



The University of Tokyo

UTCMR

UTokyo Center for Applied Capital Markets Research

Discussion Paper Series

日本版シュレーダー改革

～政策保有株式売却を税制優遇措置で加速させる～

政策提言レポート 第3号

2025年3月25日

東京大学応用資本市場研究センター

お問い合わせ先: info@utcmr.jp

要約

日本の上場企業における大きな問題の一つに、政策保有株式がある。政策保有株式には「保有する側」、「保有される側」それぞれに問題があるが、本提言では議論の論点を明確にするため、「保有する側」に絞って提言を行う。

日本では歴史的経緯により、企業間の株式持ち合いが根強く残っている。戦後の財閥解体と証券市場の未成熟による混乱を背景に、企業は安定株主を確保するため持ち合いを形成し、1970年頃までにその構造が定着した。その後も金融自由化や不良債権処理の影響で銀行の持ち合いは縮小したが、事業会社間の持ち合いは依然として解消が進んでいない。

近年、政策保有株式の売却が報じられているものの、大半は少数保有株の処分にとどまり、持分の大きな株式の売却に踏み切れている企業は多くない。その背景には、企業間の関係性維持、売却プロセスの不透明性などが影響している。政策保有株式の存在は資本の有効活用を妨げ、資本効率を低下させる要因となっている。

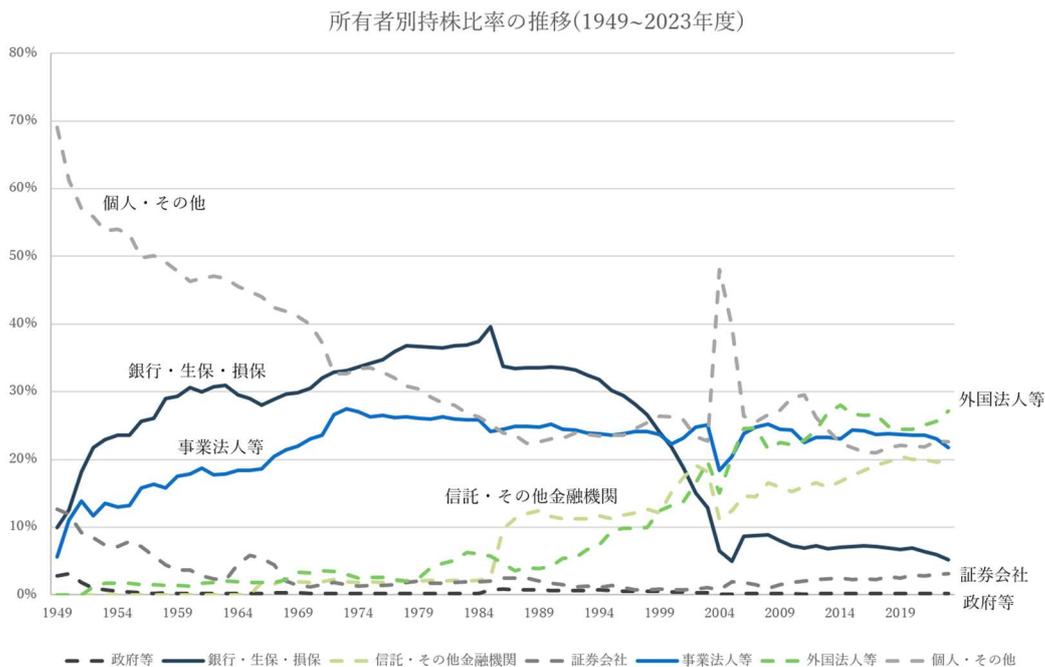
本提言では、企業が自発的に持ち合い解消を進められるよう、政策保有株式売却時の売却益への課税を3年間の時限立法によって非課税とする措置を提案する。これにより、資産の流動性が向上し、新たな成長投資や事業創出が期待される。また、税収面では、企業の成長投資等による長期的な税収増加が見込まれる。

