

2024 年 5 月 13 日 全 5 頁

純投資株式の開示に求められるのは何か

純投資株式としての開示と隠れ政策保有株式化を防ぐための開示

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 上場会社の保有する上場株式の開示分類が政策保有目的から純投資目的に変更されることに投資家の関心が集まっている。現状、政策保有株式は純投資株式よりも広範な開示が求められており、保有目的が純投資目的に変更されると開示情報が少なくなることが懸念されている。
- 金融庁の資料では、手続きを踏んで政策保有目的から純投資目的に変更しても、長期間売却に取り組む予定はなく、実質的に政策保有株式を継続保有することと差異がない状態にあると指摘されるケースもある。
- 純投資株式の開示に対しては市場関係者から複数の提案がなされている。純投資株式として行うべき、投資目標・パフォーマンス分析・リスク管理などの分析、議決権行使基準の明示、そして隠れ政策保有株式化を防ぐために、区分変更の理由の合理性や純投資株式として継続保有することの合理性の検証などが求められている。

保有上場株式の政策保有目的から純投資目的への変更

上場会社の保有する上場株式の開示分類が政策保有目的から純投資目的に変更されることに投資家の関心が集まっている。2024 年 4 月 18 日に行われた第 29 回「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」(SC・CG フォローアップ会議)でも、議題の一つに挙げられていた。同会議の「資料 5 参考資料」では、海外投資家を含むステークホルダーから幅広く意見を聞くための「ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラム」での声として、80 社以上が政策保有目的から純投資目的に変更したことが指摘されている。現状、純投資目的以外の目的である投資株式(政策保有株式)の方が純投資目的である投資株式(純投資株式)よりも広範な開示が求められており、保有目的が純投資目的に変更されると開示情報が少なくなることが懸念されている。

本稿では、保有する上場株式を政策保有目的から純投資目的に変更する場合に、投資家が求める情報について、市場関係者の発言を整理する。

SC・CG フォローアップ会議での議論

SC・CG フォローアップ会議では、「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラムのフォローアップと今後の方向性について（案）」（「方向性（案）」）が公表された。このフォローアップは2023年4月に策定された「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」に対するもので、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの策定・改訂などのこれまでのコーポレート・ガバナンス改革による成果と課題を整理したものである。その上で、上場会社と投資家との建設的な対話を実効的なものにし、上場会社と投資家の自律的な意識改革を促進する環境を整備していくための取組みが示されている。

今回のフォローアップ会議で示された「方向性（案）」では、政策保有株式の課題について以下のように記述されている（5頁、下線太字部分は筆者による）。

政策保有株式について、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がある。**特に保有目的について、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。**その要因として、例えば、社内の関係者間（IR担当や営業担当等）で認識に差があるとの指摘もある。また、他方で形式的に売却することは必ずしも望ましくなく、発行会社の経営の支援等を通じて保有の合理性を説明し得るような場合もあるため、適切に検証を行う必要があるとの指摘がある。

以前の「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 ―中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて―」（令和4年6月13日）でも、「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」（22頁）と指摘されており、課題として認識されてきた。

政策保有株式と純投資株式の開示

政策保有株式と純投資株式の開示は図表のように異なる¹。顕著なのは方針・検証方法、個別銘柄の開示である。政策保有株式では、方針・検証方法の開示では保有方針、保有の合理性を検証する方法、個別銘柄の保有の適否に関する取締役会等における検証の内容が、個別銘柄の開示では保有する全てではないものの、銘柄名、株式数、貸借対照表計上額、保有目的、定量的な保有効果などが求められる。一方で純投資株式は保有銘柄状況のみであり、政策保有株式に比べれば開示の透明性は劣る。

¹ 詳細な制度は、藤野大輝「改正開示府令の施行（政策保有株式について）」（大和総研レポート、2019年2月5日）、同「開示府令の改正が公布・施行」（大和総研レポート、2023年2月7日）を参照。政策保有株式の縮減については、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」（大和総研レポート、2024年2月2日）、矢田歌菜絵・藤野大輝・横山淳「金融機関における政策保有株式の縮減」（大和総研レポート、2024年3月27日）を参照。

