

## 削減ペースが加速した政策保有株式 —政策保有にも求められる「緊張感を孕んだ相互信頼関係」構築—

西山 賢吾

### ■ 要 約 ■

1. 野村資本市場研究所が算出した 2023 年度の純投資比率は前年度に比べ 0.7%上昇して 69.2%に、政策保有比率は同 0.7%低下して 31.2%となった。機関投資家による保有株式量を基準とした議決権行使基準設定が一段と進んだことや、損害保険会社で発生した企業不祥事において政策保有株式の問題が指摘されたことなどが政策保有比率低下の要因と考えられる。
2. 政策保有が減少する中で注目されるのは「取引先持株会」と「投資株式の保有目的変更」である。取引先持株会は全体として規模は小さいものの、企業によっては筆頭株主になるなど一定の存在感を有している。取引先持株会の設置目的や意義や取引先持株会を通じた保有の合理性などについて、機関投資家等から説明を求められる機会も今後増えると見込まれる。
3. 投資株式の一部の保有目的を「純投資目的以外」から「純投資目的」に変更する事例が散見される。投資家が懸念するのは、保有目的を変更しただけで実態には何ら変化がない「保有株式削減ウォッシュ」である。保有目的を純投資に変更するのであれば、株式運用を行うのに適切な体制の構築や、任意開示も含めた、保有目的が純投資目的以外の投資株式以上に広範で丁寧な情報開示が必要と考える。
4. 政策保有株式を巡る環境が厳しさを増す中、さらなる削減と純投資の増加は今後も継続するであろう。一方、政策保有株式についても、保有の合理性の検証や議決権行使など保有先企業を適切にウォッチすることが求められるようになり、「政策保有イコール安定株主」ではなくなりつつある。企業と株主・投資家との新しい関係「緊張感を孕んだ相互信頼関係」の構築は、純投資だけでなく政策保有にも求められてきている。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 西山賢吾「さらなる削減が進む政策保有株式—『過大な政策株式保有』に対する投資家の厳しい『眼』を反映—」『野村サステナビリティクォーターリー』2023年夏号。
- ・ 西山賢吾「企業と株主・投資家との新しい関係を探る」加藤晃・野村資本市場研究所サステナブルファイナンス 3.0 研究会／編著『新キャピタリズム時代の企業と金融資本市場「変革」—「サステナビリティ」と「インパクト」への途—』一般社団法人金融財政事情研究会、2022年12月。

