2024 年 12 月 13 日　全 8 頁

# 政策保有株式の開示拡充とその影響

## 全上場会社の純投資目的への振替え状況と記載内容を踏まえて

金融調査部 研究員 藤野　大輝
研究員 矢田歌菜絵

［要約］

- 2024 年 11 月 26 日、金融庁が「『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。政策保有株式を保有目的が純投資目的である投資株式に変更した（以下、純投資への振替え）株式を保有している場合について、開示が求められる期間が 1 年間から 5 年間に延びるとともに、保有目的の変更理由、変更後の保有・売却の方針などの開示が新たに求められる。

- 全上場会社の 2023 年 10 月 1 日～2024 年 9 月 30 日の間に提出された有価証券報告書を集計したところ、114 社が純投資への振替えを行っていた。114 社が純投資へ振り替えた銘柄数は延べ 437 銘柄、その貸借対照表計上額の合計額は約 6,200 億円にのぼる。

- 純投資への振替えを行っていた 114 社のうち、振り替えた株式の保有・売却の方針を開示していたのは 28 社と一部に限られた。開示府令改正案の適用によって、開示期間が延びるとともに、保有・売却の方針などを開示することが求められることで、実態と合わない純投資への振替えの多くは防がれると考えられる。

## 1. 政策保有株式の開示に関する改正案が公表

2024 年 11 月 26 日、金融庁が「『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（2024 年 12 月 26 日まで意見募集）。上場会社等は保有する株式について有価証券報告書で開示することが求められている。特に、近年は政策保有株式の縮減を求める声が高まっており、2023 年 3 月期から政策保有株式の保有目的が発行会社との営業上の取引や業務提携等である場合に、その取引や提携の概要を開示することが新たに求められたことも記憶に新しい[1]。

こうした状況下、政策保有株式を売却するのではなく、保有目的が純投資目的である投資株式に変更すること（以下、純投資への振替え）によって、政策保有株式を縮減する企業が見られる。純投資への振替えは、政策保有目的で保有しているとはいえなくなった株式について事業年度

[1] 詳しくは、藤野大輝「開示府令の改正が公布・施行」（2023 年 2 月 7 日付大和総研レポート）12 頁を参照。


このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研と大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

中に売却できないため振り替える、もしくは市場への影響を考慮して段階的に売却していくために振り替える、といった場合も想定され、それ自体が直ちに問題となるものではない。

しかし、金融庁が行った令和 5 年度の有価証券報告書レビュー[2]において、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や、長期間売却に取り組む予定がない状態で純投資への振替えを行っている企業が見られたことが示された。つまり、実際には政策保有株式として保有している株式を、あたかも純投資目的の株式として保有しているかのような開示を行い、縮減を行っていると見せかけているケースがあるということである。

今回の開示府令改正案は、こうした課題に対処することを目的としている。具体的には、純投資への振替えを行った株式について、開示しなければならない期間を延ばすとともに、開示項目も拡充するというものである（図表 1）。

**図表 1 開示府令改正案における政策保有株式に関する開示内容の変更**

| 改正後 | 改正前 |
|---|---|
| **最近５事業年度**（注3）において<br>保有目的を純投資目的以外の目的から純投資目的に変更したものがある場合は、銘柄ごとに<br>（a）銘柄<br>（b）株式数<br>（c）貸借対照表計上額<br>**（d）保有目的を変更した事業年度**<br>**（e）保有目的の変更の理由及び保有目的の変更後の保有又は売却に関する方針** | 最近事業年度において<br>保有目的を純投資目的以外の目的から純投資目的に変更したものがある場合は、銘柄ごとに<br>（a）銘柄<br>（b）株式数<br>（c）貸借対照表計上額 |
| 最近事業年度において<br>保有目的を純投資目的から純投資目的以外の目的に変更したものがある場合は、銘柄ごとに<br>（a）銘柄<br>（b）株式数<br>（c）貸借対照表計上額 | 最近事業年度において<br>保有目的を純投資目的から純投資目的以外の目的に変更したものがある場合は、銘柄ごとに<br>（a）銘柄<br>（b）株式数<br>（c）貸借対照表計上額 |

