

GR スコア対象企業 109 社の考察：政策保有株式の方針、取組み、財務的インパクト

Research Report
2022 年 12 月

社会システム研究所
主任研究員 杉浦 康之

要 約

企業の株式持ち合いなど、政策保有株式への投資は、日本のコーポレートガバナンス・コードでは、経済合理性の観点から定期的な検証を求めており、国際的な機関投資家団体である ICGN でも機関投資家の声としてその影響などを評価することを求めている。本稿では、日興リサーチセンターが開発した GR スコア（ガバナンスリサーチ・スコア）2022 の国内主要企業 109 社を対象に、政策保有株式に対する方針と実際の取組み状況を確認した。

2021 年 12 月末時点では、取締役会が定期的に資本コストなどの観点から経済合理的に検証している企業は 61 社と半数を超えている。

また GR スコア対象企業のうち、政策保有額はおよそ 33 兆円であり、その売却額は約 2 兆 4,172 億円、取得額は 7,380 億円となっており、全体では政策保有の売却が進んでいる。なかでも、銀行や保険などの金融機関は縮減を進めているが、他方で自動車・輸送機やエネルギー資源などのセクターは買入が売却を上回っている。

さらに、政策保有数が 60 銘柄以下の GR スコア対象企業 67 社に限定し、政策保有で得られる配当収入の、利益や資本への影響などを確認したところ、平均的に、政策保有投資は株主資本の 5%程度を投資しているのに対し、その配当収入が経常利益の約 1%、株主資本の約 0.1%であることが確認された。

目次

1. はじめに
2. 政策保有株式方針の状況
3. GR スコア対象企業の 2021 年度の政策保有株式の保有状況
4. 政策保有株式の資本効率性への影響
5. おわりに

1. はじめに

政策保有株式は、取引先企業などの株式を取得し、長期に保有すること、あるいは相互で企業の株式を長期に保有することを指す。政策保有は少数株主からみると、資本効率性と議決権行使の2つの懸念がある。

まず、取引先企業の株式を取得することが資本効率性観点から合理的な判断の下で実施されているかどうか懸念される。機関投資家は、日本企業の問題点の一つに資本効率性(ROEなど)を挙げており、政策保有を続けていくことも含まれると考える。こうした懸念に対し、コーポレートガバナンス・コード(以下、JCGC)の原則1-4では、政策保有株式の「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等」の経済合理性の検証を求めている。

さらに、機関投資家を代表する団体であるICGN(国際コーポレートガバナンスネットワーク)は、ICGNグローバル・ガバナンス原則(以下、ICGP)の中で、政策保有株式に関する指針が新たに盛り込まれ、政策保有株式の経済合理性の一つとして、より定量的で具体的な開示と資本利益に対する影響を開示することを求めている。

議決権行使については次のような懸念がある。例えば、取引先企業に株式を保有してもらった場合、その企業との長期的な取引関係を維持する一方、それが積み重なることにより安定株主工作となり、経営者のエンタレンチメント(保身)を助長する恐れがある。すなわち、株主提案の否決や総会議案の賛成を促しやすくなり、少数株主の利益を損なう可能性が考えられる。JCGC原則では、政策保有株式の縮減方針の開示を求め、政策保有が縮減することを期待している。

本稿では、政策保有株式に関連した方針についての取り組み状況について把握するため、GRスコア対象企業109社における政策保有株式の状況について確認する。以降、2章では、政策保有に関する方針の記述について確認する。3章ではGRスコア対象企業の政策保有株式の保有状況、売却、取得の状況について確認する。4章では、有価証券報告書において政策保有株式の個別銘柄をすべて把握することが可能な企業に限定し、政策保有に関する資本効率性への影響を確認する。具体的には、2021年度の政策保有株式(特定投資とみなし投資株式)60銘柄²以下の企業に限定し、それらの企業が保有する株式の株式数とその企業の配当金から配当収入総額を算出し、各社の経常利益や純資産にどの程度寄与しているのかを確認する。

