

「企業内容等の開示に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(案)」 等に対するパブリックコメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方

凡 例

本「コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方」においては、以下の略称を用いています。

正式名称	略称
企業内容等の開示に関する内閣府令	開示府令
企業内容等の開示に関する留意事項について	開示ガイドライン

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	●開示府令	
	▼第二号様式記載上の注意(58)	
1	<p>現在の有価証券報告書の開示では、いわゆる政策保有目的株式に関しては、その保有の株数の開示があるのに対して、保有目的が純投資に変更されると、初年度に関しては、変更した株数が確認できるものの、翌年度以降、開示がないという課題がある。</p> <p>政策保有株式に関しては、保有先企業から売却の応諾が得られた場合においては、純投資目的に変更して、時間をかけて売却していくという商慣行がみられる。現在の開示制度では、保有目的が純投資に変更されるとその後の削減が確認できないという開示上の制約がある。今回の改正が実現すれば、企業の政策保有株の削減プロセスがより明確化されることにより、株式市場の理解が進み、企業価値向上に資するものと考えていることから賛成する。</p>	本改正をご支持いただき、ありがとうございます。
2	<p>今回の改正の背景として、「いわゆる政策保有目的から純投資目的に保有目的を変更した株式の開示状況を検証したところ、実質的に政策保有株式を継続保有していることと差異がない状態になっているとの課題を識別した」との説明がなされている。この点は、投資家が強く懸念を抱いていた問題点であり、金融庁がこの問題を強く認識されて今回の改正案を策定していただいたことを高く評価している。</p>	
3	<p>新たに開示が求められる事項「保有目的の変更の理由及び変更後の保有又は売却に関する</p>	<p>貴重なご意見として承ります。 なお、本改正は、令和5年度有価証券報告書</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>方針」において、当該事項に関する意思決定に関与した監査法人及び法務アドバイザー等がいる場合は、それらの名称及び意見を当該事項に含めて開示することとしていただきたい。</p> <p>上場企業から報酬を得る一部の会計専門家、法務専門家及びコンサルタント等(以下「当該専門家等」という。)が、株主価値向上以外を目的とする経営陣の行為を容認することで、当該専門家等が自己の利益の確保を図っており、結果として当該上場企業の株主価値向上に向けた経営が阻害されていると見ている。</p> <p>また、純投資目的に変更したにもかかわらず実質的に政策保有目的で株式を保有し続ける、いわゆる「保有株ウォッシュ」にも、当該専門家等の加担が疑われる。この点、上場企業が上記提案のような透明性の高い開示を行うことにより、自己利益の確保を図ろうとしている当該専門家等を明らかにすることができ、結果として真に株主価値を追求する経営及びコーポレートガバナンス改革が推進されたと考える。</p>	<p>レビューにおいて、保有目的が純投資目的以外の目的(以下「政策保有目的」という。)である投資株式(以下「政策保有株式」という。)の縮減の方針を示しつつ、株式の保有目的を政策保有目的から純投資目的に変更している株式に関し、</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 売却可能時期等について発行者と合意をしていない状態で保有目的を変更していること ・ 発行者から売却の合意を得た上で保有目的を変更しているものの実際には長期間売却に取り組む予定がないこと <p>により、実質的に政策保有株式を継続保有していることと差異がない状態になっているものがあるとの課題が識別されたことに対応するために行うこととしたものです。</p>
4	<p>本改正案によって、「純投資目的」に分類される株式保有についての開示が、より明確で透明性の高いものになることを高く評価している。従前は、株式の保有目的を「純投資目的」に変更することによって政策保有目的の株式を縮減するといった動きに対し懸念を持っていたため、今回の改正案は前向きな取組であると考えている。</p> <p>ただし、原則として政策保有目的の株式を保有しないことを推奨していく。政策保有株式や持合株式の保有を解消することをベストプラクティスとして、企業に引き続き求めている。このような関係は、企業の資本効率、内部統制、ガバナンス慣行にとって障害となり得ると考えるためである。純投資目的に変更された場合であっても、資本効率の改善とリスク管理の適正化を図るため、注意深く監視することが非常に重要である。</p>	<p>本改正によって、当事業年度を含む最近5事業年度以内に保有目的が政策保有目的から純投資目的に変更された株式のうち当事業年度末時点で売却が行われていないものについては、銘柄、株式数、貸借対照表計上額、保有目的を変更した事業年度、保有目的の変更の理由及び保有目的の変更後の保有又は売却に関する方針を開示することとなります。</p> <p>本改正は、ご指摘のような純投資目的の株式に関する資本効率の改善とリスク管理の適正化の観点からの投資家と企業との対話にも資するものと考えております。</p>
5	<p>企業が保有株式の保有目的を形式的に政策保有目的から純投資目的に変更したにもかかわらず、売却について相手方と合意がとれていない事例や売却をする意図がない事例など、実際には政策保有目的と変わらない事例が相次いでいることについて金融庁は問題意識を持っており、そのため投資家が、保有目的が純投資目的</p>	<p>前段に関しては、純投資目的の株式についても政策保有株式と同様の個別銘柄開示を求めるべきという御趣旨と理解しましたが、本改正は、令和5年度有価証券報告書レビューにおいて、株式の保有目的を政策保有目的から純投資目的に変更している株式について識別された課題(No.3「金融庁の考え方」参照)に対応するために</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>に変更された株式の実態を評価することができる追加開示が必要と判断したと理解している。</p> <p>投資家が、企業が保有する自称「純投資目的」の株式について実態に基づく実質的な判断をするためには、純投資目的として保有している株式の保有・売却の方針だけではなく実際の売却状況が開示されることが不可欠である。そのため、政策保有株式同様に純投資目的の株式についても「最近事業年度」末時点の株式数及び貸借対照表計上額だけではなく「その前事業年度」末時点の株式数及び貸借対照表計上額についても併せて開示を義務付ける必要があると考える。企業は、既にこれらの情報を有価証券報告書を作成するために把握しており、これらの追加開示は企業に大きな負担とはならないと考えられる。</p> <p>また、開示範囲を最近5事業年度以内に保有目的を変更した株式に限定し、保有目的を変更した株式全てとしないことについては、企業が保有する自称「純投資目的」の株式の総体の評価を難しくすることから、開示範囲をより広げることが望ましいと考える。それにより企業の負担が大きくなるということであれば、政策保有株式の個別銘柄開示と同様に資本金1%以上若しくは上位60銘柄に限定するなどの対応も考えられる。</p>	<p>行うこととしたものであり、純投資目的の株式一般の個別銘柄開示を求めることまでは意図しておりません。</p> <p>また、後段に関して、本改正の対象を、当事業年度を含む最近5事業年度に保有目的を政策保有目的から純投資目的に変更した株式としたのは、</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 配当収入を目的として純投資目的に変更した株式については相当の長期にわたって開示が継続することになり得るが、純投資目的の株式について個別銘柄開示を求めている現行の開示府令の中での整合性や長期間開示を求めることによる企業負担にも配慮する必要があること ・ 現行開示府令において5年分の主要な経営指標等の推移の開示を求めていることを踏まえたものです。
6	<p>「最近5事業年度」に純投資目的以外から純投資目的に保有目的を変更した株式について、各事項の開示を求めるとされている。今回の改正によって、2021年3月期以降に保有目的を変更した株式が開示対象となるが、有価証券報告書においては、「経理の状況」を中心に前事業年度数値の比較情報を載せることが一般的と理解しており、【株式の保有状況】についても同様。有価証券報告書全体の記載に従い、前事業年度及び当事業年度に純投資目的以外から純投資目的に保有目的を変更した株式についての記載を求めることが自然な判断であり、投資家にとっても適切な利用を促すことに繋がると考えられるため、「最近2事業年度」へ変更願いたい。</p> <p>有価証券報告書の比較対象期(2024年3月期)よりも前の会計期間の経営判断まで、今回の新規開示要請により事後的に開示を求めること</p>	

