

有価証券報告書による政策保有株式関連の開示拡充の状況 — 「定量的な保有効果」の記載には消極的—

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 2019年3月期決算の有価証券報告書から、いわゆる政策保有株式に関する開示が拡充され、純投資と政策投資の区分の基準や考え方、政策保有株式の減少・増加銘柄数、買い増した場合の理由の説明が求められた。さらに、個別銘柄の開示対象が原則60銘柄に拡大されるとともに、従来の保有目的に加え、定量的な保有効果の説明等も要請されている。
2. 2019年6月24日までに有価証券報告書を公表した、3月が本決算であるRussell/Nomura Large Cap構成企業93社を対象に、今回の開示拡充を受けた政策保有株式に関する記載に関する変化を見たところ、①非金融企業では一部を除き純投資目的の株式は保有していない、②政策保有株式の保有合理性の検証に関しては、資本コストへの言及など具体的な説明は総じて少ない、③政策保有株式は減少銘柄数、金額が増加銘柄数、金額を上回っており、緩やかな保有圧縮が続いていることが分かる一方、比較的少額ではあるものの、取引相手先の取引先持株会を通じた株式の買い増しが見られる、などの特徴が見られた。
3. さらに、④今回の開示拡充の中で注目度の高かった政策保有株式の定量的な保有効果については、「相手先との機密情報に当たる」ことなどを理由に記載は困難としている。この点については、企業側から記述は難しいとの声が聞かれていたこともあり、意外感はない。また、⑤保有目的の説明についてはセグメント別での説明が増加する一方、⑥相手先による自社株式の保有の有無については、持ち株会社傘下子会社が保有している場合の記述について有価証券報告書の利用者が混乱する可能性が懸念される。
4. 全体的に見て、開示の拡充により期待された内容とは言い難い部分もあるが、純投資目的の株式に関する開示の拡充（銘柄数の開示）、政策保有株式の保有の増減に関する情報の拡充、特定投資株式の個別開示対象社数の拡充などは、各社の政策保有株式を分析する上で必要な情報の拡充につながると見られ、有意義と考える。今後、政策保有株式に関し企業と機関投資家の間で建設的な対話を行う上では、企業側では統合報告書など法定開示書類以外の書類等も利用した政策保有株式に関する説明の拡充、機関投資家側には政策保有株式に対する見解の一定の集約化、等が必要と考える。

I 政策保有株式関連開示改正の概要

2019年1月31日、金融庁は、「企業内容等の開示に関する内閣府令（以下、開示布令）」の一部改正を公布、施行し、2019年3月31日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書、すなわち、2019年3月期決算に関する有価証券報告書¹から、いわゆる政策保有株式に関する開示が拡充されることとなった。そこで、本稿では、3月が本決算であるRussell/Nomura Large Cap構成企業のうち、2019年6月24日現在、2019年3月期決算の有価証券報告書を既に公表している93社（以下、分析対象企業）を対象に、今回の開示拡充を受け、政策保有株式に関する記載にどのような変化があるかを見た上で、現時点での開示拡充に対する評価と今後の課題（企業側、投資家側）について述べてみたい。

なお、今回分析対象企業93社の多くは主要な上場企業と言える。それらの企業で今回の政策保有株式に関する開示拡充に対し、どのように対応したかについて、これから本稿で述べる傾向や特徴を先行事例として把握しておくことは、他の2019年3月期企業や、これ以降発行される企業の有価証券報告書における同様の開示を分析する上で有用と考える。

今回の政策保有株式に関する開示の拡充は、2018年6月に公表された金融庁金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告による提言を基にしたものである。具体的には有価証券報告書の「コーポレート・ガバナンスの状況等」内の「株式の保有状況」における記載内容の拡充である。