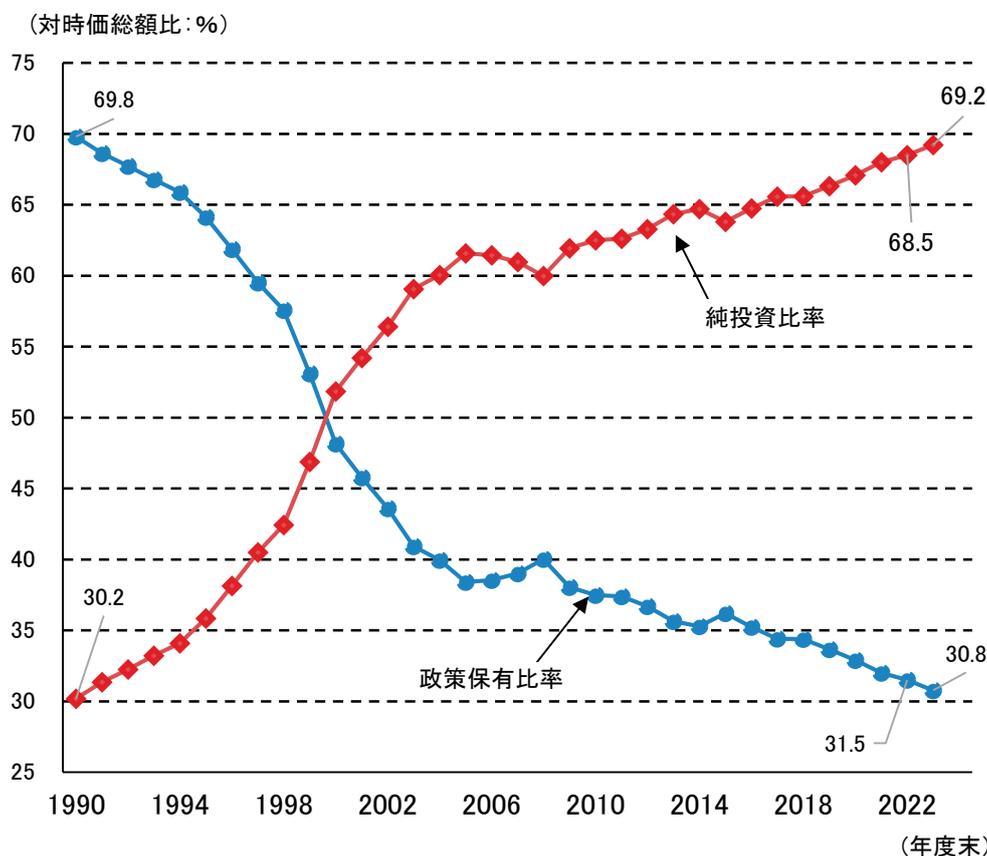
## I 政策保有株式の削減が一段と進行

### 1. 2023年度末の政策保有比率は30.8%に低下

野村資本市場研究所では、日本の株式保有構造の変化を調査するために、純投資比率と政策保有比率を毎年算出している（図表1）。

ここでは、東京、名古屋、札幌、福岡の全国4証券取引所が毎年公表している「株式分布状況調査」と各社の有価証券報告書をもとに、投資部門（保有主体）の特性から、外国法人等、個人・その他、信託銀行（有価証券報告書より政策保有分と考えられるものを除く）が保有する株式を「純投資」、それ以外（都銀・地銀等、保険会社、事業法人等）な

図表1 「純投資比率」と「政策保有比率」の推移



- (注)
1. 対象は全市場上場銘柄、2008年度まではジャスダックを除く全市場上場銘柄。
  2. 政策保有：政府・地方公共団体、事業法人、金融機関（信託銀行のうち推定信託業務分を除く）、保有比率10%以上の個人投資家の保有株式。
  3. 純投資：信託銀行のうち推定信託業務分（投資信託、年金信託など）、個人投資家（保有比率10%以上のものを除く）、外国人投資家の保有株式。
  4. 推定信託業務分：信託銀行保有分（株式分布状況調査ベース）から主要信託銀行（三菱UFJ信託銀行、三井住友信託銀行、みずほ信託銀行）の保有株式（有価証券報告書記載の「その他有価証券〔時価〕」）を除いたもの。
- (出所) 全国証券取引所「株式分布状況調査」、及び有価証券報告書などより野村資本市場研究所作成

ど)が保有する株式を「政策保有」として、それぞれの保有金額の時価総額に対する比率を求めている。

2023年度は、純投資比率が2022年度の68.5%から69.2%へ上昇する一方、政策保有比率は31.5%から30.8%に低下した。

## 2. Russell/Nomura Large Cap 構成企業の政策保有株式純減幅は拡大

上場企業の政策保有株式の変化をより詳しく見るために、3月が本決算期であるRussell/Nomura Large Cap 構成企業231社について、2024年3月期有価証券報告書の「株式の保有状況」欄に記載されている「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を集計した(図表2)。

上場株式の保有状況の変化を見ると、非金融(事業法人:207社)の政策保有株式の保有金額は2.5兆円、金融(24社)は1.8兆円純減し、純減額は合わせて4.3兆円になった。

政策保有株式の純減ペースは2022年度に比べ加速した。図表3は2019年度以降のRussell/Nomura Large Cap 構成企業の単純平均政策保有株純減額の推移である。これをみると、2021年度以降、非金融、金融とも政策保有株式の純減額が拡大していることが分かる。特に、2023年度については、非金融が2022年度の61億円から121億円と純減額がほぼ倍になったのに加え、金融の純減額も427億円から764億円に拡大した。

