株当たり純資産) × 100。

<sup>3</sup> 宮島英昭・齋藤卓爾「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」(2019 年 独立行政法人経済政策研究所) p20、芳賀沼千里「注目される政策保有株式の削減」(三菱 UFJ 信託資産運用情報 2021 年3月号) p4。

政策保有株式の保有状況については、今後しばらくは投資家や政策当局、取引所等から注目される事項であり続けることになる。政策保有株式の是非はともかくとして、少なくとも政策保有株式を保有する不動産企業は、その保有理由を具体的に説明できるようにしておくことが望ましいであろう。

表 1. 上場不動産企業における政策保有株式比率・銘柄数の階層別 ROE 平均と ROE との相関係数

	政策株の総資産比率	政策株銘柄数
上位20%のROE平均	11.2	8.3
中位40～60%のROE平均	8.3	10.3
下位20%のROE平均	9.4	13.3
ROEとの相関係数	-0.01	-0.05

注) 東京証券取引所上場不動産企業 139 社(2024 年6月末現在)に関して、各社が保有する政策保有株式(非上場株式以外)の貸借対照表計上額の総資産額に占める割合と銘柄数について、上位 20%、中位 40～60%、下位 20%とに分け、それぞれの階層の ROE 平均を示すとともに、ROE との相関係数を示したものである。

総資産比率と銘柄数の階層化に当たっては、政策保有株を有していない企業は除いている。

上場不動産企業全体の ROE 平均は、政策保有株を有していない企業を除いた場合で 9.9、含めた場合で 11.7 である。

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。

(齋藤 哲郎)