

2024年2月2日 全10頁

縮減が進む政策保有株式とその効果

TOPIX500 構成企業の縮減状況、その議決権行使や CF への影響を分析

金融調査部 研究員 藤野大輝
研究員 矢田歌菜絵
主席研究員 中村昌宏
主任研究員 横山 淳

[要約]

- かねてコーポレート・ガバナンスや資本効率の観点から企業の政策保有株式への注目度は高い。本稿では、2023年10月末時点のTOPIX500構成企業（金融・保険業を除く）を対象に、政策保有株式の縮減状況や議決権行使への影響、縮減企業のキャッシュの使い道について分析を行った。
- 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の両方の観点から政策保有株式を縮減している傾向であった。
- 主要な議決権行使助言会社や機関投資家が企業の過度な政策保有株式の保有を問題視していることを背景に、政策保有株式の保有金額の純資産比が20%以上の企業において、政策保有株式を多く保有していることが取締役選任案への賛成率に一定程度影響を及ぼしている可能性が見られた。
- 政策保有株式の縮減を特に進めた企業は、それ以外の企業と比較して、政策保有株式が含まれる「投資有価証券」の売却から取得を引いた差分が大きく、キャッシュに余裕が生じていた。この縮減で得たキャッシュ以上のキャッシュを設備投資等や自社株買いに回し、キャッシュを多く留保しないようにする姿勢がうかがえた。

1章 はじめに

上場会社における政策保有株式の問題は、古くて新しい問題である。これまで、様々な制度改正のたびにその縮減が議論され、事実、進んできた。例えば、時価会計、銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律、金融機関の資本規制（バーゼル規制など）、有価証券報告書等における「株式の保有状況」の開示、コーポレートガバナンス・コードなどである。

上場会社による政策保有株式の保有や被保有を巡っては、すでに多くの論点が指摘されているが、今日、特に重視されるのは次ページの2点であろう。

【コーポレート・ガバナンス上の論点】

政策保有株式を保有されている会社の株主総会の意思決定が、一般株主とは異なる利害関係（例えば、取引関係など）を有する政策保有株式の保有会社による議決権行使によって歪められる危険性がある。

【資本効率性の論点】

政策保有株式が必ずしも十分な合理性やその効果の検証がないまま保有され続けることで資本効率性を損ない、中長期的な企業価値向上のために必要な研究開発、人的資本投資や、株主還元などが十分に行われていない危険性がある。

もちろん、政策保有株式を保有する上場会社の側からは、すでに効果の薄い政策保有株式は処分しており、現在、保有しているのは重要な企業提携や取引関係のために必要なものであるとの主張等がなされている。それでも、株主・投資家の側からは、現状の政策保有株式に関する開示や説明はなお不十分であるとして、さらに厳しい目線が注がれている。そして言うまでもなく、上記の論点を踏まえれば、政策保有株式の縮減はそれ自体が目的なのではなく、それを通じて、コーポレート・ガバナンスの質と資本効率性を高め、中長期的に企業価値の向上を実現することが最終目標である。

本稿では、こうした現状を踏まえて、TOPIX500 構成企業（金融・保険業を除く）を対象に、足下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、この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、投資先会社の政策保有株式保有に対する株主・投資家の目線について、議決権行使助言会社や機関投資家の方針を確認し、臨時報告書に基づいてそれらの方針がどの程度議案の賛否に影響を及ぼしているかを見る。最後に4章において、政策保有株式を縮減した上場会社が、どこに資金を使っているかについて、有価証券報告書のキャッシュフロー計算書等に基づいて検証する。

2章 政策保有株式の縮減が進む

資本効率の低下や議決権の空洞化といった政策保有株式を保有することによる懸念を受けて、政策保有株式の縮減が進められている。また、かねて政策保有株式に関する開示の拡充が進められており、企業は政策保有株式を保有する場合はその保有の正当性を投資家が十分に理解できるように情報を示すことが求められている¹。

