

2018年8月22日 全8頁

CGコード改訂を踏まえたCG報告書①

政策保有株式に関する記載例

コーポレートガバナンス・コード改訂により求められる縮減方針提示

政策調査部 主任研究員
鈴木裕

[要約]

- 2018年6月にコーポレートガバナンス・コードの改訂が公表され、政策保有株式について、大幅な見直しが加えられた。
- コーポレート・ガバナンス報告書に「政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など」を内容とする政策保有に関する方針の開示が求められるほか、上場会社には、新たに様々な取り組みが期待されるようになった。
- 本稿では、改訂内容を踏まえたと思われる各社のコーポレート・ガバナンス報告書から、記載内容の変化を概観する。

コーポレートガバナンス・コード改訂

2018年6月1日付でコーポレートガバナンス・コードの初めての改訂¹が行われ、上場会社が保有する政策保有株式に関する保有方針の開示等について、全面的な見直しが加えられた。従来とは相当異なる内容を開示しなければ、政策保有株式に関する原則1-4を実施（コンプライ）したとは言えなくなった。上場会社は、コードの改訂を踏まえたコーポレート・ガバナンスに関する報告書を、準備ができ次第速やかに、遅くとも2018年12月末日までに提出するものとされている。6月の定時株主総会終了後にコーポレート・ガバナンス報告書を証券取引所に提出した上場会社の多くは、改訂前コードに対応した内容であり、改訂後コードへの対応は、年末までに行うこととなる。数は少ないながらも、改訂後コードに対応しているコーポレート・ガバナンス報告書を提出した会社もあり、それらを参考にしながら年末までに対応を考えようという会社が多いようだ。

本稿では、政策保有株式に関するコーポレートガバナンス・コード改訂で求められていることがどのようなものであるか、その内容をまず確認する。その際、今回のコーポレートガバ

¹ 東京証券取引所 「コーポレートガバナンス・コード（2018年6月版）」
<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/20180601.pdf>

ンス・コード改訂は、コードが改訂されただけでなく、上場会社と機関投資家の対話に役立てる目的で「投資家と企業の対話ガイドライン」(以下、対話ガイドライン)も設けられたため²、あわせてこの内容も視野に入れる。また、コーポレートガバナンス・コードと対話ガイドラインだけでは、その意図がなかなかつかみ難いところも多いので、東京証券取引所が行ったパブリックコメントの募集とそれへの回答³を参考にする。

次いで、改訂後のコードに対応したと思われる上場会社の開示例を紹介する。

政策保有株式に関する改訂内容

政策保有株式に関するコーポレートガバナンス・コード改訂と対話ガイドラインの内容は図表1に記した通りだ。

図表1 政策保有株式に関するコーポレートガバナンス・コードと対話ガイドラインの記述

コーポレートガバナンス・コード	対話ガイドライン
<p>【原則1-4. いわゆる政策保有株式】 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。また、毎年、取締役会で主要な、個別の政策保有株式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。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。 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・開示すし、その基準に沿った対応を行うべきである。</p>	<p>4-1. 政策保有株式(原注4)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、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。 (原注4)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。 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。</p>

(注) ガイドラインのうち、太字・アンダーラインは大和総研。

(出所) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード(正式決定版)(改訂前からの変更点)」(2018年6月1日、<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/nlsgeu0000031fnd-att/20180602.pdf>)、金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン」(平成30年6月1日)

² 金融庁「投資家と企業の対話ガイドライン」(平成30年6月1日)

<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20180601.html>

³ 東京証券取引所「提出された意見とそれに対する考え方」(2018/6/1掲載)

<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/nlsgeu0000031fnd-att/nlsgeu0000034w98.pdf>

以下、政策保有株式に関するコーポレートガバナンス・コード改訂の内容を見る。

「縮減に関する方針・考え方など」を含む政策保有株式の基本方針

政策保有株式について「縮減に関する方針・考え方など」を示すべきとされたことは、大きな変化だ。改訂前コードは、単に政策保有に関する方針を求めていたが、改訂後は縮減に関する方針・考え方などを打ち出すべきとされた。東証から公表されたパブリックコメントへの回答（以下、ゴシック体太字は、パブリックコメントへの回答からの引用）では、『**縮減に関する方針・考え方など**』を示さない場合には、**同原則への『エクスプレイン』として、その理由を十分に説明することが必要です。**』とのことだ。これは、「縮減に関する方針・考え方」がない場合には、原則 1-4 を実施（コンプライ）したことにはならないということである。「政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など」の具体的な内容としては、