現在、企業が持ち合い解消に意識を向け始めており、これを契機に政府も改革を後押しし、資本市場の健全化を促進すべきである。

1. 歴史的背景

日本では歴史的経緯から他国と比較して株式の持ち合いが非常に多く、特殊な状況にある。戦時中は多くの株式を財閥が保有していたが、戦後のGHQによる財閥解体により、当時の総発行済株式の約42%が放出された。機関投資家の存在しない未成熟な市場に大量の株式が放出された結果、株価は低迷し、その混乱のなかで海外企業や財をなした個人による企業買収、さらには総会屋の介入が相次いだ。経営の安定を図るため、多くの企業は互いに株式を持ち合い、いわゆる「安定株主」を確保する必要に迫られた。これが上場企業による株式持ち合いの端緒である。

1964年の東京オリンピック終了後、金融引き締めなどの影響で企業業績が悪化し、株価が暴落した。この「証券不況」への対応策として、金融機関が中心となり、日本共同証券や日本証券保有組合が設立され、株式を買い支えた。株価回復後にこれら組織は解散し、保有していた株式は関連企業や金融機関が買い取ったため、持ち合いはいっそう強固となり、1970年前後までに事業会社間の持ち合いがほぼ完成した。



(出所) 日本取引所グループ「株式分布状況調査」のデータより作成。

1980年代に入ると金融自由化の進展により事業会社がエクイティファイナンスを活発化させ、融資先の減った銀行は余剰資金の運用先として事業会社の株式をさらに取得し、銀行による持ち合いも一段と増加した。

2000年前後になると、不良債権処理やBIS規制への対応などのため、銀行が保有株式を売却し、事業会社も銀行株を売却する動きが加速した結果、銀行と事業会社間の持ち合いは大きく縮小した。一方、事業会社間の持ち合いについては依然として売却の動きが小さく、

持ち合いの構造は残存したままであった。

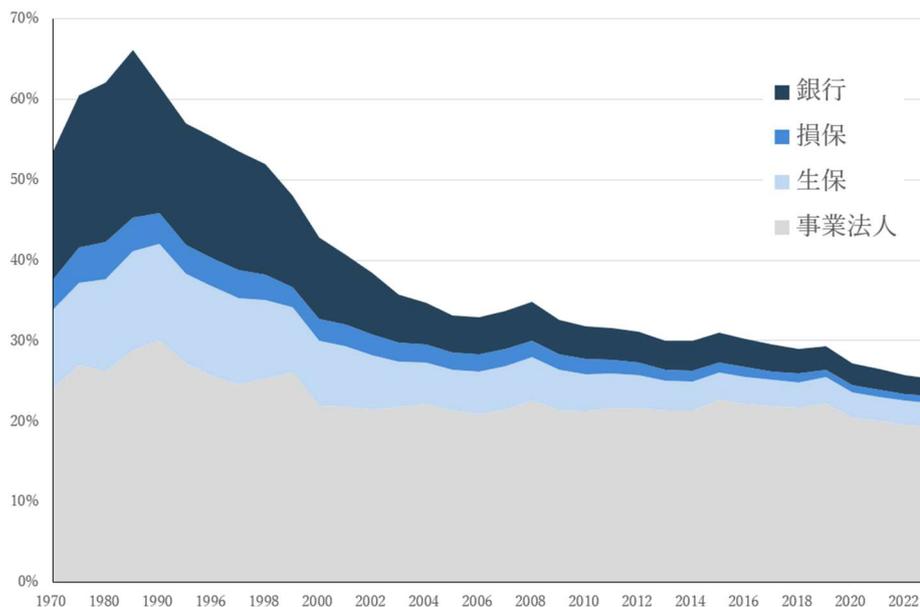
その後も大きな動きはなく、宮島、齋藤の一連の研究¹によれば、2010年度時点において、上場企業の約7割が10銘柄以上を保有しており、上場企業の約4割が30銘柄以上を保有していた。政策保有株式が日本の上場市場の隅々まで行き渡っていたことが伺える。