このような状況を踏まえ本章ではまず、政策保有株式の保有の状況について集計を行い、縮減に向けた動きについて示唆を得る。

¹ 政策保有株式に関する有価証券報告書での開示の拡充の流れについて、詳しくは藤野大輝「[改正開示府令の施行（政策保有株式について）](#)」（2019年2月5日、大和総研レポート）、藤野大輝「[開示府令の改正が公布・施行](#)」（2023年2月7日、大和総研レポート）を参照。

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、保険業、証券、先物取引業、その他金融業）を除いた上、後述の集計対象期間中に新規上場や組織再編等を行ったことによって連続的に有価証券報告書等を収集することができなかった5社を除いた454社とした。集計対象期間と出所は以下の表の通りとした。

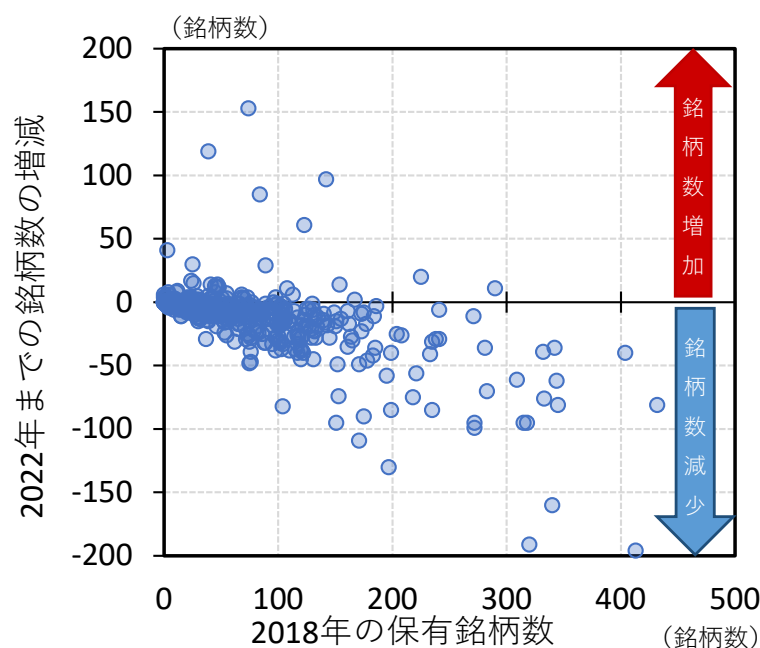
本稿における年の表記	集計対象期間	データの出所
2018年	2018年10月1日-2019年9月30日	左記の間に提出された有価証券報告書および臨時報告書
2022年	2022年10月1日-2023年9月30日	

なお、2018年の有価証券報告書においては、政策保有株式について、「非上場株式」と「非上場株式以外の株式（すなわち上場株式）」に分けて記載されていない場合もあり、本稿において政策保有株式と言及する際は、「非上場株式」と「非上場株式以外の株式（上場株式）」を合算したものを指すことには注意されたい。

（1）保有銘柄数

本稿の調査対象企業が保有する政策保有株式の銘柄数について、2018年から2022年の変化を見ると図表1の通りであった。図表1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、グラフの横軸より上に点がある企業は、2018年から2022年の間に政策保有株式の銘柄数が増えたことを表す。

図表1 2018年時点の保有銘柄数と銘柄数の増減



（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、対象企業の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 1 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企業ほど、2022 年までに政策保有株式の銘柄数を減らしていることが分かった。1 社あたりの政策保有株式の銘柄数について、2018 年は平均 76.3 銘柄であったのに対し、2022 年には平均 64.3 銘柄と、15.8%縮減された。

ただし、2018 年時点で政策保有株式の銘柄数が少ない場合は、政策保有株式の縮減の余地が小さく、現に 2022 年時点もほぼ横ばいである場合が多く見受けられた。他方、2018 年時点の保有銘柄数が 100 を超える企業の 2022 年までの銘柄数の減少幅は、保有している銘柄数に比例して大きくなる傾向があることも分かった。

なお、2018 年時点の保有銘柄数が 10 未満の場合は 2022 年までに平均して 0.5 銘柄増えたが、10 銘柄以上 100 銘柄未満保有していた場合は平均して 4.7 銘柄減少、100 銘柄以上保有していた場合は平均して 32.2 銘柄減少していた。