「政策保有に関する投資家と上場会社との対話をより建設的・実効的なものとするため、自社の個別事情に応じ、例えば、

- ・保有コストなどを踏まえ、どのような場合に政策保有を行うか
- ・検証結果を踏まえ、保有基準に該当しないものにどのように対応するか

等を示すことになるものと考えます。」

と説明されている。「保有基準に該当しないものにどのように対応するか」ということであり、将来的な売却検討対象とするなどの対応もあり得るだろうから、必ずしも直ちに売却すべきという求めではないと思われる。

個別の検証を求める

検証すべき政策保有株を増やすことになる改訂も行われた。改訂前コードでは、「主要な」政策保有を検証すべきとしていたが、改訂後は「個別の」検証が求められる。これは、改訂作業にあたった有識者会議の議論の中で、政策目的で保有する以上、主要でない政策保有株式というのはあり得ないのではないかと言う指摘に応えたものであろう。「個別の」検証が求められている点について、東証から公表されたパブリックコメントへの回答では、『**コンプライ・オア・エクスプレイン**』の枠組みの下、自らの個別事情に照らして、一定の銘柄について、取締役会で検証を行わないとの対応も想定されますが、そうした場合には、原則 1-4 に対する『**エクスプレイン**』として、**その理由を十分に説明する**』とあることから、一部の保有株式について検証を行わない場合には、原則 1-4 を実施（コンプライ）したことにはならないということであろう。

検証結果の開示

このように、検証は個別の銘柄ごとに行うべきとされているが、検証結果の開示は、「必ずし

も個別の銘柄ごとに保有の適否を含む検証の結果を開示することを求めるものではありません。」とパブリックコメントへの回答で東証は述べている。また、開示の内容としては、

「例えば、

- ・ 保有の適否を検証する上で、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を含め、どのような点に着眼し、どのような基準を設定したか
- ・ 設定した基準を踏まえ、どのような内容の議論を経て個別銘柄の保有の適否を検証したか
- ・ 議論の結果、保有の適否について、どのような結論が得られたか
等について、具体的な開示が行われることが期待されます。」

と記されている。

「資本コスト」を検証で用いる

改訂前の「中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証」を「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」と改訂したことは、実際の検証を相当難しくしたと思われる。この点、「資本コスト」の意味内容の明確化を求めるパブリックコメントに対する東証の回答は、「『資本コスト』は、一般的には、自社の事業リスクなどを適切に反映した資金調達に伴うコストであり、資金の提供者が期待する収益率と考えられます。適用の場面に応じて株主資本コストやWACC（加重平均資本コスト）が用いられることが多いものと考えられます。」とのことだった。

政策保有株式を検証する物差しとなる資本コストをどのように考え、どう算出するかは、上場会社それぞれの検討に委ねられているということだろう。

「資本コスト」と「便益」の衡量

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」の検証が求められるが、ここでいう「便益」とは何を意味するかも、パブリックコメントでは問われた。これに対する東証の回答は、「**財務面の便益・リスクが含まれるものと考えます。**」とのことだ。財務面の便益、つまり配当や株価変動が含まれるのは当然として、政策保有の相手先から生じる取引上の利益を「便益」にカウントしてよいか、正面からの回答はないが、「含まれる」とある以上、財務面以外の便益が排除されるわけではないだろう。

議決権行使基準

改訂前から「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」を策定して開示すべきとされていたが、改訂によって、「具体的な基準」と改められた。

現状では、この議決権行使基準を1～2行の記述で済ませている上場会社が多く、結局のところ

る適正に行使するという意味のことが書かれるだけであった。政策保有株式については、保有相手の上場会社の株主総会議案に反対票を投じることは想定しにくいのだが、行使基準の作り方によっては、議案に反対すべきという判断になる場合もあり得よう。

「具体的な基準」を開示するという一方で、保有相手先の上場会社との間に、株主総会議案への賛否を巡って適度な緊張感が醸成されることが期待される。

政策保有に含めるべき実質的政策保有株式とは

改訂前も改訂後も政策保有株式とは何を指すか、定義はないのだが、対話ガイドラインの注書に、「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」と記された。これは、主に退職給付信託を念頭に置いたものと考えられる。退職給付信託は、上場会社が退職給付債務に充てるために、持ち合い株式などを信託するものだ。名義は信託会社に移るが、議決権の指図権限は、上場会社側に残されるのが通常で、実質的には持ち合いの効果を維持できる。有価証券報告書の保有株式開示でも、純投資目的以外の目的で保有する株式とみなす、「みなし保有株式」とされている。

