

2022年11月10日 全4頁

# 政策保有株式に関する開示のさらなる充実

## 政策保有株式発行会社との業務提携等を有報で開示

政策調査部 主席研究員 鈴木 裕

### [要約]

- 有価証券報告書等の開示規則の改正内容が固まった。
- サステナビリティ開示の充実等と並んで、政策保有株式の発行企業との間に業務提携等の関係がある場合は、有価証券報告書等で開示する規則改正が提案されている。
- 有価証券報告書やコーポレート・ガバナンス報告書では、政策保有株式に関する開示をいっそう充実させる方向での見直しが続いている。

### 開示府令改正案の公表

金融庁は、2022年11月7日、有価証券報告書等における開示に関する規則改正案<sup>1</sup>を公表した。改正案は30日間の意見募集期間を経た後、最終決定される予定だ。

政策保有株式に関しては、近年の情報開示制度改正でたびたび取り上げられており、開示内容を増やしてきた。政策保有株式に関する開示制度の概要とその変遷を整理したのが図表1である。

今回の改正でもいっそうの充実が図られることになり、具体的には政策保有株式の発行会社と業務提携等を行っている場合は、その内容を有価証券報告書の開示項目とすることとなった。2023年3月31日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書等から適用予定だ。

新たな開示事項は政策保有株式の発行企業との間の「営業上の取引、業務上の提携等」とされたことから、上場会社にとって秘密に属するものも多いただろう。営業秘密であることを盾に開示を控える事例が続出すれば、開示制度の信頼性にも関わる。営業秘密保持の要請と情報開示の必要性とを衡量し、どのような場合にどの程度の開示をすべきか、なお検討が必要になりそうだ。

<sup>1</sup> 金融庁 「『企業内容等の開示に関する内閣府令』等の改正案の公表について」(2022年11月7日)

図表 1：有価証券報告書等における政策保有株式に関する開示

	2010年3月期～	2019年施行	2023年施行予定
要開示銘柄数	貸借対照表計上額資本金の1%超の銘柄 30（初年度は10）銘柄	貸借対照表計上額資本金の1%超の銘柄 60銘柄	
全体に関する開示事項	①銘柄数 ②貸借対照表計上額の合計	上場・非上場に分けた上で、 ①②に加えて ③株式数が前年度から変動した銘柄について (ア) 増加(減少)した銘柄数 (イ) 増加(減少)に係る取得(売却)価額の合計額 (ウ) 増加の理由	
個別に関する開示事項	㉑銘柄 ㉒株式数 ㉓貸借対照表計上額 ㉔保有目的	㉑～㉔に加えて ㉕定量的な保有効果（定量的な保有効果の記載が困難な場合はその旨および保有の合理性を検証した方法） ㉖株式数（㉒）が増加した理由 ㉗政策保有株式の発行会社との株式相互保有の有無	㉑～㉔に加えて ㉘政策保有株式の発行会社と業務提携等を行っている場合に、営業上の取引、業務上の提携等の概要

（出所）開示府令改正案等より大和総研作成

## 高まる政策保有株式への関心

「政策保有株式については、その存在自体が、我が国の企業統治上の問題であるとの指摘もある」とされている（金融審議会『「ディスクロージャーワーキング・グループ報告」—中長期的な企業価値向上につながる資本市場の構築に向けて—』2022年6月13日 p.21）。この指摘を踏まえると、「存在自体」が問題である以上、仮に政策保有株式が大きな利益に結びついているとの検証結果を公表したとしても、保有が正当なものと理解されるか疑わしい。政策保有株式についてどのように説明しようとも、「企業統治上の問題」が解消されるわけではなさそうだ。

政策保有株式は、上場会社の取締役選任議案においても考慮要素の一つとなり、過大な政策保有株式を持つ企業には、企業統治上の問題を放置しているとして、経営トップの取締役選任議案に反対投票することを議決権行使助言業者が推奨するようになっている。過大な保有とは、最大手のISSでは、政策保有株式の価額が純資産の20%以上の場合をいい、もう一つの大手業者であるグラスルイスは10%以上としている。

