

2024年3月27日 全13頁

# 金融機関における政策保有株式の縮減

純投資目的への振替えも一部で見られる

金融調査部 研究員 矢田歌菜絵  
研究員 藤野 大輝  
主任研究員 横山 淳

## [要約]

- 鈴木俊一財務大臣兼内閣府特命担当大臣が、損害保険会社が保有する政策保有株式に関して発言したことを受けて、改めて金融機関等が保有する政策保有株式に対する関心が高まっている。本稿では、2023年10月末時点のTOPIX500構成企業のうち金融・保険業を対象に、政策保有株式の状況について調査および分析を行った。
- 2018年から2022年にかけて、政策保有株式の銘柄数、貸借対照表計上額の合計額、純資産比のいずれについても減少傾向が認められた。
- 政策保有株式を縮減するにあたり、そのまま売却処分するのではなく、「保有目的が純投資目的である投資株式」への振替えを行っていた金融機関が、この5年間では対象41社中10社あった。「政策保有目的」から「純投資目的」への振替えに対しては、十分に説得力のある説明が欠かせないものと思われる。
- 対象41社中13社においては、コーポレート・ガバナンスに関する報告書に縮減の目標を具体的に記載しているなど、積極的に政策保有株式の縮減に取り組んでいることがうかがわれる事例も確認できた。

## 1章 はじめに

2024年2月13日、鈴木俊一財務大臣兼内閣府特命担当大臣は、閣議後の記者会見において、損害保険会社が保有する政策保有株式に関連して、次のような発言を行った。

問) 金融庁が損保大手4社に対しまして、政策保有株の売却を加速させるよう求めたとの報道がありました。本件に関する事実確認と大臣の損害保険会社の政策保有株に関するご所見をお聞かせください。

答) そのような報道があったことは承知しています。

企業保険における保険料の調整事案に対しまして、金融庁が昨年末に大手損保4社に対して発出した業務改善命令の中では、保険料の調整行為が行われた真因の1つとして、政策株式保有割合など、

保険契約の条件以外の要素が入札結果等に少なからず影響する場合があったということを指摘するとともに、改善対応の1つとして、企業保険分野における適正な競争実施のための環境整備に向けた方策の検討、実施を求めました。

金融庁としては、こうした観点から、政策保有株式の売却の加速は重要であると考えておりまして、現在、大手損保4社に対して、今月末までに提出を求めている業務改善計画が、そのような観点も含めたものとなるよう、各社との対話を進めているところです。

金融庁としては、政策保有株式の売却も含め、各社から提出を受ける業務改善計画やその後の進捗等について、今般のような事案を二度と起こさないようにするとの観点からしっかりと確認をしていきたいと、このように思っています。

(出所) 金融庁「[鈴木財務大臣兼内閣府特命担当大臣閣議後記者会見の概要 \(2024年2月13日\)](#)」

これを受けて、改めて金融機関等が保有する政策保有株式に対する関心が高まっている。

筆者らは、2024年2月2日に発表した大和総研レポート（藤野大輝・矢田歌菜絵・中村昌宏・横山淳「[縮減が進む政策保有株式とその効果](#)」）において、2023年10月末時点のTOPIX500構成企業について政策保有株式の縮減状況などについて分析を行った。ただし、これは事業会社とは前提が異なる金融・保険業を除いた分析であった。

本稿では、前記の鈴木大臣発言を受けた関心の高まりなどを踏まえて、TOPIX500構成企業のうち金融・保険業を対象に、足元における政策保有株式の状況について分析したい。まず、2章において、有価証券報告書における「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の開示情報に基づいて、最近5年間における政策保有株式の縮減状況を見る。次に、3章において、一部で指摘されている政策保有株式の純投資への振替えについて、有価証券報告書における開示情報に基づいて、その実際の状況について検証したい。最後に4章において、コーポレート・ガバナンスに関する報告書の開示情報に基づいて、今後に向けてどのような縮減の方針が示されているのかを確認する。

## 2章 政策保有株式の縮減は進む

本稿において集計の対象とした企業は、2023年10月末時点のTOPIX500構成企業のうち金融・保険業（「銀行業」22社、「証券、商品先物取引業」4社、「保険業」6社、「その他金融業」9社）の41社とした。なお、後述の集計対象期間中に持株会社化等の組織再編があった企業については、いずれの年についても有価証券報告書等の提出義務のある主体を対象とした。例えば、持株会社化以前は銀行本体について、以後はその持株親会社を対象とした<sup>1</sup>。集計対象期間と出所は次ページの表の通りとした。

<sup>1</sup> 組織再編による持株会社化により、原則として元の銀行とは別法人になり、財務情報等のデータが非連続になるが、政策保有株式の銘柄数の点からはその非連続性による影響は大きくはなかったため、今回は調査対象に含めることとした。

本稿における年の表記	集計対象期間	データの出所
2018年	2018年10月1日-2019年9月30日	左記の間に提出された有価証券報告書
2019年	2019年10月1日-2020年9月30日	
2020年	2020年10月1日-2021年9月30日	
2021年	2021年10月1日-2022年9月30日	
2022年	2022年10月1日-2023年9月30日	