**（注 1）赤字が開示府令改正案における変更点。**
**（注 2）保有目的の変更に係る開示は最近事業年度末において保有しているものについて求められる。**
**（注 3）6 カ月を 1 事業年度とする会社にあっては、最近 10 事業年度。**
**（出所）企業内容等の開示に関する内閣府令の一部改正（案）より大和総研作成**

現状、保有目的を①政策保有から純投資に変更したもの、②純投資から政策保有に変更したものに関して、その変更が最近事業年度に行われたものについてのみ開示が求められていた。開示府令改正案では、①政策保有から純投資に変更したものに関しては、変更が最近 5 事業年度に行われたもの全てについて開示が求められるようになる。そのため、純投資への振替えを行った株式については、その後の売却や買い増しなどの運用状況が有価証券報告書で 5 年間確認できるようになる。

また、保有目的を①政策保有から純投資に変更したものの開示項目として、銘柄、株式数、貸借対照表計上額に加え、保有目的を変更した事業年度、保有目的の変更理由、変更後の保有・売

[2] 金融庁「有価証券報告書の作成・提出に際しての留意すべき事項等（サステナビリティ開示等の課題対応にあたって参考となる開示例集を含む）及び有価証券報告書レビューの実施について（令和 6 年度）」（2024 年 3 月 29 日）

却の方針が新たに求められる。保有・売却の方針を記載するということは、どのようなことを考慮して売却を行っていくのか、もしくはどのような場合に継続的に保有していくのかといった内容を開示することとも捉えられる。

「企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）」の改正案も公表され、「純投資目的」の定義が明確化されている（図表 2）。発行者との関係上、売却を妨げる事情が存在する株式は純投資目的で保有している株式とはいえないことが明確化されている。企業が自社の判断でいつでも売却することができるものが純投資目的で保有する株式であることを示すこの改正は、実態と合わない純投資への振替えをけん制する内容であるといえる。

**図表 2 企業内容等開示ガイドラインの改正（純投資目的の定義）**

| |
|---|
| **５－19－３－２ 開示府令第二号様式記載上の注意(58)a、e 及び f に規定する「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ことをいう。例えば、当該株式の発行者が提出会社の株式を保有する関係にあること、当該株式の売却に関して発行者の応諾を要すること等により、発行者との関係において提出会社による売却を妨げる事情が存在する株式は、純投資目的で保有しているものとはいえないことに留意する。** |

（出所）「企業内容等の開示に関する留意事項について（企業内容等開示ガイドライン）」の一部改正（案）

開示府令改正案は 2025 年 3 月期の有価証券報告書からの適用が予定されている。本稿では、全ての上場会社を対象に、足元での純投資への振替えの状況や有価証券報告書における記載内容を確認するとともに、開示府令改正案による影響を考察する。

## 2. 全上場会社の純投資への振替えの状況

本稿での調査対象は 2023 年 10 月 1 日から 2024 年 9 月 30 日までに提出された有価証券報告書とし、当該有価証券報告書を提出した時点で上場会社である 3,933 社の同期間に提出された有価証券報告書からデータを取得している。

全 3,933 社中 114 社が純投資への振替えを行っていたことが分かった。提出会社の東京証券取引所（以下、東証）での市場区分別にみると、純投資への振替えを行った企業のおよそ 7 割がプライム市場上場会社であった（図表 3）。

**図表 3 純投資への振替えを行った企業の内訳（社）**

| | |
|---|---|
| 東証プライム市場上場 | 79 |
| 東証スタンダード市場上場 | 29 |
| 東証グロース市場上場 | 1 |
| その他（名証・福証上場、上場廃止） | 5 |
| 合計 | 114 |

（注）2024 年 10 月末時点の上場・非上場の別や市場区分による。
（出所）EDINET 閲覧サイト、各社の有価証券報告書より大和総研作成

114 社が純投資へ振り替えた銘柄数は延べ 437 銘柄 [3]、その貸借対照表計上額の合計額は約 6,200 億円にものぼることが分かった。その内訳は図表 4 の通りで、振り替えられた銘柄の多くはプライム市場上場銘柄であることが分かった。

