

2011年8月5日 全28頁

株式保有状況開示の現況

(2011年版)

 資本市場調査部 制度調査課
 横山 淳

[要約]

- 2010年3月の開示府令改正を受けて、上場会社は有価証券報告書において「株式の保有状況」の開示を行うことが義務付けられた。本稿では、東証1部上場の時価総額1,000億円以上の株式会社（3月決算）375社について、適用2年目の「株式の保有状況」の開示状況を調べた。
- 純投資目的以外の目的（いわゆる政策保有目的など）での株式保有を行っている会社は全体の約98%に達した。
- 個別開示すべき上場株式の銘柄数について、適用2年目は、原則、「資本金の1%超又は上位30銘柄」とされているが、実際に30銘柄を個別開示している会社が多数を占めた。
- 保有目的については「取引関係」を掲げる会社が多かった。記載方法としては保有する上場株式をグループ分けして保有目的を書き分けているケースが約6割を占めた。なお、みなし保有株式（議決権留保型株式信託スキームや一定の退職給付信託など）については、議決権行使権限を有する旨のみを記載している事例が多かった。

【目次】

はじめに	2
1. 純投資目的以外の目的で保有する株式	3
(1) 純投資目的以外の目的での株式保有	3
(2) 全体の銘柄数	4
(3) 貸借対照表計上額の合計額	6
(4) 保有上場株式の個別開示銘柄数	6
(5) みなし保有株式	9
(6) 保有目的（記載内容）	12
(7) 保有目的（記載方法）	18
2. 純投資目的で保有する株式	20
(1) 純投資目的での株式保有	20
(2) 純投資目的での上場株式保有状況	20
3. 「純投資目的」と「純投資目的以外の目的」の変更	21
4. 持株会社の特例	22
5. おわりに	24

はじめに

○昨年（2010年）3月の企業内容等の開示に関する内閣府令（以下、開示府令）の改正により、上場会社は、有価証券報告書等の「コーポレート・ガバナンスの状況」の中で、「株式の保有状況」について次のような開示を行うことが義務付けられた¹（開示府令第2号様式記載上の注意(57)a(e)）。

- ①純投資目的以外の目的で保有する株式について
- イ 全体の銘柄数、貸借対照表計上額の合計額
 - ロ 次のいずれかに該当するもの（非上場株式を除く）について、その銘柄、株式数、保有目的、貸借対照表計上額
 - その貸借対照表計上額が資本金の1%超である
 - 貸借対照表計上額の上位30銘柄に該当する（ただし、適用初年度は上位10銘柄）
- ②純投資目的で保有する株式について
- 上場・非上場に区分して、貸借対照表計上額の合計額、受取配当金の合計額、売却損益の合計額、評価損益の合計額

○適用2年目となる今年（2011年3月期）は、経過措置との兼ね合いで、「純投資目的以外の目的で保有する株式」の個別銘柄開示の取扱いについて、適用初年度から次のような変更点がある。

図表1 「純投資目的以外の目的で保有する株式」の開示に関する適用2年目の主な変更点

	適用初年度	適用2年目（今年）
個別銘柄開示の対象 （「銀行等」（注1）に該当しない会社）	次のいずれかに該当するもの ◇貸借対照表計上額が資本金額の1%超の銘柄 ◇貸借対照表計上額の上位10銘柄	次のいずれかに該当するもの ◇貸借対照表計上額が資本金額の1%超の銘柄 ◇貸借対照表計上額の上位30銘柄
（「銀行等」に該当する会社）	◇貸借対照表計上額の上位10銘柄	次のいずれかに該当するもの ◇貸借対照表計上額が資本金額の1%超の銘柄（50銘柄上限） ◇貸借対照表計上額の上位30銘柄
みなし保有株式（注2）	個別銘柄開示の対象外	個別銘柄開示の対象
持株会社（注3）	有価証券報告書の提出会社（持株会社）のみ開示	連結子会社含め最大3社について開示（詳細は後述4）（注4）

（出所）大和総研資本市場調査部制度調査課作成

（注1）財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則（以下、財務諸表等規則）122条2号（銀行法施行規則等の適用を受ける株式会社など）及び5号（保険業法施行規則の適用を受ける株式会社など）に該当する会社のことをいう。

（注2）純投資目的以外の目的で有価証券報告書の提出会社が信託契約その他の契約又は法律上の規定に基づき株主として議決権を行使する権限又は議決権の行使を指図する権限を有する株式のことである。具体的には、いわゆる議決権留保型株式信託スキームや一定の退職給付信託などに拠出された株式が該当するものと考えられる。

（注3）ここで言う持株会社とは、子会社の経営管理を行うことを主たる業務とする会社のことであるとされている。

（注4）「銀行等」に該当する持株会社の場合については、適用2年目は有価証券報告書の提出会社及び連結子会社の中で、最近事業年度における投資株式の貸借対照表計上額が最も大きい会社（「最大保有会社」）について、資本金額の1%超の銘柄（50銘柄上限）又は貸借対照表計上額の上位30銘柄のいずれかに該当するものを開示することとされている。

¹ 詳細は、拙稿「株式の保有状況開示（いわゆる持合い開示）」（2010年4月1日付レポート）参照。

○本稿では、東京証券取引所（以下、東証）市場第一部に上場する時価総額 1,000 億円以上（2011 年 6 月 17 日時点）の株式会社（3 月決算）375 社²を対象に、その「株式の保有状況」の開示状況について紹介する。

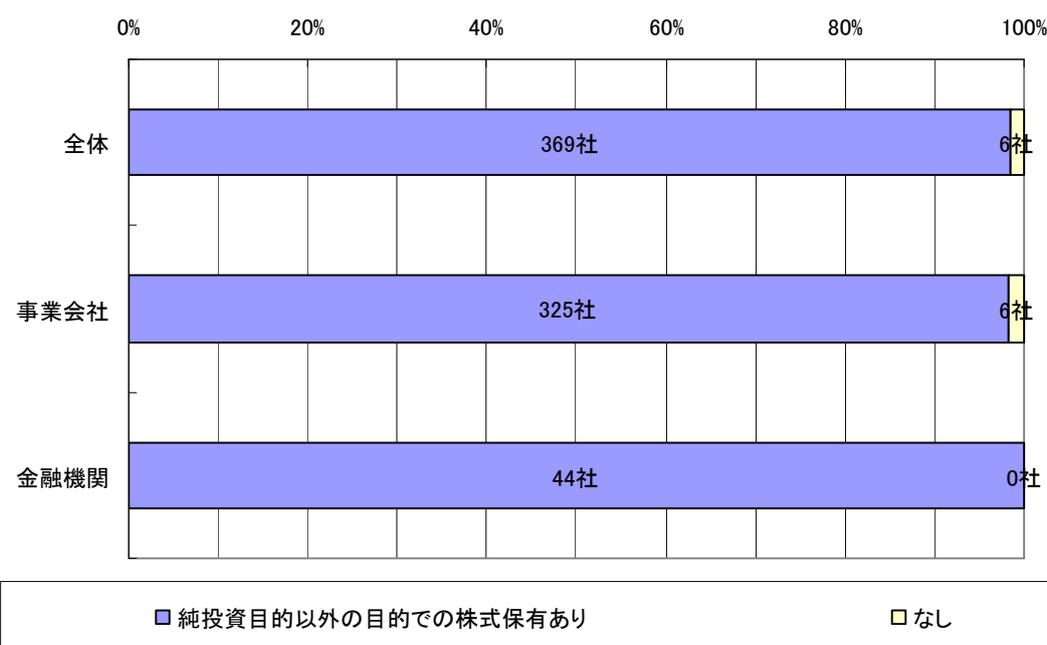
1. 純投資目的以外の目的で保有する株式

(1) 純投資目的以外の目的での株式保有

○純投資目的以外の目的で株式を保有する会社（持株会社の特例の適用を受ける会社は、一定の要件を満たす連結子会社が保有する場合を含む）は、375 社中 369 社（98.4%）であった（図表 2）。

○適用初年度³（2010 年 3 月期）は 400 社中 384 社（96.0%）であったことから、比率が若干上昇している。これは適用 2 年目である今年からは持株会社について、持株会社本体だけではなく、連結子会社が保有するものについても、一定の要件の下で、開示対象となったことが影響しているものと考えられる（図表 1 及び後述 4 参照）。

図表 2 純投資目的以外の目的での株式保有



（出所）各社の有価証券報告書を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成

○事業会社と金融機関⁴に分けると、事業会社については 331 社中 325 社（98.2%）、金融機関については 44 社全てについて、純投資目的以外の目的で株式を保有していることが分かった。

² 親子上場の関係で、自社と親会社である持株会社の双方が開示を行っているケースが 3 件確認できたが、本稿では、便宜上、特に両者の調整などは行っていない。

³ 適用初年度の状況については、拙稿「株式保有状況開示の現況」（2010 年 7 月 22 日付レポート）参照。

⁴ 本稿では、便宜上、証券コード協議会の「業種別分類項目」の中分類（いわゆる東証 33 業種分類）における「銀行業」、「証券、商品先物取引業」、「保険業」に属する会社を「金融機関」、それ以外の会社を「事業会社」と呼んでいる。

○なお、「純投資目的」の意味は、次のように解されている（2010年3月31日公表の『コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方』⁵（以下、『金融庁の考え方』）124、131）。

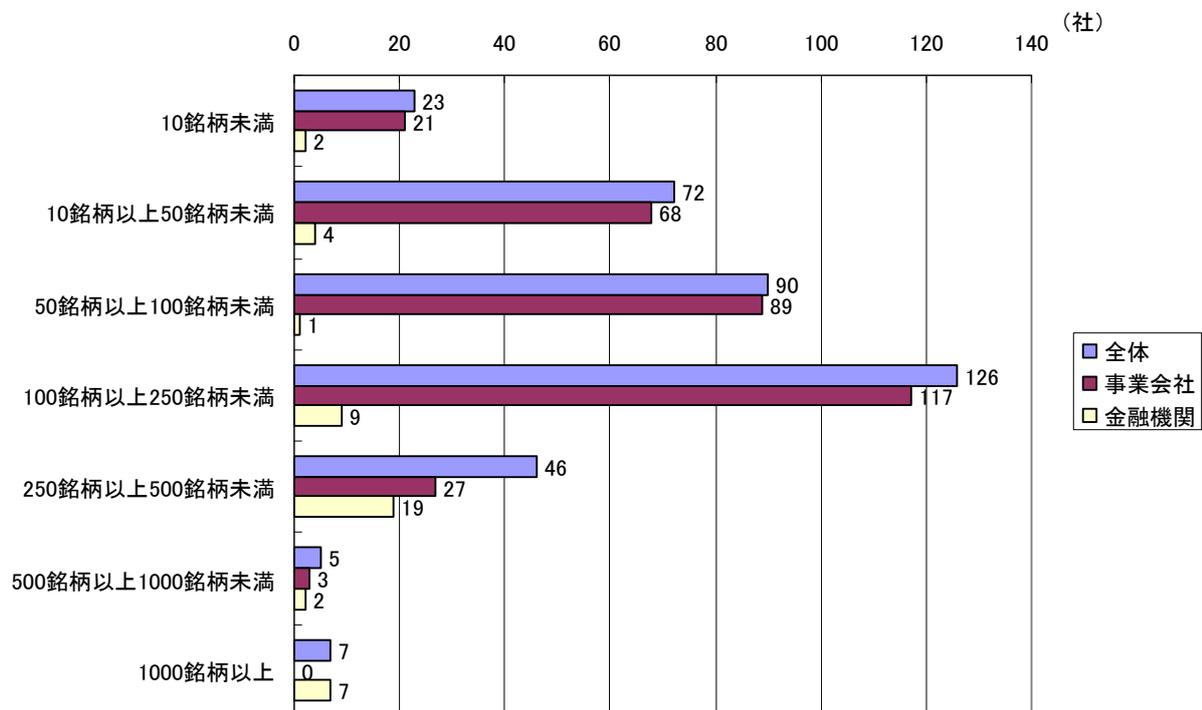
純投資目的とは、専ら株式の価値の変動又は株式に係る配当によって利益を受けることを目的とする場合を言います。