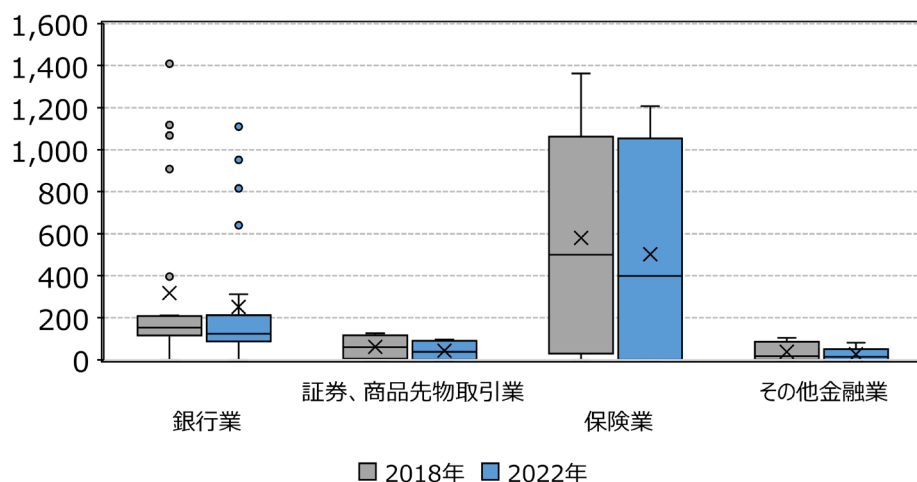
なお、本稿においては「政策保有株式」と記載した場合、「政策保有株式（上場株式）」のみを指し、「政策保有株式（非上場株式）」は含まないことに注意されたい。

## （1）保有銘柄数

本稿の調査対象となる企業（以下、金融機関と呼ぶ）が保有する政策保有株式の銘柄数の分布（2018年、2022年）は図表1の通りであった。「銀行業」および「保険業」における政策保有株式の銘柄数の分布は広く、多いところでは2018年および2022年時点で1,000銘柄超の政策保有株式を保有している金融機関もあることが分かる。一方で、「証券、商品先物取引業」および「その他金融業」における銘柄数の分布は小さく、その保有銘柄数も相対的に少ないことが見て取れる。

2018年から2022年にかけての銘柄数の減少の幅は平均して「銀行業」では66.3銘柄、「保険業」では79.0銘柄、「証券、商品先物取引業」では18.5銘柄、「その他金融業」では11.9銘柄であった。そもそもの保有銘柄数が多い業種ほど、銘柄数の減少幅が大きいことが分かった。

図表1 金融機関が保有する政策保有株式（上場株式）の銘柄数（箱ひげ図）



（注1）「銀行業」22社、「証券、商品先物取引業」4社、「保険業」6社、「その他金融業」9社、と業種によって対象企業数が異なることに注意されたい。

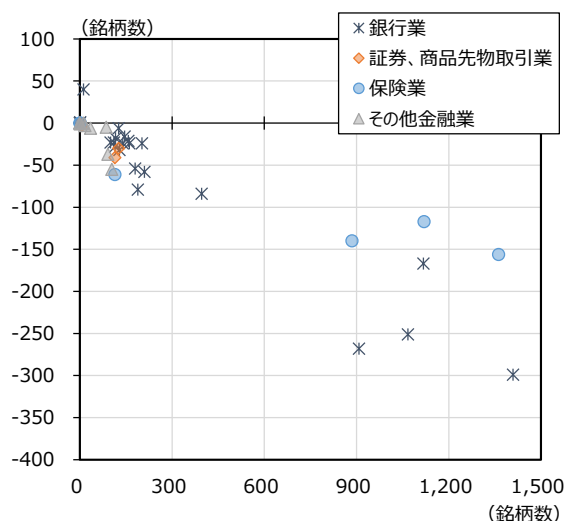
（注2）図表中の×印は平均値を表す。「銀行業」において見られる○印は表計算ソフトが算定した外れ値を示す。この場合、平均値や中央値はこれらの外れ値も含まれた上で算出されている。

（出所）EDINET 閲覧サイト、対象金融機関の2018年および2022年の有価証券報告書より大和総研作成

次いで、本稿の調査対象金融機関が保有する政策保有株式の銘柄数について、2018年から2022年の間の変化を見ると図表2の通りであった。図表2では2018年時点の政策保有株式の銘柄数を横軸に取り、2022年までの銘柄数の増減を縦軸に取っている。すなわち、グラフの横軸より下の金融機関は、2018年から2022年の間に政策保有株式の銘柄数が減ったことを表す。

図表2はグラフ全体として右下がりになっており、2018年時点の政策保有株式の銘柄数が多い金融機関ほど、2022年までに政策保有株式の銘柄数をより減らしていることが分かった。特に、「銀行業」および「保険業」では個社で見ても銘柄数が大幅に減少したことが分かる。他方で、「証券、商品先物取引業」や「その他金融業」は、各社の政策保有株式銘柄数がそもそも少ないため、銘柄数の減少も小幅にとどまった。