これに関する東証のパブリックコメントへの回答は、「対話ガイドラインで明示されているように、企業内容等の開示に関する内閣府令における『みなし保有株式』などの、上場会社が直接保有していないが、上場会社の実質的な政策保有株式となっているものも含まれます。」となっており、退職給付信託に含まれる株式も実質的には政策保有株式であることを明らかにしている。

ガバナンス報告書への記載例

7月31日時点で改訂内容を踏まえたと思われるコーポレート・ガバナンス報告書が出ており、その内容を紹介する。

縮減に関する方針・考え方

改訂後のコーポレートガバナンス・コードにおける、「縮減に関する方針・考え方など」の求めに応じて、各社は「縮減」や「保有しない」といった文言を含んだ、政策保有株式に関する方針を出すようになっている。

図表2 政策保有株式の縮減に関する方針・考え方の記載例

引き続き政策保有株式の縮減を念頭に置き、定期的に保有方針を検証して参ります。	株式会社ナカノフード建設	2018/7/4
なお、保有株式の縮減は対応済みであり、保有意義が希薄化した株式は順次売却いたします。	青木あすなる建設株式会社	2018/6/29

取締役会は毎年、個別の政策保有株式について中長期的な経済合理性等を検証し、継続して保有する必要がないと判断した株式の売却を進めるなど、政策保有株式の縮減に努めております。	大和ハウス工業株式会社	2018/7/19
当社は、政策保有株式の保有を段階的に縮減し、必要最小限の保有とします。	味の素株式会社	2018/6/29
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、当社は、政策保有株式を原則として保有しないことを基本方針とします。	本多通信工業株式会社	2018/6/25
個々の政策保有株式の合理性については、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取締役会で定期的、継続的に検証し、検証結果に基づき政策保有株式の縮減を進めております。	ヤマハ株式会社	2018/6/26
保有の意義が必ずしも十分でないと判断される銘柄については、縮減を図ります。	東リ株式会社	2018/6/20

(出所) 各社のコーポレート・ガバナンス報告書をもとに大和総研作成

検証方法

改訂後のコーポレートガバナンス・コードでは、政策保有に伴う便益と資本コストに見合っているか等を検証することが求められている。そのため、資本コストという用語を含んだ検証方法を記す上場会社が多いようだが、カゴメ株式会社は「単体5年平均ROAの概ね2倍」という基準を用いている点で独特の工夫が見られる。また、便益に含めるものとして、青木あすなる建設株式会社は「取引先からの受注実績および利益」、カゴメ株式会社は「発行会社が同事業年度において当社利益に寄与した金額の割合」、三菱商事株式会社は「関連取引利益などの関連収益」を挙げている。

政策保有株式を保有していない場合には、単に保有していない旨を記すことで足りるだろう。当社は株式の政策保有をしないと簡潔に記述する上場会社は少なくない。しかし、図表3の中で株式会社東京衡機は、「ただし、現在のところ、政策保有株式の保有はありません。今後、政策保有株式を保有することを決定した場合は、その内容を開示いたします。」とあり、将来的に保有する場合の政策保有の方針や検証方法の概要を開示している。

図表3 検証方法に関する記載例

その保有の必要性や保有に伴う便益と資本コストに見合っていることについては、毎年検証を実施し保有の適否を判断し、本年度においても当社グループにおける取引先からの受注実績および利益と資本コストを比較衡量した結果、保有が適当であると判断しております。	青木あすなる建設株式会社	2018/6/29
政策保有株式は、個別銘柄毎に保有目的が適切か、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を精査し、保有の適否を毎年取締役会で検証し、検証の結果を開示します。	味の素株式会社	2018/6/29
なお、経済合理性の検証の際は、直近事業年度末における各政策保有株式の金額を基準として、これに対する、発行会社が同事業年度において当社利益に寄与した金額の割合を算出し、その割合	カゴメ株式会社	2018/6/7

が当社の単体5年平均ROAの概ね2倍を下回る場合には、売却検討対象とします。また、簿価から30%以上時価下落した銘柄及び、当社との年間取引高が1億円未満である銘柄についても、売却検討対象とします。		
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、保有の適否を検証した内容に関しては、開示を行います。	扶桑化学工業株式会社	2018/6/25
さらに、保有の合理性の判断には資本コストなどを基準に用い、保有リスクも踏まえたリターンとの検証を行います。	サンデンホールディングス株式会社	2018/6/21
当社は、保有する主要な政策保有株式に関しては、毎年、取締役会において、中長期的な経済合理性や将来見通し、保有目的の適切性、保有に伴うメリット、リスク、資本コストとのバランス等を具体的に精査し、保有の適否を検証し、上記保有方針に則して定期的に保有の継続、処分の判断を実施する。	株式会社東京衡機	2018/6/7
このうち、関係会社を除く上場会社の株式については、社内規則に基づき、毎年、投資先ごとに保有目的などの定性面に加えて、関連する収益や受取配当金などのリターンおよび株式保有コスト等を定量的に検証することにより、保有意義の見直しを行っております。	兼松株式会社	2018/6/25
経済合理性は、個別銘柄毎に、取得価額に対する当社の目標資本コストに比べ、配当金・関連取引利益などの関連収益が上回っているか否かを検証していますが、検証対象の大宗が資本コストよりも関連収益が上回っていることが確認されました。	三菱商事株式会社	2018/6/22

