

2016年3月25日 全25頁

## CGコード開示の動向③

## 政策保有株式に関する方針等の現況

説明内容は依然不明瞭も、一歩前進 “Nothing will come of nothing”<sup>1</sup>金融調査部 主任研究員  
横山 淳

## [要約]

- 2015年12月に、3月決算の上場会社によるコーポレートガバナンス・コードに基づく開示情報を記載した「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の提出の期限を迎えた。
- 東証1部上場会社による10月末までの提出分では、238社中227社において「政策保有に関する方針」に関する記述が確認できた。その中には少数ではあるが、「原則、保有しない」方針（17社）や「削減方針」（6社）とするものもあった。
- また、238社中222社において「議決権の行使」基準に関する記述が確認できた。そのうち、一定の条件に該当した場合に、「反対」の議決権行使を行う可能性を明示しているのは、11社にとどまっている。
- CG報告書での開示は義務付けられていないが、政策保有株式の「中長期的な経済合理性や将来の見通し」の検証に関する記述が238社中169社において確認できた。そのうち、検証結果によっては、政策保有株式を「売却」する可能性を明示しているのは、45社にとどまっている。
- 政策保有株式を巡っては、これまでも株主・投資者と上場会社の間で認識のギャップがあった。こうした認識のギャップを埋めて、「建設的な対話」を通じた相互理解・共通認識を形成するためにも、政策保有株式に対する株主・投資者の懸念に応える情報開示が求められよう。

## 【目次】

はじめに ～CGコードに対応したCG報告書について.....	2
1. 「いわゆる政策保有株式」に関するCGコードのポイント.....	4

<sup>1</sup> William Shakespeare “King Lear” Act 1 Scene 1。

(1) 概略.....	4
(2) 趣旨.....	5
(3) CG 報告書における開示.....	5
2. 「政策保有に関する方針」の開示.....	6
(1) 政策保有の目的、ねらい等.....	7
(2) 「原則、保有しない」、「最小限の保有」、「限定的」、「削減」など.....	8
3. 「議決権の行使」基準の策定・開示.....	11
(1) 概要.....	11
(2) 議決権行使の判断要素.....	11
(3) 「反対する」、「精査する」、「確認する」.....	14
4. 「中長期的な経済合理性や将来の見通し」の検証.....	15
(1) 概要.....	15
(2) 検証を行う主体.....	16
(3) 検証に当たっての考慮項目.....	18
(4) 「売却」の可能性.....	19
5. その他.....	19
(1) 「資本政策の基本的な方針」との関係.....	19
(2) 有価証券報告書における政策保有株式の「保有目的」の開示.....	20
おわりに.....	22

## はじめに ～CGコードに対応したCG報告書について

「コーポレートガバナンス・コード」（以下、CGコード）の適用開始から半年以上が経過し、2015年12月には、3月決算の上場会社によるCGコードに基づく開示情報を記載した「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（以下、CG報告書）の提出の期限を迎えた。本稿では、2015年10月末時点でCGコードに対応したCG報告書の提出が確認できた東京証券取引所（以下、東証）1部上場会社<sup>2</sup>（238社）を対象に、CGコードに基づく「コンプライ・オア・エクスプレイン」の現況を検証する。なお、本稿では、説明の都合上、開示事例を紹介するが、**これらをベスト・プラクティスとして推奨する意図や、批判する意図はないことを予めお断りしておく。**

本論に入る前に、CGコードを巡るこれまでの経緯を振り返っておきたい。

<sup>2</sup> 基本的には、「コーポレートガバナンス・コードの各原則を実施しない理由」欄と「コーポレートガバナンス・コードの各原則に基づく開示」欄を設けたCG報告書を対象としているが、実質的に記載がないと判断されるものなどは適宜除外している。

## 有識者会議とCGコード原案のとりまとめ

2014年6月に閣議決定された『日本再興戦略』改訂2014—未来への挑戦—（「日本再興戦略改訂2014」）の中で、CGコードの策定が求められたことを受けて、金融庁と東証が共同事務局を務める「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」（以下、有識者会議）が設置された。有識者会議では、2014年8月以降、議論が重ねられ、2015年3月に「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方〈コーポレートガバナンス・コード原案〉～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～」<sup>3</sup>（以下、「CGコード原案」）がとりまとめられた。

## 東証による規則化

有識者会議によるCGコード原案のとりまとめを受けて、東証は、2015年5月、有価証券上場規程などの改正を行った。これによって、CGコードが、東証の上場制度の枠組みに取り入れられることとなった（適用は2015年6月）<sup>4</sup>。

## コンプライ・オア・エクスプレインとCG報告書

改正後の有価証券上場規程の中で、東証上場会社は、CGコードの定める原則（マザーズ及びJASDAQの上場会社<sup>5</sup>については、「基本原則」のみ）を「実施するか、実施しない場合にはその理由を説明する」ことを、企業行動規範上の「遵守すべき事項」として規定した<sup>6</sup>（東証有価証券上場規程436条の3）。いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン（Comply or Explain）」が、取引所規則上、義務付けられたのである<sup>7</sup>。

CGコードを実施しない場合の「エクスプレイン」（理由の説明）は、CG報告書において行うことと定められた（東証有価証券上場規程436条の3）。

また、CGコードに基づく規範の中には、（実施（コンプライ）しない場合ではなく）実施（コンプライ）するために情報開示が必要となるものがある。具体的には、いわゆる政策保有株式に関する開示（「CGコード」原則1-4）、（独立社外取締役の）独立性判断基準（同原則4-9）などである。こうした実施（コンプライ）のための開示についても、原則、CG報告書において開示することと定められた（東証有価証券上場規程施行規則415条1項2号など）。

<sup>3</sup> 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/04.pdf>）に掲載されている。

<sup>4</sup> 拙稿「コーポレートガバナンス・コードの策定に伴う東証上場規程等の改正」（2015年5月21日付レポート）など参照（[http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20150521\\_009740.html](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20150521_009740.html)）。

<sup>5</sup> 本稿では、特に断らない限り、東証市場1部・市場2部の上場会社を前提に説明を行うこととする。

<sup>6</sup> 「遵守すべき事項」であることから、実際には「実施」（コンプライ）していないにもかかわらず、「その理由の説明」（エクスプレイン）を怠るなど、これに違反した上場会社は、東証による制裁措置等（例えば、上場契約違約金の支払いなど（東証有価証券上場規程509条1項））の対象となり得る。

<sup>7</sup> コンプライ・オア・エクスプレインの状況については、拙稿「CGコード開示の動向①『コンプライ・オア・エクスプレイン』の現況 “comply or explain” : that is the question」（2015年12月24日付レポート）など参照（[http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20151224\\_010476.html](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20151224_010476.html)）。

CGコードに対応したCG報告書の提出は、適用初年度については「2015年6月1日以後最初に開催する定時株主総会の日から6か月を経過する日まで」に提出することとされている（「コーポレート・ガバナンスに関する報告書記載要領（2015年10月改訂版）」<sup>8</sup>前文）。つまり、3月決算会社の場合、適用初年度は、遅くとも2015年12月までの提出が求められた。なお、2年目以降は、「定時株主総会終了後遅滞なく提出する」<sup>9</sup>との運用が想定されている。

## 1. 「いわゆる政策保有株式」に関するCGコードのポイント

### (1) 概略

CGコードは、「いわゆる政策保有株式」について、次のような規定を設けている。

#### 【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。

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。

これを要約すれば、上場会社に対し、その政策保有株式について、次の①～③を求めるものと整理できるだろう。

- ① 「政策保有に関する方針」の開示
- ② 「中長期的な経済合理性や将来の見通し」の検証と、「これを反映した保有のねらい・合理性」の説明
- ③ 「政策保有株式に係る議決権の行使」基準の策定・開示