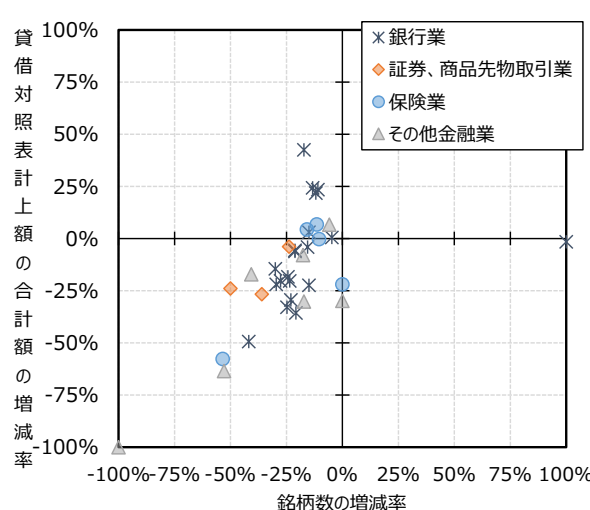
図表2 2018年時点の保有銘柄数と2022年までの銘柄数の増減



(注) 横軸は2018年時点の政策保有株式の銘柄数、縦軸は2022年時点の政策保有株式の銘柄数から2018年のものの差分を表す。

(出所) EDINET 閲覧サイト、対象金融機関の2018年および2022年の有価証券報告書より大和総研作成

図表3 保有銘柄数の増減率と貸借対照表計上額の合計額の増減率



(注1) 横軸は2018年から2022年の政策保有株式の銘柄数の増減率、縦軸は2018年から2022年の政策保有株式の貸借対照表計上額の合計額の増減率を表す。

(注2) 貸借対照表計上額の合計額の増減率が、+270%超であった1社(「銀行業」)についてはこのグラフに描画されていない。

(注3) 2018年、2022年ともに政策保有株式の銘柄数が0であった5社については、このグラフに描画されていない。

(出所) EDINET 閲覧サイト、対象金融機関の2018年および2022年の有価証券報告書より大和総研作成

## (2) 貸借対照表計上額の合計額

政策保有株式は、金融商品会計基準の下では、通常、その他有価証券として時価評価される。有価証券報告書では、保有している政策保有株式について銘柄数だけでなく、貸借対照表計上額の合計額についても開示する必要がある。

貸借対照表計上額の合計額について、保有銘柄によって株価が大きく異なり得ることから、ここでは増減率でその縮減の様相を確認することとした。

2018年から2022年の政策保有株式銘柄の増減率と貸借対照表計上額の合計額の増減率の関係は図表3の通りとなった。図表3では2018年から2022年の政策保有株式の銘柄数の増減率を横軸に、同期間の貸借対照表計上額の合計額の増減率を縦軸に取った。例えば、グラフの第1象限(右上半分)に点がある場合、この期間に政策保有株式の銘柄数も貸借対照表計上額の合計額も増えたことを表す。

図表3から、第3象限(左下半分)に点が多く、全体の傾向として政策保有株式の銘柄数とその貸借対照表計上額の合計額の両方が縮減されていることが分かった。

銘柄数の増減率の平均は、「銀行業」が+2.0%、「証券、商品先物取引業」が▲36.6%、「保険業」が▲18.2%、「その他金融業」が▲33.4%であった。貸借対照表計上額の合計額の増減率の平均についても、「銀行業」が+5.1%、「証券、商品先物取引業」が▲18.1%、「保険業」が▲13.8%、「その他金融業」が▲34.6%であった。なお、これらは銘柄数や貸借対照表計上額の合計額の増減率についての平均であるため、もともとの保有が小さい「証券、商品先物取引業」や「その他金融業」においては1銘柄の縮減による全体への影響が相対的に大きくなるため、縮減率が30%超となっている。また、「銀行業」においては2社における政策保有株式銘柄数の増加が全体平均を押し上げていた。

### (3) 純資産比

政策保有株式の保有状況を示す一つの尺度として、政策保有株式の貸借対照表計上額の合計額を純資産額で割った純資産比が挙げられる。この純資産比で意識される水準として、20%が挙げられる。これは、主要な議決権行使助言会社や機関投資家が、取締役選任に関する助言の方針または議決権行使に関する方針で、「純資産比の20%」という数値基準を設定していることが多いためである。

2018年と2022年のそれぞれの時点における純資産比を表したのが図表4である。45度線(灰色の直線)は、2018年から2022年において純資産比の変動がないとした値を示し、45度線より下側に点がある場合は、2018年から2022年にかけて純資産比が低下していることを示す。

図表4から、特に「銀行業」と「保険業」において、2018年、2022年ともに純資産比が20%超の金融機関が多く、計14社が2022年においても純資産比が20%を超えていたことが分かる。

