

2025 年 10 月 29 日 全 8 頁

政策保有株式の開示に関する課題と展望

TOPIX500 採用銘柄の開示状況から得られる示唆

金融調査部 研究員 藤野 大輝

[要約]

- 有価証券報告書における政策保有株式に関する開示について、保有目的、取締役会等での検証内容、保有の合理性の検証方法などに関する課題が指摘されている。こうした課題について、金融庁の令和 7 年度の有価証券報告書レビューで改めて全ての提出会社を対象に審査が行われている。
- TOPIX500 採用銘柄の開示状況を調査した結果、保有目的や保有に関する検証内容・方法、保有目的を純投資に変更した政策保有株式について、より具体的な開示が必要であると考えられる。また、東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コードで求められる政策保有株式に係る議決権行使の基準や売らせない圧力について、有価証券報告書で開示をしているケースも見受けられた。
- 政策保有株式に関する開示は、コーポレートガバナンス・コードの見直しや有価証券報告書の株主総会前の開示など、様々な取り組みに関連している。課題点が改善されるのか、開示がさらに拡充される可能性もあるのか等、今後も政府の動向が注目される。

1. 政策保有株式に関する開示は不十分？

政策保有株式については、資金効率性やガバナンスの観点から、その保有の合理性について株主・投資家などが厳しい視線を注いでいる。政策保有株式を保有する場合には株主・投資家などに説明するために有価証券報告書での開示が求められ、その記載内容はかねて拡充されている¹（図表 1）。

図表 1 政策保有株式に関する開示の拡充

2010 年	➤ 政策保有株式の銘柄数、合計額 ➤ 保有額が資本金の 1%以上または上位 30 銘柄に該当する銘柄の銘柄数、株式数、保有目的、額
2019 年	➤ 純投資目的の投資株式と政策保有株式の区分の基準・考え方 ➤ 保有方針・保有の合理性の検証方法 ➤ 保有の適否に関する取締役会等の検証の内容 ➤ 政策保有株式の保有の変動状況 ➤ 銘柄ごとの開示に関して、対象を上位 30 銘柄→上位 60 銘柄に拡大するとともに、定量的な保有効果、株式数が増加した場合の理由、持合いの有無を記載事項に追加
2023 年	➤ 銘柄ごとの開示に関して、保有目的が営業上の取引や業務上の提携である場合に、その取引や提携の概要を記載事項に追加
2025 年	➤ 政策保有株式の保有目的を純投資目的に変更した場合について、開示期間を 1 年間→5 年間に拡大するとともに、目的の変更時期、変更理由、変更後の保有・売却の方針の開示を追加

（出所）法令より大和総研作成

2025 年 4 月に金融庁が公表した「[令和 6 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](#)」（以下、令和 6 年度レビュー）では、政策保有株式について、銘柄ごとの保有目的が具体的に記載されていない、保有の適否に関する取締役会等の検証について開示と実態に乖離がある、保有の合理性を検証した方法の記載が不明瞭である、実質的には政策保有株式である株式を純投資目的の株式に変更している、といった課題が示された。令和 7 年度の有価証券報告書レビューでは、これらの課題について改めて全ての提出会社を対象に審査が行われているほか、政策保有株式は重点テーマとされており、審査対象として選定された会社には、さらに深度ある審査を実施するとされている。

¹ 2025 年の開示拡充について、詳しくは拙稿「[開示府令の改正（政策保有株式の開示拡充）](#)」（2025 年 2 月 26 日、大和総研レポート）を参照。

過去を振り返ると、金融庁「[平成 31 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](#)」（2020 年 3 月 27 日）において、政策保有株式の保有方針や保有の合理性の記載に具体性がないといった事例があることが指摘された。改善の余地があるポイントとして、保有方針・保有の合理性の検証方法、保有の適否に関する取締役会等における検証の内容の記載が不十分であることや、保有の合理性を検証した方法が具体的でないことについて言及された。2021 年 3 月の金融庁「[政策保有株式：投資家が期待する好開示のポイント（例）](#)」（以下、好開示ポイント）でも、同じような点が好開示のポイントとされている。

