

2023年1月31日 全8頁

政策保有株式の開示状況と今後の対応

TOPIX500 採用銘柄における有価証券報告書での開示を集計

金融調査部 研究員 藤野 大輝
矢田歌菜絵
リサーチ業務部 兼 金融調査部 大和 敦

[要約]

- 2022年11月7日、「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案（以下、開示府令改正案）が公表された。これにより、有価証券報告書において保有する政策保有株式のうち貸借対照表計上額の大きい順の60銘柄などに関して、保有目的が発行者との取引・提携等である場合にはその概要を示すことが求められるようになる。
- 本稿では、TOPIX500 採用銘柄の2022年12月時点で提出されている有価証券報告書を基に、政策保有株式に関する開示情報を集計した。これにより、依然として多くの政策保有株式を保有する企業が見られること、縮減は少しずつであるが進んでいること、政策保有株式の保有目的が取引・提携等であるとしている企業が大宗を占めることなどが明らかになった。
- 集計結果から、少なくない企業が今回の開示府令改正案の規定への対応を迫られ、取引・提携等の概要の説明のために情報を整理しておくことが必要になると想定される。政策保有株式に関する開示拡充の背景には、政策保有株式を保有する以上はその正当性を投資家が十分に理解できるように説明する必要があるという考え方がある。企業は縮減の方針をとりつつ、どうしても保有の必要があるものについては保有に係る説明責任を果たしていくことが求められる。

1. 有価証券報告書での政策保有株式に関する開示が拡充

金融庁は、2022年11月7日、「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案（以下、開示府令改正案）を公表した¹。開示府令改正案では、有価証券報告書でのサステナビリティ情報開示が新たに求められているほか、政策保有株式に関する情報などの開示が拡充されている。

従来、保有する政策保有株式のうち貸借対照表計上額の大きい順の60銘柄などに関しては、その保有目的の開示が求められていた。これに加え開示府令改正案により、保有目的が当該株

¹ 開示府令改正案の内容について、詳しくは藤野大輝「開示府令改正案の概要と今後の展望」（2022年11月10日、大和総研レポート）を参照。

式の発行者との間の営業上の取引や業務上の提携などのためである場合には、その概要の開示が求められるようになる（図表 1）。これは、政策保有株式を保有する以上、その保有の正当性を投資家が十分に理解できるような情報を提供することが必要であるためと考えられる。政策保有株式の保有が企業間のどのような取引や提携に寄与しているのか、投資家への説明や対話が期待されている。

図表 1 政策保有株式について有価証券報告書で開示が求められる情報

開示項目 (全体)	基本情報	①保有目的が純投資目的である投資株式と純投資目的以外の目的である投資株式(政策保有株式)の区分の基準や考え方 ②政策保有株式について、提出会社の保有方針、保有の合理性を検討する方法(上場株式に限ることができる) ③政策保有株式について、個別銘柄の保有の適否に関する取締役会等の検証の内容(上場株式に限ることができる)
	全体に関する情報	保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式を非上場株式とそれ以外に区分し、 ①銘柄数 ②貸借対照表計上額の合計額 ③最近事業年度における株式数が前事業年度における株式数から変動した銘柄について (a)増加(減少)した銘柄数 (b)増加(減少)に係る取得(売却)価額の合計額 (c)増加の理由
開示項目 (個別銘柄)	個別銘柄に関する情報の開示対象銘柄	保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式(非上場株式を除く)および、みなし保有株式のうち ①当該銘柄の貸借対照表計上額が提出会社の資本金額の1%を超えるもの ②当該銘柄の貸借対照表計上額の大きい順の60銘柄(①が60銘柄に満たない場合のみ)
	個別銘柄に関する情報(対象銘柄のみ)	①銘柄 ②株式数 ③貸借対照表計上額 ④保有目的 ⑤保有目的が提出会社と当該株式の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を目的とするものである場合には、当該事項の概要 ⑥提出会社の経営方針・経営戦略等、事業の内容およびセグメント情報と関連付けた定量的な保有効果(定量的な保有効果の記載が困難な場合はその旨および保有の合理性を検証した方法) ⑦株式数が増加した理由(最近事業年度における株式数が前事業年度における株式数から増加した銘柄に限る) ⑧当該株式の発行者による提出会社の株式の保有の有無