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>は過度な開示要請にあたると考えられることから、2023年3月期以前に保有目的を変更した株式についての記載を任意とすることが妥当と思われる。また、有価証券報告書の縦覧期間が5年であり、2021年3月期以降に純投資へ振り替えた銘柄はEDINETにて参照できるため、最近5事業年度以内に方針変更した銘柄の記載を義務付ける必要性まではないと考える。</p>	
7	<p>(意見)</p> <p>保有目的を純投資目的に変更した場合の開示対象期間について、「最近5事業年度以内」とされた理由を伺いたい。</p> <p>(意見の理由)</p> <p>純投資目的から政策保有目的への変更については、最近事業年度のみ開示対象となっていることと比較し広いため。</p>	
8	<p>開示府令の改正案については、有価証券報告書において、保有目的の変更の理由及び保有目的の変更後の保有又は売却に関する方針等の開示を求めており、政策保有株式を純投資目的に保有目的を変更する場合、純投資としての実態を伴わずに単に振り替えることがないよう、必要な見直しであると考えている。</p> <p>また、純投資目的の株式について明示する開示ガイドライン改正案についても、相互持合株式や、発行者との間で随意売却に関する合意のない株式は純投資目的に区分されない旨が明示されるなど、適切な改正であると考えている。</p> <p>他方で、過去に政策保有株式から純投資株式へ区分変更したものについては、必ずしも、開示ガイドラインの「新設定義」に準拠した様態となっていないおそれがあることから、相互持合いの状況や、対話や議決権行使結果等について、記載期間の延伸(例えば10事業年度(府令開始より遡る案件は5事業年度)など)も含めて開示を求め市場の縦覧に供する、あるいは実態が確保されていることを別途検証いただくことも一案ではないか。</p> <p>なお、「純投資目的」の株式投資においては、短期的なキャピタルゲインの獲得を目的としたものに加え、配当や成長期待を重視した投資等、受益者の最善の利益に資するための中長期的</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>なお、本改正による開示対象を当事業年度を含む最近5事業年度内に保有目的を政策保有目的から純投資目的に変更した株式のうち当事業年度末において保有しているものとした理由は、No.5の「金融庁の考え方」に記載したとおりです。</p> <p>また、個々の銘柄の保有目的の区分については、本改正で明確にした考え方等も踏まえ、第一義的には企業自身において判断すべきと考えておりますが、当局としても、投資者に有用な情報提供が行われるよう、引き続き、「株式の保有状況」の開示の適切性について確認してまいります。</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>な投資についても、一般的な運用方針の一つと理解している。したがって、区分変更の適切性についても、同様に実態を踏まえた深度ある検証がなされることを期待する。</p>	
9	<p>規制当局や投資家から株式持合構造を解消するよう圧力を受けた一部の企業で投資の実質を変えることなく、株式の持合いを純粋な投資目的に切り替える事例が見られ、日本市場全体の資本効率の向上には役立っていないという見解には同意する。</p> <p>株式持合いに関する有価証券報告書に関する開示府令への厳格な開示要件は大いに必要であるが、企業の中には、株式持合いが最近では投資ビークルのようにもなっているにもかかわらず、そのような切り替えを行うことに懸念を示す企業もあった。このような場合、金融庁からペナルティーを課されることを懸念していた。</p> <p>そのため、持合いから純投資目的への転換が真正なケースである場合に、何を開示すれば適格な転換となるのかについて、ガイダンスの充実をお願いしたい。このような切り替えを考えている企業に対するケーススタディーや開示の枠組みがあればありがたい。</p>	<p>本改正に賛同いただき、ありがとうございます。</p> <p>なお、本改正により追加した開示事項については、有価証券報告書レビュー等により当局としても開示の適切性を確認するとともに、参考となる開示例が認められた場合には、ご紹介することも検討してまいります。</p>
10	<p>上場企業が政策保有目的から純投資目的に保有目的を変更した株式の金額は、令和6年3月期に6,379億円となり、前年同期比で9割増えたとされる。しかしながら、令和5年度の有価証券報告書の開示状況を検討した結果、かかる変更にかかわらず、実質的に政策保有株式を継続保有していることと差異がない状態になっていることが認識されたとのことであり、本改正は、かかる実態を受けた対応と解されるものである。</p> <p>政策保有株式については、投資先企業のコーポレート・ガバナンスへの悪影響や投資企業における投資の経済的合理性の乏しさといった懸念が指摘されているところ、実質的に政策保有目的で保有する株式の保有目的を純投資目的に変更して開示したとすれば、投資家に誤解を生じさせ得ることとなる。特に、実質的に政策保有目的で保有する株式であるにもかかわらず、あえて保有目的を純投資目的に変更したような場合には、当該株式は、それを保有する上場会社において、その企業価値向上の観点から、政</p>	

