

2021年4月16日 全6頁

# 流通株式と政策保有株式の分別整理

## 東証再編で定義変更された流通株式と政策保有株式の関係

政策調査部 主任研究員 鈴木裕

### [要約]

- 東京証券取引所の市場再編では、再編後の各市場の上場維持基準として流通株式の比率や金額規模に関する数値基準が設けられる。その際、流通株式の定義が変更され、国内の銀行、保険、事業法人等の保有株式は原則的に流通株式としてはカウントできなくなる。
- 保有目的が純投資であることが確認できれば、流通株式としてカウントできるが、多くの場合は、開示書類上で純投資であることを確認するのは困難だ。
- 有価証券報告書の開示と、流通株式の定義にズレが生じているように見える点も指摘したい。例えば取引先持株会を通じて株式を保有する企業は、これを特定投資株式（≡政策保有株式）として開示することが多いが、これが流通株式の計算上では流通株式として扱われる。
- また、退職給付信託で保有する株式は、一般には政策保有株式だと考えられているが、これも流通株式にカウントされる。このような扱いに対して、今後問題提起があるかもしれない。

### 1. 銀行・保険・事業法人等の保有株式は非流通株式

2021年は、東京証券取引所（以下、東証）の市場再編とコーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）の改訂の検討が同時に進められており、どちらも上場企業にとっては遅れや誤りのない対応が必要だ。東証再編では、流通株式の定義が変更になり、これまで通常は流通株式に分類されてきた政策保有株式の実態に大きな変化が生じるのではないかと注目されている。CGコード改訂では、政策保有株式に関する直接的な規定の変更はなかったが、改訂を検討してきた金融庁「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」（以下、フォローアップ会議）では、政策保有株式に対する厳しい意見が少なからず出されていた。本稿では、東証再編における政策保有株式の扱いの変更に焦点を当てて、主な注目点を解説する。

東証再編では、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場の3市場が設けられ、図表1に示したように、それぞれ流通株式比率や流通株式時価総額に関する数値が上場維持基準として定められる。

また、図表1の「緩和した上場維持基準」は、移行基準日（2021年6月30日）に上場維持基準に適合していない上場企業が新市場区分の選択申請時に「上場維持基準の適合に向けた計画書」の提出を行うことで適用を受けることができる基準である。この経過措置は、当分の間適用されることになっているが、当分の間がどれほどの期間かは未定だ。

図表1 東証再編後の上場維持基準

市場		流通株式比率	流通株式時価総額
プライム	上場維持基準	35%以上	100億円以上
	緩和した上場維持基準	5%以上	10億円以上
スタンダード	上場維持基準	25%以上	10億円以上
	緩和した上場維持基準	5%以上	2.5億円以上
グロース	上場維持基準	25%以上	5億円以上
	緩和した上場維持基準	5%以上	2.5億円以上

（出所）東京証券取引所「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について（第二次制度改正事項）」（2020年12月25日）を基に大和総研作成

例えばプライム市場では、上場維持基準を充足するには、上場株式数に対する流通株式の比率が35%以上、流通株式時価総額100億円以上が必要だ。流通株式とはどのようなものであるかが上場企業の大きな関心事となるわけだが、この流通株式の定義が今回の市場再編で大きく変わる。

すなわち、図表2の④にあるように、国内の普通銀行、保険会社、事業法人等の保有株式は、原則として流通株式としてカウントしないことになる。再編以前の定義では「①主要株主が所有する株式（10%以上所有）」に該当しないのであれば、流通株式にカウントできていたものだ。銀行、保険、事業法人等の有する株式には政策保有株式と純投資株式があるが、純投資であるということが明らかでなければ流通株式にカウントできない。この定義変更によって、上場維持基準の達成に危うさが生まれる上場企業は少なくない。