(注) 赤字太字が開示府令改正案による改正箇所。

(出所) 法令、「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案より大和総研作成

改正案の規定は、2023年3月31日以後終了する事業年度に係る有価証券報告書等から適用される(=3月決算会社の2023年3月期に係る有価証券報告書等から対応が求められる)。

本稿ではこうした状況を踏まえ、2022年12月時点のTOPIX500採用銘柄の有価証券報告書における政策保有株式に関する開示情報を集計した。集計した情報を基に、政策保有株式の保有状況を確認し、来年度以降の政策保有株式に関する開示に向けた対応について示唆を得る。

2. 政策保有株式の保有状況 (TOPIX500 採用銘柄企業)

(1) 保有銘柄数

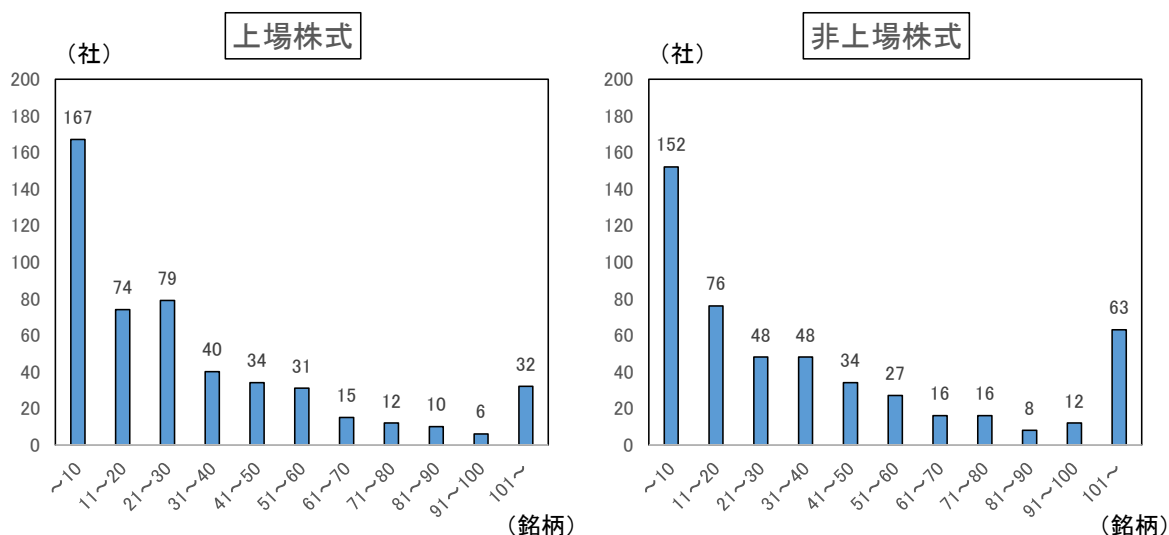
TOPIX500 採用銘柄の 2022 年 12 月時点で提出されている有価証券報告書の情報を基に (以下

同様)、各企業の保有する政策保有株式の銘柄数を集計した。図表2の通り、上場株式、非上場株式ともに保有銘柄が10以下である企業が最も多い。しかし、多くの銘柄数を保有する企業も少なくない。101銘柄以上の上場株式を保有する企業は32社、同じく非上場株式については63社だった。101銘柄以上保有する企業には、特に金融機関や建設会社、商社などが多く見られた。

政策保有株式は日本特有の慣行であるといわれている。また、あくまで政策保有株式は例外的なものであり保有する以上はその具体的な内容を説明する必要があるという指摘も、今回の開示府令改正案の基となった会議体（金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ（令和3年度））において見られた。

こうした考えを踏まえると、自社の政策保有株式銘柄数がどの程度なのか位置を確認し、保有銘柄数が多い場合には経営戦略や事業に係る保有効果と照らし合わせ、効果が乏しいものについては縮減を進めていくことが期待される。なお、政策保有株式の多寡に関係なく、政策保有株式の保有効果や目的について考慮すべきであることは全ての企業が留意する必要があるだろう。