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>策保有目的での保有についての合理性を説明することが困難であるものと推測され、かかる誤解は重大な悪影響を生じさせ得るものと考えられることができる。そのため、上記のごとき保有目的の変更は可及的に防止される必要がある。</p> <p>この点、本改正案は、「純投資目的」の内容を明確にするとともに、いわゆる持合関係にある株式や、発行者からの売却同意が必要となる株式を「純投資目的」から除外し、また、株式の保有目的について、純投資目的以外の目的から純投資への変更については、その変更の理由及び変更後の保有又は売却の方針を明らかにさせるものである。かかる改正は、実質的に政策保有目的で保有する株式について、保有目的を純投資目的へと変更することの抑止となり得るものと考えられることから、適切なものと評価する。</p> <p>なお、本改正案に基づく改正がなされた後は、保有目的が純投資目的に変更された株式についての開示状況や、その開示内容についての深度ある検証が行われることを要望する。また、その結果を踏まえ、上記のごとき懸念の解消のための政策保有株式の実効ある縮減に向けた、開示の更なる拡充等の必要な措置が講じられることを要望する。</p> <p>上場会社のコーポレート・ガバナンスの実効性向上を通じた企業価値の向上を目的として、独立社外取締役や監査役に対する啓蒙活動を行っていく所存である。</p>	
11	<p>(意見)</p> <p>政策保有目的から純投資目的に変更後、5事業年度を経過すると開示対象から外れることとなる理解でよいか。</p> <p>(意見の理由)</p> <p>開示対象の確認のため。</p>	ご理解のとおりです。
12	<p>(意見)</p> <p>保有目的を政策保有目的から純投資目的に変更した後、当該銘柄について買い増した株式は、開示対象に含まれないという理解でよいか(なお、買い増した当該銘柄の保有目的は純投資目的とする)。</p> <p>(事例)</p>	ご理解のとおりです。