**図表 4 純投資へ振り替えられた銘柄とその額の内訳**

| | 振り替えられた銘柄数 | 振り替えられた銘柄数（延べ数） | 振り替えられた額（百万円） |
|---|---|---|---|
| 東証プライム市場上場 | 202 | 347 | 573,397 |
| 東証スタンダード市場上場 | 47 | 55 | 9,109 |
| 東証グロース市場上場 | 4 | 6 | 5,665 |
| その他（注） | 26 | 29 | 31,788 |
| 合計 | 279 | 437 | 619,958 |

（注）振り替えられた銘柄が、2024 年 10 月末時点で上場廃止、もしくは外国会社、または名古屋証券取引所・札幌証券取引所・福岡証券取引所のいずれかに上場している銘柄が該当する。
（出所）EDINET 閲覧サイト、各社の有価証券報告書より大和総研作成

純投資への振替えについて、業種別に集計を行ったのが図表 5 および図表 6 である。

まず図表 5 は、業種別に純投資への振替えを行った企業数とその振り替えた銘柄数（延べ数）およびその額を集計したものである。純投資への振替えを行っていたのは銀行業が最も多く、東証に上場する銀行業 79 社中 46 社において純投資への振替えを行っていた。銀行業が振り替えた銘柄数（延べ数）は 272 銘柄（全体の約 62%）、約 4,400 億円（全体の約 71%）と純投資への振替えの過半を占めていた。

**図表 5 純投資への振替えを行った企業（業種別）とその振替え状況**

| | 水産・農林業 | 鉱業 | 建設業 | 食料品 | 繊維製品 | パルプ・紙 | 化学 | 医薬品 | 石油・石炭製品 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 振替えを行った企業数 | 0 | 1 | 3 | 5 | 3 | 0 | 6 | 1 | 1 |
| 振り替えた銘柄数 | 0 | 3 | 9 | 9 | 11 | 0 | 25 | 1 | 2 |
| 振り替えた額（百万円） | 0 | 1,125 | 21,753 | 4,818 | 1,707 | 0 | 2,904 | 23,551 | 0 |

| | ゴム製品 | ガラス・土石製品 | 鉄鋼 | 非鉄金属 | 金属製品 | 機械 | 電気機器 | 輸送用機器 | 精密機器 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 振替えを行った企業数 | 0 | 0 | 4 | 0 | 3 | 7 | 3 | 0 | 0 |
| 振り替えた銘柄数 | 0 | 0 | 7 | 0 | 7 | 12 | 5 | 0 | 0 |
| 振り替えた額（百万円） | 0 | 0 | 8,289 | 0 | 805 | 2,234 | 2,084 | 0 | 0 |

| | その他製品 | 電気・ガス業 | 陸運業 | 海運業 | 空運業 | 倉庫・運輸関連業 | 情報・通信業 | 卸売業 | 小売業 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 振替えを行った企業数 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 6 | 7 | 3 |
| 振り替えた銘柄数 | 8 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 13 | 9 | 8 |
| 振り替えた額（百万円） | 4,682 | 536 | 0 | 0 | 0 | 103 | 3,082 | 5,333 | 668 |

| | 銀行業 | 証券、商品先物取引業 | 保険業 | その他金融業 | 不動産業 | サービス業 | その他（注） | 計 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 振替えを行った企業数 | 46 | 2 | 1 | 0 | 1 | 2 | 5 | 114 |
| 振り替えた銘柄数 | 272 | 2 | 6 | 0 | 3 | 7 | 15 | 437 |
| 振り替えた額（百万円） | 439,472 | 7,237 | 34,567 | 0 | 51,055 | 324 | 3,629 | 619,958 |

（注）振替えを行った企業が、2024 年 10 月末時点で上場廃止、もしくは外国会社、または名古屋証券取引所・札幌証券取引所・福岡証券取引所のいずれかに上場している場合が該当する。
（出所）EDINET 閲覧サイト、各社の有価証券報告書より大和総研作成

[3] 本稿において、「延べ」または「延べ数」と記載している場合、同一銘柄が複数社によって純投資への振替えが行われている場合を「1」ではなく、振替えを行った社数で集計している。