<sup>8</sup> 東証のウェブサイト (<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008j85-att/tvdivq000000uvc4.pdf>) に掲載されている。

<sup>9</sup> 東京証券取引所『『コーポレートガバナンス・コードの策定に伴う上場制度の整備について』に寄せられたパブリック・コメントの結果について』 (<http://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/nlsgeu0000007k0q-att/20150513-1.pdf>) No. 13～16。  
なお、東証有価証券上場規程 419 条も参照。

## (2) 趣旨

CG コードが、「いわゆる政策保有株式」に関する原則を定めているのは、株主や投資者の次のような政策保有株式に対する懸念を受けたものだと説明されている<sup>10</sup>。

- (a) 「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」
- (b) 「株主総会における議決権行使を通じた監視機能が形骸化し、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」

つまり、これまで政策保有株式を巡っては、上記(a) (b)のような株主・投資者の懸念と、上場会社側の「政策保有株式は提携等を通じて事業上の利益につながる」<sup>11</sup>との主張との間に大きな認識のギャップが存在していた。こうした問題について、「政策保有に関する開示の規律を強化することにより、上場会社と市場との対話を通じて合理的な解決策を見出す」<sup>12</sup>ことを期待して、CG コード原則1－4が盛り込まれたとされているのである。

CG コード原則1－4が定める具体的な内容（前記(1)①～③）との関係では、①（「政策保有に関する方針」の開示）は、前記(a) (b)両方にまたがる「政策保有全般に共通する方針」の開示、②（「中長期的な経済合理性や将来の見通し」の検証と、「これを反映した保有のねらい・合理性」の説明）は、前記(a)の「経済合理性に関する懸念」に対応するもの、③（「政策保有株式に係る議決権の行使」基準の策定・開示）は、前記(b)の「議決権行使に関する懸念」に対応するものとして想定されているようだ<sup>13</sup>。

## (3) CG 報告書における開示

CG コードが定める「いわゆる政策保有株式」に関する原則（前記(1)の①～③）のうち CG 報告書における（コンプライとしての）開示が要求されるのは、**「開示すべきである」**と規定されている事項、すなわち、①（「政策保有に関する方針」の開示）と③（「政策保有株式に係る議決権の行使」基準の策定・開示）ということになる。

<sup>10</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。

<sup>11</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））p. 52。

<sup>12</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））p. 52。

<sup>13</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））p. 52。

他方、②（「中長期的な経済合理性や将来の見通し」の検証と、「これを反映した保有のねらい・合理性」の説明）については、「開示すべき」ではなく、「具体的な説明を行うべきである」と規定されている。そのため、「コンプライ」する上で、必ずしもCG報告書上での開示までは要求されず、「具体的な説明」を行う上での「手法や様式等は各上場会社における合理的な判断に委ねられている」<sup>14</sup>と解されている。すなわち、例えば、「アニュアルレポートまたは自社のウェブサイト等に記載することや、株主総会における口頭での説明を行うことなど」<sup>15</sup>といった対応も「コンプライ」として認められるようだ。もちろん、CG報告書上に任意で開示を行うことも可能である。

ただし、CGコードが「具体的な説明」を要求する趣旨は、（検証を反映した）『具体的な説明』が対外的に行われ、さらに、その反応等も踏まえて翌年の『検証』（保有の継続等に関する判断を含む）がなされるというように上場会社と市場との対話が継続されていくことにより、合理的な解決策が見出されることを期待したもの<sup>16</sup>と説明されている。その意味で、「説明」は、「市場との対話」に結びつくような形で「対外的」に行われる必要があるものと考えられる。時折、『検証』を行う場である取締役会において『説明』がなされれば足りる」との見解を耳にすることがある。私見だが、こうした見解は、前記のCGコードの趣旨を没却しかねないものであり、基本的に妥当ではないと筆者には思われる。

なお、以上は、あくまでも原則1-4の「コンプライ」を前提とした整理である。①~③のいずれであっても、「コンプライ」していない場合には、CG報告書上に「エクスプレイン」（「コードの各原則を実施しない理由」）の開示が義務付けられることとなる（東証有価証券上場規程436条の3）。

## 2. 「政策保有に関する方針」の開示

2015年10月までにCGコードに対応したCG報告書を提出した 238社中227社<sup>17</sup>において、CGコード原則1-4に係る開示として、「政策保有に関する方針」に関する記述が確認できた<sup>18</sup>。

<sup>14</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））p.57。

<sup>15</sup> 澤口実・内田修平・角田望・金村公樹「コーポレートガバナンス・コードへの対応に向けた考え方[Ⅰ]」（『商事法務No.2066』（2015年4月25日号））p.14。

<sup>16</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））p.52。

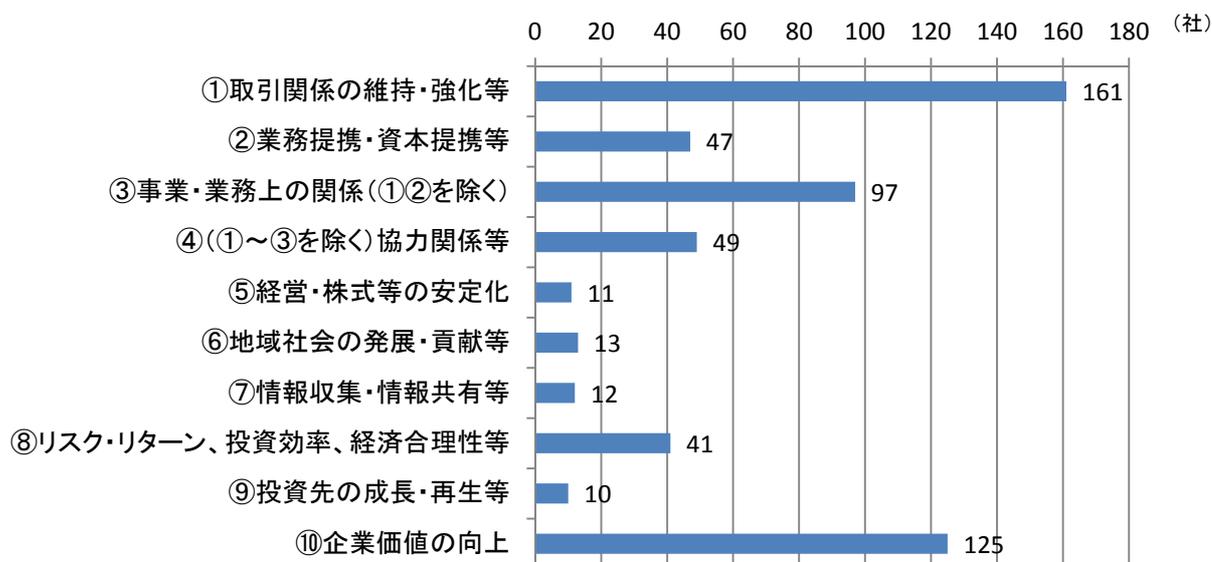
<sup>17</sup> 方針は策定したが未実施（説明（エクスプレイン）に該当）というケースを含む。

<sup>18</sup> 「政策保有に関する方針」が確認できなかった11社中、そもそも純投資目的以外での上場株式を保有していないものが7社確認できた（各社の有価証券報告書による）。残りの4社のうち、原則、政策保有株式を保有しない方針とするものが1社（同社の有価証券報告書によれば、保有するのは5銘柄）、専ら保有する政策保有株式の検証について開示するものが1社、提出時点では方針はなく、今後、策定を検討すると説明（エクスプレイン）しているものが1社確認できた。10月時点で、政策保有株式を保有しているが、「政策保有に関する方針」について記述がないのは1社のみであった。