このように、過去に指摘されたポイントは現在も課題として残っていることが分かる。課題とされている点が改善されない場合には、今後さらなる開示の拡充が検討される可能性も否定できない。

本稿では、政策保有株式に関する開示における各課題を中心に、開示状況や好事例をまとめた上で、今後求められる開示について示唆を得る。また、東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コードや総会前開示といったトピックとの関係性について考察する。

2. 政策保有株式の開示状況とポイント

本章では、政策保有株式の開示に関する課題として指摘されている、（１）保有目的、（２）保有の検証方法・検証内容、（３）純投資目的の株式への変更、に加えて、（４）縮減目標、（５）議決権行使、（６）売らせない圧力について、TOPIX500 採用銘柄の開示状況を調査した結果から示唆を得る。具体的な調査対象は、2025 年 9 月末時点の TOPIX500 採用銘柄における、同時点の最新の有価証券報告書の内容である。

（１）保有目的

有価証券報告書には、政策保有株式の銘柄ごとに保有目的を開示する必要がある。また、保有目的が営業上の取引や業務上の提携などである場合は、その取引や提携の概要を記載することが求められている。

しかし、令和 6 年度レビューでは、保有目的が持合いを通じた安定株主の確保と営業上の取引関係の維持・強化であるにもかかわらず、当該取引の概要や、安定株主の確保が目的であることが開示されていないケースが指摘された。

TOPIX500 採用銘柄における政策保有株式の保有目的を確認すると、取引等の概要については、一定のセグメントや事業に関する取引のため、といった簡素な記載である場合が多かった。好開示ポイントでは、保有目的について「単なる財務報告のセグメント単位や、『事業取引』・『金融取引』といった大括りでの説明、『企業間取引の維持・強化のため』・『地域発展への貢献』という記載は抽象的で不十分」と示されている。

開示例の一つとして、DIC 株式会社は、保有銘柄ごとに具体的な取引の内容と保有目的を示している。どのような製品の取引を行っているのかを具体的に記載するとともに、政策保有株式の保有を通じて「新テーマ探索のため、協業関係の維持・強化」、「安定した製品供給元、及び新製品の製造委託先として協業関係の維持・強化」、「新製品開発を推進」といった目的が分かるようになっている。このように、保有目的、特に取引等の概要の開示にあたっては、もう一步内容を具体化することが有用だろう。

図表 2 政策保有株式の保有目的の開示例 (DIC 株式会社)

銘柄	当事業年度	前事業年度	保有目的、業務提携等の概要、 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)		
㈱ルネサンス	3,742,000	3,742,000	社内ベンチャーとしての起業を経て、当社とは主にスπιルリナを始めとするヘルスケア食品の取引を行っています。ヘルスケア関連事業の新テーマ探索のため、協業関係の維持・強化を目的に、株式を保有しています。(注3)	無
	3,892	3,278		
Asahi Songwon Colors Ltd.	865,200	865,200	フタロシアニンブルー顔料・クルードの主要調達先として取引を行っています。該社は、当社との製造委託及び販売契約に基づき、当社提供技術を元に製造した製品を、当社及び当社指定の顧客にのみ販売しています。今後も安定した製品供給元、及び新製品の製造委託先として協業関係の維持・強化を目的に、株式を保有しています。(注2)	無
	597	450		
リケンテクノス㈱	303,200	403,200	PVCコンパウンド業界における最重要顧客としてロボットケーブル用途を中心に取引を行っています。次世代開発品の共同開発パートナーとして強固な関係を構築しており、相互で更なる価値最大化を図れる新製品開発を推進するために、株式を保有しています。(注2)	有
	327	341		