図表 政策保有株式と純投資株式の開示

	政策保有株式	純投資株式
考え方・ 方針・検証方法・ 銘柄状況	<区分の考え方> 政策保有株式と純投資株式の区分の基準や考え方 (保有目的変更があった場合には銘柄ごとに、銘柄、株式数、貸借対照表計上額)	
	<方針・検証方法> ○保有方針、保有の合理性を検証する方法 ○個別銘柄の保有の適否に関する取締役会等における検証の内容	
	<保有銘柄状況> ○銘柄数 ○貸借対照表計上額の合計額 ○事業年度中に変動した銘柄 (増加ケース) (減少ケース) ・銘柄数 ・銘柄数 ・取得価額の合計額 ・売却価額の合計額 ・増加の理由	<保有銘柄状況> ○最近事業年度とその前事業年度における銘柄数・貸借対照表計上額の合計額 ○最近事業年度における受取配当金・売却損益・評価損益の各合計額
個別銘柄	○資本金の1%超の銘柄(当該銘柄が60銘柄未満の場合には貸借対照表上位60銘柄)について、特定投資株式とみなし保有株式に区分し、銘柄ごとに最近事業年度とその前事業年度の次の項目を記載 ・銘柄 ・株式数 ・貸借対照表計上額 ・保有目的 ・保有目的が提出会社と発行者との間の営業上の取引、業務上の提携その他これらに類する事項の場合の概要 ・提出会社の経営方針・経営戦略等、事業の内容及びセグメント情報と関連付けた定量的な保有効果 ・株式数が増加した理由 ・発行者による提出会社の株式の保有の有無	

(出所)「企業内容等の開示に関する内閣府令」より大和総研作成

政策保有株式と純投資株式の分類が行われたのは2010年3月の「企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令(平成22年内閣府令第12号)」においてであるが、その改正に影響を与えたのが「金融審議会 金融分科会 我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告 ～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～」(平成21年6月17日)である。この中では、株式持合いが1990年代以降減少傾向にあったものの、報告書公表当時には増加傾向にあることが記されており、株式持合いが「資本や議決権の空洞化を招き、株主によるガバナンス機能を形骸化させる等の問題点が指摘されている。」(8頁)と記載されている。資本の空洞化は会社の成長のための投資資金が政策保有株式に使用されることで資本の効率性を低下させることである。また、お互いに株式を保有することで、「お互い様」という意識の下、経営規律の緩みをもたらし、株式保有によるリターンを意識しない状況が生まれ

ている可能性もあろう。議決権の空洞化は、株主総会における議決権行使が持合いによって会社に有利になるように行われ、議決権行使を通じた監視機能が形骸化することである。

一方で、純投資株式は上場会社がリターンを求めて投資するものであり、投資側である上場会社の株主の期待収益率である資本コストを上回る程度のリターンが求められる。なお、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」²としている。「最近事業年度における受取配当金・売却損益・評価損益の各合計額」などの現在の開示はこうした認識に基づいて求められたものと推測される³。

市場関係者の求める情報

現在の純投資株式の開示を政策保有株式と比較する形で整理したが、投資家が必要とする純投資株式に関する情報はどのようなものなのか。機関投資家である、ありあけキャピタルの田中代表は「地銀においては、政策保有と純投資の位置付けが不明確になってきている。一部の銀行では、政策保有株式を純投資に振り替える動きも見てとれる。」（田中克典（2024）「ガバナンスの観点から意義が問われる地銀の政策保有株の現状」『週刊金融財政事情』3539号、30頁）として銀行業に対する考察を行っている。その上で、政策保有目的から純投資目的に振り替えられると開示が少なくなるとして、「政策投資または純投資目的にかかわらず、大口投資先については保有銘柄を開示すべきである。また、純投資の場合には、議決権行使基準を明示することが求められる。」（同30頁）としている。