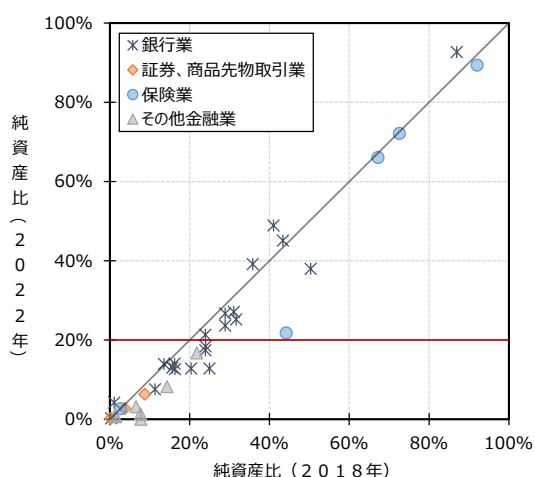
2018年から2022年の政策保有株式の銘柄数の増減率と純資産比の増減の関係は図表5の通りとなった。図表5では2018年から2022年の政策保有株式の銘柄数の増減率を横軸に、同期間の純資産比の差分を縦軸に取った。例えば、グラフの第1象限(右上半分)に点がある場合、この期間に政策保有株式の銘柄数は増加、純資産比は上昇したことを表す。

図表5でも第3象限(左下半分)に点が多いことから、全体の傾向として、銘柄数、純資産比ともに縮減されていることが分かった。



2018年の純資産比の平均は、「銀行業」が27.1%、「証券、商品先物取引業」が4.2%、「保険業」が55.7%、「その他金融業」が8.7%であった。2022年には純資産比の平均が、「銀行業」は24.5%、「証券、商品先物取引業」は3.1%、「保険業」は50.4%、「その他金融業」は4.5%と、どの業種においても1%pt以上低下していた。

図表4 2018年、2022年それぞれの純資産比

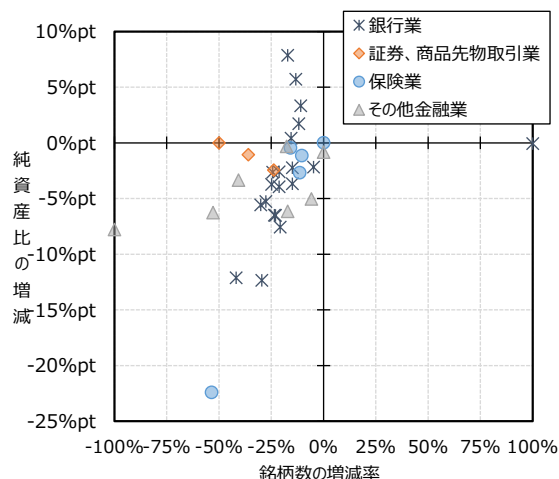


(注1) 2018年、2022年ともに政策保有株式の銘柄数が0であった5社については、このグラフに描画されていない。

(注2) 45度線(灰色の直線)は2018年と2022年で純資産比が変わらない場合を示す。赤色の直線は2022年における純資産比20%を示す。

(出所) EDINET 閲覧サイト、対象金融機関業の2018年および2022年の有価証券報告書より大和総研作成

図表5 保有銘柄数の増減率と貸借対照表計上額(合計額)の純資産比の増減



(注1) 横軸は2018年から2022年の政策保有株式の銘柄数の増減率、縦軸は2018年から2022年の政策保有株式の貸借対照表計上額(合計額)の純資産比率の増減を表す。

(注2) 2018年時点の政策保有株式の銘柄数が0であった5社については、このグラフに描画されていない。

(出所) EDINET 閲覧サイト、対象金融機関の2018年および2022年の有価証券報告書より大和総研作成

### 3章 縮減の方法～売却か、純投資目的への振替えか～

金融機関が政策保有株式の縮減を行う上では、主に二つの方法が考えられる。一つが政策保有株式を売却することである。政策保有株式の保有効果の検証や政策保有株式の保有先との対話など十分な検討を行った上で、売却を通じて政策保有株式を縮減する。

もう一つが政策保有株式を有価証券報告書における「保有目的が純投資目的である投資株式」に区分を振り替えること(以下、純投資への振替えと呼ぶ)である。法令上、純投資目的の投資株式と政策保有株式の区分について明確な基準は示されていないが、金融庁は純投資目的とは「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」という考え方を示している<sup>2</sup>。金融機関においては株式への投資を事業として行っている場合もあり、その場合は株価の変動や配当で利益を得る目的で株式を保有していると考えられる。金融機関が取引先との関係のために政策保有株式を保有していたが、その効果が薄れたため純投資への振替えを行い、株式への投資事業を担当している部門等で当該株式について管理して株価の状況に応じて売却するといった行動が考えられる。ただし、政策保有株式を縮減するためだけに表

<sup>2</sup> 金融庁「『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」(2019年1月31日) No. 68

面上の振替えを行うのではなく、あくまでも株価の変動や配当で利益を得るといった純投資目的の基準や考え方に則って振り替えた株式を取り扱っていくことが求められよう。

政策保有株式を純投資へ振り替えた場合、最近事業年度中に振り替えた株式の銘柄、株式数、貸借対照表計上額を、銘柄ごとに有価証券報告書で開示する必要がある。3章では、本稿の調査対象について、直近5年間の有価証券報告書を基に政策保有株式から純投資への振替えの状況について集計を行った。