(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。

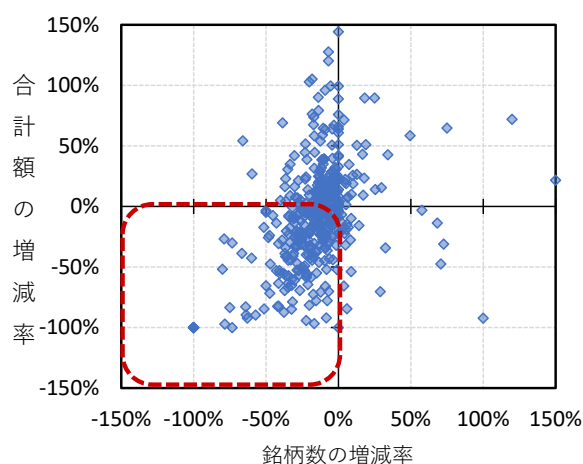
2018 年から 2022 年の政策保有株式銘柄の増減率と貸借対照表計上額の合計額の増減率の関係は図表 2 (次ページ) の通りとなった。図表 2 では 2018 年から 2022 年の政策保有株式の銘柄数の増減率を横軸に、同期間の貸借対照表計上額の合計額の増減率を縦軸に取った。例えば、グラフの第 1 象限 (右上半分) に点がある場合、この期間に政策保有株式の銘柄数も貸借対照表計上額の合計額も増えたことを表す。

1 社あたりの貸借対照表計上額の合計額について、2018 年は平均 608 億円であったのに対し、2022 年は平均 587 億円と、この期間で全体平均では 3%縮小した。図表 2 を見ても、全体的にグラフの横軸より下に点が多く、政策保有株式の貸借対照表計上額の合計額が 2022 年までに減少した企業が多いことが分かる。

また、図表 2 の第 3 象限 (銘柄数の増減率も貸借対照表計上額の合計額の増減率も負 (0 は含まず)、図表 2 赤破線内) に該当したのは 216 社と全体の半数を占めており、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減らしている場合が多いことが分かった。

平均でみると、貸借対照表計上額の合計額の縮減の程度が銘柄数ほどは大きくなかった要因として、この対象期間に保有株式の株価が上昇したことや、保有額の少ないものから売却したことが挙げられる。さらに、政策保有株式の銘柄数の縮減が進む中、新規の業務提携等により新たに政策保有株式として保有した銘柄については、その保有額が相対的に大きい場合が少なくないことも指摘される。

図表 2 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



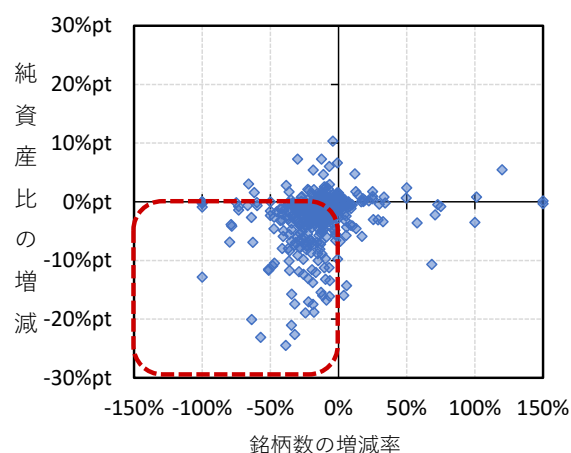
(注 1) 横軸は 2018 年から 2022 年の政策保有株式の銘柄数の増減率、縦軸は 2018 年から 2022 年の政策保有株式の貸借対照表計上額の合計額の増減率を表す。

(注 2) 貸借対照表計上額の合計額の増減率が、+150% 超であった 20 社についてはこのグラフに描画されていない。

(注 3) 2018 年時点の政策保有株式の銘柄数が 0 であった 13 社については、このグラフに描画されていない。この 13 社のうち、2022 年までに政策保有株式の銘柄数を増やしたのは 2 社で、それぞれ 4 銘柄増、6 銘柄増であった。