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>保有するA社の株式(保有株式数10株)の保有目的を2023年度において政策保有目的から純投資目的に変更。その後、2024度にA社の株式50株を新たに購入(保有目的は純投資目的)。左記事例について2024年度有価証券報告書の記載を想定した場合、2024年度に新たに購入した50株は、「当期を含む最近5事業年度以内に政策保有目的から純投資目的に保有目的を変更した株式(当事業年度末において保有しているものに限る。)」に含まれないという理解でよいか。</p> <p>(意見の理由) 開示対象の確認のため。</p>	
13	<p>(意見) 「保有目的の変更後の保有又は売却に関する方針」の開示を求めることとした理由を教えてください。</p> <p>(意見の理由) 適切な開示を促すためには、当局が今回の改正の理由を説明することが有益と考えられるため。</p>	<p>令和5年度有価証券報告書レビューにおいて、保有目的を政策保有目的から純投資目的に変更している株式について識別された課題(No.3「金融庁の考え方」参照)に対応するためには、本改正で追加したように、投資者が、当該株式が売却されるのか継続保有されるのかといった方針に加え、その方針と実際の売却状況や保有状況が整合しているのかを確認でき、提出会社との対話に資するような開示を実現する必要があると考えております。</p>
14	<p>(意見) 「保有目的の変更後の保有又は売却に関する方針」をどの程度の具体性のある記述とするかは各社の判断に委ねられるという理解でよいか。また、例えば、発行企業のガバナンスや業績・株主還元姿勢の変化、株価の推移等を参照しつつ、保有又は売却するといった概括的な記述とせざるを得ないケースは、そうした記述も許容されるという理解でよいか。</p> <p>(意見の理由) 純投資目的に変更後は、株価や発行企業の状況等をみながら、純投資目的に沿った保有の継続、含み益を得る最適なタイミングでの売却を見極めるため、保有目的変更時に具体的な時期等を明示することが難しいケースもあるため。</p>	<p>この点、売却方針である株式については、売却予定時期を明示することが考えられますが、それが困難である場合であっても、売却を実現する際の考慮要素など、売却の時期に関する会社の考え方を具体的に記載することが考えられます。</p> <p>また、ご指摘の「発行企業のガバナンスや業績・株主還元姿勢の変化、株価の推移等を参照しつつ」という点については、これらの要素を参照する旨の記載だけでなく、これらの要素がどのような状況になれば売却又は保有に関する方針がどのように変化するかという点についても記載する必要があると考えております。</p>
15	<p>(意見) 「保有目的の変更後の保有又は売却に関する方針」について、複数年にわたって保有又は売却する方針として開示することは認められるとい</p>	