## (1) 政策保有の目的、ねらい等

「政策保有に関する方針」に掲げられた（政策保有の）目的、ねらい等をまとめたのが、図表 1 である。なお、10 社未満しか言及がなかった事項は、割愛している。

図表 1 「政策保有に関する方針」 政策保有の目的、ねらい等（重複あり）



(注) 10 社未満しか言及がない事項は割愛している。

(出所) 各社の CG 報告書を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

政策保有の目的・ねらいとして、「①取引関係の維持・強化等」(161 社)が、特に多いのは、後述 5 (2)で紹介する有価証券報告書における、「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」(≒政策保有株式)の(銘柄ごとの)「保有目的」の開示と同様である。また、「②業務提携・資本提携等」(47 社)、「③事業・業務上の関係」(97 社)、「④協力関係等」(49 社)も、有価証券報告書における開示でよく見かける「保有目的」である。

また、「⑩企業価値の向上」(125 社)を掲げる会社も多い。これは、有価証券報告書における「保有目的」では余りみられなかったものである。おそらく CG コードにおいて「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」(下線太字は筆者)が、重要なキーワードの一つとなっており、例えば、その「基本原則 2」において、次のような規定が設けられていることを受けたものであろう。

### 【基本原則 2】

上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、

債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。

取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである。

(出所) CG コード基本原則 2。下線太字は筆者による。

おそらく、中長期的な企業価値の向上・創出のための一つの要素として、「顧客、取引先、債権者、地域社会」との良好な関係の構築があり、その手段として政策保有を行っている、と主張しているのであろう。もっとも、筆者が見た限り、政策保有の相手方である「顧客、取引先、債権者、地域社会」との協力関係の重要性を熱心に説明する開示事例はあるものの、なぜ、政策保有が「ステークホルダーとの適切な協働」にとって不可欠なのかを合理的・納得的に説明している事例は、ほとんど確認できなかった<sup>19</sup>。

「⑧リスク・リターン、投資効率、経済合理性等」(41 社) も一定数存在した。これも、有価証券報告書における「保有目的」の開示では、余り見られなかったものである。おそらく CG コード原則 1-4 が「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」(下線太字は筆者) することを求めていること(後述 4) を受けたものと思われる。なお、実際に検証を踏まえた政策保有の合理性の判断内容について、説明を行っている事例もある(事例 G (15 頁) 参照)。

## (2) 「原則、保有しない」、「最小限の保有」、「限定的」、「削減」など

少数ではあるが、株主・投資者の懸念などを踏まえて、政策保有株式につき、「原則、保有しない」、「最小限の保有」、「限定的な保有」、「削減」といった方針を明示している開示事例もある。確認できた件数は、図表 2 の通りである。

図表 2 「原則、保有しない」、「最小限」、「限定的」、「削減」などの方針(重複あり)

「原則、保有しない」／「一定の場合を除き、保有しない」など	17 社
「最小限の保有」など	6 社
「限定的な保有」／「対象を厳選」など	10 社
「削減方針」	6 社

(出所) 各社の CG 報告書を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

<sup>19</sup> 少なくとも、筆者が合理的に納得できる説明は、皆無だった。

具体的な開示事例としては、次のようなものがある。

#### 《事例A 「原則、政策保有を行わない」とする開示事例》

##### 1. 政策保有に関する方針

保有しないことを原則としております。現在保有している株式については、相手先の承諾を得ながら、暫時売却する予定です。

…以下、略…

(出所) パンチ工業「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」(2015年9月29日更新)

#### 《事例B 「一定の場合を除き、保有しない」とする開示事例》

##### ＜政策保有に関する方針＞

当社は、株価変動によるリスク回避および資産効率の向上の観点から、投資先との事業上の関係や当社との協業に必要な場合を除き、上場株式を保有しません。

…以下、略…

(出所) 小松製作所「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」(2015年7月24日更新)

#### 《事例C 「最小限の保有」とする開示事例》

##### 1. 当社の政策保有に関する方針

当社は、株式の政策保有を以下の方針で行っており、必要最低限の保有水準としています。

- ・単なる安定株主としての政策保有は、コーポレートガバナンスの観点から行わない。
- ・株式の保有は、配当等のリターンも勘案しつつ、業務の円滑な推進等のビジネス上のメリットがある場合に限る。
- ・保有する株式については、主にビジネス上のメリット等の観点から定期的に検証を行い、必要性が薄れてきた銘柄を中心に縮小を図る。

…以下、略…

(出所) 資生堂「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」(2015年7月31日更新)

#### 《事例D 「限定的な保有」とする開示事例》

##### ○政策保有に関する方針

政策保有株式については、自己資本に対して過大とならないよう総額をコントロールすると

ともに、銘柄については「地域金融機関として取引先との長期的、安定的な取引関係の維持・強化」、「当行の事業戦略の充実と相互リレーション強化」などに資する場合において、限定的に保有しております。…以下、略…

(出所) 横浜銀行「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」(2015年6月30日更新)

#### 《事例E 「削減方針」とする開示事例》

##### ■政策保有に関する方針

◇近年、国際金融規制の強化やコーポレートガバナンス・コード導入など、政策保有株式(※1)を取り巻く環境は大きく変化しております。

◇当社及びグループ銀行(※2)では、このような環境変化を踏まえ、株式保有リスクの抑制や資本の効率性、国際金融規制への対応等の観点から、取引先企業との十分な対話を経た上で、政策投資目的で保有する株式(※3)の残高削減を基本方針とします。

◇政策投資目的で保有する株式については、成長性、収益性、取引関係強化等の観点から、保有意義・経済合理性を検証し、保有の妥当性が認められない場合には、取引先企業の十分な理解を得た上で、売却を進めます。また、妥当性が認められる場合にも、残高削減の基本方針に則し、市場環境や経営・財務戦略等を考慮し、売却することがあります。

(※1)「政策保有株式」とは、純投資以外の保有株式のうち、「子会社・関連会社株式」を除いた「その他有価証券」です。保有目的により、(1)政策投資、(2)業務戦略、(3)再生支援の3つに分類しており、(1)が大半を占めます。

(※2)「グループ銀行」とは、当社の連結子会社である三菱東京UFJ銀行及び三菱UFJ信託銀行を指します。

(※3)「政策投資目的で保有する株式」とは、取引先企業との総合的な取引維持・拡大を通じた当社及びグループ銀行の中長期的な経済的利益の増大を目的として保有する株式です。

…以下、略…

(出所) 三菱UFJフィナンシャル・グループ「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」(2015年7月31日更新)

政策保有株式について、「原則、保有しない」、「最小限の保有」、「限定的な保有」、「削減」といった方針を示すことに対しては、『政策保有を一切しない』というのであればともかく、例外的・限定的であれ、政策保有を行う余地が残っている限り、『××の場合に政策保有を行う』というのと実態が大きく変わるものではない」との指摘もあるようだ。

しかし、筆者は、次の理由から、一定の評価をすることができると考えている。

- ①株主・投資者の懸念に配慮する姿勢が示されていること
- ②抑制的な方針・方向性が開示されることで、政策保有株式の新規取得・継続保有に対する一定の歯止めとなり得ること
- ③政策保有株式の取得・保有を（常態ではない）例外的・限定的なもの、あるいは削減されるべきものと位置づけられることで、「原則（保有しない、削減する）」と「例外（取得・保有する、削減しない）」の関係が明らかになること。その結果、政策保有として取得・保有する銘柄について、「なぜ、それを例外的・限定的に取得・保有するのか（削減しないのか）？」という説明責任が明確になること

### 3. 「議決権の行使」基準の策定・開示

#### (1) 概要

2015年10月までにCGコードに対応したCG報告書を提出した 238社中222社<sup>20</sup>において、CGコード原則1－4に係る開示として、「議決権の行使」基準に関する記述が確認できた<sup>21</sup>。