○この見解に従えば、「取引関係の維持・発展等を目的とするいわゆる政策投資目的（政策保有目的）株式」について、「純投資目的以外の目的」に該当することは言うまでもない（『金融庁の考え方』134参照）。加えて、「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」に該当することが明らかでないもの、例えば、純投資と政策投資の両方を目的とするものなども、広く「純投資目的以外の目的」に含まれるものと考えられる。

(2) 全体の銘柄数

○純投資目的以外の目的で株式を保有する369社について、純投資目的以外の目的で保有する銘柄数の分布を示したのが次の図表3である。なお、ここでは上場株式だけではなく非上場株式も含まれている。また、持株会社の特例の適用を受ける会社は、提出会社（持株会社）本体だけではなく、一定の要件を満たす連結子会社が保有する銘柄数についても加算している⁶。

図表3 純投資目的以外の目的で保有する株式の銘柄数



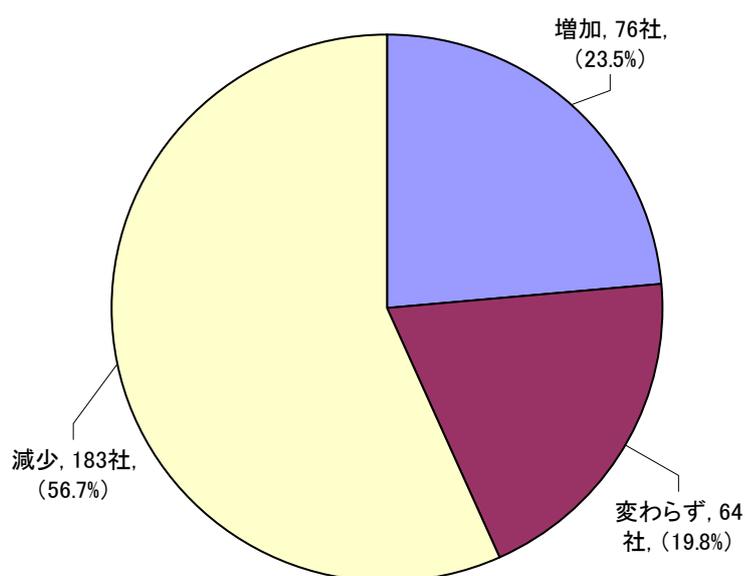
（出所）各社の有価証券報告書を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成

⁵ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20100331-8/00.pdf>）に掲載されている。

⁶ 厳密には、持株会社本体とその連結子会社が同一銘柄を重複して保有しているケースも考えられるが、ここでは便宜上、重複分の調整は行わずに単純に加算している。

- 「100 銘柄以上 250 銘柄未満」が 126 社 (34.1%) と最も多く、次いで「50 銘柄以上 100 銘柄未満」が 90 社 (24.4%) となっている。100 銘柄前後のかなり多数の株式を純投資目的以外の目的で保有している会社が多いことが分かる。これは適用初年度 (2010 年 3 月期) の結果とほぼ同様である。
- 事業会社と金融機関とに分けると、事業会社は概ね全体と同じ分布となっている。それに対して、金融機関は、44 社中 19 社 (43.2%) が「250 銘柄以上 500 銘柄未満」保有しているなど、全体として銘柄数が多かった。この点も適用初年度 (2010 年 3 月期) の結果とほぼ同様である。
- なお、最も純投資目的以外の目的で保有する株式の銘柄数が多かったのは、事業会社では 769 銘柄 (卸売業)、金融機関では 3,355 銘柄 (銀行業、持株会社の特例の適用対象) であった。
- 次に、適用初年度 (2010 年 3 月期) と比較して、各社が、純投資目的以外の目的で保有している株式の銘柄数の増減についてまとめたのが図表 4 である。なお、ここでは純投資目的以外の目的で保有する株式を有していない会社も含めている。また、持株会社の特例の適用を受ける会社については、連結子会社の開示が始まったことから、前年との比較が困難であるため、対象から除いている。

図表 4 純投資目的以外の目的で保有する株式の銘柄数の増減



(注) 純投資目的以外の目的で株式を保有していない会社を含み、持株会社の特例の適用を受けるものを除いている。

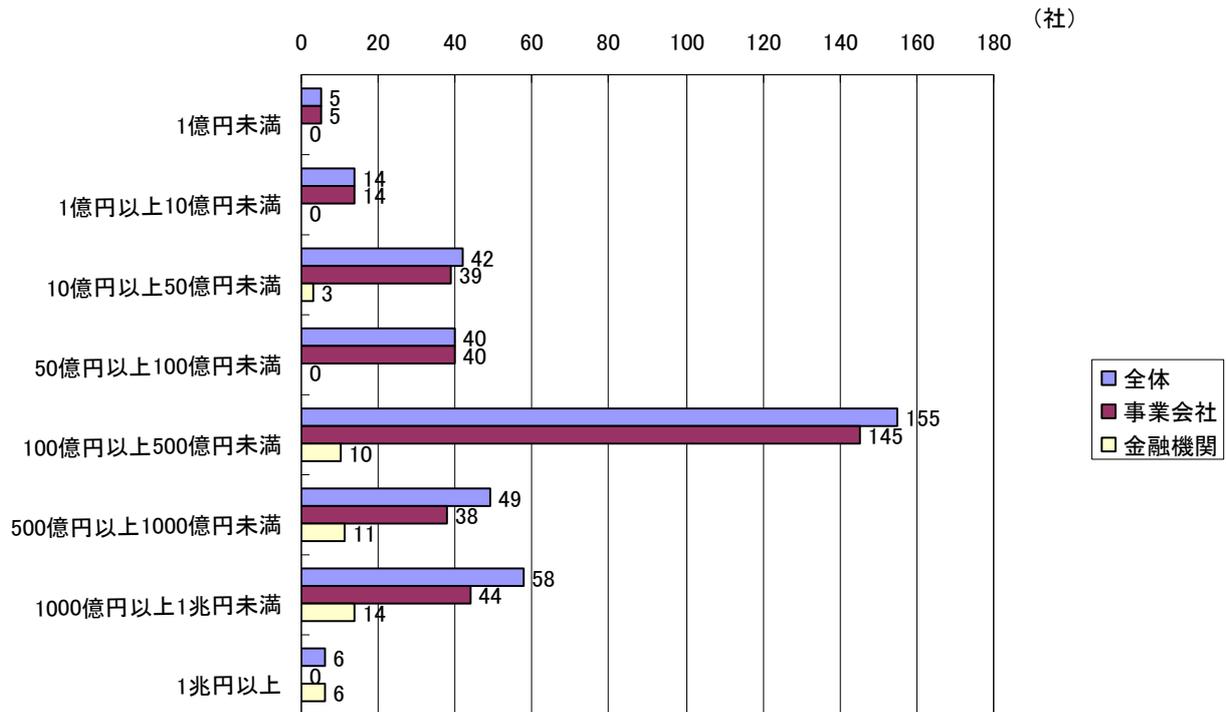
(出所) 各社の有価証券報告書を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成

- 全体の半数以上 (56.7%) の会社が、純投資目的以外の目的で保有する株式の銘柄数を減少させていることが分かる。
- もちろん、保有する銘柄数の増減は、売却処分や新規取得だけではなく、M&Aなど様々な要因が考えられるため、単純に結論づけることはできない。ただ、全般的に、上場会社が、純投資目的以外の目的で株式を保有する対象を絞る傾向を認めることができるようにも思われる。

(3) 貸借対照表計上額の合計額

○純投資目的以外の目的で株式についての貸借対照表計上額の分布を示したのが図表5である。なお、ここでも上場株式だけではなく非上場株式も含まれている。また、持株会社の特例の適用を受ける会社については、提出会社（持株会社）本体だけではなく、一定の要件を満たす連結子会社が保有する株式の貸借対照表計上額についても加算している。

図表5 純投資目的以外の目的で保有する株式の貸借対照表計上額



(出所) 各社の有価証券報告書を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成

○「100億円以上500億円未満」が369社中155社（42.0%）と最も多く、次いで「1,000億円以上1兆円未満」が58社（15.7%）となっている。各社の企業規模が異なる以上、単純な比較はできないが、それなりの額が貸借対照表に計上されていることが分かる。これは適用初年度（2010年3月期）の結果とほぼ同様である。

○事業会社と金融機関に分けた場合についても、前述の保有銘柄数と同様の傾向が認められる。即ち、事業会社は概ね全体と同じ分布となっている。それに対して、金融機関は、44社中14社（31.8%）が「1,000億円以上1兆円未満」を計上しているなど、全体として計上額が大きかった。この点も適用初年度（2010年3月期）の結果とほぼ同様である。

○なお、最も純投資目的以外の目的で保有する株式の貸借対照表計上額が大きかったのは、事業会社では9,601億円（卸売業）、金融機関では4兆7,864億円（銀行業、持株会社の特例の適用対象）であった。

(4) 保有上場株式の個別開示銘柄数

○純投資目的以外の目的で保有する上場株式（以下、特定投資株式）及びみなし保有株式（提出会社

が信託契約その他の契約又は法律上の規定に基づき株主として議決権を行使する権限又は議決権の行使を指図する権限を有する株式のこと。(5)参照)については、銘柄名や保有目的などに関して個別開示が要求されている。開示対象は、適用2年目である2011年3月期については、原則、次の基準で決定される(「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」附則2条12、14項など)。

【持株会社の特例の適用を受けない会社(以下、非持株会社)】

◇次のいずれかに該当するもの

- ①2011年3月期の貸借対照表計上額(注1)が資本金の1%超の銘柄(注2)
- ②上記①が30銘柄に満たない場合は上位30銘柄

【持株会社の特例の適用対象となる会社(後記4参照)】(注3)

◇最大保有会社(注4)について、次のいずれかに該当するもの

- ①2011年3月期の貸借対照表計上額が資本金(注5)の1%超の銘柄
- ②上記①が30銘柄に満たない場合は上位30銘柄

◇最大保有会社以外の開示対象会社(最大2社)について、次のいずれかに該当するもの

- ①2011年3月期の貸借対照表計上額が資本金(注5)の1%超の銘柄
- ②上記①が10銘柄に満たない場合は上位10銘柄

(注1) みなし保有株式については、事業年度末日における時価×議決権行使権限の対象となる株式数の額。

(注2) 「銀行等」に該当する会社の場合、50銘柄が上限。

(注3) 「銀行等」に該当する持株会社の場合については、適用2年目は有価証券報告書の提出会社及び連結子会社の中で、最近事業年度における投資株式の貸借対照表計上額が最も大きい会社(「最大保有会社」)について、資本金額の1%超の銘柄(50銘柄上限)又は貸借対照表計上額の上位30銘柄のいずれかに該当するものを開示することとされている。

(注4) 有価証券報告書の提出会社及びその連結子会社の中で、投資株式の貸借対照表計上額が最も大きい会社のこと。

(注5) 有価証券報告書の提出会社の資本金をいう。

○これを踏まえて、実際に個別開示された銘柄数の分布を示したのが、図表6である。なお、持株会社の特例の適用を受けるか否かによって個別開示すべき銘柄数の基準が異なるため、非持株会社と持株会社を分けて記載している。また、特定投資株式とみなし保有株式、持株会社とその連結子会社との間で同一銘柄が重複して開示されている場合があるが、これらの調整は行っていない。

○個別開示された銘柄数が「0銘柄」というのは、純投資目的以外の目的で保有する株式は存在するが全て非上場株式であり、かつ、みなし保有株式も存在しないという会社である。こうした会社は、非持株会社について319社中5社(1.6%)、持株会社について50社中1社(2.0%)確認できた。