今回の記載内容拡充の概要は図表1の通りである。

図表1 政策保有株式に関する記載事項拡充の概要

・純投資と政策投資の区分の基準や考え方
・政策保有に関する方針、目的や効果。また、政策保有株式の保有について、その合理性を検証する方法や取締役会等における議論の状況。
・開示基準に満たない銘柄も含め、売却したり、買い増した政策保有株式について、減少・増加の銘柄数、売却・買い増した株式のそれぞれの理由等
・個別の政策保有株式の保有目的・効果について、提出会社の戦略、事業内容及びセグメントと関連付け、定量的な効果（記載できない場合は、その旨と保有の合理性の検証方法）を含めたより具体的な説明
・個別銘柄の開示対象の拡大（30→60）
・提出会社が政策保有株式として株式を保有している相手方が、当該提出会社の株主となっている場合、当該相手方に保有されている株式等

（出所）「ディスクロージャー制度を巡る最近の動向等」（金融庁2019年4月）を基に野村資本市場研究所作成

¹ 対象が「3月31日以後に終了する事業年度」であるので、例えば3月20日が事業年度の終了日である場合は、3月期決算であっても、今回の改正内容が反映されるのは次年（2020年3月期）の有価証券報告書からとなる。

特に「個別の政策保有株式の保有目的・効果について、提出会社の戦略、事業内容及びセグメントと関連付け、定量的な効果を含めたより具体的な説明」、「個別銘柄の開示対象が原則 30 銘柄から 60 銘柄に拡大」、「提出会社が政策保有株式として株式を保有している相手方が、当該提出会社の株主となっている場合、当該相手方に保有されている株式の有無」については、「特定投資株式」（保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式。ただし非上場株式を除く）と、主に退職給付信託が該当する「みなし保有株式」（保有目的が純投資目的以外で、議決権行使権限を有する株式。ただし、信託財産として保有する株式及び非上場株式を除く）に関しては、図表 2 のような記載が求められるようになった²。

図表 2 特定投資株式、みなし保有株式の個別銘柄ごとの開示例

(開示布令改正前)

(前事業年度)

銘柄	株式数(株)	貸借対照表計上額 (百万円)	保有目的
A	xxx	xxx	〇〇〇
B	xxx	xxx	△△△
(以下同じ、原則30銘柄)			

(当事業年度)

銘柄	株式数(株)	貸借対照表計上額 (百万円)	保有目的
A	xxx	xxx	〇〇〇
B	xxx	xxx	△△△
(以下同じ、原則30銘柄)			

(開示布令改正後)

銘柄	当事業年度	前事業年度	保有目的、定量的な保有効果 および株式数が増加した理由	当社の株式 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)		
A	xxx	xxx	〇〇〇	有
	xxx	xxx		
B	xxx	xxx	△△△	無
	xxx	xxx		
(以下同じ、原則60銘柄)				

(出所) 「ディスクロージャー制度を巡る最近の動向等」(金融庁 2019 年 4 月)、及び「有価証券報告書の作成要領(平成 31 年 3 月期提出用)」(公益財団法人財務会計基準機構)を基に野村資本市場研究所作成

² 特定投資株式等に関する記載に当たり、特定の表形式は規定されていない。図表 2 も、「有価証券報告書の作成要領」(公益財団法人財務会計基準機構)を基にした例示であるが、実際にも「有価証券報告書の作成要領」や、有価証券報告書作成支援会社作成の手引書にある記載事例に倣うケースが大多数と思われる。

2018年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）や、金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン」においても、「個別の政策保有株式（上場株式）について、保有目的が適切であるか、保有に伴う便益やリスクが資本コストに合っているかなどを取締役会で精査し、保有の適否の検証をするとともに、その内容について開示すべき」とされるとともに、「資本コストの的確な把握」と、「（それに基づいた）収益計画や資本政策の基本的方針の提示と収益力・資本効率等に関する目標の提示」、すなわち「資本コストを意識した経営」が謳われており、これらを踏まえた「定量的な保有効果」の記載を求めるものとなった。

しかし「定量的な保有効果」については、「取引先との営業上の秘密（機密情報）に該当すると考えられ、記載は困難」との声も企業側から聞かれていた。他方、開示布令では「定量的な保有効果」の記載が困難な場合には、その旨、及び保有の合理性を検証した方法を記載するとされていたことから、改正前の「保有目的」の記載と、改正後の「保有目的、定量的な保有効果および株式数が増加した理由」の記載でどのように変わるのかが注目された。