(出所) EDINET 閲覧サイト、対象企業の 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 3 保有銘柄数の増減率と貸借対照表計上額（合計額）の純資産比率の増減



(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 13 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、対象企業の 2018 年および 2022 年の有価証券報告書より大和総研作成

(3) 政策保有株式保有額の純資産比

詳しくは 3 章で触れるが、政策保有株式の保有状況を示す 1 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。

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 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。

2018 年の純資産比は平均して 9.0% であったのに対し、2022 年は 6.6% であり、2.5%pt 低下した。

図表 3 では全体的にグラフの横軸より下に点が多いことから、政策保有株式の純資産比は低下傾向にある。また、図表 3 の第 3 象限（銘柄数の増減率も純資産比の増減も負（0 は含まず）、図表 3 赤破線内）に該当したのは 282 社と過半数を占めており、政策保有株式の銘柄数と純資産比の両方を縮減している場合が多いことが分かった。ただし、この期間、純資産額が平均して約 35% 増大しており、純資産比の低下は政策保有株式の縮減も一因ではあるが、分母である純

資産の増大による寄与も大きいと考えられる。

以上の（１）～（３）から、全体の傾向として、政策保有株式の銘柄数および貸借対照表計上額の合計額を減らしている企業が半数を占めており、政策保有株式を縮減していることが分かった。特に政策保有株式の銘柄数については、2018年時点で保有銘柄数が多い企業ほど銘柄数の減少幅は大きく、政策保有株式の縮減に取り組んでいるといえよう。

3章 政策保有株式の保有と議決権行使の関係

（１）議決権行使助言会社や機関投資家の方針とその考え方

政策保有株式を多く保有している企業に対しては、機関投資家からの評価が厳しくなる可能性がある。背景には、資本効率性の毀損や、持ち合いで政策保有株式を保有している場合における安定株主作りなどに対する問題意識があると考えられる。

例えば、大手の議決権行使助言会社である ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) とグラスルイス (Glass, Lewis & Co. LLC) は、それぞれ政策保有株式を過度に保有している企業に対して、経営トップへの選任において反対を推奨するとしている（図表 4）。特に具体的な数値基準も設けられており、政策保有株式への態度の厳格化がうかがえる。

図表 4 現行の ISS、グラスルイスの取締役選任に関する助言の方針（政策保有株式関連）

ISS	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 「政策保有銘柄企業出身の社外取締役及び社外監査役は独立性がないと判断する」（注 1） ✓ 「政策保有株式の過度な保有が認められる企業（政策保有株式の保有額が純資産の 20% 以上の場合）は、経営トップである取締役に対して反対を推奨する」（注 2）
グラスルイス	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 政策保有株式の保有額（注 3）が「連結純資産と比較して 10% 以上の場合、取締役会議長に反対助言を行う」 ✓ ただし、「明確な縮減目標値と期日を含む縮減計画が開示されている場合、または、政策保有株式の保有比率が、対連結純資産の 10% 以上 20% 未満の場合には、当該企業の過去 5 年間の自己資本利益率（ROE）の平均値が 5% 以上である場合、反対助言を控える」

（注 1）政策保有株式の判断には、有価証券報告書の「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」を用いる。また、独立性基準と社外取締役への賛否推奨の関係については、企業の機関設計などによって異なる。

（注 2）政策保有株式の保有額は、「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の貸借対照表計上及び「みなし保有株式」の合計額。