2. 政策保有株式方針の状況

GRスコア2022対象109社に関する政策保有の状況については、2021年12月末までに公表された有価証券報告書およびコーポレートガバナンス報告書をもとに確認している。このうち、小松製作所、ルネサスエレクトロニクス、オリックス、ゆうちょ銀行の4社は、政策保有株式を保有していない。こ

¹ 日興リサーチセンターでは、コーポレートガバナンス・コードとICGNグローバル・ガバナンス原則を基にした評価基準とするGRスコアを策定しており、政策保有についても、同スコアの評価基準の一つとして採用している(小原・杉浦(2022))。

² 有価証券報告書では、2019年3月より、政策保有株式の記載において個別銘柄の開示を最大60銘柄に拡大したことから、上記の企業に限定した。

れら4社については、便宜上各項目に取り組んでいると評価する。

ここでは、JCGCとICGPにおける政策保有に関連した項目を以下で列挙し、その状況について確認する。

(1) 取締役会が政策保有株式について定期的に資本コストなどの経済合理性を基準とした検証を行っている

JCGC原則1-4では、「毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、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等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべき」としている。

ここでは、GRスコア2022対象企業109社の政策保有株式の方針について、「取締役会が、定期的に、資本コストなどの経済合理的な基準から検証を行っているのか」を確認した(図表1参照)。

109社のうち61社(56%)と半数以上の企業が、定期的に取締役会で政策保有株式の経済合理性について資本コストを用いて検証することを記載している。他方、残りの48社はそうした記述が確認されず、例えば取締役会の関与が記載されていない、あるいは資本コストなど政策保有を検証する際の考え方やその頻度などについて記載されていなかった。

(2) 政策保有株式に関する縮減方針および縮減結果を開示している

JCGC原則1-4では、「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」としている。ここでは、政策保有株式の縮減(売却)の方針とその年の縮減(売却)額について確認する。

政策保有株式の縮減方針および売却額を開示する企業は、109社のうち81社(74%)と多くの企業で確認された(図表1)。売却額については、有価証券報告書での開示項目に沿って開示している。売却の方針については、資本コストでの検証を行ったうえで、「保有意義が薄れた」または「経済合理性が確認できなかった」場合に、政策保有株式を売却といった趣旨で売却の方針が書かれているものが多く確認された。

残りの28社については、縮減方針そのものを開示していない、あるいは政策保有株式の縮減に関する基準が明確ではない記載であった。

(3) 政策保有先企業が自社株式の売却を妨げないことについて明言している

JCGC原則1-4では、「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」としている。

ここでは、自社の株式を保有している企業からの売却を妨げないことを明示的に開示しているかを確認した。

自社の株式を保有している企業からの売却を妨げないことを明示的に開示している企業は、109社のうち22社(20%)とわずかであった。これは、“コンプライ・オア・エクスプレイン”に則り、遵守する項目については開示しないことが起因していると考えられる。実際、本項目について開示する企業のほとんどは、コーポレートガバナンスに関する詳細な独自のガイドラインや方針を掲げている。

図表1 政策保有株式に関する方針の実施率

項目	実施社数	実施率
取締役会が政策保有株式について定期的に資本コストなどの経済合理性を基準とした検証を行っている	61	56.0%
政策保有株式に関する縮減方針および縮減結果を開示している	81	74.3%
政策保有先企業が自社株式の売却を妨げないことについて明言している	22	20.2%

(出所) 日興リサーチセンター

3. GR スコア対象企業の2021年度の政策保有株式の保有状況

ここでは、GR スコア対象企業の政策保有株の動向について確認する。なお分析では、上場企業への政策保有を実施していない7社を除外した102社について言及する³。図表2は102社の政策保有の状況を示している。政策保有総額は32兆7,850億円、平均の保有額は、3,214億円、中央値で676億円、最小額6,000万円、最大額が4兆76億円であった。保有銘柄数では、平均保有銘柄数は102社、中央値で30社、最小1社、最大1,266社であった。

