

基礎研 レポート

政策保有株式削減の進捗状況

進む損害保険、出遅れる銀行

金融研究部 主任研究員 高岡 和佳子

(03)3512-1851 takaoka@nli-research.co.jp

1—政策保有に関する方針は各社各様である

コーポレートガバナンス・コードが適用されてから、2年経過した。本コードでは、上場会社が政策保有株式を保有する場合には、政策保有に関する方針の開示を求める（原則1-4）。政策保有に関する方針の開示が求められる背景には、政策保有株式（いわゆる持ち合い株式）の中には、効率的な投資とはいえないものがあり、資本効率向上の阻害要因になりうるといった批判がある。

政策保有株式を保有しない方針を宣言する企業もあるが、大多数の企業は、一定の条件の下で、政策保有株式の保有を表明している。一定の条件とは、取引関係の重要性や、取引先企業の成長性等を定期的に検証し、政策保有株式を保有する事の合理性が認められるといった条件である。また、政策保有株式の残高削減を掲げる企業もある。なお、3メガバンクは、2015年3月末時点から3～5年で少なくとも3割程度、政策保有株式の削減を目標としているⁱⁱ。一方、保有の合理性を失った場合の

図表1：主な金融機関の政策保有株式に関する方針

	政策保有に関する方針	保有の合理性（妥当性）の有無別、具体的方策	
		有	無
三菱UFJ フィナンシャル・グループ	政策投資目的で保有する 株式の残高削減	市場環境や経営・財務戦略等を考慮し、売却することがある	取引先企業の十分な理解を得た上で、売却
みずほ フィナンシャルグループ	保有の意義が認められる場合を除き、保有しない	保有	市場への影響やその他考慮すべき事情にも配慮しつつ売却
三井住友 フィナンシャルグループ	保有の合理性が認められる場合を除き、原則として、政策保有株式を保有しない	保有	市場に与える影響や発行体の財務戦略など、様々な事情を考慮したうえで、売却
東京海上 ホールディングス	資本を株価変動の影響を受けにくいものに改善するとともに、資本効率の向上を図る観点から、引き続き 総量の削減に努める	---	---
MS&AD ホールディングス	株価変動の影響を受けにくい強固な財務基盤の構築や資本効率性の向上の観点から 政策株式の保有総額を削減 する	市場環境や当社の経営・財務戦略等を考慮し、売却することがある	発行体企業の理解を得ながら、売却
SOMPO ホールディングス	政策保有株式の継続的削減 により（中略）財務健全性の確保と資本効率の向上を目指す	---	---
野村ホールディングス	株式の保有が野村グループの企業価値の維持・向上に資する場合のみ、同株式を保有する	保有	市場への影響やその他考慮すべき事情にも配慮しつつ売却
大和証券グループ本社	保有意義が認められる場合のみ保有	保有	---

（資料）各社のコーポレートガバナンス報告書（2017.11.30時点）を基に作成

売却にあたり、市場への影響や取引先企業の事情等を考慮することも明言している（図表1）。

では、この2年で、政策保有株式の削減はどのように進んだのだろうか。本稿では、コーポレートガバナンス・コードの適用開始時に、政策保有銘柄の数が多かった企業を中心に、政策保有株式削減の進捗状況を確認する。

2——大株主情報を用いて確認する理由と調査対象データの分類

企業内容等の開示に関する内閣府令では、政策保有株式について、少なくとも貸借対照表計上額の30銘柄（30銘柄未満の場合は保有する限り全銘柄）の開示（コーポレート・ガバナンスの状況等）を求める。つまり、開示銘柄が30銘柄に満たない企業は、政策保有株式を全て開示していると言い換えることが可能だ。筆者の分析によると、一般事業会社に限れば、80%以上の企業が政策保有株式全てを開示しているⁱⁱⁱ。しかし、今回のように、政策保有銘柄の数が多企業を中心に分析する場合、上記のコーポレート・ガバナンスの状況等における開示情報では不十分である。そこで、今回は大株主データ（東洋経済新報社）を用いる。コーポレート・ガバナンスの状況等における開示情報は、株式を保有する主体が、保有目的に応じて報告するのに対し、大株主データは株式を発行する主体が報告する情報であり、株式を保有する主体の保有目的とは関係なく収録されている。