その他の業種では、純投資への振替えを行った企業数はいずれも 10 未満であった。他方で、振り替えた額に着目すると、合計額の大きい順に不動産業が約 510 億円、保険業が約 350 億円、医薬品が約 240 億円、建設業が約 220 億円の純投資への振替えを行っていた。

次いで図表 6 では、純投資に振り替えられた銘柄、すなわち他の企業に政策保有株式として保有されていたが純投資目的の投資株式に目的が変更された企業に着目して集計を行った。銘柄数では最も純投資に振り替えられていたのが銀行業であったが、振り替えられた額に関しては不動産業、輸送用機器、化学も大きく、特定の業種が突出しているわけではないことが図表 5 との違いと言えるだろう。また、「その他」について振り替えられた銘柄数・額がいずれも大きかった。これは、政策保有株式として保有していた外国会社の株式を純投資目的に振り替えたことによる寄与が大きいものとみられる。

**図表 6 純投資に振り替えられた銘柄（業種別）と振り替えられた額の総額**

| | 水産・農林業 | 鉱業 | 建設業 | 食料品 | 繊維製品 | パルプ・紙 | 化学 | 医薬品 | 石油・石炭製品 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 振り替えられた銘柄数 | 0 | 0 | 14 | 9 | 8 | 6 | 26 | 5 | 1 |
| 振り替えられた銘柄数（延べ数） | 0 | 0 | 19 | 9 | 8 | 9 | 36 | 5 | 2 |
| 振り替えられた額（百万円） | 0 | 0 | 18,874 | 15,018 | 21,461 | 227 | 70,283 | 7,767 | 633 |

| | ゴム製品 | ガラス・土石製品 | 鉄鋼 | 非鉄金属 | 金属製品 | 機械 | 電気機器 | 輸送用機器 | 精密機器 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 振り替えられた銘柄数 | 1 | 2 | 4 | 6 | 4 | 12 | 8 | 4 | 1 |
| 振り替えられた銘柄数（延べ数） | 1 | 2 | 8 | 9 | 5 | 14 | 9 | 8 | 1 |
| 振り替えられた額（百万円） | 24 | 104 | 2,901 | 4,395 | 1,543 | 24,941 | 28,488 | 87,061 | 2,115 |

| | その他製品 | 電気・ガス業 | 陸運業 | 海運業 | 空運業 | 倉庫・運輸関連業 | 情報・通信業 | 卸売業 | 小売業 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 振り替えられた銘柄数 | 5 | 5 | 7 | 0 | 2 | 0 | 9 | 17 | 25 |
| 振り替えられた銘柄数（延べ数） | 9 | 5 | 8 | 0 | 3 | 0 | 9 | 18 | 31 |
| 振り替えられた額（百万円） | 2,286 | 6,233 | 6,818 | 0 | 546 | 0 | 7,022 | 18,949 | 13,448 |

| | 銀行業 | 証券、商品先物取引業 | 保険業 | その他金融業 | 不動産業 | サービス業 | その他（注） | 計 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 振り替えられた銘柄数 | 45 | 4 | 5 | 6 | 6 | 6 | 26 | 279 |
| 振り替えられた銘柄数（延べ数） | 116 | 10 | 27 | 8 | 9 | 10 | 29 | 437 |
| 振り替えられた額（百万円） | 90,339 | 3,712 | 35,771 | 18,424 | 97,181 | 1,603 | 31,788 | 619,958 |

（注）振り替えられた銘柄が、2024 年 10 月末時点で上場廃止、もしくは外国会社、または名古屋証券取引所・札幌証券取引所・福岡証券取引所のいずれかに上場している銘柄が該当する。
（出所）EDINET 閲覧サイト、各社の有価証券報告書より大和総研作成