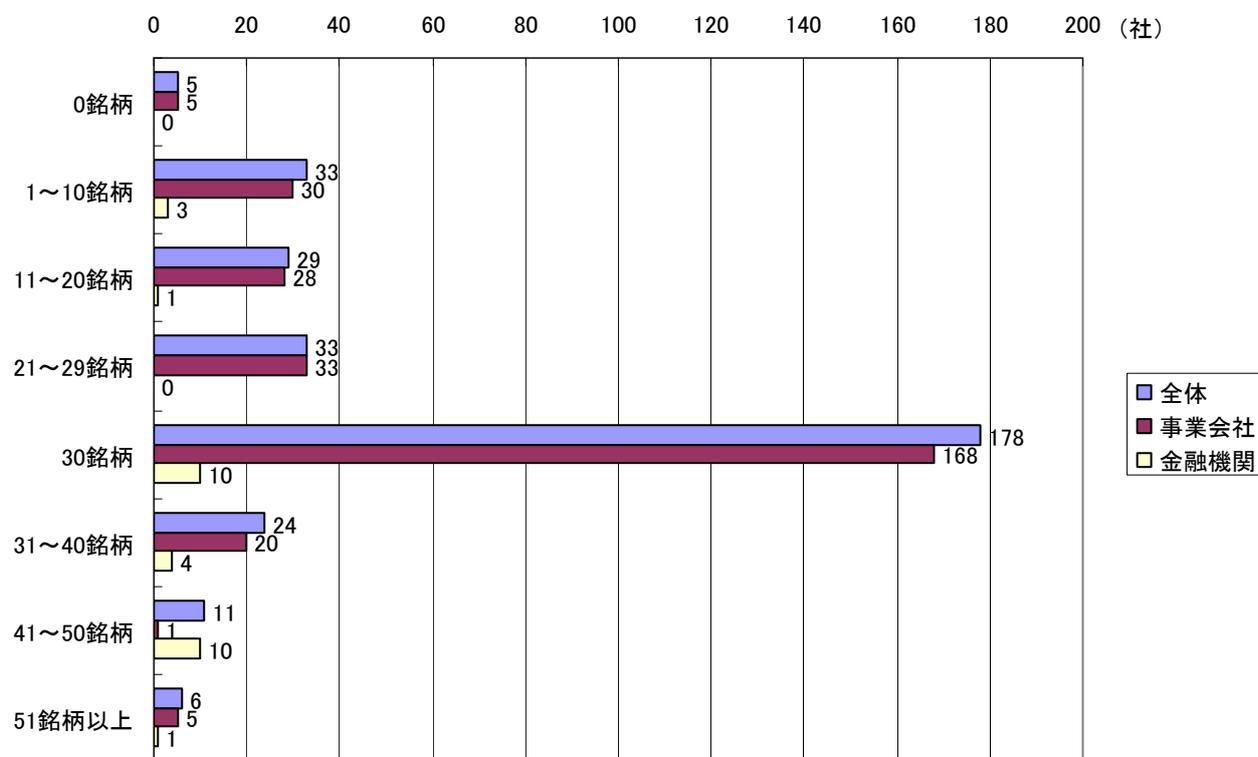
○非持株会社については、個別開示された銘柄数が「30銘柄」という会社が319社中178社(55.8%)と突出して多い。これは純投資目的以外の目的で保有する特定投資株式やみなし保有株式は多数存在するものの、「貸借対照表計上額が資本金の1%超」となるものは30銘柄以下であることから、「貸借対照表計上額の上位30銘柄」のみを開示したというケースが多かったためと推測される。

○なお、非持株会社ほどではないものの、持株会社についても個別開示された銘柄数が「30銘柄」という会社が50社中13社(26.0%)と多かった。これは、グループ内の特定の会社に株式の保有を集中させているケースが多かったためではないかと思われる。

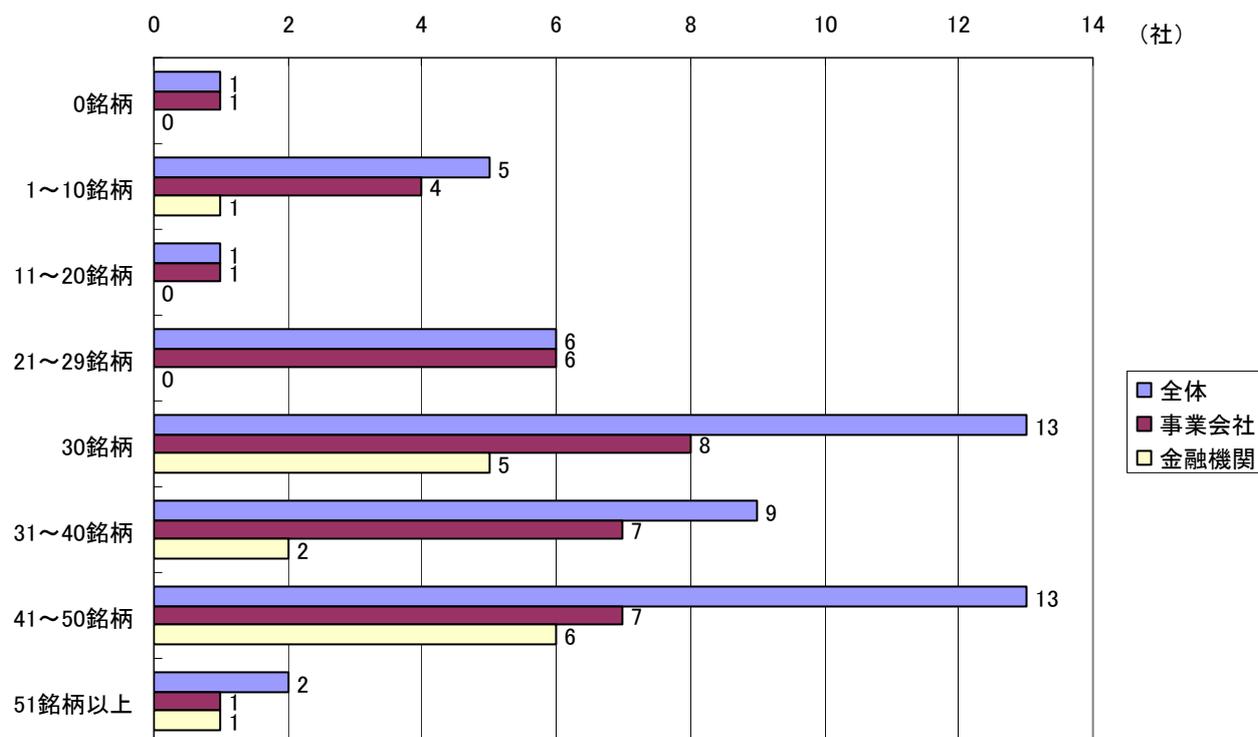
○すなわち、グループ内の特定の会社に株式の保有を集中させた場合、その会社(=最大保有会社)が提出会社(=持株会社)であれば提出会社のみ、連結子会社であれば提出会社と最大保有会社の2社のみが開示対象とされる(後述図表20参照)。

図表6 個別開示された「純投資目的以外の目的で保有する上場株式」の銘柄数

①非持株会社



②持株会社



(出所) 各社の有価証券報告書を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成

○その結果、次のようなケースが多かったものと考えられる。

◇提出会社が最大保有会社であり、その上位 30 銘柄のみが開示された。

◇提出会社は子会社以外の株式を保有していないなど、開示対象となる上場株式を有しないことから、最大保有会社である連結子会社の上位 30 銘柄のみが開示された。

○「0 銘柄」の会社を除いた、個別開示の平均銘柄数は、非持株会社で 25.1 銘柄、持株会社で 30.3 銘柄であった。最も個別開示の銘柄数が多かったのは、非持株会社で 61 銘柄（卸売業）、持株会社で 100 銘柄（保険業）であった。

○事業会社と金融機関とに分けると、事業会社は概ね全体と同じ傾向となっている。それに対して、金融機関は、全般に個別開示の銘柄数が多く、非持株会社、持株会社いずれも「41～50 銘柄」開示されている場合が多い。前述（前記(2)）のように、そもそも金融機関は純投資目的以外の目的で保有する株式数が多いことから、個別開示の対象となる銘柄数もそれに応じて多くなる傾向があるものと考えられる。

(5) みなし保有株式

(a) 概要

○前述の通り、適用 2 年目（2011 年 3 月期）からは、みなし保有株式についても個別開示の対象となった。みなし保有株式とは、純投資目的以外の目的で提出会社が信託契約その他の契約又は法律上の規定に基づき株主として議決権を行使する権限又は議決権の行使を指図する権限を有する株式のことである。

○つまり、株式を特別な信託に拠出することで会計上オフバランスになったとしても、実質的にその会社が議決権等を保有している場合には、投資先の企業に対して一定の影響力を有することになることから、個別開示の対象とするという趣旨であろう。

○その結果、例えば、次のようなものも「みなし保有株式」として個別開示の対象とされるものと解されている（『金融庁の考え方』138、140、143 など参照）。

◇いわゆる退職給付信託で、保有する持合い株式を信託に拠出して、議決権行使権限（又は指図権限）を提出会社が保持し続けるスキーム⁷

◇保有株式を信託銀行に信託に出して、信託受益権を取得した後、譲渡したが、その株式についての議決権行使の指図権限を有するスキーム（いわゆる「議決権留保型株式信託スキーム」）

(b) みなし保有株式の開示の有無

○純投資目的以外の目的で保有する株式を 1 銘柄以上個別開示している 363 社のうち、みなし保有株

⁷ もっとも、いわゆる退職給付信託であっても、「例えば提出会社が金銭を信託して提出会社があらかじめ指定した投資運用方針に従って受託者の裁量で運用を行う指定運用の実態を有する場合は、純投資の性質を有する」と考えられることから、個別開示の対象とならないものと考えられる（『金融庁の考え方』138）。

式を1銘柄以上開示しているものは **133社 (36.6%)** であった。いわゆる「退職給付信託」や「議決権留保型株式信託スキーム」などへの株式の拠出が、比較的、普及していたことがわかる。

(c) みなし保有株式の開示銘柄数

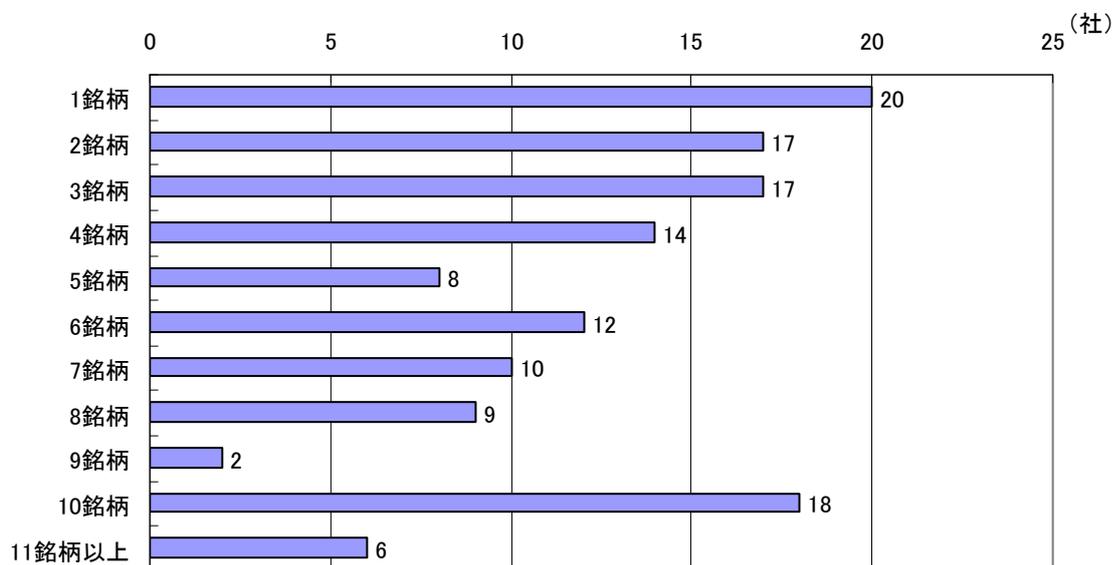
- 個別開示すべきみなし保有株式の銘柄数は、次の基準に従って決定される（開示府令第二号様式記載上の注意(57)a(e) ii）。
- まず、貸借対照表計上額（みなし保有株式の場合、事業年度末日における時価×株式数によって算出される額になるものと考えられる。以下同じ）が資本金の1%超となるものは全て個別開示が義務付けられる。
- 次に、特定投資株式とみなし保有株式を合わせて、資本金の1%超となるものが30銘柄（持株会社における最大保有会社以外の会社の場合は10銘柄。以下同じ）未満の場合、（資本金の1%以下のものも含め）貸借対照表計上額上位30銘柄の個別開示が必要となる。
- この場合、「30銘柄」における特定投資株式とみなし保有株式の組合せについては、次のルールに従って決定される。