このように政策保有株式については、開示の充実が進められ、同時に機関投資家の議決権行使においても、取締役選任議案で反対票が投じられる理由になっている。

「企業統治上の問題」であるため、コーポレートガバナンス・コードにおいても政策保有株式

への関心は高い。図表 2 に示した通り、政策保有株式に関しては、コード改訂によって開示の量は増え、より詳細なものになっている。

ただし、2018 年改訂で求められた「検証の内容」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。」と説明されてきた<sup>2</sup>。「保有目的」や「保有に伴う便益」を個別銘柄ごとに開示しようとするれば、営業秘密に属することが含まれる恐れがあったが、コーポレートガバナンス・コードはそこまでは求めていなかったということだ。

しかし、今回の有価証券報告書の開示事項追加で「政策保有株式の発行会社と業務提携等を行っている場合に、営業上の取引、業務上の提携等の概要」が求められ、これは従来のコーポレートガバナンス・コード対応での開示を超える内容といえそうだ。

図表 2：コーポレートガバナンス・コードにおける政策保有株式規制

2015 年策定	2018 年改訂
政策保有株式として上場株式を保有する場合、政策保有に関する方針を開示すべき	政策保有株式として上場株式を保有する場合、 <b>政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など</b> 、政策保有に関する方針を開示すべき
主要な政策保有についてその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	<b>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</b>
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	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 <b>具体的な基準</b> を策定・開示し、 <b>その基準に沿った対応を行うべき</b>

(注) 太字下線は 2015 年に策定された当初のコーポレートガバナンス・コードからの改訂部分。

(出所) 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード」(2015 年 6 月 1 日策定、2018 年 6 月 1 日改訂)より大和総研作成

## さらに続く上場会社の保有株式に関する開示の充実

このように政策保有株式に関する情報開示が進展しているのは、投資家やその他のステークホルダーの利害に株式の政策保有が影響するからだ。政策保有株式が惹き起こす問題としては、「利益率・資本効率の低下や（株価変動リスクを抱えることに伴う）財務の不安定化を招くおそれがあるといった経済合理性に関する懸念」や「株主総会における議決権行使を通じた監視機

<sup>2</sup> 東京証券取引所「『フォローアップ会議の提言を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの改訂について』に寄せられたパブリック・コメントの結果について」(2018 年 8 月 1 日) p. 54

能が形骸化し、いわゆる『議決権の空洞化』を招くおそれがあるなどといった議決権行使に関する懸念」が指摘されている<sup>3</sup>。今回、図表1の⑩を開示項目として追加するのは、後者の懸念を軽減、払しょくするためであろう。政策保有株式の発行会社と保有会社間に業務提携等がある場合は、株主としての利害よりも業務提携上の利害を優先した議決権行使やエンゲージメントが行われる恐れがある。業務提携等の状況を開示することによって、政策保有株主以外の一般株主の利益が損なわれる可能性がどれほどであるかを推し量れるようになることに加え、政策保有株主側にも、そのような懸念を生みかねない行動を自ら律する契機となる。

政策保有株式に関する情報開示の充実には目覚ましいものがあるが、今後も上場会社にさらなる開示への取組みが求められるのはほぼ確実だと思われる。前出のディスクロージャーワーキング・グループ報告は、

今後、金融庁において、企業における「純投資目的」の保有株式について、

- ・純投資と政策保有の区分の考え方や両者の間の区分変更の動向
- ・両区分における銘柄別の保有期間

などの実態を調べ、適切な開示に向けた取組みを進めることが期待される。

と記している (p. 22)。純投資と政策保有の区分の考え方、銘柄別保有期間などが、上場会社の保有株式に関する情報開示において今後の検討事項となるものと予想される。

<sup>3</sup> 油布志行・渡邊浩司・谷口達哉・善家啓文「『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説[Ⅱ]」(『商事法務 No. 2063』(2015年3月25日号)) pp. 51-52