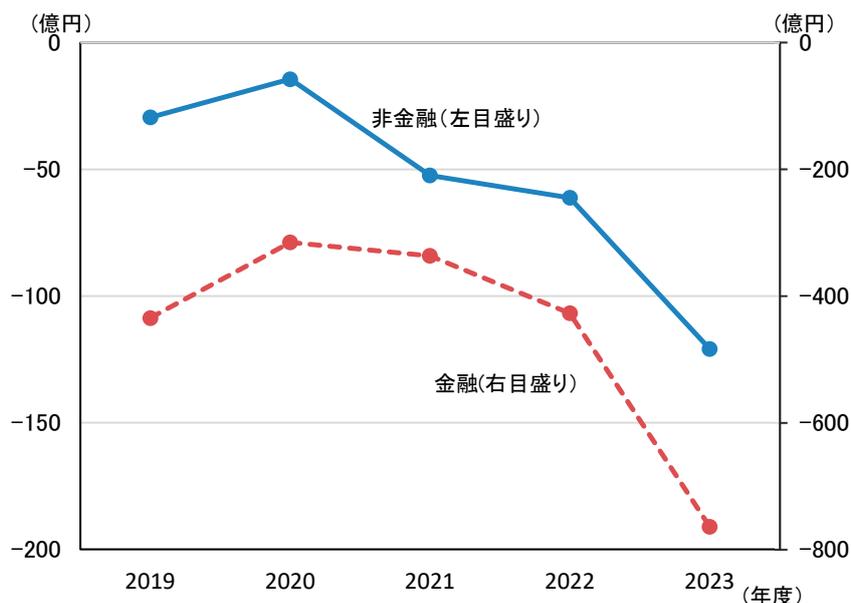
図表2 3月が本決算であるRussell/Nomura Large Cap 構成企業の政策保有状況(2023年度)

単位:兆円

	非金融(207社)	金融(24社)	全業種(231社)
上場			
保有金額	23.2	22.9	46.0
保有増	0.2	0.1	0.3
保有減	2.7	2.0	4.7
保有増減	-2.5	-1.8	-4.3
非上場			
保有金額	2.5	1.2	3.7
保有増	0.7	0.3	1.1
保有減	0.1	0.1	0.2
保有増減	0.6	0.2	0.9

(出所) 各社有価証券報告書より野村資本市場研究所作成

図表3 1社当たり平均政策保有株式純減額の時系列推移



(注) 対象は各年の3月が本決算である Russell/Nomura Large Cap 構成企業。

(出所) 各社有価証券報告書より野村資本市場研究所作成

2023年度の政策保有株式の保有増減の内訳をみると、まず上場株式では、非金融が0.2兆円、金融では0.1兆円保有金額が増加する一方、減少額は非金融で2.7兆円、金融で2.0兆円となった。記載が要請されている保有増の理由をみると、例年と大きく変わらず取引関係の維持発展や事業提携を挙げているものが多く、取引関係と株式保有を結びつける動きが一定数存在していることが分かる。特に、相手先企業が組織した取引先持ち株会への出資を理由にした企業は、保有増加の要因が記載されていた97社の約4分の1に相当する27社、1社平均で、保有の増加額は約62億円であった<sup>1</sup>。

非上場株式については、非金融が0.6兆円、金融では0.2兆円の純増となった。増加理由はこちらも例年と大きな違いはなく、新規事業や研究開発の推進を企図した非上場企業との提携、スタートアップ企業やベンチャー企業への投資と見られるものであった。

なお、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」に変更した事例が、非金融で4社、金融で7社見られた。

## II 政策保有を巡る注目点と今後の方向

### 1. 政策保有株式のさらなる削減が見込まれる中での注目点

2023年度は、機関投資家の議決権行使基準に保有株式の保有量基準を設定する動きが一段と進んだことや、損害保険会社の企業不祥事発生の要因の一つとして政策保有株式の

<sup>1</sup> 保有増加の理由として「取引先持ち株会」を明示していた企業のみを集計した。単に「取引先との関係の維持、向上」等と記載されていても取引先持ち株会を通じた増加の可能性もあると考えられる。

問題が指摘されたことなどから、上場会社における政策保有株式削減の動きが加速した。政策保有株式を巡る環境や見方は今後一段と厳しくなりこそすれ、緩和される可能性は低いとみられるため、2024年度以降も政策保有株式の減少は継続が続くと考えられる。