II 改正（拡充）主要点における開示の状況

次に、図表1に示した開示布令の主要な改正点に対し、分析対象企業の記述がどのようになっているかについて見る。

1. 純投資と政策投資の区分の基準や考え方

まず、純投資と政策保有の区分の基準や考え方である。企業は両者の区分についての考え方をここで明らかにするとともに、保有目的が純投資目的である投資株式がある場合には、図表3に示すように、その銘柄数（個別企業名の開示は求められていない）、貸借対照表計上額、受取配当金の合計額、売却損益の合計額、評価損益の合計額の記載が求められる。

非金融会社の場合には純投資目的での株式保有は少なく、大部分の企業では純投資目的の株式を保有しておらず、あっても一部の例外を除き1～数銘柄であった。一方、金融会社では一部、あるいは多数の銘柄を純投資目的にしている事例も見られた。例えば、東証33業種分類（以下同じ）に所属するA社では純投資目的を「業務提携による関係強化等、グループ戦略上重要な目的を併せ持つ政策保有株式」と位置づけて、傘下企業において2018年度末時点で純投資目的の投資株式（非上場株式以外の株式）を2,651銘柄保有していることを公表している。

図表 3 保有目的が純投資目的である投資株式の開示例

区分	当事業年度		前事業年度	
	銘柄数 (銘柄)	貸借対照表計上額 (百万円)	銘柄数 (銘柄)	貸借対照表計上額 (百万円)
非上場株式	xxx	xxx	xxx	xxx
非上場株式以外の株式	xxx	xxx	xxx	xxx

区分	当事業年度		
	受取配当金の合計額 (百万円)	売却損益の合計額 (百万円)	評価損益の合計額 (百万円)
非上場株式	xxx	xxx	xxx
非上場株式以外の株式	xxx	xxx	xxx

(出所) 「有価証券報告書の作成要領 (平成 31 年 3 月期提出用)」 (公益財団法人財務会計基準機構) より
野村資本市場研究所作成

2. 政策保有に関する方針、目的や効果合理性の検証方法など

政策保有 (保有目的が純投資以外の目的である投資株式) に関する方針、目的、効果や、政策保有株式の保有について、その合理性を検証する方法や取締役会等における議論の状況については、「取引、事業上必要である場合を除き、原則として政策投資株式を保有しないことを基本方針とする」や、「継続的な取引や事業戦略上の関係の維持・強化など、中長期的な企業価値向上のため、必要性があると判断する場合に株式を保有する方針」など、事業戦略上の必要性や、中長期的な企業価値向上に向けた安定的な取引関係の維持、強化等を、政策保有を行う基本方針としているところが多いように見受けられる。

また、2018 年 6 月改訂の CG コードにおいて、政策保有株式に関する方針の開示における「政策保有株式の縮減に関する方針・考え方の明確化」が謳われていることもあり、「保有意義が認められないものについては速やかに売却、縮減する」、「事業環境の変化等でも保有目的に合わなくなった、あるいは経済合理性が認められなくなった銘柄を順次縮減」などの記載が見られる。

なお、「原則として政策保有株式 (上場株式) を保有しない」という方針を持つ企業でも、「事業上の必要性がある」として、実際には上場株式を保有している事例が見られるが、「株価変動によるリスク回避及び資産効率向上の観点から、投資先との事業上の関係や当社との協業に必要な場合を除き、これを保有しない」という方針を持つ B 社 (東証 33 業種分類 (以下同じ) の機械セクター所属) は、実際に上場株式を保有していないことが有価証券報告書から分かる³。

保有の合理性の検証については、自社の資本コストや投資先企業の ROE、取引による利益寄与などを総合的に判断して、保有の合理性や保有の可否について取締役会で定期的

³ 2018 年 3 月期の有価証券報告書を見ると、当事業年度の特定期保有株式の項目に「該当事項はない」との記載がある一方、前事業年度の項には記載銘柄が見られていることから、同期中に上場株式を全て売却したと考えられる。