- ①上位30銘柄中に含まれる「みなし保有株式」が10銘柄以下の場合
……その上位30銘柄を「みなし保有株式」を含めて開示する。
- ②上位30銘柄中に「みなし保有株式」が11銘柄以上含まれている場合
 - a. 保有する「特定投資株式」が（上位30銘柄に含まれないものも合わせて）20銘柄以上の場合
……「みなし保有株式」の上位10銘柄と「特定投資株式」の（全体の上位30銘柄に含まれないものも含め）上位20銘柄を開示する。
 - b. 保有する「特定投資株式」が（上位30銘柄に含まれないものを合わせても）20銘柄未満の場合
……「特定投資株式」は全銘柄開示し、「みなし保有株式」は「特定投資株式」と合算して30銘柄になるまで開示する（「みなし保有株式」の開示銘柄数=30-「特定投資株式」の銘柄数）

- 例えば、ある会社が保有する貸借対照表計上額上位30銘柄中に「特定投資株式」が16銘柄、「みなし保有株式」が14銘柄含まれているとする。
- 仮に、この会社が（上位30銘柄に含まれないものも合わせて）20銘柄以上の「特定投資株式」を保有していた場合、開示対象となる「みなし保有株式」は14銘柄中上位10銘柄のみである。30銘柄に不足する4銘柄分は、31位以下の「特定投資株式」から順次繰り上げて（「特定投資株式」が）20銘柄になるまで開示することとなる（前記②a）。このように、最終的な開示銘柄数が「特定投資株式」20銘柄、「みなし保有株式」10銘柄となるように調整が行われることとなる。
- 他方、この会社が保有する「特定投資株式」が18銘柄しかない場合、「特定投資株式」は全18銘柄を開示し、「みなし保有株式」は12銘柄（=30-18）を開示することとなる（前記②b）。
- 以上を踏まえて、みなし保有株式を1銘柄以上開示している会社133社について、実際に開示を行っているみなし保有株式の銘柄数をまとめたのが、図表7である。なお、持株会社の特例の適用対

象については、持株会社本体だけではなく、一定の要件を満たす連結子会社が保有する銘柄数についても加算している⁸。

図表7 みなし保有株式の開示銘柄数



(出所) 各社の有価証券報告書を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成

- みなし保有株式の開示は「1銘柄」のみという会社が最も多く20社であった。次いで、原則的な上限値である「10銘柄」を開示している会社が18社となっている。
- もっとも、いわゆる「退職給付信託」や「議決権留保型株式信託スキーム」などに保有株式を拠出した事情は、各社各様だと考えられ、みなし保有株式の開示銘柄数から一定の傾向を読み取ることは難しい。

(d) みなし保有株式と特定投資株式の重複

- その会社が直接保有する特定投資株式と、信託等に拠出を行ったみなし保有株式の双方に、同一の銘柄が存在する場合、本来は、両者を合算した上で、みなし保有株式相当分を内訳で表記するのがあるべき開示方法だと考えられる⁹。
- ただし、開示府令上は、その旨を注記することを要件に、合算を行わない処理も選択できるとされている（開示府令第二号様式記載上の注意(57)a(e) ii、『金融庁の考え方』141も参照）。
- これを受けて、両者を合算していない旨の注記を行っている会社は、みなし保有株式の開示を行った **133社中116社(87.2%)** を占めている。

⁸ 厳密には、持株会社本体とその連結子会社が同一銘柄を重複して保有しているケースもあるが、ここでは便宜上、単純に加算している。

⁹ 三井秀範・永池正孝・牧野達也・石井裕介「座談会 上場会社の新しいコーポレート・ガバナンス開示と株主総会対応〔下〕」（商事法務No. 1899、2010年5月25日）p. 32、三井秀範金融庁総務企画局企業開示課長（当時）発言参照。

- ここで問題となるのは、合算を行わずに貸借対照表計上額の上位銘柄から個別開示対象として選択していった結果、同一銘柄が特定投資株式とみなし保有株式の両方で開示対象となったとき、どのような処理が必要となるか、ということである。
- 例えば、非持株会社であるX社が、合算を行わずに貸借対照表計上額の上位30銘柄を選択したところ、A社株式が特定投資株式として5位に、みなし保有株式として20位に入ったとする。この場合、仮に、同じA社株式ではあるが、特定投資株式としてのA社株式と、みなし保有株式としてのA社株式を別の銘柄とみなして、そのまま上位30位までを開示すれば、実際には29銘柄しか開示されていないこととなる。他方、もう1銘柄追加して開示銘柄の実数が30になるように調整して開示すれば、上位31位まで開示されることとなる。
- 以上の点を踏まえて、非持株会社であって¹⁰、①みなし保有株式の開示があり、②合算を行っていない旨の注記をしており、かつ、③特定投資株式とみなし保有株式に同一銘柄が重複しているものを対象に、(イ)特定投資株式とみなし保有株式の開示銘柄数の合計が30銘柄であるもの、(ロ)特定投資株式とみなし保有株式の開示銘柄数の合計から重複する銘柄数を減算したものが30銘柄となるものを確認した。その結果をまとめると図表8の通りとなる。

図表8 特定投資株式とみなし保有株式で銘柄が重複する場合の対応



(出所) 各社の有価証券報告書を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成

- 単純に上位30位までを開示している（実際には30銘柄未満しか開示されていない）ものと考えられる会社が57社と多数を占めた¹¹。他方、開示銘柄の実数が30になるように銘柄数を追加して開示しているものと考えられる会社も10社確認できた。その意味では、各社で対応が分かれているといえるだろう（後述5.②参照）。

(6) 保有目的（記載内容）

(a) 概要

- 前記(3)の個別銘柄開示の対象となる銘柄については、その「保有目的」を開示しなければならない。ただし、特定投資株式とみなし保有株式とでは、「保有目的」開示のあり方が異なっていることから、まず(b)で特定投資株式について各社の開示状況を確認する。みなし保有株式については(c)で

¹⁰ 持株会社の場合、持株会社本体と連結子会社との間での開示銘柄の重複なども問題も生じるなど、単純な比較が困難であることから、ここでは非持株会社に限定して調査を行った。

¹¹ 厳密には、この中に、重複分を調整するために開示銘柄を追加しようにも、特定投資株式もみなし保有株式もそれ以上は存在しないという会社も含まれている可能性は否定できない。

紹介する。

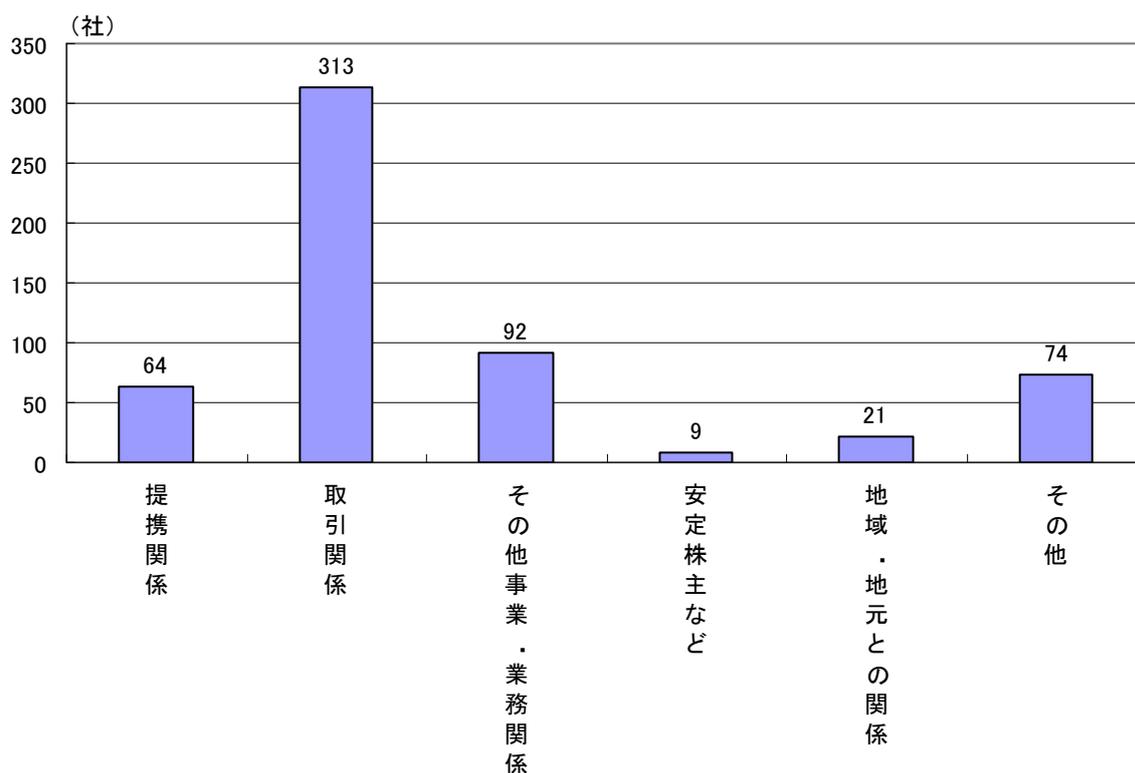
(b) 特定投資株式の保有目的

○いわゆる「持合い」などに対する株主・投資者の批判が高まる中で、2010年から義務付けられた「株式の保有状況」開示において、各社が「純投資目的以外の目的」で有する株式の「保有目的」をどのように説明するかは、大きな注目点とされている。

○特定投資株式を個別開示している363社が掲げる「保有目的」を分類したのが図表9である。

○なお、ここでは保有銘柄単位ではなく、有価証券報告書の提出会社単位でカウントしている。例えば、X社が保有するA社株式、B社株式のいずれも「保有目的」として「取引関係」を掲げている場合、「取引関係」に1社とカウントしている（2銘柄ではなく）。Y社が保有するC社株式については「提携関係」、D社株式については「取引関係」を掲げている場合には、「提携関係」と「取引関係」の両方に1社とカウントしている。同一銘柄について2つの「保有目的」を掲げていると判断される場合には、その両方に1社とカウントしている。

図表9 純投資目的以外の目的で保有する上場株式（特定投資株式）の「保有目的」



(出所) 各社の有価証券報告書を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成

○「保有目的」として「取引関係」を掲げる会社が最も多く313社であった。次いで「その他事業・業務関係」を掲げる会社が92社であった。これは適用初年度（2010年3月期）とほぼ同様の傾向である。以下、それぞれの目的ごとに記載事例を見ていく。