#### (2) 議決権行使の判断要素

政策保有株式についての「議決権の行使」に当たり、各社が判断要素として掲げている事項をまとめると図表3のようになる。

政策保有株式の議決権行使に当たって、「企業価値」を判断要素として掲げる事例（①～③）が多数を占めている。これは、おそらくCGコードにおいて「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」（下線太字は筆者）が、重要なキーワードの一つとなっていることを踏まえたものであろう。

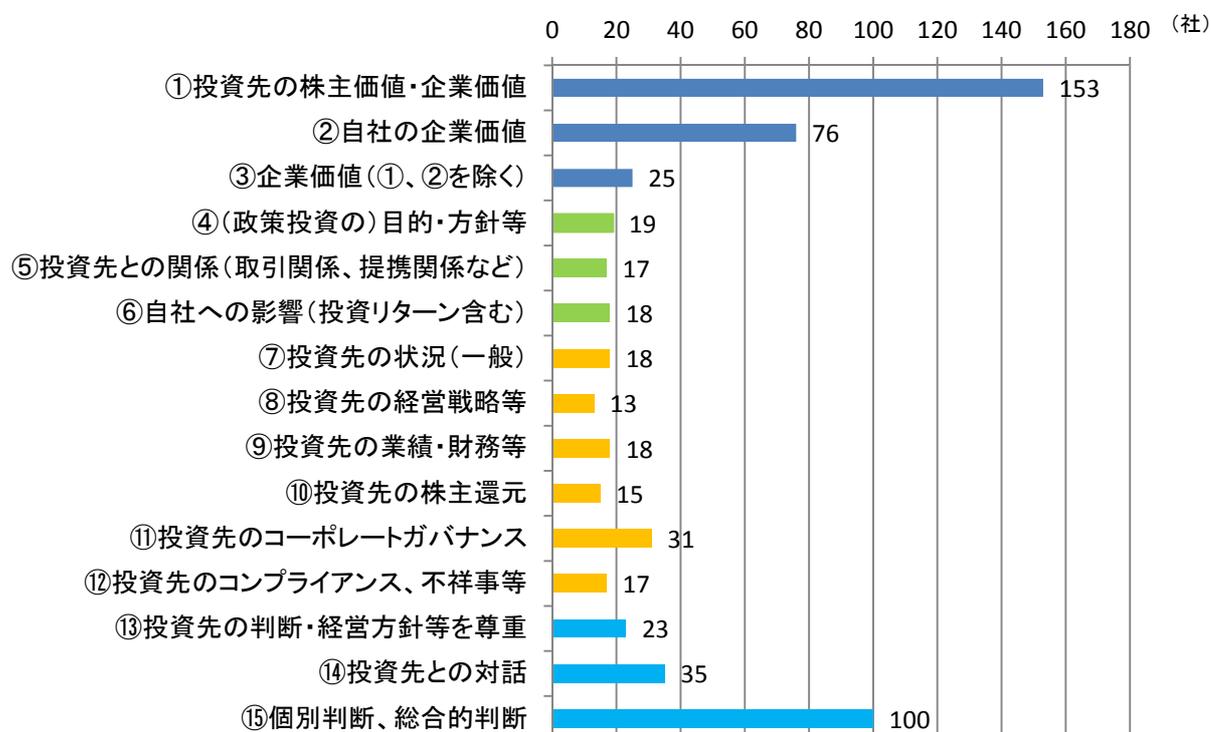
興味深いのは、一口に「企業価値」といっても、大きく「①投資先の株主価値・企業価値（153社）と「②自社の企業価値」（76社）に分かれることである<sup>22</sup>。

<sup>20</sup> 方針は策定したが未実施（説明（エクスプレイン）に該当）というケースを含む。

<sup>21</sup> 「議決権の行使」基準が確認できなかった16社中、そもそも純投資目的以外での上場株式を保有していない（各社の有価証券報告書による）ものが9社、議決権行使基準がないことについて説明（エクスプレイン）しているものが3社確認できた。残りの4社のうち、原則、政策保有株式を保有しない方針とするものが1社（同社の有価証券報告書によれば、保有するのは3銘柄）、情報収集が主な目的とするものが1社あった。10月時点で、政策保有株式を保有しているが、「議決権の行使」基準について記述がないのは2社のみであった。

<sup>22</sup> なお、「③企業価値（①、②を除く）」（25社）は、開示上、誰の企業価値が明らかでないものをまとめた区分であり、明示的に（投資先、自社以外の）第三者の企業価値が掲げられたものではない。その意味では、「投資先」又は「自社」のいずれか（又は両方）の企業価値を意図したものと推測される。

図表3 政策保有株式の議決権行使に当たっての判断要素（重複あり）



(注) 10件未満しか言及がない事項は割愛している。

(出所) 各社のCG報告書などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

「①投資先の株主価値・企業価値」は、前記1(2)で紹介した政策保有株式に対する株主・投資者の懸念のうち、(政策保有株式を通じて)投資先の「株主総会における議決権行使を通じた監視機能が形骸化し、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」(議決権行使に関する懸念)に対応するものであろう。すなわち、取引関係などを通じた自社の利益を保全するために、投資先の株主価値・企業価値を毀損するような議案に賛成したり、投資先の経営者の保身に手を貸したり、といった議決権行使は行っておらず、投資先の一般株主と同様、あくまでも投資先の株主価値・企業価値の向上の観点から議決権を行使している(=「議決権の空洞化」を招いていない)という趣旨だと考えられる。

他方、「②自社の企業価値」は、(政策保有株式が)自社の「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(経済合理性に関する懸念)に対応するものであろう。すなわち、自社の政策投資には経済合理性があり、議決権行使も自社の企業価値向上(=経済合理性)の観点から行っている趣旨だと考えられる。

前述の通り、CGコードに政策保有株式に係る議決権の行使のための基準の策定・開示が盛り込まれた趣旨(「議決権行使に関する懸念」)を踏まえれば、「①投資先の株主価値・企業価値」を判断要素とすることに合理性がある。他方、そもそも「経済合理性に関する懸念」が払拭さ

れなければ、政策保有を行うこと自体の正当性が疑われることとなる。その意味では、「②自社の企業価値」を判断要素する必要性もある。こうした考え方から、「投資先」と「自社」の双方の企業価値の向上を判断要素とする、という企業も多く、55社で確認できた。

確かに、「投資先」と「自社」の双方の企業価値の向上を判断要素として掲げるのは、ある種の「模範解答」であるといえるだろう。しかし、筆者のような「ひねくれ者」からすれば、『投資先』の利益と『自社』の利益が相反する場合（いわゆる利益相反）は、一体、どう議決権を行使するつもりか？という疑問が生じることとなる。

残念ながら、この疑問に明確に応える開示を行っている企業は多くない。ただ、一部、利益相反のおそれがある場合には「独立社外取締役、社外の専門家の意見」を踏まえるといった開示を行っている事例が存在している。

#### 《事例F 利益相反のおそれがある場合の議決権行使に関する開示事例》

##### (2) 政策保有上場株式に係る議決権の行使に関する基準

当社は、政策保有上場株式に係る議決権について当社と政策保有先双方の持続的な企業価値を向上させるかどうかを基準に行使することを方針としています。

政策保有先が持続的な企業価値を向上させることができるかどうかについては、政策保有先の経営戦略、業績等を考慮して判断するものとし、議案の内容によっては、説明を受けた上で議決権を行使するものとします。

政策保有先の議案が当社と利益が相反するおそれがある場合において必要があるときは、当社は、独立社外取締役、社外の専門家の意見を踏まえて議決権を行使するものとします。

…以下、略…

(出所) 出光興産「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」(2015年10月21日更新)