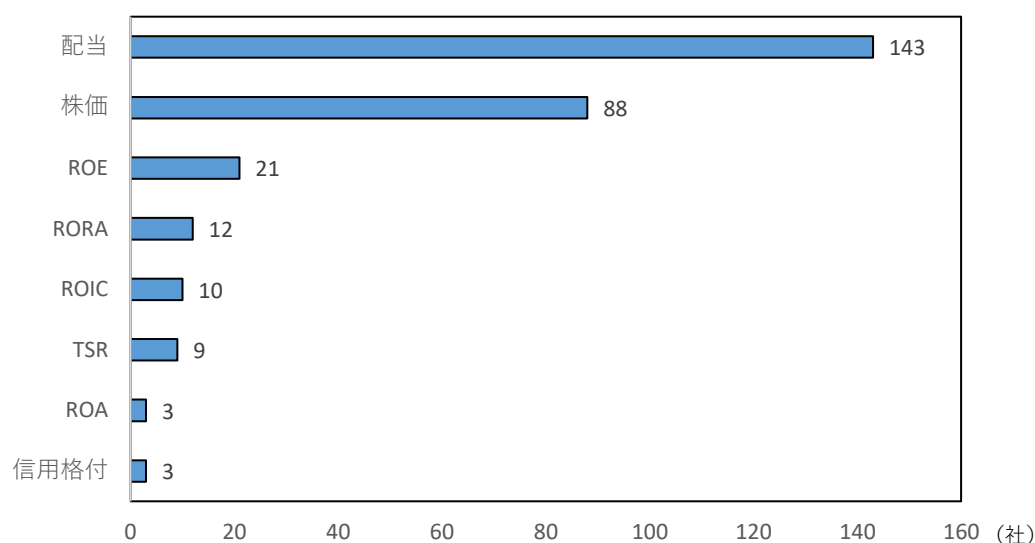
(出所) DIC 株式会社「2024 年 12 月期 有価証券報告書」より抜粋

(2) 保有の検証方法・検証内容

政策保有株式の保有の適否に関する取締役会等の検証内容、保有の合理性を検証した方法に共通して考えるべきこととして、どのような基準でこれらの保有に関する判断をするのかという点がある。一定の指標や基準で保有の合理性を検証している、その結果に応じて取締役会等で保有の適否を検証している、といった場合も多いだろう。

TOPIX500 採用銘柄においては、多くの企業が取引の規模や状況に応じて保有に関する判断をしている旨を記載していた。政策保有株式の保有を判断するそのほかの指標は図表 3 のようになっていた。配当や株価を判断基準としている企業が多く見られ、次いで ROE をはじめとする資本・資産に対する利益率(効率性)が利用されていた。

図表 3 政策保有株式の保有に関する判断指標（TOPIX500 採用銘柄）



（注）取引の規模や状況などについては、その記載が定量的な指標か定性的な状況かを判断することが難しいケースが少なからず見られたことから、集計対象から除いている。

（出所）各社有価証券報告書より大和総研作成

ただし、政策保有株式の保有に関する判断をする上で、配当や株価だけでの検証では不十分と考えられる。配当や株価だけで保有を検証する場合、純投資目的に関する保有判断と違いがない状態であるといえる。（１）で述べた保有目的の記載が求められるように、あくまで取引等を通じた企業価値向上につながるという理由があるものが政策保有株式として保有される。好開示ポイントでも「事業投資と同様、事業の収益獲得への貢献度合いについて具体的に記載」することが期待されている。ROEなどの利益率を基準とするほか、取引額、もしくは定性的な取引状況など、政策保有株式として保有する意味を適切に検証し、その方法や内容を開示することが求められよう。具体的な計算式や定量的な水準を示している企業も一部見られた。

（３）純投資目的の株式への変更

政策保有株式を純投資目的の株式に変更した企業において、実態は政策保有株式のままになっているケースがあることが問題視され、2025年3月期から純投資目的に変更した政策保有株式に関する開示が拡充された。TOPIX500採用銘柄では、27社が最近5事業年度のうちに純投資目的に変更した政策保有株式を保有していた（一部企業は2025年の開示拡充の適用前であることには注意されたい）。変更した銘柄数は数銘柄である企業が多いが、多数の銘柄を純投資目的に変更している企業も見られた。