このような状況の中、以下では政策保有株式に関連して、現在及び今後特に注目される諸論点として取引先持株会と政策保有株式の保有目的の変更を取り上げる。

## 2. 取引先持株会：高まる保有の合理性等に対する説明の必要性

### 1) 800社を超える企業が取引先持株会を設置

「取引先持株会」は従業員持株会などと同様に、定期的に一定額の資金を拠出して取引先の株式を購入するものである。大株主データ（東洋経済新報社）を用いて、各社の大株主から「自社取引先持株会」など、取引先持株会とみられる名称の株主による保有状況を調べたところ、2023年度末時点で800社超存在し、その保有金額は約2.25兆円に上った。これは2023年度の株式分布状況調査の対象となった3,984社合計の時価総額1,008兆円の0.2%強に相当する。参考までに、従業員持株会の保有額は2022年度末現在で6.68兆円、対時価総額比で0.94%<sup>2</sup>であるから、取引先持株会の規模はこれより小さい。しかし、大株主データで把握できる株主は企業によって異なるものの概ね30位までであるので、実際には取引先持株会を持っている企業の数や保有額はこれよりも多いと考えられる。

図表4は取引先持株会が大株主10位までに入っている企業と、それら企業の時価総額と保有比率（いずれも単純平均）である。

これをみると、取引先持株会が大株主10位までに入っている企業数は662社で、それら企業の単純平均時価総額は953.8億円、単純平均の保有比率は4.8%である。特に、筆頭株主になっている企業は51社あり、それら企業の時価総額の単純平均は190.9億円、取引先持株会の保有比率は11.3%に上っている。企業によっては取引先持株会が株主として一定の存在感を有していることが分かる。

図表4 取引先持株会が大株主10位までに入っている企業の状況（2023年度）

	社数	単純平均時価総額(億円)	単純平均保有比率(%)
大株主1位	51	190.9	11.3
2-5位	375	695.6	5.5
6-10位	236	1,529.0	2.4
1-10位合計	662	953.8	4.8

(出所) 東洋経済新報社「大株主データ」より野村資本市場研究所作成

<sup>2</sup> 東京証券取引所「2022年度従業員持株会状況調査結果の概要について」2024年1月25日を参照。

図表 5 各種持株会制度の目的

持株会の種類	目的
従業員持株会	実施会社及び実施会社の子会社の従業員による取得対象株式の取得、保有の促進により、従業員の福利厚生増進及び経営への参加意識の向上を図ること
役員持株会	役員による実施会社の株式の取得を容易ならしめること
取引先持株会	取引関係者による取得対象株式の取得により、相互間の親睦関係の増進に寄与すること

(出所) 日本証券業協会「持株制度に関するガイドライン」2022年6月15日より  
野村資本市場研究所作成

## 2) 取引先持株会の目的は「親睦」

取引先持株会は何のために組織されているのであろうか。各種持株会の投資株式が記されている日本証券業協会の「持株制度に関するガイドライン」によると、取引先持株会の目的は「取引関係者による取得対象株式の取得により、相互間の親睦関係の増進に寄与すること」となっており、親睦目的とされている(図表5)。

親睦目的には、取引先企業の株式を保有することで取引関係の安定、維持発展を図ることも含まれていると考えられるため、取引先持株会は、保有側からみれば政策保有であり、取引先持株会を有している企業からみれば安定株主に相当するものといえるであろう。

## 3) 保有合理性等に対する説明が求められる

政策保有株式の保有合理性等に対する見方が厳しくなる中、I章で見たように金額や株数からすれば決して大きくはないものの、取引先持株会を通じた株式保有は現在、着実な増加を示すほぼ唯一のものである。また、取引先持株会が大株主になっている企業では、安定株主として決して小さくはない存在感を有している。

前述のように、取引先持株会は取引先企業との安定した関係構築が目的の政策保有であり、安定株主と考えうる存在である。安定株主が減少を続ける現状において、企業経営の安定的な運営という観点からは、取引先持株会による株式保有に対する関心は今後さらに高まるであろう。それゆえに、取引先持株会を有する企業に対しては、その目的や実際の取引関係との結びつきなどについて、取引先持株会を通じて株式を取得している企業に対してはその合理性、議決権行使のあり方等について、説明を求める動きが機関投資家等から高まることが考えられる。