「企業価値」以外の判断要素としては、「⑩投資先のコーポレートガバナンス」(31社)がやや多いことを除けば、どの項目も限定的である。

なお、厳密には、判断要素とはいえないが、「⑭投資先との対話」(35社)を踏まえて判断する（あるいは判断することがある）という会社が、一定数存在している。これは、CGコードが（上場会社に対して）「株主との間で建設的な対話」（CGコード基本原則5）を、スチュワードシップ・コード（以下、SSコード）が、（機関投資家に対して）「投資先企業との建設的な『目的を持った対話』」（SSコード原則4）を、それぞれ行うように求めていることを踏まえたものであろう。

もちろん、上場会社が、一人の「株主」として投資先企業と「対話」すること自体を、直ちに否定すべき理由はない。しかし、政策保有は、通常、取引関係や提携関係などの特別な関係を背景としていることが多い。これを、株価の上昇や配当等を通じてしかリターンを得ること

ができず、(投資先の) 情報へのアクセスも制限される<sup>23</sup>一般株主・投資者と同列に論じるのは、本来、妥当ではないように、筆者には思われる。

「⑬投資先の判断・経営方針等を尊重」(23社) とすることを議決権行使基準とする会社も、一定数存在する。これは、基本的には、会社提案議案に、原則、賛成するという趣旨であろう。

もともと、様々な判断要素、方針などが示されているものの、最終的には「⑮個別判断、総合的判断」(100社) になるという会社が多数である。

### (3) 「反対する」、「精査する」、「確認する」

前記(2)の判断要素を踏まえた実際の議決権行使行動については、単に「賛否を判断する」、「議決権を行使する」とのみ記述している会社が多い(222社中162社)。その一方で、例えば、ある一定の条件に該当した場合に、起こす可能性のある具体的なアクションを明記している事例もある。確認できた事例をまとめたのが、次の図表4である。

図表4 議決権行使基準を踏まえた具体的なアクションの事例(重複あり)

①「反対する(可能性がある)」	11社
②「慎重に判断する」、「特に留意して判断する」など	5社
③「肯定的に判断できない」など	5社
④「精査する」など	13社
⑤「確認する」、「対話を行う」など	24社
⑥その他	13社

(出所) 各社のCG報告書などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

「反対」の議決権行使を行う可能性を明言している会社(①)は、11社と少数である。婉曲にはあるが、「反対」の可能性を示唆していると考えられる会社(②③)を合計しても、21社にとどまっている。

<sup>23</sup> CGコード(補充原則5-1②(v))も、SSコード(指針4-3)も、「対話」に際して、いわゆるインサイダー情報の授受・管理には慎重を期すことを求めている点に留意する必要がある。

## 4. 「中長期的な経済合理性や将来の見通し」の検証

### (1) 概要

2015年10月までにCGコードに対応したCG報告書を提出した **238社中169社<sup>24</sup>**において、CGコード原則1－4に係る開示として、政策保有株式についての「中長期的な経済合理性や将来の見通し」の検証に関する記述が確認できた。

前述の通り、CGコード原則1－4の定める規律のうち、「中長期的な経済合理性や将来の見通し」の検証と「これを反映した保有のねらい・合理性」の説明については、「コンプライ」する上で、必ずしもCG報告書での開示までは要求されていない。例えば、「アニュアルレポートまたは自社のウェブサイト等に記載することや、株主総会における口頭での説明を行うことなど」<sup>25</sup>といった対応も可能だと解されている。そうした中、比較的、多数の上場会社が、CG報告書上において、政策保有株式についての「中長期的な経済合理性や将来の見通し」の検証に関して、何らかの開示を行っていることは評価できるだろう。

もっとも、開示の内容は、適用初年度ということもあり、主に検証プロセスについて開示する上場会社が多かった。検証を反映した「保有のねらい・合理性」の説明まで行っている会社は限定的である（事例G参照）。

### 〈事例G 検証を反映した（政策保有株式の）「保有のねらい・合理性」を説明する開示事例〉

…前略…

- ・ 当社は2015年6月の経営審議会において主要な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について検証し、同年同月の取締役会にて確認しております。
- ・ 2015年3月末時点の政策保有株式は、46銘柄、その簿価は163億円、時価は279億円となっております。また、主要な政策保有株式の発行企業とは現在取引継続中もしくは協業関係にあり、あるいは将来の事業連携等が見込まれるため、当該株式の保有には十分な合理性があると判断しております。
- ・ 主要な個別銘柄の保有目的については、有価証券報告書に記載しております。

…以下、略…

（出所）コニカミノルタ「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（2015年9月30日更新）

本稿では、こうした事情を踏まえて、政策保有株式についての「中長期的な経済合理性や将

<sup>24</sup> 方針は策定したが未実施（説明（エクスプレイン）に該当）というケースを含む。

<sup>25</sup> 澤口実・内田修平・角田望・金村公樹「コーポレートガバナンス・コードへの対応に向けた考え方〔I〕」（『商事法務 No. 2066』（2015年4月25日号））p. 14。

来の見通し」の検証プロセスに着目し、検証を行う主体と、検証に当たっての考慮事項について分析を試みることにする。

## (2) 検証を行う主体

CG 報告書上で、政策保有株式についての「中長期的な経済合理性や将来の見通し」の検証に関する記述が確認できた 169 社を対象に、検証を行う主体と、それが取締役会以外である場合に、取締役会がどのような関与を行うのか、について整理したのが図表 5 である。

図表 5 政策保有株式の「中長期的な経済合理性や将来の見通し」の検証主体

検証を行う主体		取締役会の関与	
取締役会	74 社 (注 1)	—	
取締役会以外 (委員会、会議等 (担当取締役 (担当部門	17 社 (注 1) 8 社 (注 1) 6 社 (注 2) 3 社)	検証	2 社 (注 1)
		付議・審議	3 社
		報告・説明	7 社
		確認その他	1 社
		開示なし	4 社
開示なし	80 社	付議・審議	7 社
		報告・説明	18 社
		確認その他	5 社
		開示なし	50 社

(注 1) 「取締役会」と「委員会、会議等」の双方で検証を行うという会社が 2 社存在している。

(注 2) うち 2 社は、担当部門が随時モニタリングを行い、モニタリング結果の報告を受けた担当取締役が検証を行うというものである。

(出所) 各社の CG 報告書などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

CG コード (原則 1-4) が、「毎年、取締役会で……中略……検証」すると規定していることから、基本的には、取締役会が検証を行うというものが **169 社中 74 社** と多かった。

その一方、取締役会以外の「委員会」や「担当取締役」などが検証を行った上で、その結果に対して、取締役会が一定の関与 (検証、付議・審議、報告・説明など) を行うとするものも、

13社確認できた<sup>26</sup>。

これらの上場会社が、自社の「検証」プロセスなどを含めた原則1-4への対応を、「コンプライ（実施）」と位置づけるか、「エクスプレイン（説明）」と位置づけるか、については対応が分かれているようだ<sup>27</sup>。原則1-4を「エクスプレイン（説明）」と位置づけている上場会社による、自社の「検証」プロセスに関する開示としては、次のような事例がある。

#### 〈事例H（政策保有株式の）検証プロセスに関する開示事例〉

##### ＜上場株式の政策保有に関する方針＞

…前略…

- ・この政策保有株式については、リターンおよびリスクを踏まえた中長期的な経済合理性や、取引先の成長性、将来性、もしくは再生等の観点、取引先と地域経済との関連性の観点および業務提携等の事業戦略上の観点から定期的に取り締役会からの委任を受けた常務会にて検証し、保有の可否を総合的に判断しております。また、主要な政策保有株式については、その検証結果を取り締役会へ報告することとしております。
- ・なお、平成27年度につきましては、平成28年3月までに実施する予定です。

…以下、略…

（出所）第四銀行「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（2015年10月30日更新）

当行では、政策保有株式の現状について半期毎に常務会へ報告し、取引内容のスコアリングなどに基づく保有メリットの検証等を行っております。今後は取締役会へ報告を行い検証を深化するとともに、来年度からは、有価証券報告書において、検証結果を踏まえた保有のねらい・合理性等について説明を行っていく方針です。