に検証する、といった、比較的抽象的なものが多いように見受けられ、具体的な検証方法、検証手法に言及している事例は相対的に少ない。また、2018年6月の改訂CGコードで、保有の適否の検証対象が「主要な政策保有株式」から「個別の政策保有株式」に変わったため、「政策保有株式」ではなく「個別の政策保有株式」と記載している事例も多い。さらに、「資本コストを勘案する」という記載がある企業でも、自社の資本コストに関する考え方や説明されていない事例が多い。今回は分析対象企業の有価証券報告書における「株式の保有状況」の個所だけを分析対象としているため、実際には他の個所に言及がある可能性はある。しかし、その場合であっても、参照個所の提示などの配慮があると、有価証券報告書の利用者にとって有益と考えられる。

保有の合理性の検証に関し抽象的な記載が多いのに対し、相対的に具体的、あるいは分かりやすさを意識した開示を行った企業の例として、まず、銀行業所属のC社がある。同社は「採算性等を基準とした保有意義の検証」と題した図表を示し、政策保有株式の保有意義の検証プロセスを分かりやすく説明しようとしている。また、ガラス・土石製品セクターのD社は、政策保有株式の合理性を検証する上で行う資本コストとの対比について、「株式のみでの評価は行っておらず、リスク及び期待リターンが異なる事業ごとにROIC管理を行っており、政策保有株式は事業ごとの貸借対照表に含めて評価している」として、政策保有株式の保有合理性評価を事業部単位で検証していることを示している。

さらに機械セクター所属のE社は、「①毎事業年度末に経済合理性の側面からのチェック、②ROEは直近年度または過去5年間の平均値が一定水準を超えているかどうか、③超えていない場合には改善策が打ち出されているかどうかを確認、④次に関連事業部門に取引関係の重要性を確認、⑤これらの結果を踏まえて取締役会で保有の適否を最終判断」など、保有合理性の検証基準、方法などを詳しく紹介するとともに、検証を行った取締役会の開催日時（2019年4月23日）も記載している。

3. 政策保有株式の減少・増加数、売却・買い増し理由等

1) 改正開示布令が求める内容

改正開示布令では、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に分けた上で、それぞれ、①銘柄及び貸借対象表計上額、②当事業年度において株式数が増加した銘柄については、その銘柄数と株式数の増加にかかる取得価額の合計額、及び株式数増加の理由、④当事業年度において株式数が減少した銘柄については、その銘柄数と株式数の減少にかかる売却価額の合計額、の開示が求められている。

2) 政策保有株式は緩やかに減少

この中で、非上場株式以外の株式について見ると、今回分析対象とした93社の合計保有銘柄数は延べ5,250銘柄であった。また、株式数が増加した銘柄数は109銘柄、株式数の増加にかかる価額の合計が約1,380億円なのに対し、減少した銘柄数は延べ

677 銘柄、株式数の減少にかかる価額の合計額は約 9,200 億円となっており、売却をした銘柄数、金額のほうが大きく、上場企業の政策保有株式の緩やかな減少が続いたと考えられる。

3) 保有増の主因は「取引先持株会」を通じた取得

一方、非上場株式以外の「株式数増加の理由」を見ると、目立つのが「取引先持株会を通じた増加」である。「取引先持株会」は従業員持ち株会と同様に、定期的に一定額の資金を持ち株会に拠出して取引相手先の株式を定期的に購入するものと考えられる。今回の分析対象企業でなく、全上場企業を対象として、各社の大株主から「自社取引先持株会」や「自社共栄会」など取引先持株会とみられる株主を調べると、2019年3月現在、その存在が確認できるのは800を超えている。また、同時点で取引先持株会の存在が確認された企業の発行済み株式数に対する取引先持株会の保有比率は、単純平均で約3.8%、中央値では2.8%と、大きくはないものの、一定のプレゼンスを有している。中には取引先持株会が筆頭株主である事例や、保有比率が20%を超える事例も見られる。

取引先持株会を通じた取得の金額や株数は、1社あたりで見れば決して大きくはないが、持ち株会という形で集まれば、その存在感は大きくなる。今回分析対象とした企業は総じて時価総額の大きな、いわゆる「主要上場企業」に該当すると考えられるが、そうした企業の中にも取引先の持株会に加入し、少額とはみられるものの他の上場企業の株式を購入していることが分かる。投資家から見ると見逃し易い点と考えられるが、他の政策保有株式と同様に、保有の合理性等について注視することも必要であろう。