2. 現状分析

様々なメディアにおいて、政策保有株式の売却が進んできたと報道されている。確かに、銀行などの金融機関による売却は進み、コーポレートガバナンス・コードに「政策保有株式の縮減」が明示された後は、事業会社の保有銘柄数も一見減少している。

しかし、実際には、少数保有株の売却が中心で、持分の大きい銘柄の売却はほとんど進んでいない。その結果、政策保有株式の実質的な縮減は遅々として進まず、持株比率で見るとほぼ変化がない。また、銘柄数の減少を牽引しているのは主に銀行であり、事業会社間の持ち合いは依然として大きく動いていない。

所有者別持株比率の推移(1970~2023年度)



(出所) 日本取引所グループ「株式分布状況調査」のデータより作成。

¹ 詳細は下記の文献を参照。

宮島英昭、齋藤卓爾 (2023a) 「企業統治改革のインパクト (上) - 政策保有株の縮小と資本効率の改善は実現したのか -」『商事法務』第 2336 号、4-15 ページ

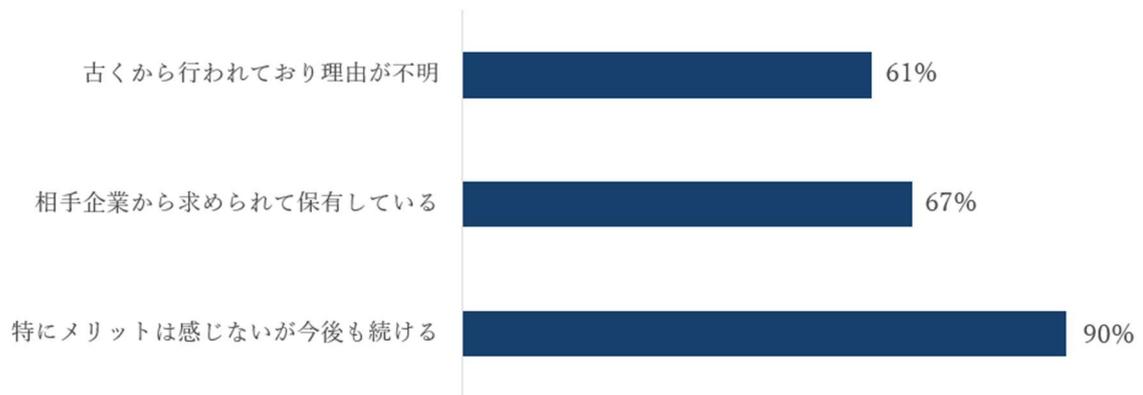
宮島英昭、齋藤卓爾 (2023b) 「企業統治改革のインパクト (下) - 政策保有株の縮小と資本効率の改善は実現したのか -」『商事法務』第 2337 号、48-56 ページ

宮島英昭、齋藤卓爾 (2023c) 「企業統治改革と政策保有株の売却：その決定要因と経済的帰結」RIETI Policy Discussion Paper Series、23-P-005.

株価上昇により時価総額が増加していることも、量的には「減っていない」要因の一つである。企業のIR資料では「売却銘柄数」を開示する例が多く、株式価値の総額ベースの減少はあまり強調されない。さらに、新規上場企業が増えている中で、持ち合い形成期以降に上場した企業は政策保有株式をほとんど保有していないため、1社あたりの政策保有株式数が減っているように見える面もある。

株式売却が進まない背景には様々な理由があると考えられる。1994年に若杉敬明、大村敬一、宮下一典によって行われたアンケート調査²においても「古くからおこなわれており理由が不明」が61%、「相手企業から求められて保有している」が67%、「特にメリットは感じないが今後も続ける」が90%となっており、持ち合いの形成からあまり時間が経っていない1990年代においてすら、理由を失った漫然とした保有が行われていたことが伺える。

株式持ち合いの意識に関するアンケート(1994)