株式の保有目的は、政策保有目的に限らない。短期的な資金運用によって運用益を得ることを目的として保有（売買目的有価証券）する場合もあれば、支配力や影響力を行使する目的で保有（子会社・関連会社株式）する場合もある。貸借対照表上、前者は「有価証券」、後者は「関係会社株式」として計上される。そして、売買目的有価証券でも、子会社・関連会社株式でもない株式は「投資有価証券」として計上される。「投資有価証券」として計上される株式のうち、もっぱ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場合は純投資目的であり、それ以外が政策保有目的に分類される。

このように株式の保有目的が多岐に渡るため、まずは大株主データに収録されるデータのうち、信託銀行・生命保険会社・証券会社が株式保有主体であるデータを調査対象から外した（図表2）。信託銀行と生命保険会社が株式保有主体であるデータを調査対象から外した理由は、信託銀行と生命保険会社の大多数がスチュワードシップ・コードの受入れを表明しており、純投資目的で株式を保有している可能性が高いからである。一方、多くの損害保険会社もスチュワードシップ・コードの受入れを表明しているが、コーポレート・ガバナンスの状況等において、多数の政策保有株式を開示している^{iv}。そのため、損害保険会社が株式保有主体であるデータは調査対象とした。証

図表2：株式保有主体の属性別調査対象

	上場会社	非上場会社	
		上場持株会社の傘下企業である	上場持株会社の傘下企業でない
一般事業会社	対象		
銀行			
信託銀行	対象外		対象外
証券			
損害保険	対象		
生命保険	対象外		

券会社が株式保有主体であるデータを調査対象から外した理由は、図表1のように、政策保有株式を保有している会社があるものの、大半は売買目的で保有している可能性が高いからである^v。このほか、株式発行主体の関係会社が株式保有主体であるデータも調査対象外とした。

更に、コーポレートガバナンス・コードの対象企業が上場企業であることから、非上場企業（上場持株会社の非上場子会社は除く）が株式保有主体であるデータも、調査対象から外した。

3—調査結果

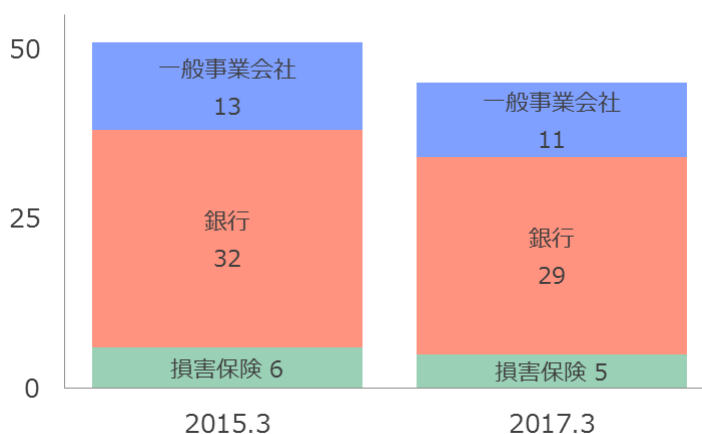
1 | 分析対象データから分かること ~ 一握りの企業がハブ機能を担う

調査に当たり、政策保有銘柄の数が多企業を「上記分類後のデータにおいて、大株主として掲載する上場会社が31社以上ある企業」と定義する。このように定義するのは、コーポレート・ガバナンスの状況等において、政策保有株式の全てが開示されているとは限らないと考えられるからである。