純投資目的に変更した銘柄については保有目的の変更理由や保有・売却の方針の開示が求められる。令和6年度レビューでは、投資家・アナリスト・有識者の期待等として、「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ことに留意する」とある。誤解を与えないためにも、具体的な開示が必要となる。

TOPIX500 採用銘柄においては、対象銘柄の合意を得ており、いつでも売却可能であること、純投資目的の株式を扱う部署に移管していること、株価、配当、TSR（株主総利回り）といった具体的な指標に基づいて保有・売却の判断をすることといった開示があり、こうした内容の記載が望ましいと考えられる。

（４）縮減目標

東京証券取引所のコーポレートガバナンス・コード（CG コード）では、原則 1-4 で「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（後略）」とされている。縮減に関する方針・考え方の一つとして、政策保有株式の縮減目標を立てている企業もある。TOPIX500 採用銘柄では 50 社が今後の縮減目標や計画を有価証券報告書で開示していた。

50 社のうち大半の企業が目標の期間として、数年以内、長くとも 2030 年度までと設定していた。特に中期経営計画の期間と合わせている企業が 12 社見られた。また、目標の水準については、純資産比を設定する企業が 23 社、削減額などの規模を設定する企業が 21 社、全てを縮減するとしている企業が 6 社であった。議決権行使助言会社や機関投資家が議決権行使に関する方針・基準の一つとして、政策保有株式の純投資比に言及する場合もあり、これを目標の目安としている企業が多かったと考えられる。目標・計画を設定、開示することは縮減に向けた姿勢を見せるものと捉えられる。

（５）議決権行使

CG コードでは、原則 1-4 で「（前略）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」とされている。この政策保有株式の議決権行使基準については、金融庁のディスクロージャーワーキング・グループ（令和 3 事務年度）でも有価証券報告書での開示を求めるような意見が複数見られた。ただし、2022 年 6 月に公表された「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告」では、政策保有株式の議決権行使基準は「積極的な開示を促すべき」という表現の提言にとどまり、有価証券報告書での開示は義務化されなかった。

こうした中、TOPIX500 採用銘柄のうち 80 社が有価証券報告書で政策保有株式の議決権行使基準を開示していた。例えば J. フロント リテイリング株式会社は保有先企業と自社グループの持続的成長・中長期的な企業価値向上という観点で政策保有株式の議決権行使を判断しているとしている。また、重要度が高い議案については指針を定めているほか、必要に応じて保有先企業と対話を行う旨が開示されている（図表 4）。

図表 4 政策保有株式の議決権行使基準の開示例（J. フロント リテイリング株式会社）

（議決権行使）

当社グループは、政策保有株式に係る議決権の行使に際して、保有先の持続的成長・中長期的な企業価値の向上に寄与するものであるかどうか、当社グループの持続的成長・中長期的な企業価値の向上に寄与するものであるかどうかの両観点から判断します。特に、コーポレートガバナンス体制に係る議案（役員選任）、株主還元に係る議案（剰余金処分）、株主価値に影響を与える議案（買収防衛策導入）など、コーポレートガバナンス強化の上で重要度が高いと考える議案については、議決権行使の判断となる指針を定め、当社グループ全体として、当指針に沿った対応を行います。なお、必要な場合にあっては、議決権の行使に際して、保有先企業との対話を実施します。

（出所）J. フロント リテイリング株式会社「2025 年 2 月期 有価証券報告書」より抜粋

（6）売らせない圧力

「売らせない圧力」とは、自社株式を政策保有株式として保有している会社に対して、取引の縮減の示唆などを行い、当該株式を売らせないように圧力をかけることである。令和 6 年度レビューでは、「審査の過程で複数の政策保有株式の保有会社にヒアリングを行ったところ、保有会社によって状況は異なるが、発行会社から売らせない圧力を受ける割合は概ね銘柄数ベースで 5%～40%程度であった」と記載があった。