図表2 TOPIX500 採用銘柄が保有する政策保有株式の銘柄数



(出所) 各社有価証券報告書より大和総研作成

(2) 前年度からの保有株式数の変動（増加、減少）

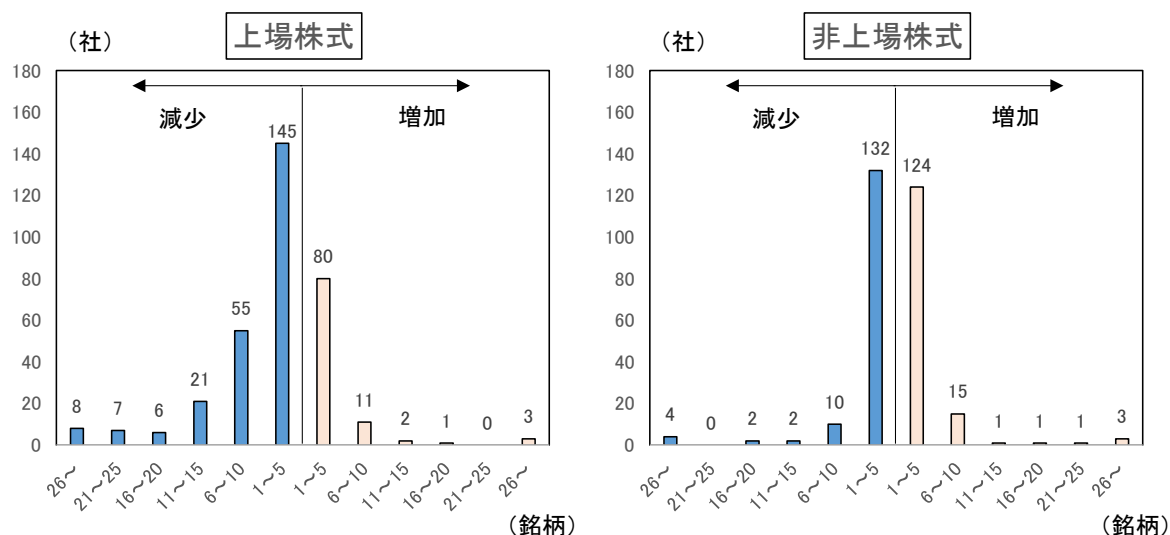
保有効果が乏しい政策保有株式については縮減の検討が考えられると先述したが、実際、どの程度縮減が進められているのだろうか。図表3は各企業について、政策保有株式の保有株式数が増加した銘柄数と減少した銘柄数のどちらが多かったのかを見たものである。例えば、保有株式数が増加したものが3銘柄、減少したものが5銘柄である場合には、減少した銘柄の方が2銘柄多かった、ということになる。

図表3を見ると、上場株式については政策保有株式の縮減を進めた企業の方が多かったことが分かる。図表3は単に銘柄数を比べているだけではあるが、保有銘柄数の増加・減少に伴う取得・売却価額を比べても、上場株式については売却価額の方が大きかった企業が279社、取得

価額の方が大きかった企業が75社と、やはり縮減を進めている企業が多かった。

一方で、非上場株式については政策保有株式が減った企業と増えた企業の数に差があまりない。取得・売却価額で見ても、売却価額の方が大きかった企業が110社、取得価額の方が大きかった企業が194社と、むしろ金額ベースでは政策保有株式が増えている企業の方が多かった。

図表3 TOPIX500 採用銘柄における政策保有株式の変動



(出所) 各社有価証券報告書より大和総研作成

政策保有株式の保有株式数が増えている銘柄がある場合には、企業は増加の理由を説明しなければならない。本稿の集計対象では、増加の理由について上場株式・非上場株式ともに取引・提携等のためという説明をしている企業が多かった。今回の開示府令改正案では、まさにこの取引・提携等が保有目的である銘柄に関して、その概要を説明することが求められている。取引・提携等の概要を整理しておくことが必要だろう。上場株式については、持株会を通じた取得である、という理由で増加している場合も多い。ただ、この場合も多くは取引先持株会を通じた取得であるため、やはり取引がその背景にはあり、保有目的が取引などである場合には個別銘柄について説明が求められる。

非上場株式の増加理由としては、事業の拡大や研究開発、新事業のためという説明をしている企業も多かった。これに関しては、どのような事業なのかを説明することが理想的だろう。そのほか、上場株式・非上場株式に共通して、企業価値向上のため、という理由を挙げている企業も見られたが、どのような形で企業価値の向上に寄与しているのか、個別銘柄のところで保有の定量的効果と関連付けて説明をすることが考えられる。