上場維持基準を充足していなくとも、基準達成に向けた「上場維持基準の適合に向けた計画書」を提出すれば、現在の東証1部上場企業はプライム市場に当面は上場できる。プライム市場に上場する道がありながら、上場維持基準充足が困難という理由で、プライム市場以外の市場を選択する場合は、株主の納得を得るための説明を考慮しておく必要があるだろう。PBR（株価÷一株当たり純資産）は東証1部が1.3倍で東証2部は0.7倍くらいで差が大きい。PER（株価÷一株当たり純利益）も東証1部が25.7倍で東証2部は17.5倍ほどだ（どちらも2021年3月末）。東証再編後のプライム市場とスタンダード市場が現在の東証1部と2部と同じような関係になるか予想は難しいが、PBRやPERから見た株価形成がこれだけ違っていると、株価への影響も生じ

得るため、プライム市場を選択すべきという声が投資家から強く上がるのではないかと。

上場維持基準の流通株式比率や流通株式時価総額が未達の上場企業には、流通株式を増やすよう圧力が強まると予想される。市場移行日が近づくとつれて、流通株式を増やすために政策保有として持たれている株式を縮減するよう投資家からの要求が強まるだろう。上場企業としては、そうした要求に応えるために、自社の株式を保有している銀行、保険、事業法人等に、株式を手放すように働きかけることになる。

図表 2 流通株式の定義変更

流通株式数 = 上場株式数 - 【**①主要株主が所有する株式(10%以上所有)** + **②役員等(役員以外の特別利害関係者を含む)所有株式数** + **③自己株式数** + **④国内の普通銀行、保険会社、事業法人等が所有する株式(注)** + **⑤その他取引所が固定的と認める株式**】

太字下線部分が今回の東証再編で変更があったところ

(注)ただし、直近の大量保有報告書等において、保有目的が「純投資」と記載されている株式は流通株式に含まれる。  
(出所) 東京証券取引所「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について(第二次制度改革事項)(参考)流通株式の定義見直しについて」(2020年12月25日)を基に大和総研作成

政策保有株式は、保有している側と保有されている側が馴れ合うことで、他の一般株主の利益が損なわれる恐れが強いとして批判的になってきたが、東証再編に際しては上場市場の選択や、そこでの株価形成の面からも縮減を求める投資家の声が一層高まると思われる。これまで政策保有株式の縮減を投資家から求められても、事業戦略上必要だとして応じようとしなかった企業が多かった。しかし、上場市場の選択に関わるとなれば、最上位市場への上場というレピュテーションにも関係してくる。コーポレート・ガバナンスに関心の薄い投資家も、市場選択が株価の水準に影響するならば、関心を持つようになるだろう。ガバナンスの良し悪しではなく、市場選択を通じた株価への影響ゆえに政策保有株式の縮減・解消が求められることとなる。

東証再編における流通株式の定義変更は、フォローアップ会議からも歓迎されているが、予想される企業側の対応についていささか不満のような声も上がっている。「…政策保有株式については、東証のほうで流通株式の計算方法を変えることによって、今起こっているのは、一層の政策保有株式の縮減です。」「…流通株式の定義は大変幅広くて…(中略)…市場からは大変前向きな、恐らく企業さんにとっては厳しい規律の方向性かと思っております。」「…流通株式から除かれるということになったら売却が進むということで、じゃあ、今まで何だったのかという意見には、まさしく私もそう思っております。」<sup>1</sup>とフォローアップ会議の少なからぬメンバーが今回の流通株式の定義変更により政策保有株式の縮減が進むだろうと予想している。CGコードや有価証券報告書における政策保有株式に関する開示の度重なる強化にもかかわらず大きな変化を見せなかった地域銀行や事業法人の政策保有株式が、これまでとは異なる様相を見せるよ

<sup>1</sup> 金融庁「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(第23回)議事録」(令和3年1月26日)