### 3. 投資株式保有目的の変更：「純投資目的」への変更で情報開示が後退する懸念

#### 1) 有価証券報告書における保有株式の記載

企業の保有する有価証券のうち、株式がどのように有価証券報告書上扱われているかについてまとめたものが図表6である。

まず、金融商品会計基準においてはその保有目的により、保有株式は「売買目的有価証券」、「子会社株式及び関連会社株式」、「その他の有価証券」に区分される。いわゆる「政策保有株式」はこの区分においては「その他の有価証券（株式）」に分類される。そして、貸借対照表では「投資その他の資産」に区分され、「投資有価証券」として計上されている。

一方、有価証券報告書の「コーポレート・ガバナンスの状況等」において、政策保有株式はその保有目的によって、「保有目的が純投資以外の目的である投資株式」と「保有目的が純投資目的である保有株式」に区分されるとともに、そのように区分した基準や考え方を記載することが求められている。公益財団法人財務会計基準機構「有価証券報告書の作成要領」によれば、「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場合を指すものと考えられます」とされているが、保有目的が純投資目的に該当するか否かの判断は、「個々の会社において行われることが考えられます」となっており、区分に関する裁量は企業にある。

図表6 有価証券報告書での保有株式の区分の概要

金融商品会計基準での保有目的による区分	貸借対照表勘定科目（区分）	考え方	評価方法	有価証券報告書「コーポレート・ガバナンスの状況等」での記載
売買目的有価証券	有価証券（流動資産）	時価変動による利益獲得目的で保有する有価証券（短期売買を目的）	時価、評価差額は当期の損益処理	-
子会社株式及び関連会社株式	関係会社株式（投資その他の資産）	支配、影響力の行使を目的に保有する株式	取得原価	-
その他の有価証券（株式）	投資有価証券（投資その他の資産）	上記以外の株式	時価、評価差額は純資産の部に計上	保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式 保有目的が純投資目的である投資株式

（出所）内閣府「財務諸表等の用語、様式及び作成方法に関する規則」、公益財団法人財務会計基準機構「有価証券報告書の作成要領（2024年3月期提出用）」より野村資本市場研究所作成

## 2) 純投資目的の株式は総額開示となり、状況により開示内容後退の印象を受ける

さらに、「コーポレート・ガバナンスの状況等」において、保有目的が純投資以外の目的である投資株式と保有目的が純投資目的である保有株式には図表7に示した内容の記載が求められる。

ここで重要であるのは、保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式は、保有方針や保有の合理性を検証する方法や取締役会等での検証内容、株数が増減した企業の数や増加した場合にはその理由、さらには、一定の条件の下最大60の個別銘柄に関する情報の開示等が求められるのに対し、保有目的が純投資目的である投資株式では、保有合理性の検証に関する事項や個別銘柄の開示が求められていない点である。

このため、仮に、保有目的を純投資以外から純投資に変更すると、変更した期においては変更した銘柄についての開示があるが、それ以降の期では個別での開示が行われなくなる。よって、仮に、保有目的を純投資目的に変更して、それ以降売却を行わないのであれば、保有目的が純投資目的以外の時と状況は変わっていないにも関わらず銘柄の個別情報が開示されないことになり、事実上情報開示が後退したような印象を受ける。

実際に、金融庁が2024年3月に公表した「令和5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」では、政策保有株式に関する開示の課題として、保有目的を変更してもその後売却等が行われないうえに、実際には従前の状態と差異がない状態であることが指摘されている（図表8）。

このような状況を鑑み、金融庁のステewardシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議は2024年6月7日、「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム2024」を公表した。この中で政策保有株式について、①投資家や金融庁・東京証券取引所等の関係者において、今一度コーポレートガバナンス・コードに照らして保有の合理性についての検証を尽くすよう企業に促すべき、②その際、形式的な対応とならないよう有価証券報告書において