（注 3）「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の貸借対照表計上額の合計額。

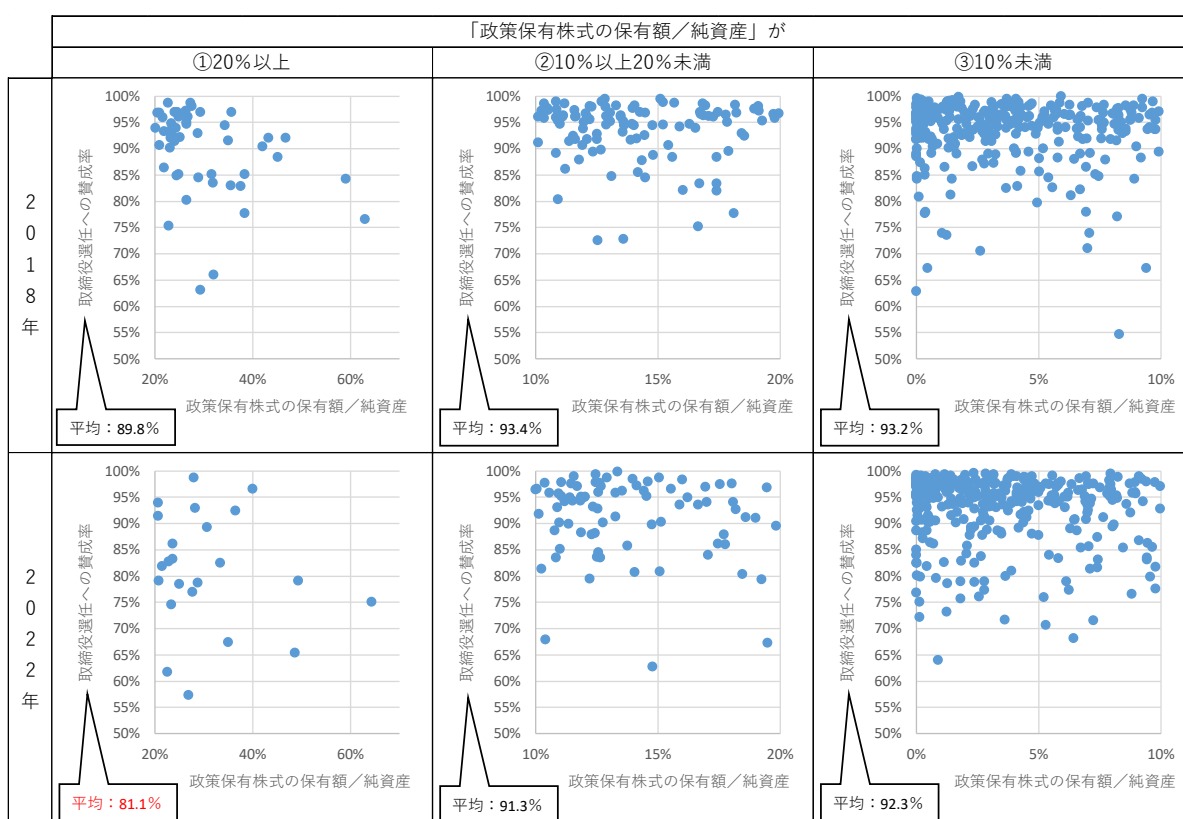
（出所）ISS「2023 年版 日本向け議決権行使助言基準」（2024 年 2 月 2 日アクセス）、グラスルイス「2023 Policy Guidelines」（日本語訳）（2024 年 2 月 2 日アクセス）より一部引用（カギカッコ内）、大和総研作成

また、機関投資家においても過度な政策保有株式の保有を問題視する傾向が見られる。例えば、アセットマネジメント会社のうち、投資信託の純資産合計額が大きい順5社²は、全ての会社が議決権行使に関する方針（日本企業に対するもの）で、政策保有株式の保有に言及している。さらに、うち4社は政策保有株式の保有額が純資産の〇%以上である場合は経営トップへの選任に反対する、といった基準を示している（2023年12月8日時点）。特に、うち3社はISSと同様に純資産の20%を基準の一つとして置いている。政策保有株式を多く保有する企業は、改めて縮減を検討することが推奨される。

（2）政策保有株式の保有は取締役選任案への賛成率に影響があるのか

（1）の通り、過度な政策保有株式の保有がある場合には経営トップの選任に反対するという方針を持つ議決権行使助言会社や機関投資家が見られる。これを踏まえ、「企業における政策保有株式の保有状況」と「企業の株主総会における取締役選任への賛成率」の関係を見ていく。