<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gijiroku/20210126.html>

うになるかもしれない。プライム市場の上場維持が困難になるという不利益を課すことによって、政策保有株式の縮減は進展しそうだ。

## 2. 政策保有株式と流通株式

東証再編における流通株式の定義変更は、「流動性の向上により、株式の円滑な流通と公正な価格形成を確保する観点から」<sup>2</sup>行われるものだ。政策保有株式の縮減を直接の目的としたものではないだろうが、結果的には縮減を進めるエンジンになり得ることは、前記のフォローアップ会議メンバーの発言からも明らかである。証券市場に流通する可能性の低い株式は、流通株式から除外し、流通株式が一定の数量、比率に達していない場合は、上場維持基準に抵触する恐れが生じるという不利益を受ける。つまり、上場企業は株式の政策保有によって受ける利益よりも、上場維持基準抵触の不利益の方が大きければ縮減を進めることになるわけであり、コスト/ベネフィットの比較を通じた合理的な判断が期待できるともいえる。

しかし、上場企業側がコスト/ベネフィットを判断する場合の重要な情報である、流通株式の数量、比率を算出するのは容易ではない。流通の可能性があるというのは、どういうことであるか定義しておかなければならない。そこで、基準を設け、機械的に算出する対応にならざるを得ない。既に記した通り、国内の普通銀行、保険会社、事業法人等が所有する株式は流通株式とは認められないが、図表 2 の注にも記したように「直近の大量保有報告書等において、保有目的が『純投資』と記載されている株式は流通株式と認められる」とする例外が設けられている。

この純投資であるという事実をどのような書類で確認するかが、大きな問題となっている。「大量保有報告書等」の「等」に有価証券報告書が含まれているとしても、有価証券報告書には「純投資」の個別銘柄を記載する場所はない。有価証券報告書で保有株式が個別銘柄のレベルで開示されるのは、特定投資株式およびそれと同様のものとみなされる「みなし保有株式」と呼ばれるものだ。一般に政策保有株式は、この特定投資株式（およびみなし保有株式）を意味するものと考えられている（「政策保有株式」の法律的な定義がないため、このような歯切れの悪い表現になる）。政策保有株式でなければ純投資なのだろうと考えられるが、純投資の個別銘柄は記されていないということだ。保有目的を変更し、特定投資株式から純投資株式に変更したり、その逆の変更をしたりする場合には、有価証券報告書で開示する必要があるため、保有目的変更のタイミングで純投資銘柄が明確になる場合はある。しかし、その場合でも翌年には確認できなくなってしまう。また、大量保有報告書は、通常発行済み株式の 5% 超でなければ提出されない。相当大量の株式が純投資になっていないかぎり、大量保有報告書で確認することはできない。このように、純投資株式であったとしても、それを確認する方法がなければ、流通株式の計算上、流通株式にカウントできなくなりそうなのだ。普通銀行、保険会社、事業法人等が開示する有価証券報告書に特定投資株式（およびみなし保有株式）として記載されていないが、被保有企業の株主名簿ではその普通銀行、保険会社、事業法人等の保有株式となっている場合には、政策保有ではないのだから純投資として考えることができそうだが、今のところそのような扱い

<sup>2</sup> 日本取引所グループ「上場会社向けナビゲーションシステム」管理番号 7668  
<https://faq.jp.co.jp/disclo/tse/web/knowledge7668.html>

となるかはわかっていない。また、株式を保有している企業が保有目的を純投資として有価証券報告書等に任意で記載するなどの対応も考えられるが、そうするとかえって、保有側と被保有側での馴れ合いが疑われかねない。

株式を保有している銀行、保険、事業法人等が、純投資を意図しているとしても、流通株式としてはカウントできないという不都合なことになりかねないが、他にも流通株式をどのように計算するのかなかなか理解が難しい点がある。例えば、各種の持株会の扱いがそうだ。流通株式の算定上、持株会の扱いが変わったわけではないが、銀行、保険、事業法人等の保有株式を流通株式として扱わなくなる定義変更との関係で、捻じれが生じているように見える。

現在も、そして市場再編後も、従業員持株会と取引先持株会は、原則として流通株式として扱われるが、役員持株会はそうではない。しかし、取引先持株会を通じて株式を保有している企業は、これを有価証券報告書では特定投資株式（≒政策保有株式）に分類している場合が多いようだ。つまり、取引先企業の株式を純投資目的以外で直接保有している場合は政策保有株式であり、東証再編後の定義上で流通株式とはならないが、取引先持株会を介している時には、特定投資株式として有価証券報告書に開示されていても、定義上は流通株式となるということだ。