図表7 「コーポレート・ガバナンスの状況等」での政策保有株式に関する記載

有価証券報告書「コーポレート・ガバナンスの状況等」での記載	開示内容	個別銘柄の開示	保有目的を変更した期での該当銘柄の開示
保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式	<ul style="list-style-type: none"> <li>提出会社の保有方針及び保有の合理性を検証する方法</li> <li>個別銘柄の保有の適否に関する取締役会等における検証の内容</li> <li>株式数が増加した銘柄数、株式数の増加に係る取得価額の合計額増加の理由</li> <li>株式数が減少した銘柄数及び株式数の減少に係る売却価額の合計額</li> </ul>	あり	あり (該当各銘柄の株式数及び貸借対照表計上額)
保有目的が純投資目的である投資株式	<ul style="list-style-type: none"> <li>銘柄数及び貸借対照表計上額の合計額</li> <li>受取配当金、売却損益及び評価損益のそれぞれの合計額</li> </ul>	なし	あり (該当各銘柄の株式数及び貸借対照表計上額)

(出所) 公益財団法人財務会計基準機構「有価証券報告書の作成要領(2024年3月期提出用)」より  
野村資本市場研究所作成

図表 8 政策保有株式に関する開示の課題

① 政策保有株式の銘柄ごとの保有目的が具体的に記載されていない
政策保有株式縮減の方針を示しつつ、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
② 純投資目的の株式に変更を行っており、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っている
政策保有株式縮減の方針を示しつつ、発行者から売却の合意を得た上で純投資目的の株式に区分変更したものの、実際には長期間売却に取り組む予定はなく、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っている
(出所) 金融庁「令和 5 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」2024 年 3 月 29 日より野村資本市場研究所作成

実態を踏まえた適切な開示が行われることが重要、③金融庁が実際の開示についてより深度ある検証を実施し、その結果を踏まえ必要に応じて開示の拡充等の必要な措置を講じるべき、の 3 点が提言された。これを受けて、金融庁では全上場企業を対象に、政策保有株式に関し、適切に開示しているか調査を始めるとのことである<sup>3</sup>。

### 3) 純投資目的の株式であるからこそ過不足のない開示が大切

以上から考えると、投資家が懸念しているのは、企業が純投資目的以外の投資株式を純投資目的に変更して政策保有株式の削減を進めるように見せかけて、実態は現状から変化しないばかりか、個別銘柄の状況などの開示も後退してしまうという「政策保有株式削減ウォッシュ」の発生である。確かに、上述した Russell/Nomura Large Cap 構成企業における投資以外から純投資への変更事例を見ても、変更の理由や今後の方向性などについて説明しているものは少なかった。

それでは、どのような開示が望ましいであろうか。金融庁が 2024 年 3 月に公表した「記述情報の開示の好事例集 2023」では、株式の保有状況に関する投資家・アナリスト・有識者が期待する主な開示のポイントが記載されており、政策保有目的の株式を純投資目的に区分変更する場合には、区分変更の理由や区分変更後の議決権行使基準、売却までの想定期間等を開示することなどが有用とされている（図表 9）。

筆者は、純投資目的の投資株式は純投資目的以外の投資株式以上に丁寧な開示が必要ではないかと考える。純投資とは「キャピタルゲインやインカムゲインの獲得」を目的とするのであるから、株式を運用資産として保有することになる。そうであれば、運用の体制を構築することが必要であろう。

日本会計士協会の「金融商品に関する実務指針」によると、専ら短期売買による利益の獲得を目的とする「売買目的有価証券」について、これに分類すべきものとして「独立の専門部署によってトレーディングが行われているという外形的な状況を備えることが望ましい」としている。純投資目的の投資株式は、売買目的有価証券のように短期売買を目的とするものではない。しかし、例えば、純投資目的の投資株式を今

