

2018年3月14日 全5頁

# 政策保有株に関するガバナンス・コード改訂

## コーポレートガバナンス・コード改訂案が公表された

政策調査部  
主任研究員 鈴木裕

### [要約]

- 金融庁に設けられた有識者会議で、コーポレートガバナンス・コードの改訂と、関連するガイドラインの策定作業が進められている。
- 3月13日の第15回会合では、ガイドライン案とコード改訂案が審議された。
- 上場企業には、政策保有株式等について、これまで以上に充実した分かりやすい情報開示が求められる。
- 今後、両案は修文等を行った後公表され、1ヶ月程度のパブリック・コメント募集期間を経て確定される見通しだ。

## ガイドライン案とコード改訂案

既に大和総研レポートでも伝えている通り<sup>1</sup>、金融庁に設けられた「スチュワードシップ・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」で、2018年6月の株主総会シーズンまでに、投資家と企業の建設的な対話の深化を促すためのガイドラインを策定するとともに、それに合わせたコーポレートガバナンス・コードの見直しの作業が進められている。

2018年3月13日のフォローアップ会議第15回会合では、「投資家と企業の対話ガイドライン案」（以下、ガイドライン案）と、「コーポレートガバナンス・コード改訂案」（以下、「コード改訂案」）が提示され、検討が行われた。今回の改訂作業は、対話に関するガイドラインの策定に伴って、コーポレートガバナンス・コードも見直すというものだ。ガイドライン案の取りまとめが中心であり、それに合わせてコーポレートガバナンス・コードをいかに修正すべきかが検討されている。コーポレートガバナンス・コードの改訂は、ガイドラインと整合的なものとなっているかという観点から行われるため、小規模な見直しにとどまる。

<sup>1</sup> 鈴木裕「コーポレートガバナンス・コード改訂—幾つかの開示事項が追加される見通し」（2018年2月19日）  
[http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20180219\\_012749.html](http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20180219_012749.html)

このガイドラインとコード本文の関係は、ガイドライン案の冒頭部分にある通り、ガイドライン自体は Comply or Explain の対象ではない。もっともガイドライン案と同旨のことがコード本文に反映されれば、当然 Comply or Explain の対象となる。ガイドラインにのみ記された事項であれば、順守 (Comply) していなくてもその事実や理由を説明 (Explain) する必要はないということだ。

ガイドライン案とコード改訂案の内容は多岐にわたるが、本稿では政策保有株式に関する事項を中心にフォローアップ会議での検討の状況を概観する。

## 政策保有株式に関するガイドライン案

ガイドライン案では、政策保有株式について図表 1 の通り示されている。【政策保有株式の適否の検証等】と【政策保有株主との関係】に分けているが、前者は政策保有株式の開示に関わるものであり、後者は政策保有の相手方との関係に関するものだ。

図表 1：ガイドライン案における政策保有株式

### 4. 政策保有株式

#### 【政策保有株式の適否の検証等】

4-1. 政策保有株式(原注 3)について、それぞれの銘柄の保有目的や、保有銘柄の異動を含む保有状況が、ステークホルダーに理解できるよう、分かりやすく説明されているか。

個別銘柄の保有の適否について、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、取締役会において検証を行った上、適切な意思決定が行われているか。そうした検証の内容について分かりやすく開示・説明されているか。

政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な基準が策定され、分かりやすく開示されているか。また、策定した基準に基づいて、適切に議決権行使が行われているか。

4-2. 政策保有に関する方針の開示において、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方を明確化し、そうした方針・考え方に沿って適切な対応がなされているか。

#### 【政策保有株主との関係】

4-3. 自社の株式を政策保有株式として保有している企業(政策保有株主)から当該株式の売却等の意向が示された場合、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げていないか。

4-4. 政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行っていないか。

(原注 3)企業が直接保有していないが、企業の実質的な政策保有株式となっている株式を含む。

(出所)スチュワードシップ・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(2018 年 3 月 13 日)配布資料「投資家と企業の対話ガイドライン(案)」

4-1 では、次の 4 点に言及している。まず政策保有株式の保有目的を分かりやすく説明することを求めている。第二に、保有銘柄の異動・増減について十分説明すべきとされた。第三

に、実際の保有の適否について、保有することのベネフィットが資本コストに見合っているかを取締役会レベルで具体的に検討を行うべきとした。第四に、政策保有株式の議決権の行使につき、適切な基準が策定され開示されているか、また、それに基づいて適切に議決権行使が行われているかとの指摘をしている。

再三にわたり「分かりやすく」と記されていることから、現行の開示制度では、十分に読者を理解させられてはいないのではないかと考えられているようである。2010年以降、有価証券報告書では、保有株式について、銘柄、株式数、貸借対照表計上額、保有目的が開示されている。また、既に現行のコーポレートガバナンス・コードにより、上場企業は、政策保有株式に関して全体的な方針の開示や、保有のねらい・合理性についての具体的な説明をすべきとされている。政策保有株式の議決権行使についても、適切な対応を確保するための基準の策定・開示が定められている。