2021年度の売却総額と買入総額についてみると、売却合計額は約2兆4,172億円、買入総額は7,380億円であり、売却総額から買入総額を引いた純売却総額は1兆6,792億円であった。昨年度の7,700億円(高橋・寺山(2021))と比較し、政策保有株式の売却が進んでいる。

図表2 GR スコア対象企業109社における2021年度の政策保有の状況

	企業数	総和	平均	標準偏差	最小値	25%点	中央値	75%点	最大値
買入総額※	102	737.98	7.24	39.05	0.00	0.00	0.00	0.25	365.53
売却総額※	102	2,417.17	23.70	57.48	0.00	0.12	2.09	14.09	390.19
純売却総額※	102	1,679.19	16.46	58.71	-321.40	0.00	1.28	13.65	313.43
保有額※	102	32,785.04	321.42	749.34	0.06	17.18	67.63	175.04	4,007.67
買入銘柄数	102	178.00	1.75	2.93	0	0	1	2	15
売却銘柄数	102	1,752.00	17.18	44.15	0	1	3	9	242
保有銘柄数	102	10,369.00	101.66	248.64	1	11	30	60	1,266

※単位：十億円

(出所) 日興リサーチセンター

さらに、政策保有株式について、保有額を東証17業種別でみると(図表3)、銀行、金融(除く銀行)、自動車・輸送機の順に多い。また純売却総額については、銀行や金融(除く銀行)では縮減が進んでい

³ ここでは、2021年1月から2021年12月末までに公表された有価証券報告書を基に分析を行っている。

るが、一方で、エネルギー資源や自動車・輸送機では買入が増えている。

図表3 東証17業種別にみる2021年度の政策保有の状況(単位:十億円)

東証17業種	企業数	買入総額	売却総額	純売却総額	保有額
食品	7	1.35	32.06	30.72	241.31
エネルギー資源	2	19.34	3.99	-15.35	204.80
建設・資材	3	0.15	4.08	3.93	145.34
素材・化学	9	0.55	96.79	96.24	464.45
医薬品	8	18.90	28.71	9.81	353.42
自動車・輸送機	10	375.25	259.94	-115.31	5,142.39
鉄鋼・非鉄	3	11.98	44.41	32.43	350.68
機械	5	5.99	109.20	103.21	576.99
電機・精密	19	0.29	124.85	124.55	2,412.95
情報通信・サービスその他	13	16.50	99.13	82.63	1,317.64
電気・ガス	2	0.39	11.21	10.82	163.65
運輸・物流	5	0.00	53.74	53.74	485.21
商社・卸売	4	24.10	120.05	95.96	1,203.86
小売	4	0.00	1.00	1.00	201.58
銀行	5	206.18	997.69	791.51	11,066.52
金融(除く銀行)	7	47.96	366.95	318.99	6,984.38
不動産	3	9.07	63.39	54.32	1,469.89
総和	109	737.98	2,417.17	1,679.19	32,785.04

(出所) 日興リサーチセンター

なお、2021年度の売却額が取得額を上回った(ネットで政策保有株式が減少した)企業は71社、取得額が売却額を上回った(ネットで政策保有株式が増加した)企業が16社、取得も売却もなかった企業が15社であった。

特に取得額が売却額を上回った16社では、関係強化などによる保有の増加のほか、未上場企業が上場したことにより、保有額が増加した(便宜上「区分変更」としている)ことなどが挙げられる(図表4参照)。なおGRスコア対象109社の政策保有に関する取り組みについてはAppendixを参照されたい。

図表4 政策保有株式の取得額が売却額を上回った企業16社の状況(単位:百万円)