図表 3 各種持株会と流通株式の定義の関係

	上場株式数の 10%未満	上場株式数の 10%以上
従業員持株会	流通株式	流通株式ではない
取引先持株会	流通株式	流通株式ではない
役員持株会	流通株式ではない	流通株式ではない

(出所) 日本取引所グループ「上場会社向けナビゲーションシステム」管理番号 7972 を基に大和総研作成

流通株式と退職給付信託の関係も同様に難解だ。退職給付信託に信託されている株式については、フォローアップ会議でもたびたび批判的な指摘がなされている。しかし退職給付信託は、流通株式の定義上、企業側にとって有利と思える扱いが維持される。すなわち、「退職給付信託として信託化されている株式は、株主名簿上は信託銀行名義で保有されていることを踏まえ、現行どおり、上場株式数の 10%以上が所有される場合を除き、流通株式として取り扱うことを想定しております。事業法人等の所有株式には該当いたしません。」<sup>3</sup>とされる。

図表 4 有価証券報告書と東証再編における退職給付信託の扱いの違い

		有価証券報告書	東証再編後の扱い
退職給付信託	上場株式数の 10%未満	みなし保有	流通株式
	上場株式数の 10%以上	政策保有株式	流通株式ではない

(出所) 日本取引所グループ「上場会社向けナビゲーションシステム」管理番号 7991 を基に大和総研作成

<sup>3</sup> 図表 4 に同じ。

信託財産となっている株式は流通株式として扱われるため、信託の一種である退職給付信託を通じて保有されている株式も流通株式とされる。しかし、有価証券報告書ではそうした株式は特定投資株式とみなされる「みなし保有株式」の扱いだ。みなし保有となる退職給付信託の株式は政策保有株式であると一般には考えられている。退職給付信託では、信託した株式の名義が受託者である信託銀行へ移っても、議決権は委託者（企業）の指図に基づき、受託者（信託銀行）が行使する。委託者が指図できるということは、実質的に政策保有の効果を維持できるということに他ならない。退職給付信託の契約上、委託者からの指示を受託者が拒否できないとされているわけではないが、顧客である企業側からの指示を拒否することは考え難い。そこで、名義が信託銀行に移っていても、実質的には政策保有株式と変わらず、企業側が保有しているのと同様だとみなすということで、「みなし保有」と呼ばれる。つまり、退職給付信託を通じて保有されている株式は、有価証券報告書では政策保有株式の扱いになっているが、流通株式の定義上は流通株式に算入されるという捻じれが生じる。

こうした点がフォローアップ会議でたびたび問題提起されている。「企業年金の運用資産に占める政策保有株式が過大となっている例がある」<sup>4</sup>との指摘に関して、「退職給付信託のことと申します。ここに記載されておりますことは、企業側の課題であることに違いありません…」<sup>5</sup>との意見がある。また、東証再編に関連して流通株式の定義変更が明らかになった後も、「退職給付信託と年金資産の関係とか、その管理責任について実態調査を行って是正策を検討すべきだと思います。」「持ち合い株式を、これを退職給付信託に振り替えてみなし保有という形にしてしまうようなケースもあるのではないかと推測します。といった場合に、特にこの政策保有株式の場合には、母体企業に議決権が留保されているケースが多くなりますので、まさに利益相反そのものに関する部分になろうかと思えます。」<sup>6</sup>と、退職給付信託が実質的には政策保有株式であるとの観点から、何らかの対応の必要性が指摘されている。

退職給付信託を通じて保有されている株式の扱いについては、企業が対処すべき新たな課題として問題提起される可能性がありそうだ。

<sup>4</sup> 金融庁「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性 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（4）」（平成31年4月24日）

[https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements\\_4.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_4.pdf)

<sup>5</sup> 金融庁「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（第19回）議事録」（平成31年4月10日）<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gijiroku/20190410.html>

<sup>6</sup> 金融庁「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（第24回）議事録」（令和3年2月15日）<https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gijiroku/20210215.html>