直近5年間に純投資への振替えを行っていた金融機関は10社であり、うち9社は「銀行業」、1社が「保険業」となっていた。年毎にみると、純投資への振替えを行う金融機関、振替銘柄数はいずれも足元で多くなっている(図表6)。一年度に振り替える銘柄数は平均では3.0~9.4銘柄だったが、一年度に20銘柄以上振り替えた金融機関も見られた。

図表6 直近5年間の政策保有株式の純投資への振替え状況

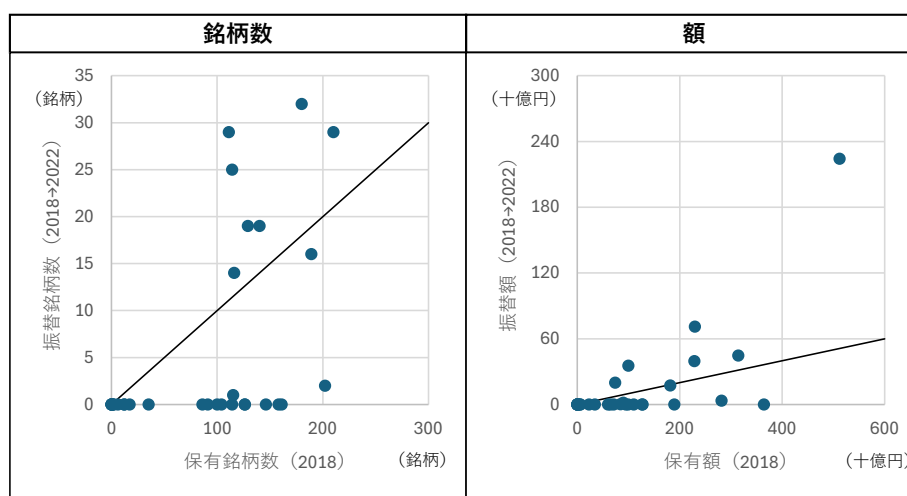
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	計
振替えをした金融機関	4社	4社	5社	9社	10社	10社
振替銘柄数(平均)	4.0	3.0	3.8	9.4	7.0	20.2

(注)「振替銘柄数(平均)」はその年に振替えをした金融機関を分母としている。計は直近5年間のいずれかの年で振替えを行った金融機関について合計したもの。

(出所) EDINET 閲覧サイト、対象金融機関の2018年から2022年の有価証券報告書より大和総研作成

続いて、2018年時点の政策保有株式の保有状況と、その後2022年までの4年間に行われた純投資への振替えについて確認すると、図表7のようになっている。2018年時点の政策保有株式の保有が300銘柄超、もしくは保有額が6,000億円超といった、保有規模が相当大きい金融機関では純投資への振替えは見られなかった。純投資への振替えがあった金融機関の多くは、4年間の振替銘柄数・振替額が2018年時点の保有銘柄数・保有額に比して1割以上であった。

図表7 政策保有株式の保有状況とその後の純投資への振替え



(注1)2018年時点の政策保有株式の銘柄数が300超であった8社については、左のグラフに描画されていない。

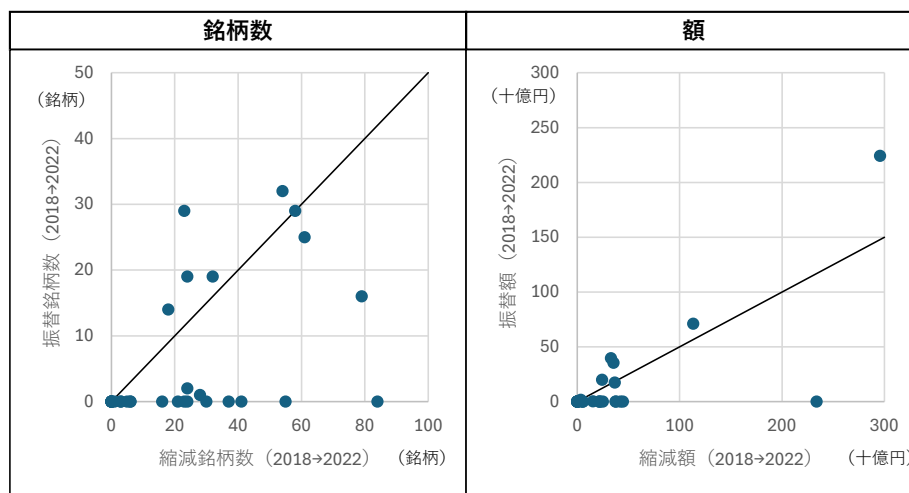
(注2)2018年時点の政策保有株式の保有額が6,000億円超であった9社については、右のグラフに描画されていない。

