

ディスクロージャー分析 ～政策保有株式に関する開示分析2022～

当ディスクロージャー分析レポートでは、TOPIX Core30（2021年12月現在）の会社（29社）の有価証券報告書を対象に、政策保有株式について有価証券報告書にどのように記載されているか調査・分析を実施した。

はじめに

2018年6月28日に金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ-資本市場における好循環の実現に向けて-（以下、DWG報告）において、資本市場の機能の発揮を通じ、日本全体の最適な資金フローを実現し、企業価値の向上及びその果実の家計への還元につなげるための検討結果がまとめられている。

この検討における柱の一つとして、「建設的な対話の促進に向けたガバナンス情報の提供」が取り上げられており、具体的には役員報酬に係る情報と政策保有株式について報告されている。

当レポートでは、政策保有株式についての課題やその克服のための制度開示の改正を振り返るとともに、政策保有目的株式の開示状況を確認した。

1.政策保有株式とは

政策保有株式とは、一般的には企業が株価値上がりの利益や配当金の受け取りなどによっての利益確保を目的とする純投資以外の目的で保有している株式のことを言う。また、かつての日本企業の慣行として、敵対的買収の防衛策や営業上の関係などを維持・構築することを目的に企業間の株式持ち合いが普及していたが、政策保有目的株式は、相互に持ち合うケースに限定されない。さらに、企業が直接保有していない場合でも実質的な観点で政策保有株式は判断される。

2.開示規制について

政策保有株式については、その保有が株主による議決権行使を通じた経営監視という企業のモニタリングの有効性を損ねる懸念があり、ひいては資本市場の効率性低下を招く恐れがあることが指摘されてきた。

2010年3月改定の企業内容等の開示に関する内閣府令（以下、開示府令）においては、「政策保有株式」という用語こそ使われていないものの、保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式について、有価証券報告書の記載事項とされた。その後も、「コーポレートガバナンス・コード」や、「投資家と企業の対話ガイドライン」の制定によって、引き続き政策保有目的株式の取り扱いが議論されてきた。

さらに、DWG報告で、政策保有目的株式に関する情報を拡充することが提案され、これを受けて2019年1月に開示府令が改正されている。また、金融庁からも政策保有株式に関する好開示のポイントが公開されている。

政策保有株式に係る記載事項の概要(「政策保有株式：投資家が期待する好開示のポイント（例）」 金融庁2021年3月22日より抜粋)

- 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（記載できない場合には、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

3.事例分析

以下では、上記の記載事項のうち、(1)政策保有株式の保有方針、(2)個別の政策保有株式の定量的な効果、及び(3)政策保有株式の増減状況について、事例分析により各社開示状況を確認した。

なお、対象とする企業は、TOPIX Core30（2021年12月末現在）の29社としている。

(1)保有方針の類型

保有株式の保有方針	会社数
合理性がある場合のみ保有	20
原則保有しない	9

政策保有方針の類型については、大きく分けると「合理性がある場合のみ保有」と「原則保有しない」という2つの類型が確認された。

(2)個別の政策保有株式の定量的な保有効果

個別の政策保有株式の定量的な保有効果	会社数
個別の定量的な保有効果を記載	0
記載出来ない旨及び保有の合理性の検証方法を記載	29

DWG報告やそれを受けた開示府令の改正においては、個別の政策保有株式の定量的な保有効果を記載することが期待された。開示例を確認したところ、全体的な保有の合理性の検証結果について記載されている事例は確認されたものの、「個別銘柄」の定量的な保有効果の記載をした会社はなかった。その理由として、取引関係上の機密事項に属することや、そもそも個別銘柄の保有効果を定量的に把握することが困難であることなどの記載がみられた。

なお、保有の合理性について全体的な検証を行った開示例は以下が挙げられる。

(株)三菱UFJフィナンシャル・グループ 有報
2021/03/31

(保有の合理性を検証する方法)

政策投資を目的として保有する全ての投資株式について、個社別に中長期的な視点から成長性、収益性、取引関係強化等の保有意義及び経済合理性(リスク・リターン)を確認しています。

なお、経済合理性の検証は、MUFGの株主資本利益率(ROE)目標を基準とした総合取引RORA(注1)を目標値として実施します。

(2020年3月末基準の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)

保有意義については、検証対象の大半において、発行会社グループの中長期的な経済的利益

を増大する目的で保有しており、その妥当性を確認しました。

経済合理性については、検証対象全体を合計した総合取引RORAが目標値の約1.8倍となっております。なお、個社別には社数ベースで86%の取引先企業が目標値を上回っており、その保有株式合計は簿価ベースで94%・時価ベースで89%を占めております(注2)。目標値を下回る取引先企業については採算改善をめざしますが、一定期間内に改善されない場合には売却を検討します。

(3)政策保有株式の増減の状況（対前期）

政策保有株式の銘柄数の増減	会社数
増加	9
減少	16
変化なし	4

政策保有株式の銘柄数の対前期の増減を確認したところ、29社中16社が減少している。日本企業の過去からの慣行の名残として政策保有株式が保有されてきた銘柄も一定数存在することを考えれば、有価証券報告書における情報開示が、企業内での政策保有株式の見直しの契機となっている可能性もあると考えられる。

また、開示の要求事項ではないが、例えば、政策保有株式が縮減状況の全体感や、変動の推移が具体的に示されていた事例も見受けられた。このような開示は、DWG報告で指摘された「政策保有株式の経営効率に与える影響」の観点で、投資家にとってはより明瞭に情報開示されている事例といえる。以下にその一例を示す。

(株)三菱UFJフィナンシャル・グループ 有報
2021/03/31

2020年度は約1,370億円(グループ銀行(株式会社三菱UFJ銀行及び三菱UFJ信託銀行株式会社)単純合算、取得原価ベース)の政策保有株式を削減しました。2021年度から2023年度の3カ年で3,000億円を超える政策保有株式の削減をめざします。

おわりに

以上見てきた通り、2019年3月期以降に政策保有株式の開示についての開示規程が変更になっている。この開示規程の変更の趣旨は、上述した通り、企業と投資家との建設的な対話の促進ではあったが、政策保有株式を保有する意図や効果の定量化が現実的には難しい部分もあり、規程の趣旨が十分に実現していない部分があることも否めない（上記事例分析(2)）

一方で、過去の日本の企業社会の特徴である「株式相互持合い」の文化から引き継がれてきた保有意図・効果が明確でない株式は縮減される方向にはあると考えられる。（上記事例分析(3)）

企業側は、政策保有株式の開示について、開示規程の求める「理想的な」開示の実現は難しいとしても、「投資家との建設的な対話の促進」に向けた最善の開示は常に心掛けていく必要がある。

この観点では、政策保有株式の縮減方針が社内で確立されているのであれば、その方針と縮減状況を積極的かつ明瞭に開示することは、投資家との建設的な対話に資するものであると考えられる。

以上

(出所) 株式会社ディスクロージャー&IR総合研究所の調査による