No.	証券コード	会社名	取得額	売却額	保有額	取得額-売却額	主な増加理由
1	7203	トヨタ自動車	365,528	44,132	3,032,369	321,396	区分変更・関係強化
2	8001	伊藤忠商事	23,988	3,701	175,250	20,297	関係強化
3	5020	E N E O Sホールディングス(連結)	19,337	3,991	181,935	15,346	関係強化
4	4502	武田薬品工業	12,404	0	33,022	12,404	区分変更
5	9432	日本電信電話(連結)	10,640	0	666,855	10,640	資本業務提携
6	7267	本田技研工業	8,658	119	100,777	8,539	関係強化
7	8830	住友不動産	7,034	4,226	495,450	2,808	関係強化
8	9433	K D D I	4,664	2,511	130,757	2,153	関係強化
9	5401	日本製鉄	11,978	10,182	243,246	1,796	区分変更・新株予約権
10	4689	Zホールディングス	1,153	636	2,901	517	区分変更
11	6869	シスメックス	250	0	1,221	250	関係強化
12	8113	ユニ・チャーム	190	37	11,352	153	取引先持ち株会・関係強化
13	4063	信越化学工業	299	213	63,769	86	関係強化
14	9735	セコム	6	0	16,788	6	取引先持ち株会
15	4543	テルモ	3	0	5,335	3	関係強化
16	6971	京セラ	2	0	1,414,813	2	取引先持ち株会・区分変更

(出所) 日興リサーチセンター

4. 政策保有株式の資本効率性への影響

政策保有について、JCGC では、資本コストなどの経済合理性に関する検証を求めているが、機関投資家はさらに、一步踏み込んだことを要求している。ICGP7.9“Capital Allocation”では、戦略的株式保有や株式の持ち合いの取得及び保有が資本利益率にどの程度影響があるのかを、取締役会が開示することを求めている。だが、GR スコア対象企業のほとんどはこのような開示を行っていない。加えて、有価証券報告書における保有銘柄数も 60 社を上限としているため、収益など財務的なインパクトを算出することは難しい。

そこで、GR スコア対象企業のうち、一定の条件を満たす企業に限定し、政策保有の取り組みが資本効率性にどの程度影響を及ぼすのかを把握することを試みる。2021 年度の政策保有株式（特定投資とみなし投資株式）が 60 銘柄以下であった 76 社に限定し、各企業の保有する株式が収益性や株主資本に対し、どの程度の影響があったのかを確認する。特にここでは、財務的なインパクトの一つである配当収入に着目し、政策保有先企業の保有株式数と配当金から配当収入総額を算出し、76 社の 2021 年度の経常利益と株主資本にどの程度寄与しているのかを確認した。

図表 5 は、政策保有株式が経常利益や株主資本に与えた影響についての記述統計量の結果である。まず政策保有株式から得た配当収入が対経常利益に占める比率(図表 5 の左)について、平均値は 1.09%、中央値が 0.38%となっている。平均、中央値で見るとその寄与率は低い。実際、配当収入が経常利益または経常損失の 10%以上を占めている企業はわずか 4 社であった。

さらに配当収入が株主資本に占める比率(図表 5 の中央)について、平均が 0.12%、中央値で 0.05%、上位 1/4 (75%点) の企業でも 0.13%であった。つまり株主資本の効率性という視点から見ても、配当収入の影響はわずかである。

また政策保有に関する簿価ベースでの保有額に関する株主資本に占める割合(図表 5 の右)を確認すると、平均値が 5.34%、中央値で 2.63%、上位 1/4 の企業では 5.70%であり、一部であるが、政策保有に相当の投資を行っている企業が観察される。