①「提携関係」

○「保有目的」として業務提携や資本提携といった保有先との「提携関係」を掲げる会社は64社（前回は58社）であった。

○実際の主な記載事例としては、次のようなものが確認できた。

図表 10 「保有目的」の記載事例（「提携関係」）

<p>i 単に保有先との間で提携関係が存在することを記述する事例</p> <p>(例) 「業務提携のため」(サービス業) 「業務提携の一環として」(鉄鋼) 「事業提携時に取得したもの」(輸送用機器)</p> <p>ii 具体的な提携内容などについても説明を行っている事例</p> <p>(例) 「発行会社とのエンジン関連事業における協力関係の維持・強化、業務提携推進のため」(機械) 「主として自動車機器事業で業務提携関係にあり、関係維持・強化を目的として保有している」(電気機器) 「リース事業に係る事業競争力の強化等を目的とした業務提携による関係強化」(保険業)</p> <p>iii 提携の目的や株式を保有する事情なども含めて説明を行っている事例</p> <p>(例) 「当社グループと投資株式発行者とのアジアにおける製パン改良剤等の事業に関する業務提携をより強固なものとするため」(食料品) 「同社の通信部門を分離して当社が設立された経緯により、以後、協力関係を維持・強化することを目的として政策的に保有しております」(電気機器)</p>

(出所) 各社の有価証券報告書を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成

○同じ有価証券報告書の提出会社であっても、銘柄によって記載方法が異なることがあるため、定量的に比較することは困難だが、この中でも特に多く見受けられるのは、「i 単に保有先との間で提携関係が存在することを記述する事例」である。

②「取引関係」

○「保有目的」として保有先との「取引関係」を掲げる会社は非常に多く、全体の8割以上に相当する313社（前回は324社）で確認できた。

○実際の主な記載事例としては、次のようなものが確認できた。

図表 11 「保有目的」の記載事例（「取引関係」）

<p>i 保有先との取引関係の維持、強化などを掲げる事例</p> <p>(例) 「取引関係の維持・強化」(輸送用機器など多数) 「取引上必要であるため」(パルプ・紙) 「政策投資(営業上の取引関係の維持・強化を目的)として保有」(ガラス・土石製品)</p> <p>ii 具体的な保有先との取引関係の内容についても明らかにしている事例</p> <p>(例) 「医薬品販売等における取引関係の維持・強化」(医薬品) 「保険契約の獲得・販売チャネルの確保」(保険業) 「安定的な燃料調達に資するため」(電気・ガス業)</p>

iii 保有先との取引関係の詳細や株式を保有する事情などを含めて説明を行っている事例

- (例) 「同社は、当社が北海道勇払油ガス田で生産する天然ガスの主要な販売先であり、北海道における天然ガスの販売の安定に資するべく、強固な協力関係を維持するために株式を保有しております」(鉱業)
「取引関係強化により相乗効果を発揮し、事業発展・企業価値の向上に繋げるため」(輸送用機器)

(出所) 各社の有価証券報告書を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成

- この中で特に多数を占めるのが「i 保有先との取引関係の維持、強化などを掲げる事例」である(後記5. ①参照)。

③「その他事業・業務関係」

- 「提携関係」や「取引関係」に明確に分類できないが、保有先との間で事業、業務、営業などの関係を有していることを「保有目的」として掲げている会社は92社(前は90社)確認できた。

- 実際の主な記載事例としては、次のようなものが確認できた。

図表12 「保有目的」の記載事例(「その他事業・業務関係」)

i 保有先との間で何らかの事業等の関係があることを掲げる事例

- (例) 「事業運営上必要であるため」(化学)
「事業上の関係を強化し、長期的に企業価値の向上を図るため」(医薬品)
「発行会社との業務上の連携を深めるため、長期安定的に保有している」(非鉄金属)

ii 保有先との具体的な事業関係等の内容についても明らかにしている事例

- (例) 「自動販売機事業等における協力関係形成のため」(食料品)
「当該国における事業の円滑な推進」(輸送用機器)
「新技術開発等探索のため」(精密機器)

iii 保有先との事業等の詳細や株式を保有する事情などを含めて説明を行っている事例

- (例) 「同社は映像ソフトウェアを販売しており、映像事業の推進に際して映像ソフトウェア会社との連携は必要かつ有益であり、同社との事業上の関係を勘案し、同社との良好な関係の維持、強化を図るため、継続して保有しています。」(電気機器)
「有料衛星放送事業者として日本最大規模である同社の筆頭株主になることで、衛星放送ビジネスにおける当社の優位性を高めるため」(情報・通信業)

(出所) 各社の有価証券報告書を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成

- 前述の通り、同じ有価証券報告書の提出会社であっても、銘柄によって記載方法が異なることがあるため、定量的に比較することは困難だが、この中でも特に多く見受けられるのは、「i 保有先との間で何らかの事業等の関係があることを掲げる事例」である。

④「安定株主」

- いわゆる「持合い」を上場会社同士が行うことについて、敵対的買収防衛なども視野に入れた「安定株主」作りの一環であると指摘される場合がある。純投資目的以外の目的での上場株式保有について、保有先の会社の「安定株主」となることなどを「保有目的」に掲げた会社は9社(前は10社)確認できた。

- 実際の主な記載事例としては、次のようなものがあつた。

図表 13 「保有目的」の記載事例（「安定株主」）

「株式安定化のため、相互保有しております」（食料品）
 「安定株主としての長期保有」（ガラス・土石製品）
 「経営基盤の強化、安定」（電気機器）
 「発行会社の経営安定のため」（陸運業）

（出所）各社の有価証券報告書を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成

○ある意味で、これらの事例は、開示を行った会社の正直な姿勢を示したものであるということができるかもしれない。ただ、今後、株主・投資者から保有先の「安定株主」となることの必要性などについて、説明を求められることも考えられるだろう。

⑤ 「地域・地元との関係」

○純投資目的以外の目的での上場株式保有について、地域社会や地元企業との関係を「保有目的」として掲げた会社は 21 社（前は 13 社）確認できた。

○実際の主な記載事例としては、次のようなものがあった。

図表 14 「保有目的」の記載事例（「地域・地元との関係」）

「地域経済との関係維持」（輸送用機器）
 「地元企業との経営者交流の為」（機械）
 「地域社会における中核企業への出資を通して地域社会発展に貢献する」（銀行業）
 「地域振興等への貢献」（電気・ガス業）

（出所）各社の有価証券報告書を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成

⑥ 「その他」

○前記①～⑤に分類しきれない「保有目的」を掲げる会社も 74 社（前は 55 社）あった。適用 2 年目で開示対象が拡大したことに伴い（図表 1 参照）、「保有目的」も多様化したものと考えられる。

○その内容は様々であるが、主なものを以下で紹介する。

図表 15 「保有目的」の記載事例（「その他」）

- i 経営参加や株主としての提案活動を目的として掲げている事例**
 （例）「経営参加を目的とした政策投資及び重要提案行為等を行うため」（情報・通信業）
 「投資先との関係強化、又は投資先への各種提案等を行うこと等により、事業収益追求や企業価値向上を図る」（卸売業）
- ii 情報収集を目的として掲げている事例**
 （例）「業界を通じた情報収集及び情報交換のため」（その他製品）
 「情報収集のため」（電気機器）
- iii 同業者間での連携などを目的として掲げている事例**

- (例) 「業界の維持・発展のため」 (ガラス・土石製品)
「同業としての事業連携、情報交換等のため」 (陸運業)

iv 保有株式の取得の経緯を説明している事例

- (例) 「同社からの要請を受けて同社株式を取得・保有している」 (電気機器)
「当社関連会社であった〇〇〇〇を、同社が完全子会社化する際の株式交換により取得し保有している」
(輸送用機器)

v 保有先との関係を説明している事例

- (例) 「当社の通信機部門を分離して発行会社 (当時〇〇〇〇) を設立。以後、協力関係の維持・強化を図るため保有」 (電気機器) (注1)
「元関連会社であり、共通のブランドを使用する会社として、関係を維持継続するため」 (その他製品)
(注1)

vi 売却予定であるとする事例

- (例) 「売却予定」 (機械)
「平成〇年〇月〇日付にて業務・資本提携契約を解消し、一部の株式を売却。残りの株式については今後の状況を鑑みながら売却する方針」 (卸売業)

vii 中長期的な投資収益を上げることが目的とする事例

- (例) 「主として株式価値の増大及び配当等の受領による中長期的な収益を享受するため、副次的に取引上の関係の維持強化のため」 (保険業) (注2)
「政策投資目的 (安定的取引関係の維持、投資対象としての安定性等を総合的に勘案)」 (輸送用機器)
(注2)

viii 保有先と何らかの関係があるとする事例

- (例) 「関係などの維持」 (ゴム製品) (注1)
「信頼関係の構築維持のため」 (情報・通信業) (注1)

(出所) 各社の有価証券報告書を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成

(注1) これらの開示事例は、「取引関係」や「その他事業・業務関係」を意図したものとも思われるが、必ずしも明らかではないため、ここでは「その他」に分類した。

(注2) これらの開示事例は集計に当たって「取引関係」と「その他」の両方にカウントしている。

(c) みなし保有株式の保有目的

○みなし保有株式の「保有目的」の取扱いについては、開示府令上、特定投資株式とは異なる取扱いが定められている。具体的には、「みなし保有株式の場合には、当該株式につき議決権行使権限その他提出会社が有する権限の内容」を記載することとされているのである (開示府令第二号様式記載上の注意(57)a(e) ii)。

○これを受けて、みなし保有株式を個別開示している **133 社中 118 社 (88.7%)** が、議決権行使権限 (又はその指図権限) を有する旨を記載している。

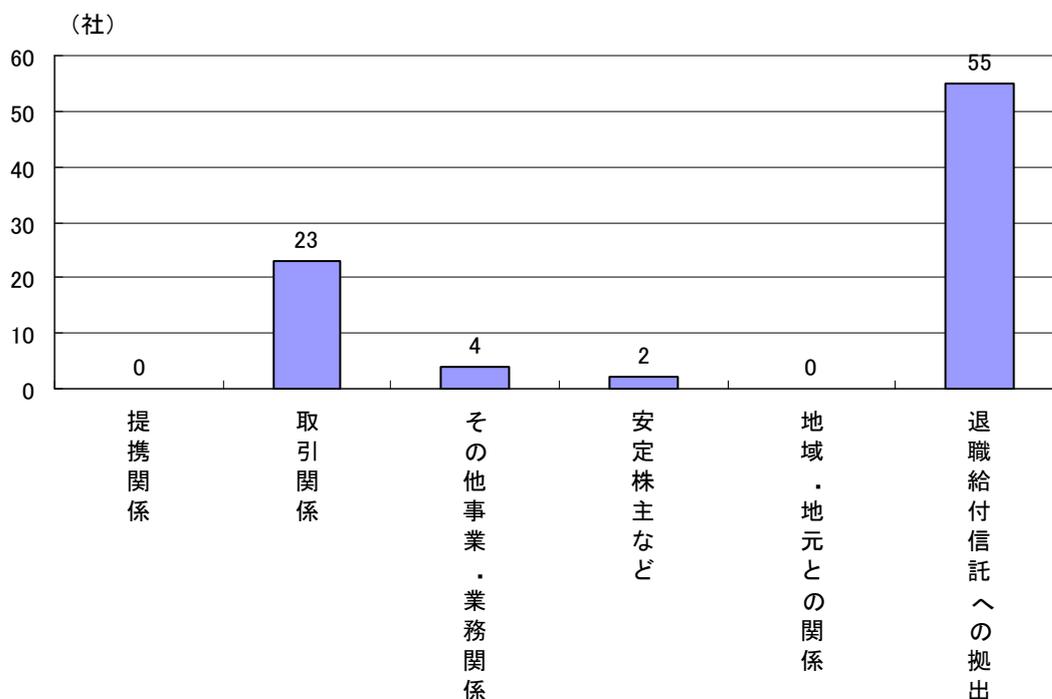
○権限の内容以外について、みなし保有株式の「保有目的」を記載した事例を分類すると図表 16 のようになる。