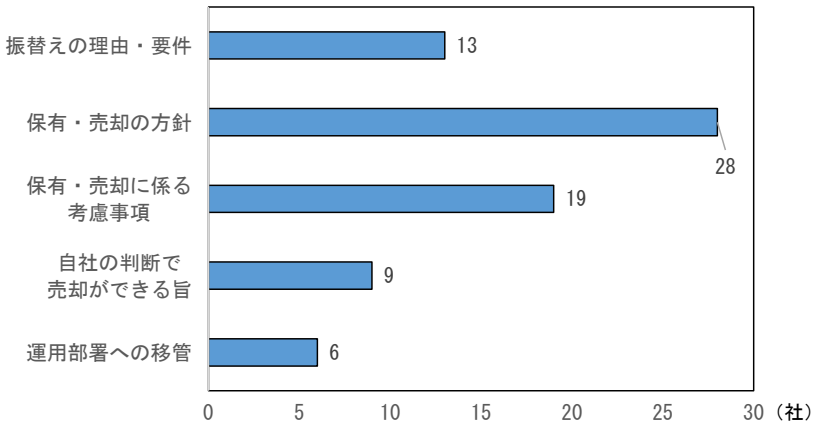
また、図表 5 と図表 6 を掛け合わせたようなクロス分析を行ったところ、銀行業による他の銀行業株の純投資への振替えや不動産業による他の不動産業株の振替え、化学による他の化学株の振替えが相対的に目立っており、同業他社の政策保有株式を純投資に振り替えている事例も一定数見られた。

## 3. 振り替えた株式の保有・売却に関する方針等の開示状況

開示府令改正案が適用された場合、純投資への振替えを行った企業は、保有目的の変更理由や変更後の保有・売却の方針など、記述情報を新たに開示することが求められる。ここでは、純投資への振替えを行っていた 114 社における、その振替えに関する有価証券報告書の記述情報を

確認する。

**図表 7 純投資への振替えに関する記述情報の開示状況**




（出所）各社の有価証券報告書より大和総研作成

まず、純投資への振替えをどのような理由で、もしくはどのような場合に行うのかについて開示していたのは 13 社であった。その多くは、政策保有株式として保有する意義や効果が薄まったという内容であった。ただし、開示府令改正案では銘柄ごとに純投資への振替えの理由を開示することが求められるため、個別の理由についても開示を検討することが考えられる。例えば、アイカ工業株式会社は 2024 年 3 月期の有価証券報告書において、個別銘柄に関する純投資への振替えを行った理由を記載していた（図表 8）。

**図表 8 純投資への振替えの理由に関する開示例（アイカ工業株式会社）**

⑤　当事業年度中に投資株式の保有目的を純投資目的以外の目的から純投資目的に変更したもの

| 銘柄 | 株式数（株） | 貸借対照表計上額（百万円） |
|---|---|---|
| 株式会社ノーリツ | 235,900 | 411 |

＜変更の理由と保有方針＞

当社は、政策保有株式として保有する全株式を対象として、保有株式状況、取得金額、取引内容、取引金額の推移、必要資本に対するリターン（株式保有先企業との取引による単年度の収益や受取配当金等）が目安とする資本コストを上回っているか、および今後の取引方針等を踏まえ、総合的な保有意義の検証を行いました。株式会社ノーリツについては、構造改革の一環として住設システム分野から撤退しており、保有意義が低下していると判断し売却することを決定したため、政策保有株式から純投資へ変更しました。１年以内に売却を行う計画です。

（出所）アイカ工業株式会社「2024 年 3 月期　有価証券報告書」

また、純投資への振替えを行った株式の保有・売却に関する方針を開示していた企業は 114 社中 28 社であった。現状、保有目的を変更した後に関する開示を行っている企業は限定的であるといえる。開示していた方針の内容としては、例えば、純投資目的の株式とそれ以外の株式の区分の定義を示した上で、保有目的を変更した株式についても、変更後の区分の保有目的（純投資目的）を踏まえた売却等の判断を行っているという記載が見られる。こうした場合には前提となる保有目的の区分の定義を明確化しておく必要がある。しかし、114 社のうち一部の企業では純投資目的の株式の基準に関する記載がない等のケースが見られた。企業内容等開示ガイドラ

イン改正案で示された「純投資目的」の定義との整合性にも注意しつつ、純投資目的で保有する株式と政策保有株式の区分の基準や考え方を十分に記載することが重要と考えられる。