図表5 「政策保有株式の保有額／純資産」と「取締役選任への賛成率」の関係



（注）「取締役選任への賛成率」はいずれも、定時株主総会における取締役選任に係る議案について、臨時報告書に記載の上から2名に対する賛成率を平均したものである。

（出所）EDINET 閲覧サイト、対象企業の2018年および2022年の有価証券報告書、臨時報告書より大和総研作成

² 2023年10月末時点で契約型公募投資信託と契約型私募投資信託の純資産合計額が大きかったもの上位5社（金額データは投資信託協会を参考にしている）。

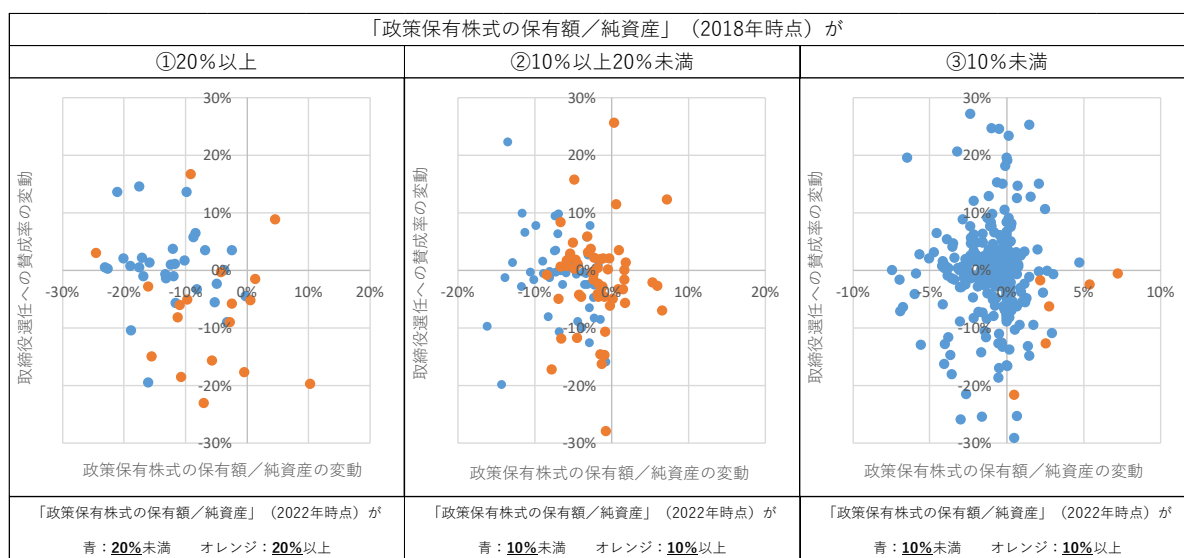
まず、横軸に「政策保有株式の保有額／純資産」（2章（3）政策保有株式保有額の純資産比と同じ、以降同じ）、縦軸に「取締役選任への賛成率」を取った散布図を、「政策保有株式の保有額／純資産」が①20%以上、②10%以上 20%未満、③10%未満の企業に分けてそれぞれ確認する（図表 5）。2018 年時点では、①～③のいずれも「取締役選任への賛成率」に大きな違いはなかった。平均値を取っても、①89.8%、②93.4%、③93.2%と、3%pt～4%pt の差であった。

一方、2022 年時点では、①の企業は全体的に「取締役選任への賛成率」が②や③と比べて低くなっていた。平均値を取ると、①81.1%、②91.3%、③92.3%と 10%pt 以上の差が出ていた。

続いて、2018 年から 2022 年にかけての「政策保有株式の保有額／純資産」の変動と「取締役選任への賛成率」の変動の間には相関性は見られなかったが、これを①「政策保有株式の保有額／純資産」（2018 年時点）が 20%以上の企業にフォーカスしてみる（図表 6 左）。

2022 年までの縮減の結果として「政策保有株式の保有額／純資産」が 20%未満となった企業（図表 6 左の青い点）よりも、依然「政策保有株式の保有額／純資産」が 20%以上であった企業（図表 6 左のオレンジの点）は縦軸の「取締役選任への賛成率」が下がっていることが見て取れる。一方、「政策保有株式の保有額／純資産」（2018 年時点）が、②10%以上 20%未満、③10%未満の企業の政策保有株式の縮減と賛成率の変動には相関性はあまり見られない（図表 6 中央、右。なお、②、③の青・オレンジの点の定義は①とは異なる（図表 6 下部参照））。