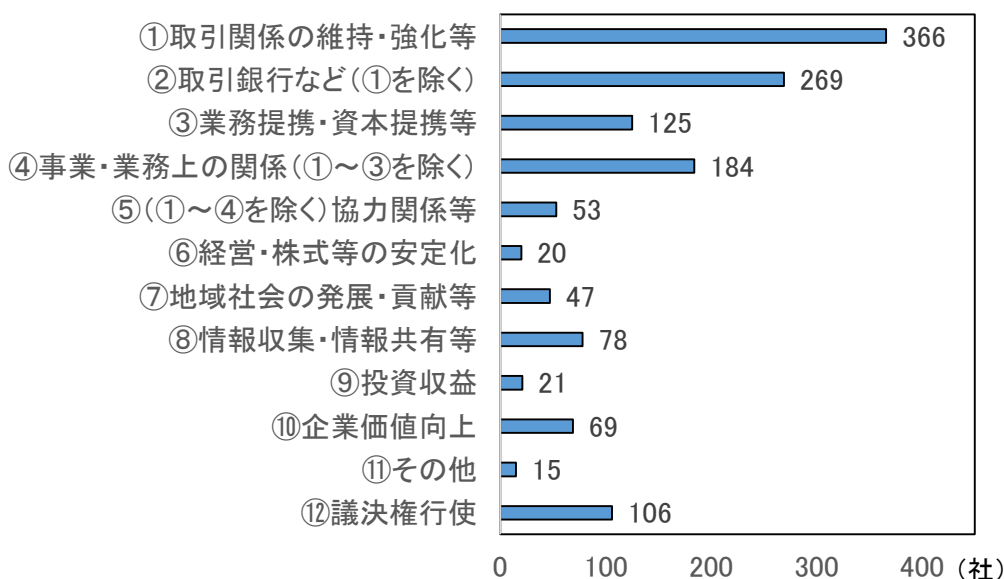
図表3で確認した通り、上場株式を中心に政策保有株式の縮減を進めている企業も多い。政策保有株式の保有に批判的な意見も見られる中で、保有株式数を増加させるのであれば、より具体的かつ正確な説明が期待されているものと想定される。

(3) 個別銘柄の保有目的

上場会社は保有する政策保有株式のうち貸借対照表計上額の大きい順の 60 銘柄などに関して、保有目的の開示が求められている。TOPIX500 採用銘柄がどのような保有目的を開示しているのかを集計したものが図表 4 である。TOPIX500 採用銘柄のうち、366 社と多くの企業が取引関係の維持・強化等のためという目的で政策保有株式を保有している。また、業務提携・資本提携等を目的としている企業も 125 社見られた。そのほか、事業・業務上の関係 (184 社)、協力関係等 (53 社) を保有目的としている企業も少なくない。なお、TOPIX500 採用銘柄の大多数 (438 社) がこれら 4 つの保有目的のいずれかに該当する銘柄を持っていた。さらに、その 438 社の各社における保有銘柄のうち平均して 8 割以上の銘柄が上記 4 つを保有目的とするものであった。

先述の通り、今回の開示府令改正案では、保有目的が発行会社との営業上の取引、業務上の提携その他これに類する事項である銘柄については、その取引・提携等の概要を説明することが求められている。これらの保有目的の銘柄についてはその概要を説明できるように、取引・提携等がどのようなものなのか、情報をそろえておくといった対応が必要になる。

図表 4 TOPIX500 採用銘柄の政策保有株式に関する保有目的



(注 1) 各企業の保有する政策保有株式の個別銘柄全てに係る保有目的をカウントしている。そのため、例えばある企業 A について、保有目的が「取引関係の維持のため」、「情報収集のため」、「企業価値向上のため」である銘柄をそれぞれ持っている場合、企業 A は①、⑧、⑩の全てにカウントされる。

(注 2) 一つの銘柄で①~⑫の二つ以上の目的に該当する場合もある。例えば、ある企業 B の保有する政策保有株式が一銘柄だけだったとしても、その銘柄の保有目的が「取引関係の維持のため。また、情報収集のため」であった場合には、企業 B は①、⑧の両方にカウントされる。

(注 3) 「⑫議決権行使」には、みなし保有株式について「退職給付信託として保有している」といった保有目的を記載しているケースも含まれている。

(出所) 各社有価証券報告書より大和総研作成

保有目的である取引・提携等の概要に関して、具体的にどのように記載をすることが考えられるだろうか。金融庁が公表した「政策保有株式：投資家が期待する好開示のポイント (例)」(2021

年3月22日)では、図表5のように株式会社ディー・エヌ・エーの有価証券報告書(2020年3月期)を取り上げている。保有銘柄の保有目的について、自社のビジネスや企業価値向上の観点からの詳細な記載が評価されている。こうした事例等も参考に、政策保有株式を保有していることがどのような取引・提携等に寄与しているのかを投資家が理解できるように開示を行っていくことが求められる。