この定義の下で、2015年のコーポレートガバナンス・コードの適用開始時に、政策保有銘柄の数が多かった企業は51企業であった。そして内訳は、一般事業会社が13、銀行が32、損害保険が6であり、やはり金融機関が圧倒的に多い（図表3）。

次に、政策保有銘柄の数が多企業（51企業）は、それぞれ何社の大株主であるかを確認した。平均は133社、最も多い企業は1,055社に及ぶことが確認できた。政策保有銘柄の数が30以下に収まる企業が大多数を占める一方、一握りの企業が多数の政策保有銘柄を有している。つまり一握りの企業がハブ機能を担うことで、上場企業間の持合ネットワークが構成されている可能性が高い^{vi}。

図表3：業種別政策保有銘柄の数が多企業数



2 | 調査結果からわかること ~ 3メガバンクの政策保有株式の削減は多少遅れ気味

図表3を見る限り、2017年3月時点では政策保有銘柄の数が多企業自体はさほど減っていない。では、政策保有株式の削減は進んでいないのだろうか。

そこで、コーポレートガバナンス・コードの適用開始時に、政策保有銘柄の数が多かった51企業を対象に調査を進めた。調査の結果、政策保有株式の削減が進んでいる様子が確認できた（図表4）。2015年3月末時点において、上記

図表4：大株主として掲載される総数

	2015.3	2017.3	削減率
全業種合計	6,777	5,863	13%
一般事業会社	636	556	13%
銀行	4,558	4,053	11%
うち、3メガバンク	2,762	2,436	12%
損害保険	1,583	1,254	21%

（資料）大株主データ（東洋経済新報社）より作成

51企業は合計6,777社の大株主であったが、2017年3月時点では、5,863社に減少し、削減率は13%に及ぶ。ただし、その進捗状況は、業種によって差があり、銀行に限れば11%にとどまる。3～5年で

図表5：3メガバンクの削減率と大株主順位の変化

	グループ削減目標	削減率	平均保有順位の変化
三菱東京UFJ銀行	5年間で3割	11%	↓0.07
みずほ銀行	3年間で3割	16%	↑0.13
三井住友銀行	5年間で3割	8%	↑0.11

(資料) 2015年11月7日、日本経済新聞(朝刊)及び大株主データ(東洋経済新報社)より作成

少なくとも3割程度、政策保有株式の削減を目標とする3メガバンクに限定すると12%となり、5年で3割を前提に考えると、順調に進捗しているように見えなくもない。

しかし、グループ別削減目標と企業別削減率を比較すると、必ずしも順調とは言えなさそうだ(図表5)。みずほ銀行の削減率が最も高いが、みずほフィナンシャル・グループが掲げる3年間で3割削減という目標に照らせば、多少遅れ気味である。また、他のグループは5年間で3割削減を目標としているが、三菱東京UFJ銀行と三井住友銀行の削減率は、それぞれ11%と8%にとどまり、多少遅れ気味である。

ここまでは、大株主として掲載されているか否かのみに着目した分析であったが、ここからは、平均保有順位の変化にも着目する。冒頭に記したとおり、多くの企業は取引関係の重要性や、取引先企業の成長性を勘案し、個社別に保有の合理性を判断している。しかし、政策保有株式を削減するために、保有の合理性が有る銘柄であっても、保有量(占率)を減らしている可能性も有る。政策保有株式の削減手段として、保有量の減少に取り組んでいるならば、その効果は削減率ではなく、平均保有順位の変化に反映される可能性が高く、個社の取り組みを削減率のみで評価することは不適切だからだ(図表6)。