○権限の内容以外についての記載は、多くが退職給付信託に拠出している旨であった (55 社)。ただし、みなし保有株式がどのような信託契約等に基づくものかを開示することは、開示府令上、必ずしも求められてはいないことから、退職給付信託に拠出している会社がこれで全てか否かは定かではない。なお、いわゆる議決権留保型株式信託スキームに拠出している旨を開示している会社は確

認できなかった。

○他方、みなし保有株式の議決権行使権限等を留保している目的を記載している会社は、「取引関係」を挙げているものが23社あるほかは、限定的であった（後記5. ③参照）。

図表 16 みなし保有株式の「保有目的」（権限の内容を除く）



(出所) 各社の有価証券報告書を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成

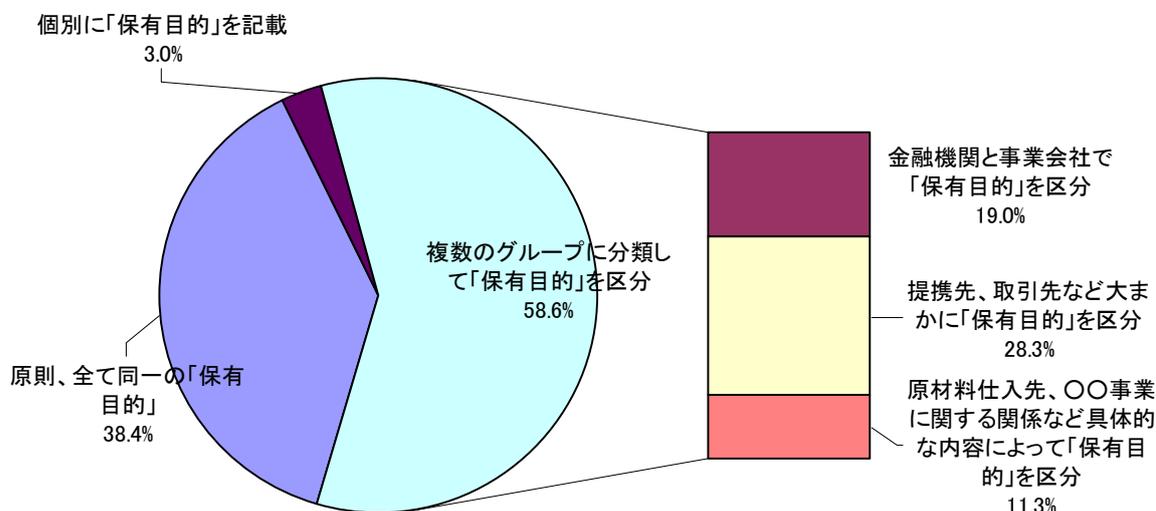
(7) 保有目的（記載方法）

○特定投資株式を一定数以上、個別開示している会社については、それらの「保有目的」の記載方法にいくつかのパターンが認められる。具体的には、次のパターンである。なお、ここではみなし保有株式については考慮していない。

- ① 特定投資株式の全てについて、原則、同一の「保有目的」としているもの
- ② 特定投資株式の発行会社の属性などに応じて複数のグループに分類して「保有目的」を書き分けているもの。具体的には次のa～cに細分される。
 - a. 事業会社と金融機関の二つに「保有目的」を区分
 - b. 提携先、取引先など大まかに「保有目的」を区分
 - c. 原材料仕入先、〇〇事業に関する関係など具体的な内容に応じて「保有目的」を区分
- ③ 特定投資株式の発行会社に応じて個別に「保有目的」を書き分けているもの

○特定投資株式を個別開示している363社のうち、上記のパターンを分析する上で、銘柄数が少ないと考えられるもの（具体的には特定投資株式の開示銘柄数が5銘柄以下のもの）を除いた336社について、各社の「保有目的」の記載パターンの分類を行ったのが図表17である。

図表 17 純投資目的以外の目的で保有する上場株式の「保有目的」の記載パターン



(出所) 各社の有価証券報告書を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成

(注1) 「原則、全て同一の「保有目的」」には、単に社名のみが異なるケースのほか、一部(1~2銘柄程度)の特別な事情があると推測される銘柄についてのみ個別の「保有目的」を記載し、それ以外の銘柄は全て同一の「保有目的」を記載している事例(そのような事例は4社で確認できた)も含めている。

(注2) 便宜上、次の全ての条件を満たしたものを「個別に「保有目的」を記載」と判断した。

(a) 少なくとも開示銘柄数(みなし保有株式を除く、本注において同じ)の半数(開示銘柄数が20銘柄超の場合は10パターン)以上の異なる「保有目的」が記載されている(例えば、10銘柄を開示している場合、少なくとも5つの異なる「保有目的」が記載されている。25銘柄を開示している場合であれば、少なくとも10の異なる「保有目的」が記載されている)。

(b) 他の銘柄と共有しない独自の「保有目的」が記載された銘柄が複数存在する。

(c) 同一の「保有目的」が記載された銘柄数が開示銘柄数全体の半数(開示銘柄数が20銘柄超の場合は、10)未満である(例えば、10銘柄を開示している場合、同じ「保有目的」の記載された銘柄は5未満である。25銘柄を開示している場合であれば、10未満である)。

○『複数のグループに分類して「保有目的」を区分』している会社が336社中197社(58.6%)と半数以上を占めている(前回は51.6%)。その中では、『提携先、取引先など大まかに「保有目的」を区分』しているケースが多く、『金融機関と事業会社で「保有目的」を区分』しているケースがそれに次いでいる。

○また、『原則、全て同一の「保有目的」』を記載していると認められる会社も336社中129社(38.4%)と約4割を占めた(前回は43.4%)。逆に、銘柄ごとに『個別に「保有目的」を記載』しているものと考えられる会社は336社中10社(3.0%)にとどまった(前回は5.0%)。

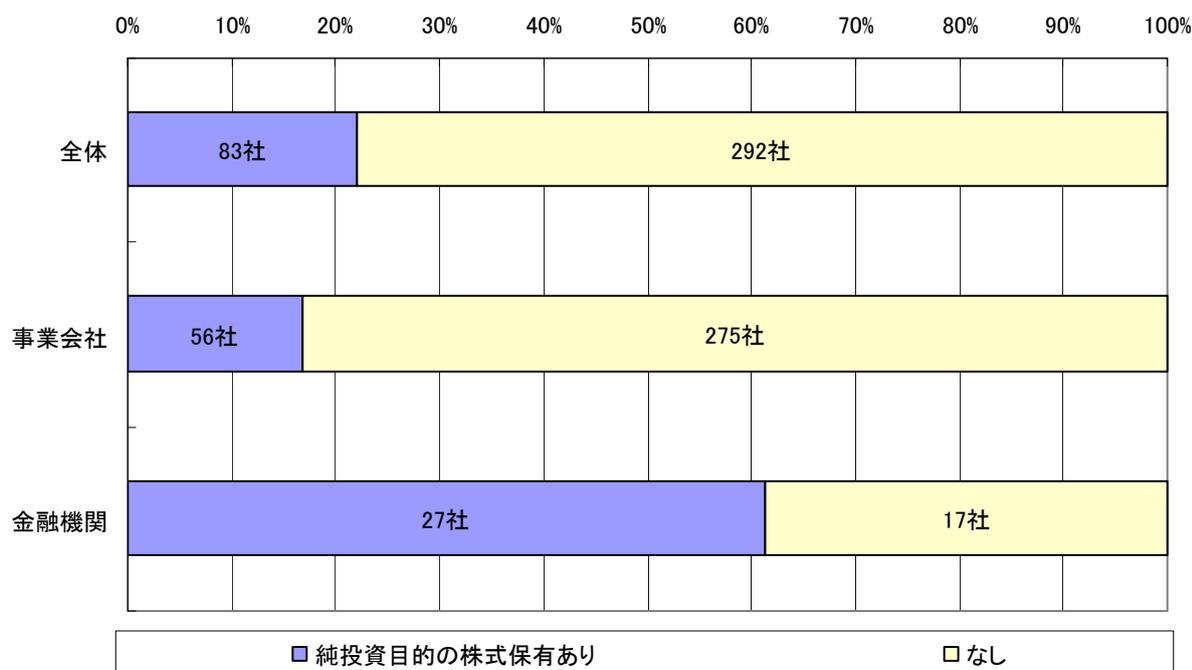
○概ね、適用初年度と同様の傾向が認められるが、「提携先、取引先」や「金融機関と事業会社」といった大まかな「保有目的」の分類を行うケースを、目にするようになってきている。他方、開示銘柄数が増加したことに伴い、開示負担が増加したことを反映したものか、個別に「保有目的」を記載する事例は、減少している。

2. 純投資目的で保有する株式

(1) 純投資目的での株式保有

○純投資目的で株式を保有する会社は、375社中83社（22.1%）であった（前回は23.0%）。

図表 18 純投資目的での株式保有



（出所）各社の有価証券報告書を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成

○事業会社と金融機関を分けると、事業会社については331社中56社（16.9%）が純投資目的の株式を保有することとどまる（前回は16.4%）。他方、金融機関については44社中27社（61.4%）と6割以上が純投資目的で株式を保有している（前回は66.0%）。

(2) 純投資目的での上場株式保有状況

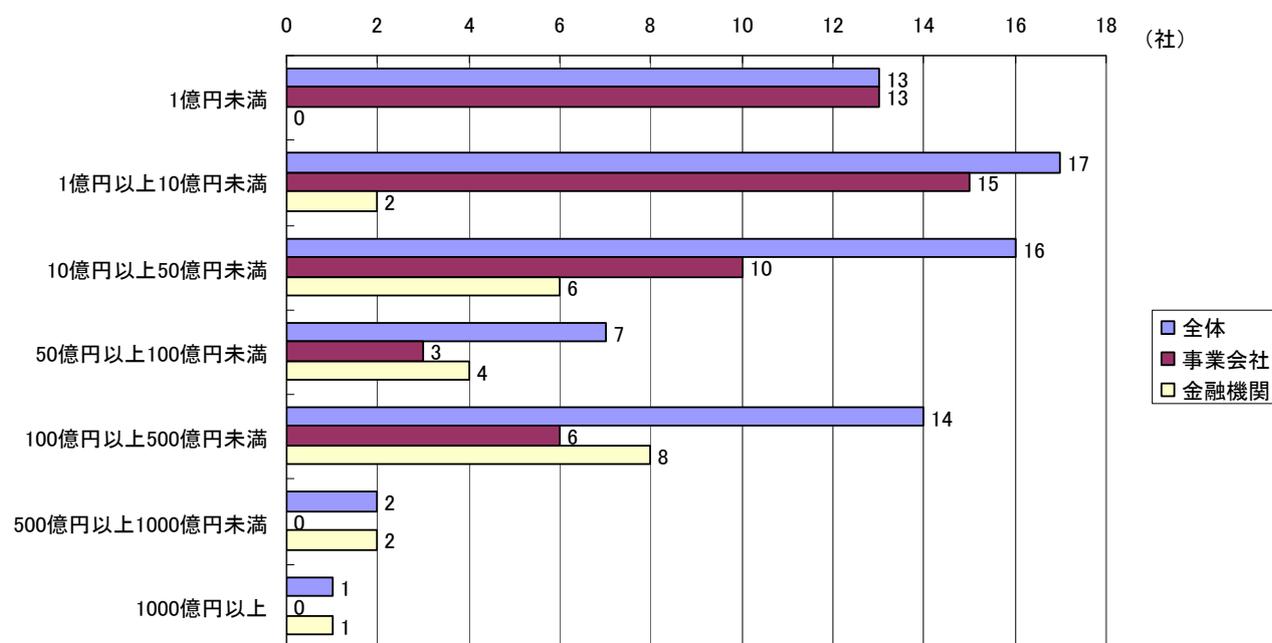
○純投資目的で株式を保有する会社は、上場株式と非上場株式に区分して、その貸借対照表計上額、受取配当額、売却損益、評価損益を開示することが求められている（開示府令第二号様式記載上の注意(57)a(e)iii）。ただし、銘柄数や銘柄名についての開示は求められていない。