(出所) 各社のコーポレート・ガバナンス報告書をもとに大和総研作成

議決権行使基準

政策保有株式の議決権行使基準は、改訂前から策定して開示するように定められていたが、改訂によって、その基準を具体的なものにすべきとの求めが加わった。図表4では、コーポレートガバナンス・コード改訂前に出されたコーポレートガバナンス報告書と2018年6月1日の改訂後の報告書で変更が見られた事例である。

図表4 議決権行使方針に関する記載例

味の素株式会社	2017/6/30 株主価値が大きく毀損される事態やコーポレート・ガバナンス上の重大な懸念事項が生じている場合などを除き、保有株式に係る議決権の行使にあたっては、取引先との関係強化に生かす方向で議決権を行使します。	2018/6/29 議決権は、当該企業の長期的な企業価値の向上に資するよう行使します。組織再編などにより、株主価値が大きく毀損される事態や社会的不祥事等コーポレート・ガバナンス上の重大な懸念事項が生じている場合には反対票を投じます。
ディー・ビー・エックス株式会社	2018/4/2 また、政策保有株式に関する議決権行使については、当該企業の株主総会議案が取引関係に支障をきたす	2018/6/27 また、政策保有株式に関する議決権行使については、当該企業の株主総会議案が、保有目的の実現を妨げるもので

	内容ではない等合理性を確認した上で賛否を判断しております。	ないか、当社との取引関係に支障をきたす内容ではないか等の合理性を確認した上で賛否を判断しております。
川澄化学工業株式会社	2017/6/26 議決権の行使については、上述の保有方針に適合するか、発行会社の健全な経営と企業価値の向上に資するか等を総合的に勘案して判断することとしております。	2018/7/3 議決権の行使については、上述の保有方針に適合するか、発行会社の健全な経営と企業価値の向上に資するか等を総合的に勘案し、各金融機関が発表しているスチュワードシップ・コードや投資助言会社の議決権行使方針も参照しつつ判断することとしております。
株式会社エヌ・ティ・ティ・データ	2017/6/21 政策保有株式に係る適切な議決権行使を確保するための基準 当社は、政策保有株式に係る議決権行使について、発行会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に繋がるかどうかを総合的に判断することとしています。これにより、当社の企業価値の向上、当社株主の中長期的な利益に繋がると考えています。	2018/6/20 政策保有株式に係る議決権行使基準 当社は、政策保有株式に係る議決権行使について、発行会社における財務の健全性に悪影響を及ぼす場合、違法行為が発生した場合等における該当議案には反対するなど、発行会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に繋がるかどうかを総合的に判断することとしています。これにより、当社の企業価値の向上、当社株主の中長期的な利益に繋がると考えています。

(出所) 各社のコーポレート・ガバナンス報告書をもとに大和総研作成

上場会社が行う今後の作業

本稿冒頭で記した通り、上場会社は、コードの改訂を踏まえたコーポレート・ガバナンス報告書を、準備ができ次第速やかに、遅くとも2018年12月末日までに提出するものとされている。今後、文案を検討し、取締役会等での決定を踏まえて、証券取引所に提出することになる。自社の状況を正しく描写する報告書を書くのは当然であるが、他社事例を参照することは、視点を定めたり、自社の特徴を検討したりするなど自社を見つめなおすには有益な参考資料となるはずだ。

機関投資家が投資先企業との対話する場合や投資判断を決定する場合に、コーポレート・ガバナンス報告書をどれほど読んで役立てているのか、はっきりしないところも多い。コーポレート・ガバナンス報告書のどの項目がどれほど関心を集めているかよくわからないのだが、政策保有株式への関心の高さを表すと考えられる調査結果もある⁴。上場会社が改訂されたコーポレートガバナンス・コードに対応する際には、特に政策保有株式に関する開示ところで注意深い対応が必要になるとと思われる。

⁴ QUICK 「持ち合い株の縮減に期待 『市場活性化に効果』が7割 QUICK月次調査<株式>」(2018/6/11)