図表 6 「政策保有株式の保有額／純資産」と「取締役選任への賛成率」の変動（2018 年→2022 年）



（注）「取締役選任への賛成率」はいずれも、定時株主総会における取締役選任に係る議案について、臨時報告書に記載の上から 2 名に対する賛成率を平均したものの。

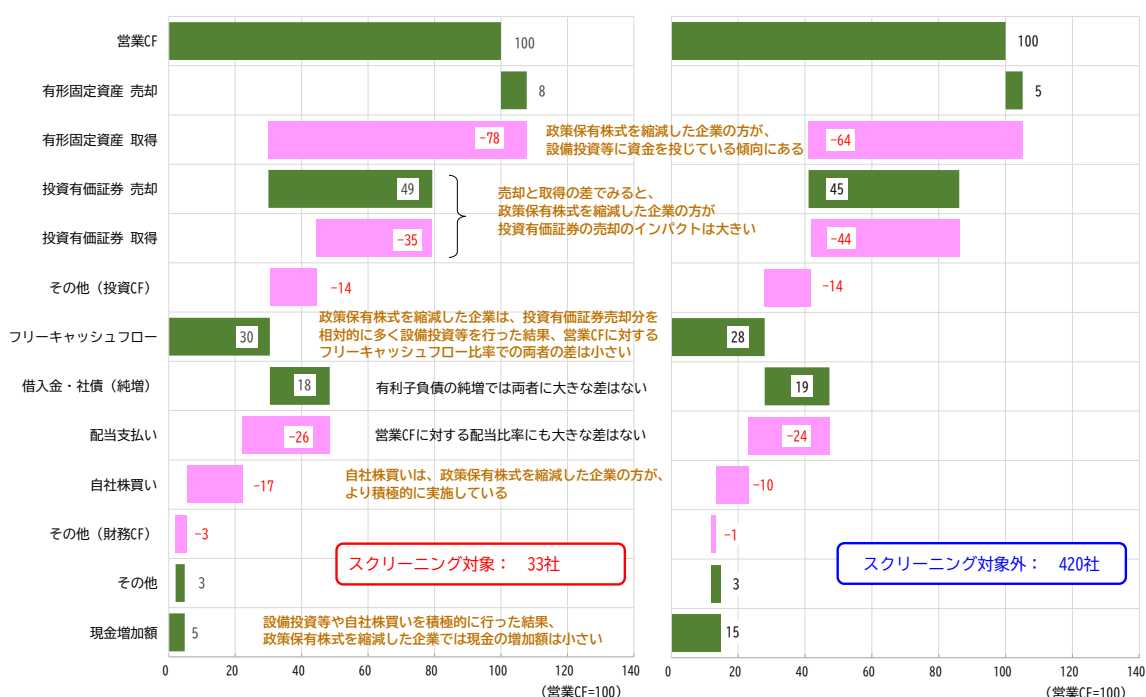
（出所）EDINET 閲覧サイト、対象企業の 2018 年および 2022 年の有価証券報告書、臨時報告書より大和総研作成

「取締役選任への賛成率」は政策保有株式に関する要因以外にも様々な要因が関係するため、一概に言えることではないが、先述の議決権行使助言会社や機関投資家の方針も踏まえると、「政策保有株式の保有額／純資産」が 20%以上である企業においては経営トップへの選任にネガティブな影響がある可能性が考えられる。

4章 政策保有株式を縮減した企業にみるキャッシュの使い道

2018年から2022年の5年間、上場会社の多くが、政策保有株式の縮減を進めている。では、特に縮減が顕著だった企業では、政策保有株式の売却で得た資金をどのように使っているのだろうか。TOPIX500構成企業（金融・保険業を除く）について、この5年間合計の営業活動によるキャッシュフロー（営業CF）に対する投資活動によるキャッシュフロー（有形固定資産、投資有価証券、その他）、財務活動によるキャッシュフロー（有利子負債、配当支払い、自社株買い、その他）の比率を求め、図表7では各項目の単純平均で「政策保有株式の縮減を特に進めた企業（左）とそれ以外の企業（右）との平均的なキャッシュの使い道の比較」を表している。