(注3)グラフ中の直線は、2018年時点の政策保有株式の保有銘柄数または保有額に対して、振替銘柄数または振替額が1割である水準を示す。

(出所) EDINET 閲覧サイト、対象金融機関の2018年から2022年の有価証券報告書より大和総研作成

また、2018年～2022年の政策保有株式の縮減と、それに占める純投資への振替えの割合については、図表8の通りである。政策保有株式の縮減を100銘柄超、もしくは3,000億円超行っている金融機関では純投資への振替えは見られなかった。他方、縮減の半分以上が純投資への振替えで行われている金融機関が複数見られた。

図表8 政策保有株式の縮減に占める純投資への振替え



(注1) 2018年から2022年の政策保有株式の縮減銘柄数が100超であった7社と、政策保有株式の保有銘柄数が増加した2社については左のグラフに描画されていない。

(注2) 2018年から2022年の政策保有株式の縮減額が3,000億円超であった2社と、政策保有株式の保有額が増加した10社については、右のグラフに描画されていない。なお、政策保有株式の保有額が増加した金融機関のうち、2社が純投資への振替えを行っていた。

(注3) グラフ中の直線は、2018年から2022年にかけての政策保有株式の保有銘柄数の縮減または保有額の縮減に対して、振替銘柄数または振替額が5割である水準を示す。

(出所) EDINET 閲覧サイト、対象金融機関の2018年から2022年の有価証券報告書より大和総研作成

なお、「保有目的が純投資目的である投資株式」については、その保有銘柄数や保有額が大きい金融機関が多く、それと比べると政策保有株式から純投資目的に振り替えられた銘柄数、額は小さい。他方、「保有目的が純投資目的である投資株式」の大部分が、もともと政策保有株式だった株式の純投資目的への振替えによるもので占められているケースも見受けられた。いずれの場合においても重要なことは、金融機関に求められる十分なリスク管理体制のもとで、振り替えた株式を真に「保有目的が純投資目的である投資株式」として適切に扱うことといえるだろう。

## 4章 縮減の方針

ここまで政策保有株式の縮減の実際の状況について述べてきたが、今後の縮減への取組みはどのようなものだろうか。東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）では、次ページのように政策保有株式の縮減に関する方針・考え方について定めている。原則1-4では、上場会社に対し、政策保有株式について、枠内で示した太字下線部箇所の次ページの3つの事項を求めるものと整理することができるだろう。



【原則 1－4．政策保有株式】

上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、①政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、②保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。

上場会社は、③政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。

(注) 下線、丸数字および太字は筆者。

(出所) 東京証券取引所「[コーポレートガバナンス・コード \(2021年6月版\)](#)」

本稿では便宜上、①を縮減の方針、②を検証の内容、③を議決権行使の基準、と呼ぶことにする。調査対象である 41 社の金融機関のコーポレート・ガバナンスに関する報告書（以下、CG 報告書）における記述を調査した（2024 年 2 月 14 日時点）<sup>3</sup>。これら 41 社のうち、CG 報告書において原則 1－4 をコンプライしているのは 40 社で、エクスプレインをしていたのは 1 社であった<sup>4</sup>。

41 社のうち、CG コード原則 1－4 が開示を求める①縮減の方針、②検証の内容、③議決権行使の基準についての記載状況を集計すると次ページ図表 9 の通りであった。なお、記載状況の集計にあたっては、①～③の判断基準について、項目に分けて記載している場合は該当項目の有無、項目に分けていない場合は主に①では「縮減」、②では「検証」、③では「議決権」というキーワードの有無を基にした。

### ①縮減の方針

原則 1－4 では、「政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべき」とあり、**縮減**の方針を中心に政策保有に関する方針の開示を求めている。

縮減の方針について記述していたのは全 41 社中 17 社（図表 9）であった。記述については以下の枠内のような例が多く見られた。縮減にあたり保有先との対話を行う旨の記述が 6 社見られ、自社の単独判断では政策保有株式を縮減しない（縮減できない）金融機関が少なくはないことが見受けられる。また、縮減にあたっては市場への影響を考慮すると記載している企業も 2 社あった。原則 1－4 本文を踏まえ、縮減の観点として「資本効率性の観点」を挙げている金融機関も 6 社あった。

縮減することを基本方針

保有先との対話を通じながら/市場への影響に配慮しつつ、縮減を進めることを基本方針

検証の結果、保有意義が認められものから縮減する方針

(出所) 対象金融機関の CG 報告書より大和総研抜粋・加工

<sup>3</sup> 本稿では、CG 報告書の記載事項および CG 報告書記載の URL から確認が可能な記載内容について調査し、データの収集・集計を行った。

<sup>4</sup> 東京証券取引所が 2022 年 8 月に公表した [CG コードへの対応状況 \(2022 年 7 月 14 日時点\)](#) では、プライム市場上場会社の 95.05% が原則 1－4 をコンプライしていた。

また、縮減の方針のみならず具体的な縮減目標を記載していたのは13社であった(図表10)。その記述内容を見てみると、タイミング(期日または期間)と縮減の程度(縮減額や純資産比等)を併せて記載していた。中には当初の縮減目標を達成する見込みで、次なる目標について記述した金融機関もあった。なお、これらの13社<sup>5)</sup>においては、2018年から2022年にかけて政策保有株式の銘柄数と貸借対照表計上額の合計額の両方を縮減していたことが有価証券報告書から確認でき、政策保有株式の縮減に積極的に取り組んでいるといえよう。