図表5 政策保有株式の保有目的に関する開示の好事例

○ 特定投資株式及びみなし保有株式の銘柄ごとの株式数、貸借対照表計上額等に関する情報

特定投資株式

銘柄	当事業年度	前事業年度	保有目的、定量的な保有効果及び株式数が増加した理由	当社の株式の保有の有無
	株式数(株)	株式数(株)		
	貸借対照表計上額(百万円)	貸借対照表計上額(百万円)		
	1,759,400	1,759,400		
任天堂株式会社	73,209	55,527	当社と任天堂株式会社は、2015年3月17日に、グローバル市場を対象にしたスマートデバイス向けゲームアプリの共同開発・運営及び多様なデバイスに対応した会員制サービスの共同開発に関する業務・資本提携を締結しています。こうした業務提携を行うにあたり、各々の事業に対する相乗効果と中長期に渡る関係強化を図るうえで、両社は資本提携を行っております。また、当社は、「第2事業の状況 1 経営方針、経営環境及び対処すべき課題等 (4) 会社の対処すべき課題」等にも記載のとおり、ゲーム事業では、外部有力パートナーとの提携関係に基づくタイトルの開発・運営や、グローバル市場も視野に入れたタイトル展開を通じ、既存の有力タイトルを強化するとともに優良コンテンツのラインナップを充実させ、既存の有力タイトルのさらなる成長と継続的なヒットタイトルの創出のための取り組みを強化することとしております。	有
株式会社ギフト	500,000		日本市場におけるeギフトサービスの展開のリーディング企業等を目的に、2019年9月の当該銘柄の上場以前より株式を保有しております。	無
	643			

(注) 定量的な保有効果については記載が困難であります。保有の合理性は取締役会で検証しております。

政策保有株式の銘柄別の保有目的について、自社のビジネスに照らし、企業価値の向上等の観点もふまえて記載

(出所) 金融庁「政策保有株式：投資家が期待する好開示のポイント(例)」(2021年3月22日)より一部抜粋
(原出所) 株式会社ディー・エヌ・エー有価証券報告書(2020年3月期)

ただ、例えば各企業が保有する金融機関の銘柄については、「取引銀行であるため」といった保有目的を記載している場合が多く見られる(269社)が、これは取引・提携等の概要を説明しているといえるのだろうか。また、具体的な事業の内容などが開示の難しい秘密情報に該当するような場合もあるかもしれない。このような場合であっても、もちろん可能な限り取引・提携等の概要を説明することが求められよう。その説明を行った上で、さらに政策保有株式を保有する正当性を投資家に伝えるという意味では、当該銘柄の保有の定量効果や保有の合理性の検証方法をより詳細に開示することが考えられる。各銘柄について定性的、もしくは定量的な検証を行っているのか。取引利益や利回り、期待収益率や資本コストなど、具体的にどのような基準で検証を行っているのか。先述の「政策保有株式：投資家が期待する好開示のポイント(例)」

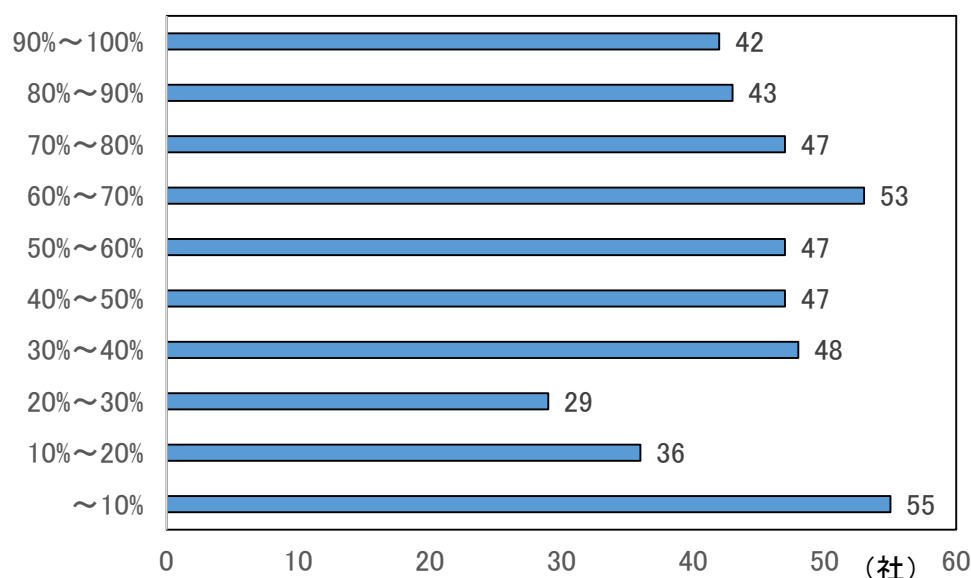
や他社の開示なども参考に、保有のメリットを分かりやすく開示することが期待される。