<sup>3</sup> 「金融庁、政策保有株の適正開示調査へ 全上場企業を対象」『日本経済新聞電子版』2024 年 5 月 27 日。

図表 9 株式の保有状況に関する投資家・アナリスト・有識者が期待する主な開示のポイント

政策保有株式の削減実績は、簿価ベースだけでなく、時価ベースでも開示することが有用

政策保有株式の合理的な保有理由の一つとして、経営上の重要な契約等と関連付けた説明をすることが挙げられる

政策保有株主から政策保有株式の売却等の意思表示が示された際に、売却を妨げることはない旨を記載することは、ステークホルダーにとって有用

政策保有目的の株式を純投資目的に区分変更する場合には、区分変更をした理由や区分変更後の議決権行使基準、売却までの想定期間等を開示することが有用

(出所) 金融庁「記述情報の開示の好事例集 2023」2024年3月8日より野村資本市場研究所作成

後相対的に多く保有する可能性のある金融機関であれば、独立の専門部署の設置（あるいは既存部署での担当の明確化）や利益相反などの管理体制の構築、運用（保有方針を含む）ガイドライン等の策定、公表等を行うとともに、議決権行使基準の策定や行使結果の開示など、保有目的が純投資目的以外の投資株式に求められる内容よりも広範で丁寧な情報開示を任意で実施することが期待される。

一方、非金融の場合は、一部規模の大きな企業を除いては専門部署を設置するなどして運用体制を構築することは難しいと考えられる。そのため、投資株式を純投資目的に変更することは容易ではないと思われるが、仮に変更するのであれば、ガイドライン等を作成して純投資目的の投資株式の管理体制を整え、任意開示も含め、純投資目的以外の投資株式に求められる内容以上に充実した情報開示が望ましいと考える。

#### 4) 保有目的にかかわらず保有銘柄の個別開示が必要

さらに、現在は純投資目的以外の投資株式を対象に行われている保有銘柄の個別開示については、純投資目的の投資株式に対しても行うことが望ましいであろう。個別銘柄を開示することについては、純投資目的株式の保有ポートフォリオが他に知られることを懸念する、否定的な意見もある。しかし、「政策保有株式削減ウォッシュ」に対する懸念があることや、運用を目的とした商品である投資信託では主要な保有銘柄が運用報告書で開示されていることなどを勘案すると、現在純投資目的以外の投資株式と同様に、一定数の保有銘柄について個別に開示することも必要と考える。

## 4. 変わる「政策保有は安定株主」という考え方

Ⅱ章の1で述べたように、政策保有株式を巡る見方は今後さらに厳しくなると見込まれることから、政策保有株式減少の動きは当面継続するであろう。政策保有の減少はいわゆる「安定株主」の減少を意味するが、しかし、「政策保有であっても必ずしも安定株主であるとは言えない」という考えも今後広がると考える。

政策保有は取引をはじめとした関係の構築、維持、発展を主眼に株式を保有するものであるから、これまでは、当事者間の関係に影響が出ない限りは保有先企業の経営方針などに特段意見を述べる必要はなく、株主総会での議決権行使においても会社側議案に反対票を投じる必要性はほとんどないと考えられた。

しかし、純投資の増加と政策保有の減少という株式保有構造の変化やスチュワードシップ・コード制定などによって、議決権行使やエンゲージメントが機関投資家によって積極的に行われるようになる中で、会社側の提案した議案が否決されることは特別なことではなくなった。さらに、コーポレートガバナンス・コードが制定されて、政策保有株式の保有合理性検証や、議決権行使に対する考え方などの説明が求められるようにもなった。このため、政策保有であっても純投資と同様に株主として保有先企業を適切にウォッチし、状況によっては会社側提案の議案であっても反対票を投じる状況も想定できるようになってきた<sup>4</sup>。すなわち、政策保有株主は安定株主とは必ずしもイコールではなくなる方向に進んでいるのである。

株式保有構造の変化が進み、純投資家主体の株主構造となる中で、企業と株主・投資家との間で「緊張感のある信頼関係」という新しい関係が構築されている。状況によっては株式保有先の会社の考え方に異議を唱えるという「物申す」時もあるが、逆にそうした異議を唱えることを容認するような深い相互理解に基づく関係が「緊張感を孕んだ信頼関係」である。「緊張感のある信頼関係の構築」は政策保有であっても必要であることは論を待たない。

今後見込まれる株式保有構造のさらなる変化とともに、政策保有の減少と純投資の増加、さらには政策保有株主の非安定株主化も併せて進んでいくことが見込まれる。

<sup>4</sup> このようなことも政策保有を行うことの無形のコストと考え、その負担が重くなることを理由に政策保有株式を減らすという考えを持つ企業も今後出てくる可能性が考えられるであろう。