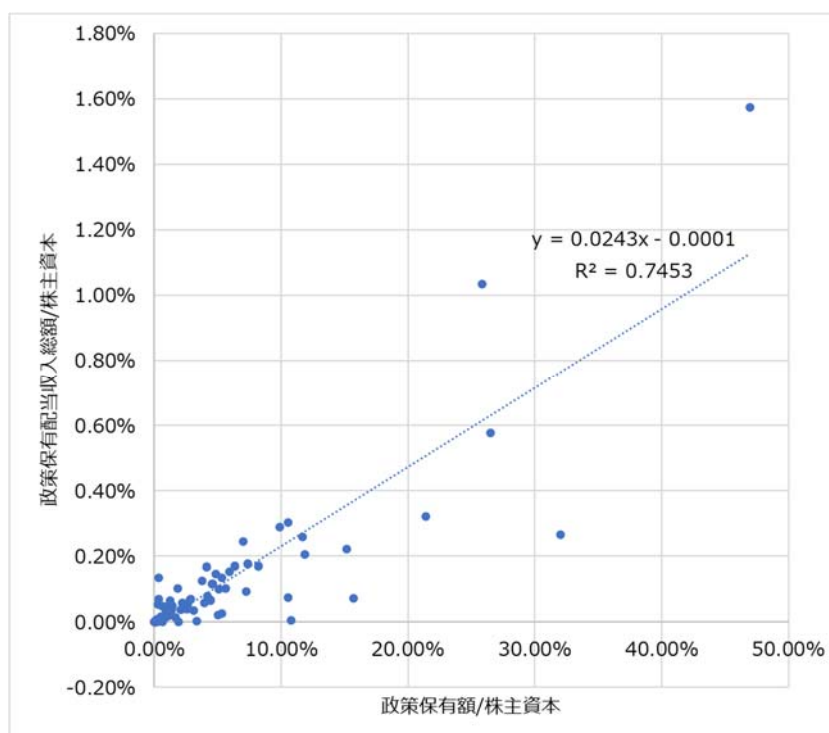
図表 5 政策保有株式に関する記述統計量

	配当収入／ 経常利益	配当収入／ 株主資本	政策保有株式額／ 株主資本比
平均値	1.09%	0.12%	5.34%
標準偏差	7.25%	0.22%	7.93%
最小値	-42.62%	0.00%	0.01%
25%点	0.04%	0.02%	0.81%
中央値	0.38%	0.05%	2.63%
75%点	1.11%	0.13%	5.70%
最大値	34.72%	1.57%	46.94%

(出所) 日興リサーチセンター

さらに、配当収入が株主資本に占める比率と政策保有額が株主資本に占める比率に関する散布図（図表 6）を確認すると、仮に株主資本 5%程度を投入しても、得られる収益は 0.1%程度であり、資本効率の観点から見ても低いことが窺える。

図表 6 配当収入純資産対比と政策保有額純資産対比の散布図



(出所) 日興リサーチセンター

5. おわりに

本稿では、GR スコア 2022 対象企業の政策保有株式に関する取り組み状況について確認した。政策保有株式について取締役会が定期的に資本コストなどの経済合理的な視点から検証している企業は半数を超える程度であり、残りの企業は、政策保有の取り組みを明確に示せていない。他方、縮減の方針については多くの企業が示している。実際、2021 年度の政策保有の削減は前年から進んでいる。

さらに政策保有株式から得られる配当収入が収益や株主資本に与える影響について確認すると、政策保有から得られる配当収入は収益性や株主資本からみると部分的であるのに対し、政策保有への投資が株主資本の 2~3%程度を占めている。つまり、政策保有を長期的に保有したとしても、そこから得られる金銭的利益は低い。つまり、政策保有によって得られる配当収入は、資本効率性の低い投資であることを示唆している。この結果から、コーポレートガバナンス・コードや ICGN の原則の視点に立てば、政策保有を続けることによる金銭的もしくは経済的な効果をより明確にする必要があるだろう。ただし今回の分析は 60 銘柄以下を保有する企業に限定しており、その結果も限定的ではあることに留意されたい。

【参考文献】

高橋龍生・寺山恵（2021）「2020 年度の政策保有株式—縮減が進む一方で資本業務提携による増加も—」、日興リサーチレビュー2021 年 10 月号

小原萌香・杉浦康之（2022）「GR スコア 2022 の状況」、日興リサーチレビュー2022 年 12 月号

(END)