(出所) 若杉、大村、宮下 (1994) より作成。

持っている意味はもはやないが、相手から求められているとお互いに思っており動けない、という状況が90年代から継続し続けているとすれば、売却のために外部からの何らかの働きかけ・切っ掛けを必要としている政策保有株式が相応に多く存在するのではないかと考えられる。

経済産業省の「企業買収における行動指針」においても、企業価値の向上につながるような同意なき買収は、「株式市場の健全な新陳代謝に資する」と積極的に評価されるようになり、社会の状況も大きく変化している。

戦後の混乱に乗じた乗っ取りへの対抗策として始められた政策保有株式は、最早その役割を終えたと言える。

² 詳しくは、若杉敬明、大村敬一、宮下一典 (1994) 「株式持ち合いの意識に関する実証研究」『証券アナリストジャーナル』第32巻、第5号、30-60ページを参照。

3. 問題の所在

政策保有株式を保有することの最大の問題は、資本の有効活用を阻害し、資本効率を低下させることにある。

多くの上場企業は、有価証券報告書において政策保有株式の保有目的を「取引関係の維持・強化のため」としている。しかし、円谷、柳楽、金による研究³では、政策保有株式の保有は利益率の悪化を招き、かつ安定性や成長性にも資さないとの結果が示されている。維持・強化されている取引関係が健全かつ株主の利益に沿うものであるのか、疑義が残る。

実際に、投資家と上場企業の対話においては、保有している理由を論理的に説明しきれないことを企業側も十分に認識しており、「相手があることなので…」「過去の経緯からこうなってしまう…」といった曖昧な回答がなされることが多い。コーポレートガバナンス・コード導入以後、各企業において縮減に向けた取り組みが進む中、事業会社によって多くの株式を保有されている企業ほど株主からのプレッシャーに晒されにくいと、縮減が進みにくいという側面もあると考えられる。各企業によるそれぞれの保有は数%程度だが、集合することで20~30%を保有する疑似的な支配株主となっている。多数の企業に多数の株式を保有されている企業ほど株主からの圧力を受けにくいという側面もあり、縮減が進みにくい状況が生まれている。これは東京証券取引所の「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」で指摘された「支配株主がいる企業ほどアクションが起きにくい」という問題にも類似する。

更に、純粋な事業上の関係性を離れ、「株主である」という理由で維持された取引関係は、適切でない業界慣行など様々な歪みをもたらす。損保業界において、政策保有株式の保有が適切な競争を歪めた一因となり、金融庁による行政処分の対象となったことは記憶に新しい。

4. 提言の内容

上場企業の保有する政策保有株式⁴について、売却時の売却益への課税について、3年の時限立法を設けて非課税とする。時限立法によって、政策保有株式の売却を加速させることを目的とする。

法的強制力で売却を義務づけるのではなく、企業が「保有し続けるメリット」と「税制優遇による売却メリット」を比較して自発的に選択できる仕組みにする。

³ 詳しくは、円谷昭一、柳楽明伸、金鐘勲（2020）「政策保有株式と会計数値の関係」『月刊 資本市場』第417号を参照。

⁴ 連結納税制度（またはグループ通算制度）の下、HD化している企業などにおいては、非上場の完全子会社が保有する政策保有株式についても本提言の対象とするのが適当である。

5. 提言の効果

政策保有株式の売却が進むことは、社会にとっても企業にとっても良い影響をもたらす。

社会レベルでは、最大数十兆円の動かなかった資産が流動化することで、新たな成長投資や事業創出が期待される。さらに、不健全な業界慣行が崩れ、適切な競争が行われるようになることは、産業全体の健全な成長・発展をもたらす。

企業レベルでは、政策保有株式に投下されていた資本が解放され、投資・還元が行われるようになることで、資本効率が向上する。また、売却益を活用し、リストラ等を含む大胆な事業ポートフォリオ改革を行うための原資にもなる。

本来、企業が事業に必要な資本を機動的に調達し、逆に資本が余った場合は株主に還元するという柔軟な資本の移動こそが、資本市場の本質的な役割である。投資家は成長期待の高い企業へと資金を振り向けることで、国全体、世界全体としても成長分野にマネーが巡り、経済成長の原動力となっていくことが期待される。