そのほか保有目的の部分で、保有銘柄の議決権行使の有無について記載している企業も見られた（106社）。東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コードでは、政策保有株式に係る議決権の行使に関する具体的な基準を策定・開示やそれに沿った対応が求められている（後掲図表7）。今回の開示府令改正案では明記されなかったが、「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）では、政策保有株式の議決権行使の基準についても積極的な開示を促すべきとされた。議決権行使の有無に加え、その行使の基準についての記載も考えられる。

（４）持ち合いの有無

上場会社は保有する政策保有株式のうち貸借対照表計上額の大きい順の60銘柄などに関して、各銘柄が持ち合い銘柄であるかどうかを開示することも求められている。図表6の通り、幅はあるものの、持ち合い銘柄の割合が依然大きい企業も多い。取引・提携等を目的として株式の持ち合いを行っている場合には、持ち合いの解消により取引・提携等に悪影響が生じる懸念から、縮減は難しいと考える企業もあることが想定される。そのようなケースでは、やはり取引・提携等の概要の説明を含め、投資家への説明を充実させていくことが求められる。

図表6 TOPIX500 採用銘柄の政策保有株式のうち、持ち合い銘柄の割合



(注) 上記はいずれも「〇超、〇以下」を表している。そのため、例えばちょうど20%の場合は、「10%~20%」に含まれる。

(出所) 各社有価証券報告書より大和総研作成

3. 開示か、縮減か

TOPIX500 採用銘柄の開示状況から、依然として多くの政策保有株式を保有する企業も見られ、かつ、その保有目的が取引・提携等である場合も多いことが分かった。そのため、少なくない企

業が今回の開示府令改正案の規定への対応に迫られ、取引・提携等の概要の説明のために情報を整理しておくことが必要となるだろう。

政策保有株式の開示が拡充されていく背景には、ディスクロージャーワーキング・グループ（令和3年度）における指摘にあった、政策保有株式は例外的なもので保有する以上はその具体的な内容を説明する必要がある、という考え方があると想定される。東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コードでも政策保有株式については、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方などの政策保有に関する方針を開示すべき、政策保有株式の保有目的が適切かなどの検証の実施や開示を行うべき、政策保有株主との間で取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引の継続などを行うべきではない、といった内容が示されている（図表7）。

図表7 コーポレートガバナンス・コードでの政策保有株式に関する記載

基本原則1-4

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、**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、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、**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。

補充原則1-4①

上場会社は、自社の株式を政策保有株式として保有している会社（政策保有株主）からその株式の売却等の意向が示された場合には、**取引の縮減を示唆すること**などにより、売却等を妨げるべきではない。

補充原則1-4②

上場会社は、政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、**会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではない**。

（注）太字は筆者による。

（出所）東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」より大和総研作成

2019年に開示府令が改正された際にも政策保有株式に関する開示が拡充されたが、今回の開示府令改正案でも開示拡充が求められている。これは政策保有株式を持つ企業における2019年改正に基づく開示の状況が、投資家が政策保有株式の保有の有効性を理解するためには不十分であったと捉えられたためとも考えられる。今回の開示府令改正案の規定への対応でも情報開示が十分でないと判断された場合には、今後さらに政策保有株式に関する開示が拡充される可能性も否定できない。上場会社は政策保有株式全体について縮減の方針を取りつつ、どうしても保有の必要があるものについては保有に係る説明責任を果たしていくことが求められる。その意味では、個々の銘柄についての政策保有の有効性の検証にあたり、縮減・処分してしまうか、投資家が保有の意義を理解できるように充実した情報開示を行うか、どちらかを選択する岐路に立っているのかもしれない。改めて、各政策保有株式の保有目的、保有の適否を測る検証基準、保有効果、開示に係るコストなどを考慮し、今後の対応を検討することが迫られている。