こうした開示の状況が分かりにくいからこそ、「分かりやすく」することが求められているのだろう。「分かりやすく」するための、キーワードが「資本コスト」だ。ガイドライン案では、他のところでも資本コストに言及している。「経営陣が、自社の事業のリスクなどを適切に反映した資本コストを的確に把握しているか。その上で、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、収益力・資本効率等に関する目標を設定し、資本コストを意識した経営が行われているか。また、こうした目標を設定した理由が分かりやすく説明されているか。中長期的に資本コストに見合うリターンを上げているか。」(ガイドライン案 1-2)、「保有する資源を有効活用し、中長期的に資本コストに見合うリターンを上げる観点から、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた設備投資・研究開発投資・人材投資等が、戦略的・計画的に行われているか。」(ガイドライン案 2-1)とされている。自社の資本コストがどれほどであるかを計測し、それを超えるリターンを上げるための経営戦略・経営計画等を公表せよということであり、政策保有株式についてもそうした戦略・計画と整合的な考え方を示すべきということだろう。

4-2では、「縮減に関する方針・考え方」を求めているが、従来の政策保有株式に関する開示・公表の考え方と最も異なるのがここだろう。これまでは株式の政策保有の状況を説明するだけであったが、ガイドライン案は明確に「縮減」つまり政策保有株式売却の検討を進めるべきという内容だ。政策保有株式を売却すれば当然その分の現預金が企業のバランスシートに表れてくる。容易に現金化できる流動性の高い資産を企業内に滞留させるべきではなく、「設備投資・研究開発投資・人材投資等」に振り向け「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」を図るべきであるということだろう。

4-3は、政策保有をしている企業と保有させている企業に関する言及だ。A社(他社)がB社(自社)の株式を政策保有していたが、保有の意義を見直し売却しようとした場合にB社側から保有の継続を求めたり、売却するのであれば取引の縮減を示唆したりするなどのことがないかということだ。

4-4は、政策保有の目的が長期的な取引関係の維持強化であったとしても、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続しているようなことがあってはならないという指摘だ。

## 政策保有株式に関するコード改訂案

既に記した通り、ガイドライン自体は、Comply or Explainの対象ではないが、同じことがコード本文に記された場合には、上場企業には対応をとる必要が生じる。コーポレートガバナンス・コードは、証券取引所の上場規程に含まれており、対応が不十分であれば上場規程に反することとなる恐れがある。図表 2 は、政策保有株に関する現行コーポレートガバナンス・コードとコード改訂案の比較だ。

図表 2：コード改訂案における政策保有株

現行コーポレートガバナンス・コード	コード改訂案
<p><b>【原則1-4. いわゆる政策保有株式】</b></p> <p>上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で主要な政策保有についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである。</p> <p>上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための基準を策定・開示すべきである。</p>	<p><b>【原則1-4. 政策保有株式】</b></p> <p>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。また、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である。</p> <p>上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。</p> <p>補充原則</p> <p>1-4① 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。</p> <p>1-4② 上場会社は、政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではない。</p>

(出所)株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」(2015年6月1日)およびコーポレートガバナンス・コード改訂案をもとに大和総研作成

政策保有株式に関して、コード改訂案はガイドライン案をほぼそのまま採用している。現行のコードと最も異なるのは、現行コードが「主要な政策保有について」検証を求めているのに対して、コード改訂案は、「個別の政策保有株式について」検証すべきとしているところだろう。

また、検証結果について、現行コードは、「具体的な説明を行うべき」としているのに対して、コード改訂案では、「開示すべき」としている。コーポレートガバナンス・コードの用語では、「説明」と「開示」は明確に使い分けられており、「開示」とある場合には、コーポレート・ガバナンス報告書に記載することが求められるが、「説明」であれば説明の場所は特に定められず、上場企業側が適切と思えるところで説明すればよい。コード改訂案では「開示」とあることから、今後コーポレート・ガバナンス報告書に記載欄が設けられるのではないだろうか。

検証の結果をそのまま開示するとすれば、個別銘柄レベルとなり、開示量が相当大きくなる場合があるが、開示が求められる「検証の内容」は、必ずしも個別銘柄についてということでもないようだ。検証は個別銘柄ごとに行うが、開示するときには、「保有状況が、(中略) 分かりやすく」(ガイドライン案) 開示されるべきということのようだ。

## 今後の予定

ガイドラインの策定とコーポレートガバナンス・コード改訂は、2018年6月の株主総会シーズンまでに行うこととされている。今回公表されたガイドライン案とコード改訂案は、第15回会合等での検討を踏まえた修文等を行った後、改めて公表され、1ヶ月程度の期間をとったパブリック・コメントを経て確定される見通しだ。

コーポレートガバナンス・コードに準拠したコーポレート・ガバナンス報告書は、「コーポレート・ガバナンスに関する事項について記載した報告書の内容に変更が生じた場合には、遅滞なく変更後の報告書を提出するものとする。」(東京証券取引所有価証券上場規程第419条第1項)とされている通り、通常は定時株主総会后遅滞なく提出すべきとされている。しかし、はじめてコーポレートガバナンス・コードが策定された後の対応としては、提出期限が6ヶ月間延ばされ、6月総会であれば12月までに提出すればよいとされた。今回の改訂についての対応に猶予期間が設けられるかは、今のところ明らかではないが、政策保有株式に関する開示を含めて、開示・公表文案作成など企業側の対応に時間を要するものが少なくなく、提出期限の延長が期待されるだろう。

政策保有株に関するもの以外にも、新たに開示や説明、手続き等の確立を求められる事項はある。上場企業が母体となって設立した企業年金基金がある場合、上場企業は企業年金基金の運営面でのサポートに関する取り組みを開示すべきとされている。他にも、資本コストを的確に把握した上で、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資、研究開発投資・人材投資等についての、分かりやすい明確な説明が求められる。また、CEO解任のための客観性・適時性・透明性のある手続きを確立しておくべきとの要請もある。上場企業としては、他社動向等を見据えながら準備を進めていくことになるだろう。