しかし、3メガバンクいずれも、平均保有順位に大きな変化は無く、先の政策保有株式の削減は遅

図表6：政策保有株式削減の取り組み効果の表れ方

前提：大株主データ掲載範囲が上位5株主の場合

2015.3の大株主データ		2017.3の大株主データ		
株式会社〇〇	△△株式会社	株式会社〇〇	△△株式会社	
1位 A銀行	1位 B銀行	1位 A銀行	1位 B銀行	↑大株主データで把握可能
2位 C生命保険	2位 C生命保険	2位 C生命保険	2位 C生命保険	
3位 B銀行	3位 A銀行	3位 D信託銀行	3位 D信託銀行	
4位 D信託銀行	4位 D信託銀行	4位 E証券	4位 E証券	
5位 E証券	5位 E証券	5位 B銀行	5位 F信託銀行	
6位 F信託銀行	6位 F信託銀行	6位 F信託銀行	6位 A銀行	↓大株主データで把握不能
7位 G生命保険	7位 G生命保険	7位 G生命保険	7位 G生命保険	

	掲載社数		削減率	平均保有順位		変化
	2015.3	2017.3		2015.3	2017.3	
A銀行	2社	1社	50%	2位	1位	↑1.00
B銀行	2社	2社	0%	2位	3位	↓1.00

- ✓ A銀行の場合は、削減率に表れる
- ✓ B銀行の場合は、平均保有順位は低下として表れる
- ✓ なお、A銀行のように相対的に保有順位の低い銘柄の売却に伴い、平均保有順位が上がる場合もある

れ気味という判断に変わらない。

みずほ銀行及び三井住友銀行の平均保有順位が僅かに上がっている。これは、合理性判断に基づき、保有順位の低かった銘柄を売却するなどした結果として、分析上、順位が上がったに過ぎないと解釈すべきであろう（図表6：A銀行の例）。上記の2行と同様、上述の影響も受けているはずなのに、三菱東京UFJ銀行のみ僅かに平均保有順位が下がっている点が興味深い。データの制約や簡便な分析手法による影響もあるが、保有の合理性があっても市場環境や経営・財務環境等を考慮し売却する方針（図表1）の表れかもしれない。