図表9 CG 報告書における記載状況(社数)

	記載あり	記載なし
縮減の方針	17	24
保有の検証の内容	40	1
議決権の行使	36	5
上記3事項とも記載	17	/
うち2事項記載	18	
うち1事項記載	6	

図表10 具体的な縮減目標の記載状況(社数)

	記載あり	記載なし
具体的な縮減目標	13	28
期日を設定	5	/
期間を設定	8	
目標縮減額を設定	10	
目標縮減割合(簿価)を設定	3	
目標純資産比を設定	6	

(注) 政策保有株式の保有のない5社も対象に含めて集計。

(出所) 対象金融機関のCG報告書より大和総研作成

## ②検証の内容

本稿では、CG報告書における政策保有株式の検証の内容について、その記述を次ページ図表11のように分けることにした。すなわち、政策保有株式の保有の適否を判断するための具体的な基準や検証の頻度、検証を行う機関等、検証の結果、保有意義が認められない政策保有株式の売却にあたっての考慮事項、売却の時期、および検証の結果に関する記述の有無を調査した。調査の結果は同じく図表11の通りである。

政策保有株式の保有の適否を図るための数値基準として最も採用されていたのはRORA<sup>6)</sup>で、いずれも「銀行業」において採用されていた。次いで6社が独自の指標を基準に採用しており、その算出式を記載していた。

検証の頻度について明記していたのは13社で、その大部分は毎年検証を行うものであった。保有の検証の検討を行う機関等について明記していたのは27社で、その大部分が取締役会において検証を行うとしていた。取締役会とは別に委員会を設置していると記載していたのは3社で、これらの委員会で政策保有株式の保有の適否に関して検討を行い、取締役会へ報告するまたは取締役会が委員会での検討を受けて決定を行うと記載していた。

検証の結果、保有意義が認められない政策保有株式について、売却を検討・売却を進めると記載していたのは16社であった。これら16社のうち、売却およびその検討にあたって発行体と対話や交渉を行うと記載していたのは4社、市場への影響を考慮するとしていたのは6社であった。このことから、発行体の意向や市場への影響を考慮し、政策保有株式を即時に処分となるわ

<sup>5)</sup> このうち過半数については、2018年時点の政策保有株式の銘柄数が500超と、相対的に政策保有株式が多い企業であった。

<sup>6)</sup> リスク資産収益率 (Return On Risk-weighted Assets)

けではない場合が多いように見受けられる。

売却の時期に関する記述を集計すると、その旨の記載をしていた企業は少なく、速やかに売却を行うものと記載していたのは2社に限られていた。他方、将来的に売却を行うものと記載していたのは1社、「一定期間内に改善されない場合には売却を検討」と記載していたのは3社で、採算性や収益性の改善に向けて働きかける旨を記載している場合も見られた。政策保有株式をすぐに処分するような場合は少ないことが想定される。

検証の結果、政策保有株式の保有意義がどの程度認められたのか等について記述していたのは7社であった。いずれの金融機関においても個別（銘柄数）ベースで各金融機関で設定した保有意義を認める基準や目標を上回っている割合を提示していた。各金融機関が独自で設定している基準や目標を上回っている銘柄数の割合は、いずれの場合も7割超であった。なお、基準や目標を下回っていた場合の対応についても記述している金融機関もあり、その記述は主に以下の枠内の通りであった。ここでも目標を下回った銘柄について即座に売却するのではなく、採算性の改善に向けて働きかけると示しているなど、検証の結果から実際の処分まである程度の時間がかかることがうかがえる。

基準を満たさない銘柄については、当該企業と取引採算向上や縮減に向けた対話を実施
目標値を下回る銘柄については、今後の取引関係の維持・強化等の定性面における検証も行い、採算改善を目指す、一定期間内に改善されない場合には売却を検討

（出所）対象金融機関のCG報告書より大和総研抜粋・加工

図表 11 政策保有株式の検証の内容の記載状況（社数）

基準	頻度	検証機関等	売却での考慮事項	売却の時期	検証結果の開示
RORA	7 毎年	12 取締役会	24 市場への影響を考慮	6 速やかに	2 記載あり
独自の指標	6 半年	1 任意の委員会	3 発行体と対話・交渉	4 将来的に	1 記載なし
					7
					34

（注）政策保有株式の保有のない5社も対象に含めて集計。

（出所）対象金融機関のCG報告書より大和総研作成

### ③議決権行使の基準

本稿では、CG報告書における議決権行使に係る記載状況を次ページ図表12の通りに調査した。議決権行使基準について記述していたのは34社で、その書き方は大きく以下の枠内のように分けることができる。議決権行使を一切行わない旨の記述は見られず、議案への賛否の判断は発行体や自社の企業価値向上の観点等を勘案し総合的に判断する旨の記載が多く見受けられた。