（出所）中国銀行「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」（2015年8月7日更新）

なお、「検証をしている」旨のみ開示して、検証を行う主体についても、取締役会の関与のあり方についても「開示なし」（50社）とするものも相当数存在している。これらの会社が、実際にどのような「検証」プロセスを行っているのかは明らかではない。ただ、エクスプレイン（説明）を行っている会社は1社のみ<sup>28</sup>であることからすれば、基本的に、CGコードの内容（取締役会での検証）をコンプライ（実施）しているということなのだろう。

<sup>26</sup> 検証を行う主体について「開示なし」で、取締役会に付議、報告などを行うとしている事例も、これと同様のプロセスを経ている可能性がある。ただし、私見だが、取締役会が一定のチェック機能を果たしているとしても、実際に検証を行っている主体がよくわからないのは、開示として不十分との批判は免れないだろう。

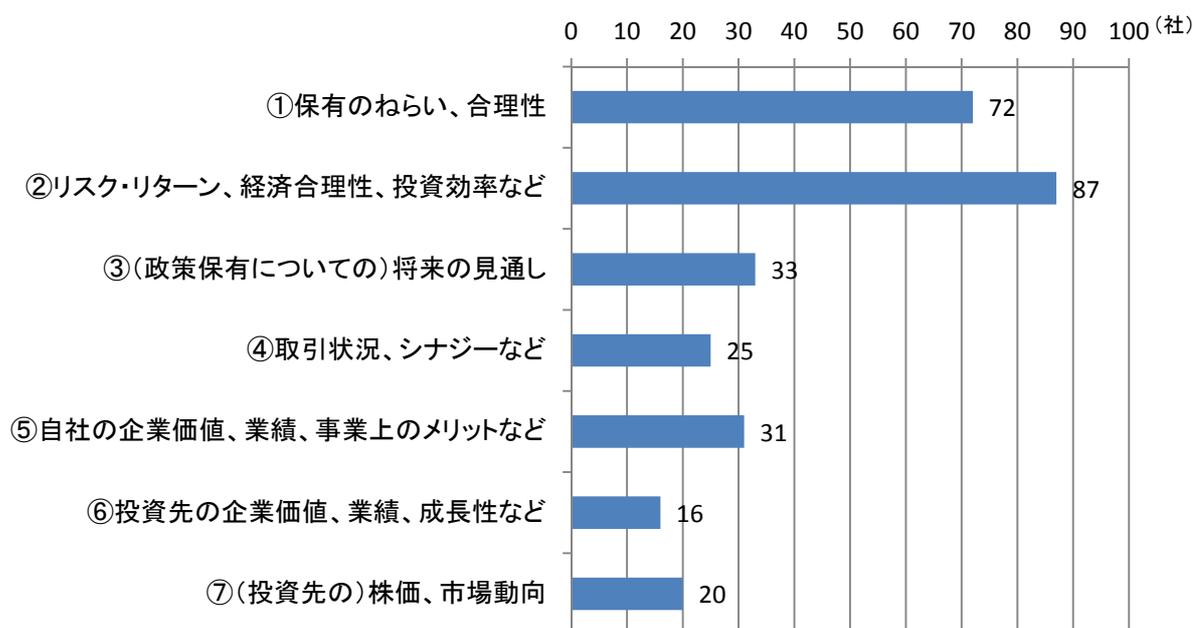
<sup>27</sup> 13社中4社が「エクスプレイン（説明）」としている。ただし、「エクスプレイン（説明）」の中には、自社の「検証」プロセスに関する明確な説明がないものもある。事例Hも「未実施」を理由とするものかもしれない。

<sup>28</sup> しかも、その会社のエクスプレイン（説明）の内容は、専ら、議決権行使基準に係わるものである。

### (3) 検証に当たっての考慮項目

2015年10月までにCGコードに対応したCG報告書を提出した238社中146社<sup>29</sup>において、CGコード原則1-4に係る開示として、政策保有株式についての「中長期的な経済合理性や将来の見通し」の検証に当たっての考慮項目の開示が確認できた。それをまとめたのが図表6である。

図表6 政策保有株式の「中長期的な経済合理性や将来の見通し」の検証項目（重複あり）



(出所) 各社のCG報告書などを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

「①保有のねらい、合理性」(72社)、「②リスク・リターン、経済合理性、投資効率など」(87社)、「③(政策保有についての)将来の見通し」(33社)は、CGコード原則1-4の規定の文言「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」(下線太字は筆者による)を踏まえたものであろう。

①～③の中でも「②リスク・リターン、経済合理性、投資効率など」が多いのは、株主・投資者の政策保有株式に対する「経済合理性に関する懸念」(前記1(2)(a)参照)について、上場会社の側でも、ある程度、認識するようになったことの現れともみることができるだろう。

「④取引状況、シナジーなど」(25社)、「⑤自社の企業価値、業績、事業上のメリットなど」(31社)は、「政策保有に関する方針」(前記2(1))として、「取引関係」や「事業・業務上の関係」が掲げられることが多いことを受けたものであろう。

<sup>29</sup> 方針は策定したが未実施(説明(エクスプレイン)に該当)というケースを含む。

なお、「⑦（投資先の）株価、市場動向」（20社）は、政策保有株式の売却の判断や、政策保有株式の価格変動に伴う財務基盤への影響などのコンテキストで言及されていることが多いように思われる<sup>30</sup>。

#### (4) 「売却」の可能性

CGコード原則1-4に係る開示として、政策保有株式についての「中長期的な経済合理性や将来の見通し」の検証に関する記述が確認できた169社中、検証結果によっては政策保有株式を「売却」する可能性について、明確に言及しているものは、**45社**にとどまっている。

この結果は、政策保有株式についての「検証」を行う以上、保有を続ける意義が失われたものについて、機会を見て「売却」することは当然であり、わざわざ言及するまでもない、と判断した上場会社が多かったことを意味するだけのことかもしれない。ただ、私見だが、政策投資株式を巡る株主・投資者の懸念に応えるという観点からは、「売却」の可能性を明確に示すことで、「検証」が形式的なものではなく、実態を伴うものであることを株主・投資者に対してコミットすることが重要であるように、筆者には思われる（「おわりに」も参照）。

## 5. その他

### (1) 「資本政策の基本的な方針」との関係

CGコードは、上場会社に対して、原則1-3として「資本政策の基本的な方針」について、説明を行うように求めている。

#### 【原則1-3. 資本政策の基本的な方針】

上場会社は、資本政策の動向が株主の利益に重要な影響を与え得ることを踏まえ、資本政策の基本的な方針について説明を行うべきである。

この原則1-3の趣旨について、有識者会議の池尾和人座長（慶應義塾大学経済学部教授）は、次のように説明している。

<sup>30</sup> 例えば、検証項目として「⑦（投資先の）株価、市場動向」を掲げる20社中16社が、検証結果によっては「売却」する可能性を明記している。

この原則1-3というのは私がお願いして入れてもらったものです。それは、政策保有株式だとか株主の利益を害する可能性のある資本政策だとかいう各論の原則がいきなり来るのはちょっとコードとして不自然だなという感じがしたからです。だから、例えばデット・エクイティ比をどのくらいにするとかいう具体的な方針という意味ではなくてフィロソフィーのようなものを示すということがあった上で、**例えば政策保有株式の考え方についても、バックの基本的考え方みたいなものを示されている必要があるのではないか。**個別の資本政策についての議論に先立つ何か、経営理念とかに近い話ですけれども、資本政策の面での経営理念のようなものが示されてしかるべきでないかというふうなことを考えて入れてもらったんですけど。