より詳細な内容として、保有・売却に係る考慮事項を開示している企業が 19 社ある。相場や業界の動向といった市場環境、売却や配当によって得られる利益を含む経済合理性、自社のポートフォリオ、売却による発行者の株価への影響などが売却や継続保有の判断材料として挙げられていた。

また、開示府令改正案の背景として、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の純投資への振替えが問題視されていたことを前述したが、振り替えた株式の売却について発行者と合意している、もしくは自社で判断して売却ができるといった旨を開示している企業は 9 社であった。これに関連して、振り替えた株式の管理を営業部署から運用部署に移した旨を記載している企業も 6 社見られた。運用部署に移管し、他の純投資目的の株式と同様に扱っていることを示すことも実態を伝える上で重要であると考えられる。例として、株式会社八十二銀行は 2024 年 3 月期の有価証券報告書において、売却について双方一任を原則とした合意が得られた政策保有株式を純投資に振り替えることがあり、その場合は所管部署を純投資専門部署に移し、各種事象に照らして売却を検討することを記載していた。

**図表 9 純投資に振り替えた株式の保有・売却の方針に関する開示例（株式会社八十二銀行）**

(5) 【株式の保有状況】
① 投資株式の区分の基準および考え方
当行は、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の区分について、専ら株式の価値の変動また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株式を純投資目的の株式と区分し、政策保有目的の株式については純投資目的以外の目的で保有する株式に区分しております。
当行は、合理性が認められない政策保有株式について取引先との対話を重ね縮減を図っております。縮減に際しましては売却について双方一任を原則とした合意が得られた政策保有株式を純投資目的に目的変更するといった手法で縮減を進める場合があります。
目的変更した株式は所管部署を純投資専門部署に変更し、相場や業界動向、個別事象などに照らして都度売却を検討しております。なお、ポートフォリオとして管理するなかにおいて値上がり益や配当金などの観点で経済合理性を認める場合には、純投資目的である投資株式として継続保有することがあります。

（出所）株式会社八十二銀行「2024 年 3 月期　有価証券報告書」

## 4. 開示府令改正案による純投資への振替えに対する影響

2 章、3 章では、純投資への振替えとその記述情報の開示に関する状況を確認した。それでは、開示府令改正案が適用された場合には、純投資への振替えにどのような影響が生じると考えられるだろうか。

まず、過去 5 年間に純投資への振替えを行った上場会社は、振り替えた株式の保有を継続している場合には当該株式の銘柄、株式数、貸借対照表計上額などを開示する必要がある。1 章で先述した金融庁の令和 5 年度の有価証券報告書レビュー[4]においては、「開示の充実に向けて参考になると考えられる事項（投資家・アナリスト・有識者の期待・コメント等）」として、純投

[4] 2 ページ脚注 2 参照

資への振替えを行った株式について、「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」と指摘されていた。開示府令改正案では、純投資への振替えを行った株式の運用状況を 5 年間示す必要があり、長期間売却が行われていない場合にはその様子が投資家などに分かるようになる。こうした場合には投資家などから長期間保有している理由の説明が求められる可能性もあるため、実態と合わない純投資への振替えの多くは防がれると想像される。

また、純投資への振替えを行った株式を保有している場合は、その保有・売却の方針を開示する必要がある。本来、純投資への振替えを行った株式は、発行体や他部署からの関与なく自由に売却の判断ができる、営業部署等ではなく株式を運用する部署に移管している、一定の運用基準や計画に基づいて運用されている、リスク管理や内部統制の体制が整備されている、といったように、他の純投資目的の株式と同様に扱われるはずだろう。こうした対応ができているかを透明化するために、保有・売却の方針として開示する必要があると捉えられる。そのため、開示府令改正案が適用されることで、こうした対応を十分に行う体制がない企業においては、純投資への振替えには慎重になると考えられる。

1 章で述べた通り、政策保有目的で保有しているとはいえなくなった株式を事業年度中に売却できず市場への影響を考慮して段階的に売却していく場合などもあり、純投資への振替え自体が直ちに問題になるわけではないだろう。振り替えた株式に関する保有・売却の方針やそれを実行できる体制があり、その内容を投資家などに説明することが今後はさらに求められるようになる。