○純投資目的で株式を保有している83社のうち、上場株式について貸借対照表計上額等の記載がある、即ち、上場株式を純投資目的で保有するものは、**70社**であった¹²。

¹² 厳密には、保有していない場合を「-」、保有しているが僅少な場合を「0」と区別して開示しているケースも想定できる。ただ、そうした手法が必ずしも徹底されている訳ではないと考えられることから、本稿では両者を区分せず、いずれも上場株式を純投資目的では保有してないものと判断している。

○これらの会社について、純投資目的で保有する上場株式の貸借対照表計上額の分布を示したのが図表 19 である。なお、持株会社の特例の適用対象については、持株会社本体だけではなく、一定の要件を満たす連結子会社が保有する株式の貸借対照表計上額についても加算している。

図表 19 純投資目的で保有する上場株式の貸借対照表計上額



(出所) 各社の有価証券報告書を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成

○純投資目的で株式を保有しているという 70 社中、「1 億円以上 10 億円未満」が 17 社 (24.3%) と最も多く、次いで「10 億円以上 50 億円未満」が 16 社 (22.9%) となっている。

○単純な比較はできないが、純投資目的以外の目的で保有する株式の貸借対照表計上額 (図表 5 参照) と比べて、かなり少ない印象を受ける。この点は、適用初年度と同様である。

○また、事業会社と金融機関に分けた場合、事業会社は概ね全体と同じ分布となっている。それに対して、金融機関は、純投資目的で上場株式を保有する 23 社中 8 社 (34.8%) が「100 億円以上 500 億円未満」を計上しているなど、全体と比較して計上額が大きいことが分かる。

○なお、最も純投資目的で保有する上場株式の貸借対照表計上額が大きかったのは、事業会社では 458 億円 (その他金融)、金融機関では 2 兆 2,909 億円 (保険業) であった。

3. 「純投資目的」と「純投資目的以外の目的」の変更

○その事業年度において、「純投資目的」で保有する株式を「純投資目的以外の目的」に変更したり、「純投資目的以外の目的」で保有する株式を「純投資目的」に変更したりしたものがあつた場合は、銘柄、株式数、貸借対照表計上額を開示することが求められている (開示府令第二号様式記載上の注意(57)a(e)iii)。

○こうした「純投資目的」と「純投資目的以外の目的」の変更を行ったと開示した会社は 375 社中 9

社（2.4%）にとどまっている（前回は2.5%）。内訳は次の通りである。

「純投資目的以外の目的」から「純投資目的」への変更のみを行った会社…… 4 社
 「純投資目的」から「純投資目的以外の目的」への変更のみを行った会社…… 3 社
 両方の変更を行った会社…… 2 社

○これらの会社が目的変更を行った銘柄数の合計は次の通りである。

「純投資目的以外の目的」から「純投資目的」に変更がなされた銘柄……のべ 7 銘柄
 「純投資目的」から「純投資目的以外の目的」に変更がなされた銘柄……のべ 15 銘柄

○サンプル数（目的変更を行った会社やその銘柄の数）が限られている中ではあるが、「純投資目的」から「純投資目的以外の目的」に変更された銘柄が多くなっている。ただ、これは 7 銘柄まとめて「保有目的」を変更した会社（銀行業）があったためと考えられる。この会社を除けば、両者はほぼ拮抗していると言えるだろう。

○蛇足ながら、「純投資目的」と「純投資目的以外の目的」の変更を行うことについて、その恣意的な運用が懸念される場合がある。即ち、「純投資目的」の場合は、個別銘柄ごとの開示対象からは除外されるものの、上場株式と非上場株式に区分して、評価損益や受取配当などの総額開示が要求される。「純投資目的以外の目的」の場合は、評価損益や受取配当などの総額開示は求められないが、個別銘柄ごとの開示対象となる。そのため、会社の都合に合わせて保有株式の目的変更がなされるのではないかと、という訳である。

○確かに、そのような懸念は理解できないことはない。しかし、会社が保有する株式について、その背景や効果などを洗い直し、ビジネス上「本当に必要なもの」と「必ずしも必要でないもの」に「仕分け」を行った結果としての目的変更であれば、漫然と保有を継続しているケースと比較して、適切な対応を行っているとは評価できるように思われる。

○適用初年度、適用 2 年目の状況を見る限り、そもそも「保有目的」の変更を行っている会社自体が限定的であることから判断して、概ね、適切な運用がなされているのではないかとと思われる。

4. 持株会社の特例

○前述の通り、適用 2 年目（2011 年 3 月期）からは、持株会社については、原則として、有価証券報告書の提出会社本体だけでなく、一定の要件を満たす連結子会社についても「株式の保有状況」を開示することが義務付けられた（図表 1 参照）。

○ここでいう持株会社とは、「子会社の経営管理を行うことを主たる業務とする会社」と定義されている（開示府令第二号様式記載上の注意(57)a(e)iv）。

○持株会社の特例の適用を受ける会社が開示すべき連結子会社の範囲は、グループ内のどの会社が最大保有会社（有価証券報告書の提出会社及びその連結子会社の中で、投資株式の貸借対照表計上額が最も大きい会社）に該当するか、最大保有会社の投資株式計上額が、グループ全体の連結投資有価証券のうち、どれくらいの割合を占めるのか、によって異なっている。

○具体的には図表 20 の通りである。

図表 20 持株会社の特例における開示対象会社

最大保有会社	最大保有会社の投資株式計上額が 連結投資有価証券に占める比率	投資株式計上額が 次に大きい会社	開示対象会社
提出会社	2 / 3 超	—	提出会社のみ
提出会社	2 / 3 以下	連結子会社 A	提出会社 + 連結子会社 A
連結子会社 A	2 / 3 超	—	提出会社 + 連結子会社 A
連結子会社 A	2 / 3 以下	提出会社	提出会社 + 連結子会社 A
連結子会社 A	2 / 3 以下	連結子会社 B	提出会社 + 連結子会社 A + 連結子会社 B

(出所) 大和総研資本市場調査部制度調査課作成

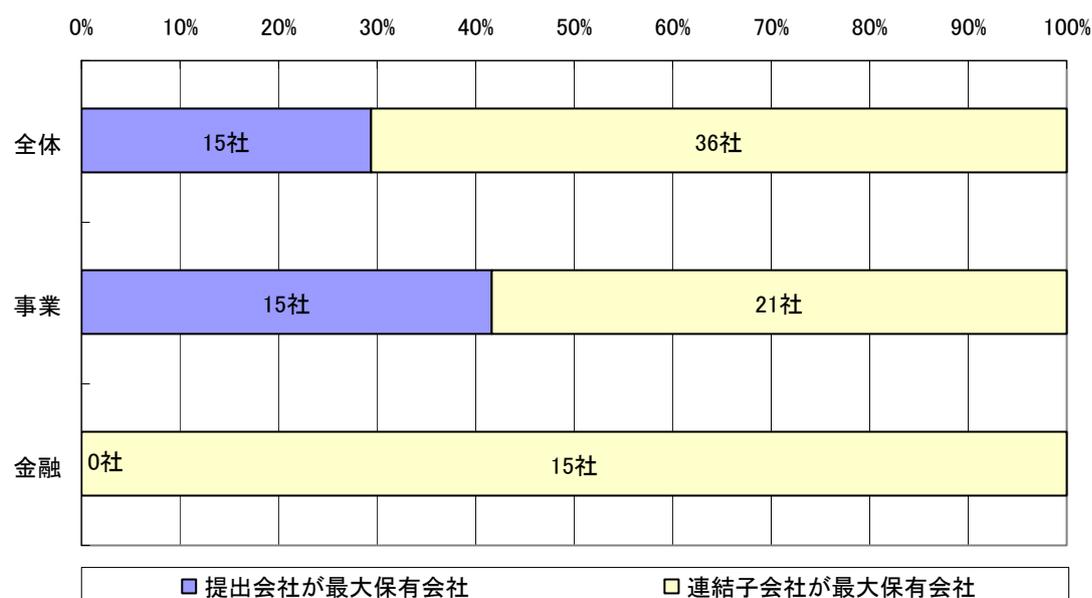
(注) 「銀行等」に該当する持株会社の場合については、適用 2 年目は有価証券報告書の提出会社及び連結子会社の中で、最近事業年度における投資株式の貸借対照表計上額が最も大きい会社（「最大保有会社」）について開示することとされている。

○以上を踏まえて、適用 2 年目において、持株会社の特例を受けた会社及びそれらの会社が開示対象とした連結子会社の数などについて見ることにする。なお、自社が持株会社の特例の適用対象となっているか否かについては、有価証券報告書上、必ずしも明確には開示されていない。そこで本稿では、便宜上、有価証券報告書上、グループ内の「最大保有会社」に関して言及がある会社を、持株会社の特例の適用対象と判断している。

○今回の調査対象のうち、持株会社の特例の適用を受けたものは **375 社中 51 社 (13.6%)** であった。内訳は、事業会社が 36 社、金融機関が 15 社であった。

○次に持株会社の適用対象となった 51 社について、最大保有会社に該当する会社が、有価証券報告書の提出会社本体か、その連結子会社かを示したのが図表 21 である。

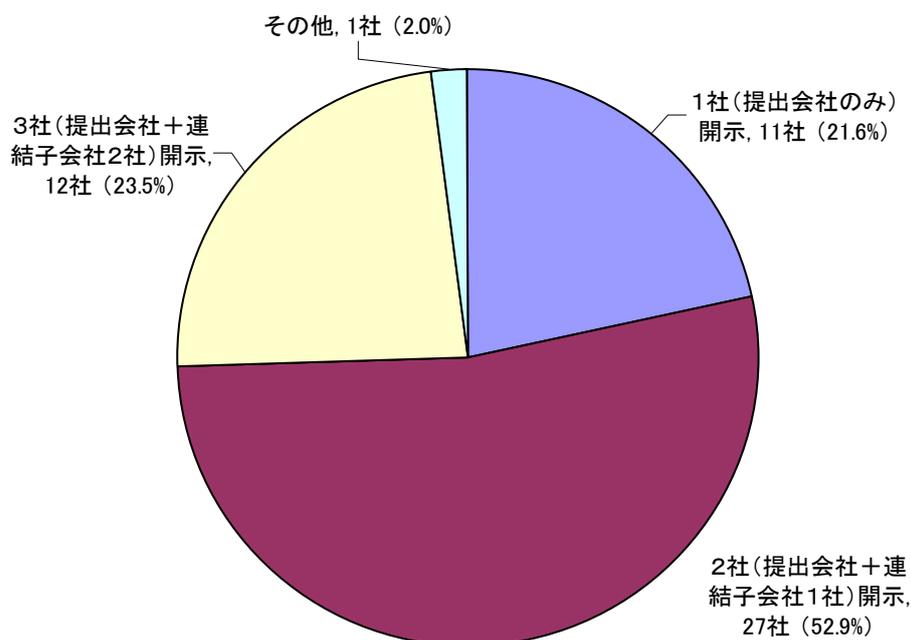
図表 21 持株会社における最大保有会社



(出所) 各社の有価証券報告書を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成

- 51 社中 36 社 (70.6%) が、(持株会社本体ではなく) 連結子会社がグループ内の最大保有会社となっている。この傾向は金融機関(金融持株会社)においては、さらに顕著であり、15 社全てにおいて、連結子会社(銀行子会社、保険子会社など)が最大保有会社となっている。
- さらに、持株会社の特例の適用対象となった 51 社が、持株会社本体とその連結子会社を合わせて何社について「株式の保有状況」を開示したかを示したのが図表 22 である。なお、開示府令上は、前出図表 19 のように、1 社(提出会社のみ)、2 社(提出会社+連結子会社 1 社)、3 社(提出会社+連結子会社 2 社)の 3 パターンが考えられる。