(出所) 平成26年11月25日開催「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」(第7回) 議事録 (<http://www.fsa.go.jp/singi/corporategovernance/gijiroku/20141125.html>) 池尾座長発言。下線太字は筆者による。

この説明を踏まえれば、原則1-3は、一見、政策保有株式とは関係がないようにも見えるが、背景にある資本政策に関する「フィロソフィー」を示すという意味で、「政策保有に関する方針」(原則1-4)とも関連しているということになる。

原則1-3は、CG報告書での開示義務の対象外ではあるが<sup>31</sup>、上記の趣旨を踏まえたものか、**18社**<sup>32</sup>において自主的な開示が確認できた。あくまでも筆者の個人的な印象であるが、原則1-3(資本政策の基本的な方針)と原則1-4(政策保有に関する方針)を明確に関連づけて説明している事例は確認できなかったものの、開示・説明に当たっての用語や、事項の配列などについて、工夫を行っていると思われるものは見受けられた。

## (2) 有価証券報告書における政策保有株式の「保有目的」の開示

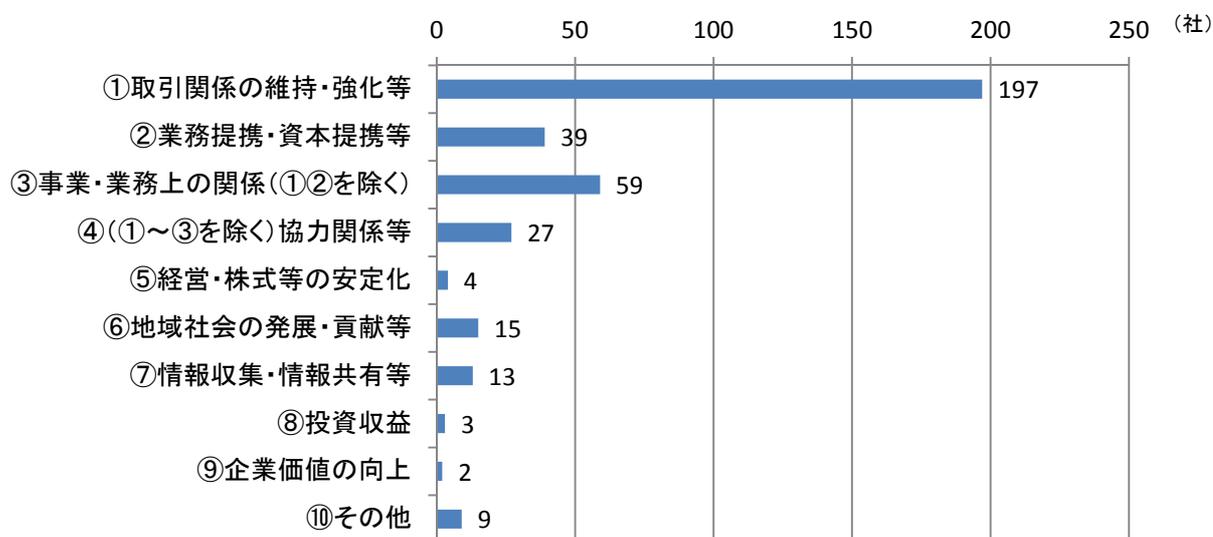
CGコードに伴って導入されたものではないが、有価証券報告書等においても「株式の保有状況」の開示として、「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」(≡政策保有株式)について、(銘柄ごとの)「保有目的」などの開示が求められている(企業内容等の開示に関する内閣府令第二号様式記載上の注意(57)a(e)など)。

2015年10月までにCGコードに対応したCG報告書を提出した238社について、本稿執筆時点で直近の有価証券報告書で開示している、「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」(≡政策保有株式)の(銘柄ごとの)「保有目的」を、図表1と同じ区分で分類・整理したものが図表7である。

<sup>31</sup> 前述4の「中長期的な経済合理性や将来の見通し」の検証などと同様、「開示すべき」項目ではなく、「説明を行うべき」項目であるため、必ずしもCG報告書での開示までは要求されず、説明の手法や様式等は各上場会社における合理的な判断に委ねられている項目と考えられる。

<sup>32</sup> うち6社は、全原則について開示している。なお、CG報告書からのリンク先の自社ウェブサイトなどで開示されているものも(確認できた範囲で)含めている。

図表7 有価証券報告書における政策保有株式の「保有目的」（重複あり）



(注) 有価証券報告書の提出者ベース（保有者ベース）である。例えば、ある上場会社が、政策保有株式を5銘柄保有しており、うち4銘柄が「取引関係の維持」、1銘柄が「業務提携」を「保有目的」としている場合、「①取引関係の維持・強化等」、「②業務提携・資本提携等」をそれぞれ1社とカウントしている。

(出所) 各社の有価証券報告書を基に大和総研金融調査部制度調査課作成

CGコードを反映したCG報告書を提出する前に、有価証券報告書を提出している上場会社が大多数（238社中213社）であることから、今回、確認した有価証券報告書の開示内容は、未だCGコードを反映したものとはなっていない可能性がある。その意味で、単純比較はできないが、基本的に、「①取引関係の維持・強化等」（197社）や「③事業・業務上の関係（①②を除く）」（59社）を掲げる上場会社が多い点は、図表1の（CG報告書における）「政策保有に関する方針」と同様である。他方、個別銘柄の「保有目的」（有価証券報告書）と、政策保有全体としての「政策保有に関する方針」（CG報告書）という違いを反映したものか、「⑧投資収益」<sup>33</sup>（3社）や「⑨企業価値の向上」（2社）を掲げる上場会社は限定的である。

また、開示された「保有目的」の内容について、前期からの変更が**31社**で確認できた。そのうち、同一の保有銘柄についての記載内容が詳細になる、「政策保有に関する方針」も開示するなど、重要性のある変更が**17社**において確認できた。前述の通り、今回、確認した有価証券報告書の開示内容は、未だCGコードを反映したものとはなっていない可能性がある。それでも、少数とはいえ一定数の上場会社が、有価証券報告書の記載内容を見直していることを踏まえれば、今後、有価証券報告書における政策保有株式の「保有目的」の開示についても、CGコードに沿った見直しが進むことも考えられるだろう。

<sup>33</sup> 図表1の「⑧リスク・リターン、投資効率、経済合理性等」に相当する。

## おわりに

最後に、CGコードに対応したCG報告書における「いわゆる政策投資株式」に関連する開示事例を見てきた中で抱いた、筆者なりの感想を述べたい。なお、いずれも筆者の私見であることをお断りしておく。

### CGコードにおいて、「いわゆる政策投資株式」に関する規定が設けられた意義

前記1の通り、CGコードが「いわゆる政策投資株式」に関する規定を設けたのは、政策投資株式を巡る株主・投資者の懸念と上場会社の主張とのギャップという問題について、「政策保有に関する開示の規律を強化することにより、上場会社と市場との対話を通じて合理的な解決策を見出す」<sup>34</sup>ことを期待したためと説明されている。

しかし、「政策保有に関する開示の規律を強化することにより、上場会社と市場との対話を通じて合理的な解決策を見出す」というアプローチは、CGコードにより初めて導入されたものではない。前記5(2)で紹介したように、CGコードの策定以前から、有価証券報告書等において「株式の保有状況」の開示として、「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」(≒政策保有株式)について、(銘柄ごとの)「保有目的」などの開示が求められてきたのである(企業内容等の開示に関する内閣府令第二号様式記載上の注意(57)a(e)など)。

これは、2009年に発表された金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」(奇しくも座長は、有識者会議と同じ池尾教授)の報告書「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」<sup>35</sup>の提言に基づいて、2010年に導入されたものである<sup>36</sup>。導入の趣旨について、当時の担当官は(政策保有)「株式の保有には、取引関係の開拓・維持等、必ずしも財務諸表ではとらえきれないビジネス上の関係として積極的な意義があるという意見がある一方で、必ずしも効率的な投資とはいえないものがあるのではないかと消極的にとらえる意見もあるという状況に照らし、会社の株式保有に係る意義を投資家に積極的に開示することが有用」<sup>37</sup>との考えに基づくものと説明していた。