CG コードの補充原則 1-4①には「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」とある。東京証券取引所「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2025」（2025 年 4 月）によると、補充原則 1-4①のコンプライ率は 99.8%となっている。仮にコンプライをしつつ、実態として売らせない圧力をかけている場合にはガバナンスに問題があるといえる。

売らせない圧力については、有価証券報告書で言及している企業も見られる。TOPIX500 採用銘柄では、45 社が売らせない圧力をかけないという方針を示していた。内容としてはいずれもおおむね、自社株式を政策保有株式として保有する企業から売却の意向が示された場合にこれを妨げないというものである。ただ CG コードにコンプライするだけではなく、法定開示である有価証券報告書に記載することは、その真実性や真剣度を伝えるものと考えられる。

3. 今後の方向性の考察

有価証券報告書における政策保有株式の開示について、開示状況や好事例を確認した。令和 7 年度の有価証券報告書レビューでも、過去から指摘されてきた課題について改めて審査が行われており、注目度は高い。場合によっては開示が拡充される可能性もあり、各ポイントに関して好事例を含む状況を把握しておくことは重要である。

開示拡充の可能性も踏まえ、ここで今後の政策保有株式の開示について考えてみよう。筆者は現在議論されている二つのトピックが関連していると考え。一つが CG コードの見直しであ

る。2025年6月30日に金融庁は「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 2025」を公表した。この中で、政策保有株式については売らせない圧力の問題が指摘されていた。また、コード見直しの全体に関わる論点として、CG コードのスリム化／プリンシプル化を検討するとされている。

CG コードでは、政策保有株式について下記のような内容が規定されている。原則 1-4 の方針の開示や保有の適否の検証については既に有価証券報告書で開示が求められている。議決権行使基準の開示については、2.（5）で述べた通り、2022年6月に公表された「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告」では、開示の義務化までは至らなかった。また、売らせない圧力についても、既に有価証券報告書で圧力をかけない旨を開示する企業が見受けられる。

原則 1-4：政策保有に関する方針の開示、取締役会での保有の適否の検証と内容の開示、議決権行使の基準の策定・開示・運用

補充原則 1-4①：売らせない圧力の抑止

補充原則 1-4②：会社や株主共同の利益を害するような政策保有株主との間の取引の抑止

2025年10月21日には金融庁「コーポレートガバナンス・コードの改訂に関する有識者会議」の第1回が開催された。事務局からは、CG コードのスリム化／プリンシプル化について、補充原則を①原則に格上げする、②原則の「考え方」を新設した上でそこに記載する、③重複が生じている箇所等を削除する、といった形で再整理することが提案された。

CG コードのスリム化／プリンシプル化が検討されること、売らせない圧力が注視されていること、過去に議決権行使基準の開示を求める指摘があったことなどを踏まえると、これらの原則の内容について有価証券報告書での法定開示が求められたり、売らせない圧力がCG コードの原則に格上げされるという将来的な可能性も想像される。

政策保有株式に関連するもう一つのトピックは、有価証券報告書の総会前開示である。例えば、2.（4）では政策保有株式の縮減目標を開示している企業があると述べた。株主は有価証券報告書を見ることで、その目標や進捗を確認することができる。しかし、有価証券報告書が株主総会よりも十分に早く開示されていなければ、政策保有株式の縮減の進捗を議決権行使に反映することはできない。金融庁のディスクロージャーワーキング・グループ（令和3事務年度）でも、この点を懸念事項として指摘する委員が複数見受けられた。政策保有株式の純投資比などを基準として設定し、議決権行使を判断する助言会社や機関投資家もあるところ、タイムリーな進捗を株主総会よりも前に開示することは株主だけではなく企業にとっても重要と考えられる。政策保有株式の開示内容に影響するものではないが、留意が必要だろう。

このように、政策保有株式に関する開示は、様々な論点に関連している。今後も政府の動向が注目される。