4. 個別の政策保有株式の保有目的・定量的な効果、相互持ち合いの状況など

1) 「定量的な保有効果」の具体的記載は見られていない

改正開示布令では、上場企業を対象とした政策保有株式に該当する特定投資株式、みなし保有株式については、図表2に示したように、個別銘柄に関する開示対象銘柄数が従来の30銘柄から60銘柄に拡充されるとともに、従来の保有目的に加えて定量的な保有効果や株式数が増加した理由、開示対象企業（保有先企業）による自社の株式の保有の有無、すなわち相互持ち合いの状況についての開示が要請された。

I章で述べたように、保有の定量的な保有効果に関しては記述が困難であるという企業側の声が聞かれる中、実際の開示が注目された。実際に今回の分析対象企業の開示を見ると、定量的な保有効果は「記載が困難」として、記載した企業は1社も見られなかった。「記載が困難」な理由について、特段記載のない企業もあるが、「取引先との営業機密との判断」、「相手先との機密情報に当たるとの判断」など、相手先

との取引に関する機密情報、守秘義務の存在などが理由とされている。

この点に関しては、企業側から聞こえてくる懸念などから、相当数の企業は開示を控えるのではないかと考えていたため、筆者には意外感はない。しかし、政策保有株式に関する開示の中心的な要請事項において、「例外」の開示ばかりになっていることには失望感を覚える投資家も存在するであろう。

2) 保有目的は「事業別」、「セグメント別」での説明が増加

一方、従来から開示化要請されている保有目的については、従来は「取引関係の維持、安定」などの文言が開示対象企業のすべてに記載されるなど、画一的なものも少なくなかった。この点については、「〇〇事業における協力関係、取引関係の維持、強化」、金融機関については「財務部門における資金調達の安定」などセグメント別に保有目的を記載する事例が従来に比べ増加した。「保有目的」は（有価証券報告書）提出会社及び対象となる株式等によって様々であり、提出会社が多様な目的を個々に判断し、具体的に記載することが適切であると考えられます。」（「有価証券報告書の作成要領（平成 31 年 3 月期提出用）」（公益財団法人財務会計基準機構）161 ページ）などの指摘を反映したものと推定される。ただし、それでも、「〇〇部門での関係の維持、強化」との記載が増えても、説明の内容そのものに関しては従前と大きく変わらないような印象を受ける。

3) 「自社の株式の保有の有無」の記載は利用者が混乱する可能性も

特定投資株式を保有する企業が自社の株式を保有しているかについて、自社の株式保有の「有」、「無」の記載が求められることになり、投資家等、有価証券報告書の利用者にとって、当該株式保有が「相互持ち合い」であるのか、あるいは a 社は b 社の株式を保有しているが、b 社は a 社の株式を保有していない「片持ち」であるかが分かるようになった点は有用と考えられる。

しかし、相手先企業が持ち株会社であり、持ち株会社の傘下子会社が当該企業の株式を保有している場合の記載を見ると、保有の有無を「無」とした上で注釈として、「上場持ち株会社自体は保有していないが、傘下子会社で保有している」と記載する企業と、「有」とした上で、注釈において、「上場持ち株会社自体は保有していないが、傘下子会社で保有している」との記載がある企業の双方が見られた。注釈を見れば判断できるものの、一瞥しただけでは反対の意味に捉えてしまう可能性があり、利用者を混乱させる可能性がある。

これについては、可能であれば今後表記の統一を図ることが望ましいのではないかと考える。また、政策保有株式の開示の趣旨から考えれば、「有」とした上で、注釈において、「上場持ち株会社自体は保有していないが、傘下子会社で保有している」との記載するほうがどちらかといえばよいのではないかと筆者は考える。

III より建設的な政策保有株式議論に向けた企業側、投資家側の課題

1. 必ずしも期待した内容とは言い難いものの、有意義な点も少なくなかった

ここまで述べてきたように、今回の開示布令の改正に伴う政策保有株式に関する開示の拡充は、政策保有株式の保有目的、保有理由、保有効果の明確化や、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などを精査することを通じ、保有合理性（と保有の縮減）に関し、取締役会で議論、検証し、さらに、各企業が独自性を持って投資家等のステークホルダーに向けそれらの内容の説明を行うことを要請するものであったといえよう。