原則として全ての議案に対し議決権を行使
発行会社及び当社の企業価値向上の観点も踏まえ、総合的に判断し議決権を行使
発行会社及び当社の企業価値向上の観点も踏まえ、総合的に判断したうえで議決権行使の是非を判断

（出所）対象金融機関のCG報告書より大和総研抜粋・加工

議決権行使にあたり個別精査の対象とする議案について記載していたのは24社と全体の過半数であった。個別精査の対象として挙げられた議案について集計を取ると図表13の通りであった。役員選任議案については、不祥事が発生した場合や一定期間業績不振の場合、独立役員が少ない場合等においては、個別精査の対象になる旨の記載が見られた。剰余金の処分については、赤字配当や一定期間の黒字無配等が個別精査の対象となる旨の記載が見られた。

議決権行使基準に関する記述のほかに、議決権行使のガイドラインを策定し、そのガイドラインに沿って議決権を行使している旨を記載していたのは7社であった。この参照される議決権行使ガイドラインは、政策保有株式に係るガイドラインと明記している場合や、政策保有株式に限らない包括的な議決権行使のものと思われる場合もあった。

図表12 議決権行使に係る記載状況（社数）

議決権行使基準		観点	
記載あり	34	企業価値向上	20
記載なし	7	持続的成長	7
		株主価値	2
議案の個別精査		ガイドライン	
あり	24	あり	7
なし	17	なし	34

(注) 政策保有株式の保有のない5社も対象に含めて集計。

(出所) 対象企業のCG報告書より大和総研作成

図表13 議決権の行使にあたり個別精査の対象となる議案（社数）

個別精査の対象となる議案			
剰余金処分	14	買収防衛策	17
役員選任	15	資本政策	2
退職慰労金	14	定款変更	4
役員報酬	3	新株発行	3
組織再編	15	株主提案	4

## まとめ

TOPIX500構成企業のうち、金融・保険業が保有する政策保有株式について調べたところ、2018年から2022年にかけて、銘柄数、貸借対照表計上額の合計額、純資産比のいずれについても減少傾向が認められた（2章）。その意味では、政策保有株式の縮減は全体として着実に進んでいるという点について、金融・保険業とそれ以外の上場会社との間で、それほど大きな違いはないといえそうである。

政策保有株式を縮減するにあたり、そのまま売却処分するのではなく、純投資目的に振り替えるという方法が採用される場合がある。それに対して、目的の区分を巡っては「一部の企業において、政策保有株式が『純投資目的』と整理され、政策保有株式としての開示が行われていないケースがある」<sup>7</sup>との批判があり、純投資目的への振替えについても同様の指摘があり得るものと考えられる。今回の調査では、直近5年間に「純投資目的」への振替えを行っていた金融機関は10社と比較的限られていたものの、政策保有株式の縮減の半分以上が「純投資目的」への振替えで行われている金融機関が複数見られた（3章）。

仮に、実際は「政策保有目的」で保有する株式を「純投資目的」と偽るとすれば、それは有価証券報告書の虚偽記載に該当し、金融商品取引法違反に問われる可能性が高いだろう。確かに、

<sup>7</sup> 「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」（2022年6月13日）p.22

「純投資目的」の定義（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）には曖昧な点も残っているが、少なくとも、保有先の企業の詳細を得ない限り売却できないようなケースは、通常、「純投資目的」とは呼べないように思われる。

他方、真に保有目的を「純投資目的」に変更したのであれば、その振替え自体に特段の問題はないものと考えられる。確かに、定款に定める（会社の）「目的」（会社法 27 条 1 号）と、「純投資目的」での有価証券の運用活動との整合性が問われるケースはあり得るものの、金融機関であれば、それは本業そのもの、あるいは、本業と密接に関係した業務と位置付けられることも多いだろう。もっとも、だからといって、何の制約もなく「純投資目的」での上場株式等の保有が認められるとは考えにくい。金融機関である以上、その業務や財務などの健全性を担保するために必要なリスク管理や内部統制などが求められるからである。私見ではあるが、例えば、社内規程や運用基準の整備、リスク管理や内部統制の体制整備、さらには「純投資目的」での保有・処分などの適切な判断を歪めないための担当部署の独立性確保などが求められるものと思われる。

加えて、前記の批判などとも併せて、機関投資家等が、目的の区分とその一環としての「政策保有目的」から「純投資目的」への振替えに対して不信感を抱いている可能性にも配慮が必要だろう。目的の変更について、十分に説得力ある説明が欠かせないものと思われる。

政策保有株式の縮減に関する方針・考え方について定める CG コード原則 1－4 は、ほとんどの金融機関がコンプライしている。ただし、CG 報告書における記述の内容は、個社によってばらつきがあり、例えば、保有の適否の検証結果の開示を行っているものは限定的であることなどの課題も浮かび上がった。他方、一定数ではあるが、縮減の方針のみならず具体的な縮減目標を記載しているなど、積極的に政策保有株式の縮減に取り組んでいることがうかがわれる事例も確認できた（4 章）。こうした好ましい事例が今後広がっていくことを期待したい。