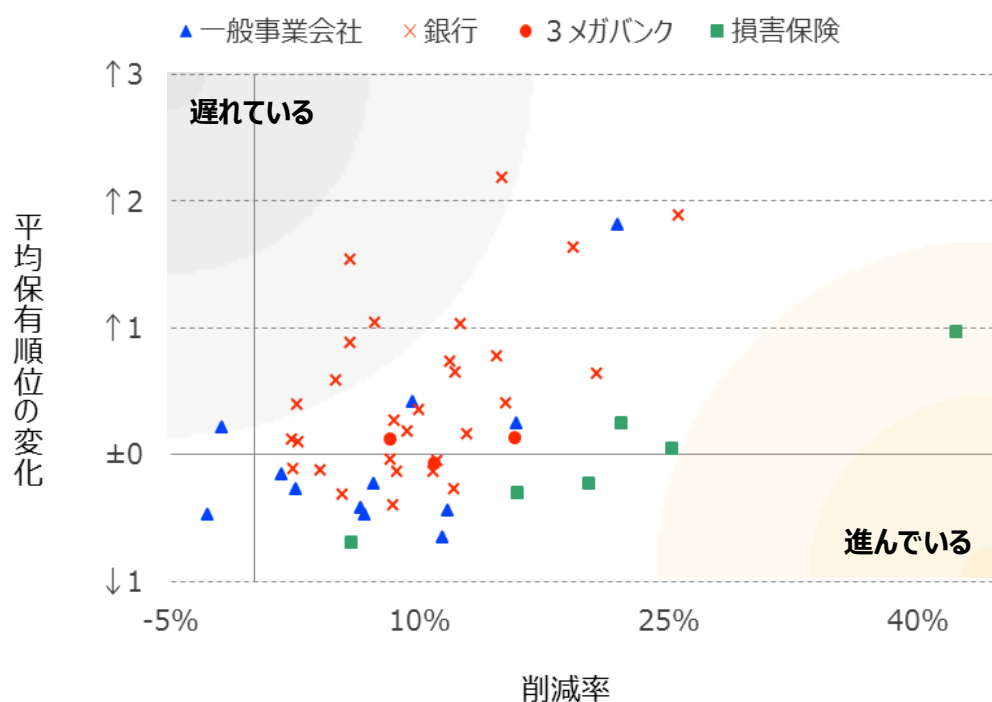
3 | 個社別調査結果からわかること ~ 進む損害保険、出遅れる銀行

前段の通り、政策保有株式の削減の進捗状況は、削減率だけでなく平均保有順位の変化も含め判断すべきである。そこで、政策保有銘柄の数が多い企業それぞれの削減率及び平均保有順位の変化をプロットした（図表7）。右下ほど、削減率が高く、また平均保有順位が下がっていることから、政策保有株式削減が進んでいる企業と判断できる。そして、左上はその逆である。

削減率だけでなく、平均保有順位の変化においても、損害保険の政策保有株式削減は他業種に比べて進んでいることが確認できる。削減率に限れば、銀行と一般事業会社と間に大差はなかった。しかし、平均保有順位の変化に着目すると、一般事業会社の方が進んでいるように見える。このことから、政策保有株式削減という点で、銀行は他業種に比べて出遅れていると考えられる。

なお、相対的に政策保有株式削減が遅れている銀行の中では、3メガバンクは、進んでいる部類に入る。

図表7：大株主データから見た各社の政策保有株式削減の進捗状況



4—最後に

コーポレートガバナンス・コードの適用を機に、政策保有株式の削減が進んでいる。特に、3メガバンクは、2015年3月末時点から3～5年で少なくとも3割程度、政策保有株式の削減を目標としているが、その歩みはやや遅れているように見える。市場環境や発行体企業の理解といった事情を考慮して、保有の合理性が認められない政策保有株式の売却を進める方針を掲げているが、近年の株式市場環境を鑑みると、苦戦する要因は、市場への影響ではなく発行体企業の理解といった事情にあると考える方が自然だ。依然、政策保有株式の売却に対する企業側の抵抗が根強いことの表れだろう。

3メガバンクが苦戦する背景も理解できるが、他業種、特に、損害保険各社と比較して出遅れている事も事実である。残り1年～3年間の各行の取り組みに期待するとともに、発行体企業の意識変化にも期待したい。政策保有株式が保有企業の資本効率向上の阻害要因となりうること、これが批判される理由である。だからこそ、コーポレートガバナンス・コードでは、政策保有株式について中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証することを求めている。しかし、理由は一つではない。株主総会の形骸化（監視機能の無効化）を通じて、保有される側の企業価値向上の阻害要因になりうることも政策保有株式が批判される理由である。自社が一般投資家の眼にどのように映っているかを考えると、政策保有株式の売却に対する抵抗感も弱まるのではないだろうか。

i 政策保有株式とは、一般的に企業が取引先や取引金融機関との間で持ち合う株式を指す。

ii 2015年11月7日、日本経済新聞（朝刊）「3メガ銀、持ち合い株3割削減、市場評価、実行力でも。」参照

iii 基礎研レポート『[企業内容等の開示は機能しているか？～より具体的な保有目的開示に期待する](#)』（2017年2月21日）

iv 東京海上ホールディングス株式会社のコーポレート・ガバナンスの状況等によると、東京海上日動火災保険株式会社は2017年3月31日時点で、主として取引関係の強化を図ることを保有目的として、少なくとも222銘柄の上場株式を保有している。また、MS&ADインシュアランスグループホールディングス株式会社のコーポレート・ガバナンスの状況等によると、三井住友海上火災保険株式会社は、2017年3月31日時点で、総合的な取引関係の維持・強化を目的として、少なくとも200銘柄の上場株式を保有している。

v 証券会社を大株主として掲載する上場会社は多くあるが、その半分以上が2015年3月と2017年3月時点で異なっている。

vi 基礎研レポート『[問題公表による他社株価への影響～持合ネットワーク構造を用いた分析](#)』（2017年9月1日）