しかし、開示された内容を見る限りにおいては、定量的な保有効果に関し説明を行う企業が見られないことや、保有合理性の検証や検証方法に関しては抽象的な記述が多いことなど、定性面では、ステークホルダーが期待した、各社の政策保有株式に関する理解を深める内容であったとは言い難いのではないかと推察される。

一方、定量面では、純投資目的の株式に関する開示の拡充（銘柄数の開示）、政策保有株式の保有の増減に関する情報の拡充、特定投資株式の個別開示対象社数の拡充などは、各社の政策保有株式を分析する上で必要な情報の拡充につながると見られ、有意義であったと考える。

2. より建設的な政策保有株式議論に向けた課題

最後に、今回の政策保有株式に関する開示拡充を踏まえ、今後政策保有株式に関する議論がより建設的なものとなるために必要と筆者が考える企業側、投資家側の課題について述べる。

1) 企業側の課題：「法定外」の開示を活用した説明の拡充

まず、企業側に関しては、政策保有株式の保有に関する説明の拡充が望まれる。しかし、今回の開示拡充への対応状況を見ると、有価証券報告書といった「法定開示」では、オリジナリティのある説明は、不可能ではないものの、ややハードルが高いようにも感じる。一方で、フェアディスクロージャーの観点もあることを踏まえると、統合報告書や企業のウェブサイトを活用した説明の拡充が有用ではないかと考える。

例えば、政策保有株式の保有合理性に関し取締役会で精査、議論した内容について、統合報告書や企業のウェブサイトにおいて、可能な限り丁寧に紹介する（必ずしも個別銘柄に言及する必要はない）ことが想定される。特に、経営陣は自社の資本コストを的確に把握し、中長期的な企業の方向性や投資家等ステークホルダーの意見、財務等のリスクを勘案した上で、政策保有株式の現状についてどのような認識を持っているか、また、社外取締役が政策保有株式についてどのような見解を持っているのか、

などについて統合報告書等を通じて明確にし、企業側の政策保有に関する考えを明確に示すことが肝要であろう。もちろん、ステークホルダーの政策保有株式に対する考えは均一ではないため、どのような説明をしても相互理解を得られないステークホルダーが存在することも確かであろう。しかし、それでも、企業側の考えを明確にすることは、政策保有株式に関する投資家との議論がより建設的になることにつながるのではないかと考える。

2) 投資家側の課題：政策保有投資に対する見解の（ある程度の）集約

上述のように、政策保有に対するステークホルダーの考え方は様々であり、機関投資家の考え方も「政策保有株式の縮減の方向が望ましい」という点ではほぼ一致していると考えられるものの、縮減の程度については、「すでに相当程度まで進んでいる」という考え方もあれば「さらなる積極的な削減が必要」という考えもあるだろうし、企業への説明といったアプローチ手法も異なるであろう。こうした点については、例えば政策保有（持ち合い）を「株式保有による財務リスク」の面から見るか、「安定株主」の面から見るかでも異なるであろう。前者から見れば、政策保有株式保有による評価増や減損の発生といった財務リスクは、過去から比べれば大分低減したと考えられるであろうし、後者から見れば、少数株主の意見はまだ通りにくく、さらなる持ち合いの解消が必要との考えになるであろう。

このような状況下では、もう一度改めて日本の株式持ち合い、政策保有に関し機関投資家間で議論を行うことが有用ではないかと考える。その結果、機関投資家の考えにある程度のコンセンサスが生まれることが最も望ましいが、仮にコンセンサスが得られなくても、議論を通じて立場の近似する機関投資家がまとまることにより、彼らが投資家（グループ）の政策保有株式に関する立場を明確にした上で、（集团的）エンゲージメントの主題として政策保有投資を取り上げ、企業と議論することが有用ではないかと考える。ある程度まとまった数の投資家が、自分たちの政策保有株式に対する考えを明確に企業に伝えれば、企業側も、投資家の政策保有投資に対する考えの理解につながり、その上で建設的な議論が可能になると期待できるであろう。