両者を比較すると、確かにCGコードの方が「上場会社と市場との対話」という要素を強調しているといった違いはある。しかし、上場会社と株主・投資者とのギャップを埋めるため、開示の充実・強化を図るという基本的なアプローチに、大きな違いは認められない。

<sup>34</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)) p. 52。

<sup>35</sup> 金融庁のウェブサイト([http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20090617-1.html](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1.html))に掲載されている。

<sup>36</sup> 拙稿「株式の保有状況開示(いわゆる持合い開示)」(2010年4月1日付レポート)など参照

(<http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/10040101securities.html>)。

<sup>37</sup> 三井秀範・永池正孝・牧野達也・石井裕介「座談会 上場会社の新しいコーポレート・ガバナンス開示と株主総会対応[下]」(『商事法務No. 1899』(2010年5月25日号)) p. 30、三井秀範金融庁総務企画局企業開示課長(当時)発言。下線太字は筆者による。

上場会社が保有する「いわゆる政策保有株式」について、2010年に開示制度の見直しがあったにもかかわらず、どうして再びCGコードに基づく開示が必要となったのであろうか？筆者は、あくまでも個人的な見解だが、多くの上場会社が、有価証券報告書において、例えば、「取引関係の維持のため」といった10文字前後の簡略かつ抽象的・表層的で、しかも画一的<sup>38</sup>な「保有目的」しか開示していないことから、結局、「いわゆる政策保有株式」に対する株主・投資者とのギャップを埋められなかったためだと考えている。

こうした観点から、CGコードに基づく「政策保有に関する方針」の開示をみると、例えば、1行から数行程度の簡略な開示事例や、「総合的に判断する」などといった抽象的・表層的な説明に終始している開示事例が、なお見受けられることは残念である。ただ、その一方で、政策保有に対する自社の考え方や、決定・検証プロセスなどについて、丁寧な説明を試みている開示事例も確認できた。今後、株主・投資者とのギャップを埋めることができるだけの丁寧な開示が定着していくことを期待したい。

### 株主・投資者と上場会社とのギャップを埋めるためには

株主・投資者とのギャップを埋めるという観点からは、単に、自社の「政策保有に関する方針」に関する情報量を増加させるだけではなく、内容についても「正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いもの」(CGコード基本原則3)とすることが重要である。特に、前記1(2)で紹介した株主・投資者が政策保有株式に対して抱いている二つの懸念に応えることができる開示内容であることは、最低限、求められるだろう。

筆者の感覚的なものであるため、定量的に示すことは難しいが、今回の開示事例の中には、自社が「政策保有を継続すること」を当然の前提として記述しているものも多いように感じられた。もちろん、これらの上場会社(又はその経営者)には、「政策保有を継続すること」を当然の前提としなければならない、何らかの特別な事情があるのだろう。しかし、自分の考え方や立場を、一方的かつ声高に主張するのみでは、そもそも「建設的な対話」は成り立たない。こうした姿勢は、株主・投資者が政策保有株式に対して抱いている二つの懸念に応えることにはならず、結果的に、株主・投資者とのギャップを拡大し、CGコードが求める「上場会社と市場との対話の基盤」<sup>39</sup>を損なうことにもなりかねないと、筆者は危惧している。

こうした上場会社の姿勢に対して、投資者(特に、機関投資家)の視線には、かなり厳しいものもある。例えば、次のような指摘すら行われている<sup>40</sup>。

<sup>38</sup> 今回調査対象とした238社中82社が、全開示銘柄について、同じ「保有目的」を掲げていた。

<sup>39</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)) p. 52。

<sup>40</sup> 2015年11月24日開催「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」(第3回)配布資料(参考資料2)投資家フォーラム「政策保有株式に関する意見」(<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20151124/07.pdf>) p. 5など参照。

…前略… 投資家から見て、問題の本質は、政策保有の継続を前提としてコンプライまたはエクस्पラインすることではない。政策保有は解消すべきという声が、会合の参加者の間では圧倒的であった。「政策保有の実態は、結局は株式の発行体を買収防衛のための安定株主として保有させているものに他ならない」と考える投資家が多い。CGコード原則1-4は、企業が合理的な説明責任を果たそうと取り組む中で、「政策保有が合理的ではない」ということに気づいて自律的に政策保有解消に向かうための重要な原則である。 …以下、略…

あくまでも私見だが、数%程度（あるいはそれ以下）の株式の政策保有と、「取引関係」などの強化・維持・構築によるメリットとの相関関係について、論理的・演繹的に説明することは困難であると考えられる<sup>41</sup>。政策保有の経済合理性について、論理的・演繹的な説明が困難な中で、合理的な説明責任を果たそうとすれば、「(理論面はともかく) 現に政策保有が(とり得る他の選択肢と比較しても) 企業価値の向上に寄与している」とでも説明するよりほかはないだろう。

ただ、「現に企業価値の向上に寄与している」という説明が説得力を持つためには、「独立した客観的な立場からの『検証』」<sup>42</sup>がなされていることが不可欠である。言うまでもなく、政策保有に利害関係を有する者が、「政策保有を継続すること」を前提に、そのための「言い訳探し」をすることは「独立した客観的な立場からの『検証』」には該当しない。

こうした中、上場会社の中には、CGコードの策定に伴い、検証を行う主体である取締役会の独立性を高めたり、検証結果によっては政策保有株式を「売却」する可能性を明確に述べたり(前記4(4))、自社の政策保有状況の見直しを行い、その一部について削減を進めたり<sup>43</sup>、といった動きも出てきている。これらの動きを、株主・投資家も、概ね、好意的に評価しているようだ<sup>44</sup>。

このような取組みが、株主・投資家と上場会社とのギャップを少しでも埋め、「建設的な対話」(CGコード基本原則5)を通じた相互理解・共通認識が形成されることを期待したい<sup>45</sup>。

<sup>41</sup> 2015年11月24日開催「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」(第3回)議事録 (<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/gijiroku/20151124.html>)、三瓶裕喜氏発言、小ロメンバー発言など参照。

<sup>42</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)) p. 52。

<sup>43</sup> 2015年11月24日開催「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」(第3回)議事録、松崎正年氏発言、高山メンバー発言など参照。

<sup>44</sup> 2015年11月24日開催「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」(第3回)配布資料(参考資料2)投資家フォーラム「政策保有株式に関する意見」p. 1、p. 5など参照。

<sup>45</sup> 例えば、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)) p. 52は、政策保有株式の問題について「上場会社と市場との対話が継続されていくことにより、合理的な解決策が見出されることを期待したいものである」としている。また、2015年11月24日開催「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」(第3回)配布資料(参考資料2)投資家フォーラム「政策保有株式に関する意見」p. 5も、政策保有株

(参考)

CG コード開示の動向① 「コンプライ・オア・エクスプレイン」の現況 ～ “comply or explain”: that is the question ～ (2015年12月24日)

[http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20151224\\_010476.html](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20151224_010476.html)

CG コード開示の動向② 選任・指名の方針・手続等の現況 ～ “So are they all, all honourable men—” ～ (2016年2月5日)

[http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/commercial/20160205\\_010604.html](http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/commercial/20160205_010604.html)

CG コード開示の動向③ 政策保有株式に関する方針等の現況 ～説明内容は依然不明瞭も、一歩前進 “Nothing will come of nothing”～

(本レポート)

---

式について上場会社がとるべき行動について「どのような行動が適切かは企業それぞれで異なる（例：戦略的提携の場合）ので、行動の妥当性について投資家との対話を通じて共通理解を深めていくことが望まれる」としている。