図表 22 持株会社における開示会社数



(出所) 各社の有価証券報告書を基に大和総研資本市場調査部制度調査課作成

- 「2 社(提出会社+連結子会社 1 社)」というものが 51 社中 27 社 (52.9%) と過半数を占めている。このうち 23 社において連結子会社が最大保有会社となっていることを踏まえると、特定の連結子会社に株式の保有を集中させる傾向が強いことがうかがわれる。
- なお、「その他」は、連結子会社 1 社のみを開示しているという事例(情報・通信業)である。おそらく提出会社(持株会社本体)では、該当事項がない(子会社・関連会社株式以外の株式保有がない)ことから記載を省略したものと推測されるが、詳しい事情はよく分からない。

5. おわりに

- 「株式の保有状況」開示も適用 2 年目を迎え、制度として定着する一方、いくつかの課題も明らかになってきたように思われる。
- 最後に、適用 2 年目の開示の現況を踏まえて、「株式の保有状況」開示の制度上の問題について考えてみたい。なお、文中の意見にわたる部分は、筆者の私見である。また、あくまでも制度上の問

題に絞って取り上げ、上場会社による株式の政策保有やいわゆる持合いそのものの可否については触れないものとする。

①制度の導入目的は達せられたのか？

○「株式の保有状況」開示が導入された趣旨について、金融庁は次のように説明していた。

提出会社による株式の保有には、取引関係の開拓・維持等、必ずしも財務諸表ではとらえきれないビジネス上の関係として積極的な意義があるという意見がある一方で、必ずしも効率的な投資とはいえないものがあるのではないかと消極的にとらえる意見もあります。このような状況に照らし、会社の株式保有に係る意義を投資家に積極的に開示することが有用であると考えられることから、提出会社に株式の保有目的に応じた一定の情報の開示を求めるものです。

(出所)『金融庁の考え方』126 など。

- つまり、上場会社による株式の政策保有やいわゆる持合いに対して懐疑的な株主・投資者に対して、発行会社の側から、こうした株式保有のビジネス上の有用性など「会社の株式保有に係る意義を投資家に積極的に開示すること」¹³が期待されたものと考えられる。
- 言い換えれば、制度の導入を機会に発行会社が「純投資目的以外の目的」で保有する株式を、ビジネス上「本当に必要なもの」と「必ずしも必要でないもの」に「仕分け」を行い、「本当に必要なもの」については株主・投資者に対して真摯に、その必要性や効果などについて十分な説明を行うようになることが、制度の導入目的であったともいえるだろう。
- ところが、導入後2年間の開示の実態を見る限り、こうした目的が達成されたとは考えにくい。確かに、前記1.(6)で見たとおり、「保有目的」を丁寧に説明している(少なくとも説明しようと努力している)会社も存在している。しかし、大部分の会社においては、単純、画一的、抽象的な「保有目的」の記述に終始している。
- 例えば、「保有目的」について、原則、全て同一としている会社が約4割を占めている(前記1.(7))。また、保有銘柄を複数のグループに分類して「保有目的」を書き分けているケースでも、その多くは、「提携先と取引先」や「金融機関と事業会社」とった大まかな分類で、同じ分類に属する銘柄は、実質的に同じ記述内容というものである。
- また、実際の記載内容についても、画一的かつ抽象的なケースが多い。
- 例えば、前述のように「保有目的」として、保有する株式の発行会社との間の「取引関係」を挙げる会社は313社確認できた(図表9)。これらのうち、「取引関係の維持、強化」という「決まり文句」をほぼそのまま用いて済ませている事例は、76社(24.3%)と約1/4で確認できた。さらに、「取引先との関係強化」、「取引関係円滑化」、「企業間取引の強化」など、そのバリエーション(変種、変形)と考えられる事例を合わせれば、実に201社(64.2%)に達する。

¹³ 三井秀範・永池正孝・牧野達也・石井裕介「座談会 上場会社の新しいコーポレート・ガバナンス開示と株主総会対応〔下〕」(商事法務 No. 1899、2010年5月25日) p. 30、三井秀範金融庁総務企画局企業開示課長(当時)発言。

- こうした記述を見た株主・投資者が、その会社のビジネスにとって、これらの株式を保有することが、どれほど重要なものか、を正しく理解できるとは、到底、考えられない。
- とはいえ、「保有目的」といった定性的な開示事項について、どの程度、詳細に記述するかを法令で規制することは難しい。その意味では、制度としての議論には限界があることも事実であろう。
- もっとも、実際に、「純投資目的以外の目的」で保有する株式について、その程度の重要性しかないのであれば、画一的・抽象的な「保有目的」の記述も、やむを得ないことではある。
- 仮に、こうした前提に立つとすれば、うがった見方かもしれないが、いわゆる政策投資での株式保有には、画一的・抽象的な理由しかつけられないという事実を、上場会社自らが明らかにしたこと自体、「株式の保有状況」開示制度導入の大きな成果であるとの評価があっても不思議はないだろう。
- このことは、別の視点から見れば、いわゆる「持合い」のみならず、上場会社による上場株式保有自体についても批判的にとらえる株主・投資者に対して、上場会社が十分な説明を果たしているとは言えない状況にあるということもできよう。その意味では、必ずしも必要でない、あるいは他の手段で代替可能なものである以上、保有する株式を処分すべき、との株主・投資者の主張を正当化する根拠の一つにもなり得るだろう。
- 仮に、上場会社が、こうした株主・投資者の主張を受け入れ難いと考えるのであれば、自ら説明を充実させる必要があるだろう¹⁴、それが制度導入の目的にも合致するものと考えられる。

②みなし保有株式の取扱い

- 前述（1. (5) (d)）のように、その会社が直接保有する特定投資株式と、信託等に拠出を行ったみなし保有株式の双方に、同一の銘柄が存在する場合、両者を合算するのが本来の処理方法と考えられる。しかし、実際には、注記を行った上で、両者を合算しない事例が大多数を占めた。
- もちろん、合算しない処理方法も、開示府令上、容認されていることから、このこと自体は問題ではない¹⁵。しかし、合算を行わない貸借対照表計上額の上位 30 銘柄に、同一銘柄が特定投資株式とみなし保有株式の両方で入った場合の対応が、提出会社によって分かれていることは問題である。
- 私見であるが、本来、特定投資株式とみなし保有株式を合算すべきである以上、重複なしに 30 銘柄

¹⁴ 木村祐基（金融庁総務企画局企業開示課専門官）「コーポレート・ガバナンスに係る情報開示充実の検証〔上〕」（商事法務 No. 1931、2011 年 5 月 5 日号）p. 45 は、「たとえば、①投資有価証券として保有する株式について、純投資目的・政策投資目的を問わず、保有の目的や投資のリターンについてわかりやすい説明に努めていくこと、②政策投資目的の株式について、具体的にどのような内容の政策投資を目的とするものであるか、一般的に非効率とされているデメリットとの比較において具体的にどのようなメリットがあるかなどについて説明を充実していくことが期待される」と指摘している。

¹⁵ こうした合算しない処理方法が認められる理由について、「退職給付信託のように、持合いの意識なく大量の株式がどかっと信託されていて、名寄せするのも大変なものもある」と説明されている（三井秀範・永池正孝・牧野達也・石井裕介「座談会 上場会社の新しいコーポレート・ガバナンス開示と株主総会対応〔下〕」（商事法務 No. 1899、2010 年 5 月 25 日）p. 32、三井秀範金融庁総務企画局企業開示課長（当時）発言）。この趣旨を踏まえれば、持合いの意識があるものや、銘柄数が限られていて名寄せ処理がそれほど負担とならないものについてまで、合算しない処理方法を認める必要があるか、という問題は考えられるだろう。

を個別開示するのがあるべき姿だろうと考えられる。もっとも、開示府令上、明確な取扱いが定められていない以上、特定投資株式とみなし保有株式を別銘柄として取扱う処理（実際に開示されている銘柄数は30銘柄未満となる）も、直ちに不適切だとはいえない。

○いずれにせよ、提出会社の対応が一本化されるように、規定の明確化が望まれる。

③みなし保有株式の「保有目的」

○前述（1.（6）（c））のように、みなし保有株式の「保有目的」については、議決権行使権限（又はその指図権限）を保有する旨を記載している事例が多数を占めている。それ以外には、退職給付信託に拠出している旨を記載している事例は4割程度あるものの、議決権行使権限（又はその指図権限）を保有する理由そのものを記載している事例は、2割程度にとどまっている。

○これは開示府令上、「保有目的」として「みなし保有株式の場合には、当該株式につき議決権行使権限その他提出会社が有する権限の内容」を記載することとされていることを受けたものと考えられる。その意味では、権限の内容のみしか開示していないとしても、法令上、直ちに問題となる訳ではない。

○しかし、株主・投資者が本当に知りたいことは何かを考えた場合、開示のあり方として大きな疑問を感じざるを得ない。

○すなわち、みなし保有株式に関する開示府令の定義上（「提出会社が信託契約その他の契約又は法律上の規定に基づき株主として議決権を行使する権限又は議決権の行使を指図する権限……中略……を有する株式」）、ある銘柄がみなし保有株式に該当するという時点で、その銘柄について提出会社が議決行使権限（又はその指図権限）を有していることは自明である。「保有目的」の欄に、改めて「議決権行使の指図権限を有する」と記述することの実質的な意味はほとんどないものと考えられる。

○むしろ、株主・投資者が知りたいのは、提出会社が保有株式を信託に拠出してオフバランス化し、一見、持合い等を解消させたように見せながら、どうして議決権を留保し続けているのか、であろうと考えられる。

○その意味では、今後、みなし保有株式の「保有目的」について、「提出会社が有する権限の内容」は、「議決権行使権限以外の権限を有する場合」にのみ記載することとした上で、みなし保有株式につき「当該権限を有する理由」の記載を求めることを検討してもよいように思われる。

④持株会社の特例の適用の要否

○前述（4）のように、今回の調査対象のうち、持株会社の特例の適用を受けたものは375社中51社（13.6%）であった。

○ところが、名称には「ホールディングス」など持株会社を連想させる言葉を含みながら、この51社に含まれていない、すなわち、持株会社の特例の適用を受けていないと考えられる会社も複数存在した。

○考えられる理由の一つとしては、ここでの持株会社の定義が「子会社の経営管理を行うことを主たる業務とする会社」と定められていることが考えられる。つまり、定義が必ずしも明確ではなく、

特に「主たる」の意味をどのように解するかについて、事実上、提出会社に裁量の余地が残っているということである¹⁶。

- この持株会社の定義については、「独禁法の親会社の総資産に占める子会社株式の割合に係る厳密な数値基準に当たらなくても、一般的にホールディング・カンパニーとみられるものはここでいう持株会社として扱って、中核子会社の開示をお願いする趣旨」¹⁷と説明されている。
- その意味では、本来、「株式の保有状況」開示における「持株会社」は、独占禁止法上の「持株会社」よりも広い概念とすることが想定されていたものと考えられる。しかし、実質的に、提出会社に裁量の余地が残る限り、趣旨が徹底されない可能性はある。
- 株主・投資者の混乱を防止する観点からは、今後、基準の明確化を図るという対処方法が考えられるだろう。ただ、「企業集団」ベースでのガバナンスが論じられる今日では、持株会社に限らない、全ての上場会社についてグループ内の「最大保有会社」を中核にした開示に移行するという選択肢もあるように思われる。

¹⁶ もちろん、既に述べたように、自社が持株会社の特例の適用対象となっているか否かについては、有価証券報告書上、必ずしも明確には開示されていないことから、本稿では、便宜上、グループ内の「最大保有会社」に関する言及がある会社のみを、持株会社の特例の適用対象と判断したことも影響している可能性がある。

¹⁷ 三井秀範・永池正孝・牧野達也・石井裕介「座談会 上場会社の新しいコーポレート・ガバナンス開示と株主総会対応〔下〕」（商事法務 No. 1899、2010年5月25日）p. 32、三井秀範金融庁総務企画局企業開示課長（当時）発言。