効果については、ドイツの「シュレーダー改革」が参考となる。1990年代後半、日本と同様に、ドイツでは金融機関と企業の持ち合いが競争を阻害し、資本の流動性を低下させていた。グローバル化の波が押し寄せるなか、シュレーダー内閣のもと、2002年からキャピタル・ゲインの非課税措置が取られ、これによって持ち合い株式の売却が一気に進んだ。

持ち合い解消株式には売り圧力がかかることになるが、金融機関が担っていた「安定株主」の役割低下によってコーポレートガバナンスの強化が期待されることから、措置の政府発表時にはむしろ持ち合い解消対象企業の株価が上昇するアナウンスメント効果が確認された。売却後に株価が2~3%下落するケースもあったが、コーポレートガバナンスの透明化を好感した海外投資家の参入や個人投資家の増加もあり、市場全体への大きな影響は限定的だったとされている。

また、安定株主の減少によって、企業の再編も大きく進み、ドイツ経済の競争力向上と資本市場の活性化をもたらしたとされている⁵。

日本においても、安定株主減少によるコーポレートガバナンスの強化が期待され、これを好感する機関投資家の増加が見込まれる。実際、安定株主からブロックトレードで株式を取得することは、安定株主の議決権行使の影響を減少させるとともに、市場へのインパクトを与えずにまとまった株式を購入することできるため、需要が既に一定存在している。また売却を契機とする自社株買いが行われることも期待され、需給を支えるとともに、「保有される側」の資本効率も向上することから、売り圧力は限定的と考えられる。

⁵ 詳細は下記の文献を参照。

野村総合研究所（2014）「ドイツにおける資本市場改革及び金融機関の対応等に係る調査 報告書」

また、中長期的には、企業の再編が進んでいくことも期待される。

(1) 考慮事項：買い戻し防止のための開示強化

時限立法を利用して一旦売却した後、将来的に再度株式を買い戻して簿価を引き上げ、含み益を減らす行為は、本提言の趣旨に反する。そのため、非課税措置の適用要件として、以下の開示を求める。有価証券報告書において、今年度どれだけの売却を行い、その大まかな用途として、自社株買い、配当、成長投資、事業ポートフォリオ改革等にどれだけ用いたのかという開示を非課税の条件とすることで、抑止的な効果が期待される。

(良い開示の例)

「売却で得られた約 500 億円のうち、約 200 億円をリストラを含む事業構造改革費用として充当します。具体的には、早期退職優遇制度の実施や、不採算部門の統廃合に伴う費用を見込んでいます。また、残余の約 300 億円のうち 150 億円は、新規事業の研究開発や製造ラインの自動化に投資し、生産効率を高めます。残りの 150 億円は自己株式の取得に充当します。」

(悪い開示の例)

「売却による資金は、事業構造改革費用、研究開発費、運転資金などに充当します。」

(2) 考慮事項：税収への影響

税収面では、売却益への課税が減少することとなる。ただし、この税収は定常的に発生している安定的な税収ではなく、売却されるまでは税収に繋がらない不定期かつ安定性のない税収である。

他方、企業において資金が流動化し、成長投資・還元が行われることを通じて、社会に資金が還流することになるため、社会における投資を通じた税収の増加が期待される。

後述するように、最近増えつつある「保有される側」が主導する持ち合い解消の局面においては、自社株 TOB ではみなし配当課税の益金不算入により法人株主による売却への課税が大幅に優遇される一方、より機動的に取引が実施できる ToSTNeT3 やブロックトレード等においては課税がなされるため、自社株 TOB が選好される偏りがある。また、事前協議の機会の提供や売却株数の比例配分の観点で大株主が有利になるという問題も存在する。本提言により各手法の税務効果がより中立的になることで、需給のバランスや売却株主間の不平等が改善することも期待される。