金融庁が公表した「令和5年度 有価証券報告書レビューの審査結果及び審査結果を踏まえた留意すべき事項等」（2024年3月29日）では、課題として以下の2点が挙げられ、それに対する投資家などからのコメントが記載されている。なお、この有価証券報告書のレビューは上場会社等から提出された有価証券報告書の記載内容の適正性確保の観点から実施されているものである。

- 「課題」 政策保有株式縮減の方針を示しつつ、売却可能時期等について発行者と合意をしていない状態で純投資目的の株式に変更を行っており、実質的に政策保有株式を継続保有していることと差異がない状態になっている
- 「課題」 政策保有株式縮減の方針を示しつつ、発行者から売却の合意を得た上で純投資目的の株式に区分変更したものの、実際には長期間売却に取り組む予定はなく、実質的に政策保有株式を継続保有していることと差異がない状態になっている

² 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」（平成31年1月31日）のNo.68。

³ なお、金融庁「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22年3月31日）では、「純投資保有についても、上位銘柄を開示してほしい。」（No.177）や同「『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」（令和5年1月31日）では、「政策保有ではなく、純投資であると企業側が分類した場合においては、期待収益（例：投下資本利益率）に関する考え方を開示させる等の措置も導入余地があると認識している。」（No.327）とのコメントがあった。

こうした状況に対する開示の充実に向けて投資家・アナリスト・有識者の期待・コメント等では、「政策保有株式縮減の方針を示しつつ、売却可能時期等について発行者と合意をしていない状態で純投資目的の株式に変更を行うような場合や発行者から売却の合意を得た上で純投資目的の株式に区分変更したものの、長期間（1年以上）売却をしていない又は長期間売却に取り組む予定がないような場合には、実質的に、政策保有株式を継続保有していることと差異がない状態になり、投資者に誤解を与える可能性もあることに留意する。」とされている。対処法として、「区分変更の理由の合理性や純投資目的の株式として継続保有することの合理性を検証」して、本稿3頁図表の＜区分の考え方＞で挙げた政策保有株式と純投資株式の区分の基準や考え方で示すことが記載されている。また、発行者と保有者との間に売却可能時期の制限を含めた株式の売却制限がある場合には、その内容を開示することも考えられるとされている。

令和3年12月に行われた金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」（第4回、議事録）では、複数の委員から純投資株式の開示内容を充実させるべきという声があった。例えば、「株主は本業への投資をしてほしいのに、内部留保を本業ではない用途に充てている」ということを踏まえて、純投資株式に関する「投資目的、投資目標、パフォーマンス実績、パフォーマンス分析、リスク管理」の5つの指標を開示すべきとしている。その他、政策保有から純投資に区分変更されると、情報の透明性に悪影響がでることから、「保有期間が長期にわたる場合とか、多寡（原文ママ）の場合に一定の水準を設けて個別の開示を求める必要があるのではないか」との発言があった。また、純投資株式へ区分変更した場合には説明が必要との見解もあった。

以上のように、純投資株式に対しては複数の提案がなされている。純投資株式として行うべき、投資目標・パフォーマンス分析・リスク管理などの分析、議決権行使基準の明示、そして隠れ政策保有株式化を防ぐために、区分変更の理由の合理性や純投資株式として継続保有することの合理性の検証などが求められている。

おわりに

2024年5月2日のBloombergの「金融庁が『保有株ウォッシュ』検証へ、持ち合い株式の開示で制度対応も」の中では、上場会社が純投資株式で保有を続けることを金融庁が問題視しており、必要に応じて制度的な対応を検討すると報じられている。上場会社の純投資株式などに対して、より詳細な開示が求められる可能性が出てきたと思われる。

もっとも、上場会社に期待されるのは、政策保有株式と純投資株式の開示だけではなく、今後の会社の経営戦略やキャピタルアロケーションの中でのそれらの株式の扱い方を明らかにすることであろう。政策保有株式には縮減するものがあれば、保有を継続するものもあるだろうし、純投資株式の保有も継続することが考えられる。経営戦略やキャピタルアロケーションの中の意味合いや位置付けを明確にし、それらが企業価値向上にどのように寄与するのかを示すべきであろう。