図表7 政策保有株式の縮減が顕著な企業にみるキャッシュフローの特徴



(注) 各社のキャッシュフロー計算書を基に2023年3月末までの決算期から遡って5期分を合計し、営業キャッシュフローの金額を100として指数化した各項目の単純平均を採用した。スクリーニング条件は、「2018年度の政策保有株式の純資産比率が20%以上の企業のうち、2022年度にかけて政策保有株式の金額と銘柄数が減少した企業」とした。ただし、5期間累計の営業CFが少なく営業CF比が外れ値となりやすい1社を除く。(出所) LSEGを基に大和総研作成

「政策保有株式の縮減を特に進めた企業（以下、縮減企業）」のスクリーニング条件は、2018年度の政策保有株式の純資産比率が20%以上の企業のうち、2022年度にかけて政策保有株式の金額と銘柄数が減少した企業とした（33社）。図表7の中で、政策保有株式が含まれる「投資有価証券」の売却と取得を見ると、縮減企業もそれ以外の企業（420社）も売却の比率の方が高い。しかし、売却から取得を引いた差分は、縮減企業では営業CFの14%（=49%-35%）に相当し、それ以外の企業の同1%（=45%-44%）に比べ、キャッシュに余裕が生じている。

縮減企業は、これらのキャッシュを設備投資等や自社株買いに回し、キャッシュを多く留保しないようにする姿勢がうかがえる。設備投資等の有形固定資産取得に向ける比率では縮減企業

の78%に対してそれ以外の企業は64%、自社株買いでは縮減企業の17%に対してそれ以外の企業は10%となっている。縮減企業は、設備投資で14%pt、自社株買いで7%pt多く、キャッシュを投じている。投資有価証券での差が13%ptだったことを踏まえると、成長（設備投資等）や株主還元（自社株買い）に、政策保有株式の売却で得たキャッシュ以上を回している。この結果、縮減企業の5年累計での現金増加額の比率は5%と、それ以外の企業の15%に比べて低い。

5章 まとめ

TOPIX500 構成企業（金融・保険業を除く）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評価できそうである。もっとも、個社によって状況が異なることに加えて、貸借対照表計上額の合計額の縮減の程度が銘柄数ほどは大きくなかったことや、この間の株価の上昇など他の要因が影響していることもあり、途半ばとの見方もあり得るだろう。

こうした状況を受けて、主要な議決権行使助言会社や機関投資家は、政策保有株式を過度に保有している企業に対して、経営トップへの選任において反対する方針を定めている。こうした方針は、「政策保有株式の保有額／純資産」が20%以上である企業において、実際の株主総会における取締役選任案への賛成率にも一定程度影響を及ぼしている可能性が指摘できる（3章）。

政策保有株式の縮減を特に進めた企業はそれ以外の企業と比較してキャッシュに余裕を生じているが、政策保有株縮減で得たキャッシュ以上のキャッシュを設備投資や自社株買いに回し、キャッシュを多く留保しないようにする姿勢がうかがえる（4章）。

もちろん、今回の調査は、対象がTOPIX500構成企業（金融・保険業を除く）と大企業に限られ、入手できたデータについても制約があるため、拙速に結論を述べることはできない。ただ、上記の結果を踏まえれば、上場会社の中に、政策保有株式を縮減して、これで得たキャッシュを成長（設備投資等）や株主還元（自社株買い）に回し、機関投資家も議決権行使を含めたエンゲージメントを通じてこれを後押しするという、わが国のガバナンス改革が目指す流れが、徐々にではあるが生まれつつある、とみることはできそうだ。今後、こうした流れが、東京証券取引所が要請する「資本コストや株価を意識した経営の実現」に向けた大きな流れへと育っていくことを期待したい。