6. 今後に向けて

2024年に公表されたトヨタグループの持ち合い解消の動きに代表されるように、直近は事業会社においても大きな動きが観測されはじめている。トヨタグループを中心とした持ち合い解消を契機として、これまでとは異なる解消のフェーズに入り、大きく状況が変わっていく可能性はあるが、解消の進捗は企業の自助努力に委ねられている。

ただ、実際の売却プロセスでは、「保有される側」の自社株買い／売り出しの意向があり、それを起点としてはじめて売却が進んでいく場合も多く、企業間の関係性やパワーバランスによって「保有する側」の売却意向が必ずしも反映されない。「保有される側」が主導してはじめて売却が進むという状況を抜本的に解決するためには、政策サイドからの後押しが必要である。持ち合い解消の動きは東京証券取引所が進める「資本コストや株価を意識した経営の実現」に向けても望ましい。本提言を実施することで、「保有する側」にも「保有される側」の意向によらない主体的な売却検討を動機付けることになり、企業の資本コストに対する意識を高めることになる。東京証券取引所の進める改革によって、企業が変化に意識を向けはじめた今こそが最大の好機である。

政策保有株式の縮減が明示されたコーポレートガバナンス・コードにおいて、「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である。」とされているが、現状は「取引関係の維持・強化等のため」といった形式的な開示に留まる企業も多い。本提言が実施されることによって、政策保有株式を保有する企業は、保有に伴う便益やリスクについて改めて向き合うこととなるため、政策保有株式に関する開示についても一歩踏み込んだものへ改善されていくことも期待される。

また、これまで、政策保有株式の売却代金は自社株買いによって吸収されることが多かったが、政策保有株式の解消が進むにつれて投資に向かう資金も増加していくと考えられる。その際には、資本コストを意識した上で投資が行われることが望ましく、この点については、上場企業における更なる資本効率向上への意欲の高まりが期待される。

東京大学応用資本市場研究センターの設立目的

本研究センターは、東京大学初のエンダウメント型研究組織として、松本大（マネックスグループ会長）からの東大基金への寄付により総長直轄の研究センターとして2023年10月1日付けで設立された。日本の社会経済構造を踏まえた資本市場研究を行い、既存企業の生産性向上を促す枠組み、スタートアップ企業の成長を高めるファイナンス手法、更にはそれらを取り巻く各種制度のアップデートなど、我が国の国際競争力を高めるグランドデザインを長期的な視野に立って設計するための政策提言を行うことを主たる目的とした研究組織である。

東京大学応用資本市場研究センター運営委員会

委員長 忽那憲治 応用資本市場研究センター長 特任教授
委員 相原博昭 総長総括委員会委員 理事・副学長
委員 大橋 弘 副学長 経済学研究科教授
委員 渡部俊也 副学長 未来ビジョン研究センター教授
委員 坂田一郎 総長特別参与 工学系研究科教授

東京大学応用資本市場研究センターのメンバー

センター長

忽那憲治

特任研究員

宋天禱

フェロー（五十音順）

江戸川泰路（EDiX Professional Group 江戸川公認会計士事務所 代表パートナー）
大嶋悠吾（カタリスト投資顧問株式会社 調査部長）
大関洋（ニッセイアセットマネジメント株式会社 代表取締役社長）
大槻奈那（名古屋商科大学大学院 マネジメント研究科 教授）
大野麻衣子（株式会社 MCG Partners 代表取締役社長）
加藤浩晃（東京科学大学医学部 臨床教授 / アイリス株式会社 共同創業者・取締役副社長）
川崎成一（名古屋産業大学 現代ビジネス学部 教授）
後藤達也（経済ジャーナリスト）
坪山昌司（株式会社キャピタリンク・パートナーズ 代表取締役）
山本一彦（株式会社シンプロジェン 代表取締役社長兼 CEO）

アドバイザー

松本大（マネックスグループ株式会社 代表執行役会長）

お問い合わせ先：info@utcmr.jp

ホームページ：<https://utcmr.jp/>