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>う理解でよいか。</p> <p>(意見の理由)</p> <p>発行者から政策保有株式の売却に理解を得られても、以下のような理由等により、複数年にわたって売却することも想定されるため。</p> <p>ア. 市場の出来高が少なく売却に時間がかかる場合</p> <p>イ. 売却益の計画的な計上が企業価値向上の最大化に繋がる場合</p> <p>ウ. 発行者の株式価値に成長性が認められる場合</p>	
16	<p>純投資目的以外から純投資目的に保有目的を変更した株式のうち、最近事業年度末に保有している株式について、「銘柄」「株式数」「貸借対照表計上額」「変更事業年度」「変更理由及び変更後の保有又は売却に関する方針」の開示を求めるとされているが、上場株式の個別銘柄の売却に関する方針を開示することによって株価への影響及び結果として売却行為の遅延、最悪の場合は売却が完了できない懸念がある。流動性が低い上場株式の場合、年度末に売却途中の状態となる可能性が高く、売却行為への悪影響がより懸念される。</p> <p>また、「純投資目的」の定義が明確化され、純投資目的以外から純投資目的に変更するのは、「専ら株式の価値の変動」若しくは「株式に係る配当によって利益を受けること」のいずれかに該当することが明確であり、あえて「変更理由及び変更後の保有又は売却に関する方針」の記載を義務付けるのは重複感があり開示の必要はない。このような懸念を考慮し、「銘柄」「株式数」「貸借対照表計上額」「変更事業年度」「変更理由及び変更後の保有又は売却に関する方針」の記載要請は削除願いたい。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>なお、令和5年度有価証券報告書レビューにおいて株式の保有目的を政策保有目的から純投資目的に変更している株式が、実質的に政策保有株式を継続して保有していることと差異がない状態になっているとの課題が現実には識別されており、本改正は、かかる現実の課題に対応するために行うこととしたものです。</p>
17	<p>(金融庁仮訳)</p> <p>投資目的が政策保有目的から純投資目的に変更された場合には、企業は責任ある投資家として行動し、他の機関投資家と同様にフィデューシャリー・デューティーを遵守する義務を負うべきである。目的の変更に関する企業からの開示及び論拠は、上記のコミットメントの詳細を明確に示すべきである。本改正により、透明性が向上</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>するとともに、当社の行動が純粋な投資株式持合いに対する責任投資の原則に沿うものとなるものとする。</p> <p>以下の追加提案を参照されたい。 (金融庁仮訳終わり)</p> <p>(開示府令改正案への追加提案)</p> <p>最近5事業年度(6箇月を1事業年度とする会社にあつては、10事業年度)において保有目的を純投資目的以外の目的から純投資目的に変更したものがある場合、次に掲げる事項を記載すること。</p> <ul style="list-style-type: none"> i (a)に定める事項 ii 保有目的を変更した事業年度 iii 保有目的の変更の理由及び保有目的の変更後の保有又は売却に関する方針 また、少数株主の権利を尊重し、責任ある投資家として行動することを期待する。 	
18	<p>企業が「純投資」目的の株式を保有するということは、市場の変動等に応じて株式の売買を行うための社内体制が整備されるものと考えられる。「純投資」への区分変更の実態が伴っているかを明らかにする観点から、株式の売買管理体制についても開示事項に含めることが適切であると考える。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
19	<p>資本市場に対する投資家の信頼を低下させるような、日本において公表されずに行われている政策保有株式に対処するための金融庁の取組を支持する。</p> <p>企業は、政策保有株式を、専ら株価の変動又は配当による利益を得るため、すなわち「純投資」目的で保有する株式として再分類できることから、本改正は極めて重要である。金融庁の現行の開示ガイドラインのもとでは、政策保有を純投資目的保有に変更すること、又はその逆について理由を提示する必要がないため、企業は、投資家の監視を回避し、グラスルイスやISSが示しているような議決権行使助言ガイドラインから免れることができる。この改正がなければ、企業は政策保有株式の全てを純投資として再分類し、有価証券報告書上の開示義務を完全に回避することさえ可能となる。したがって、「純投資以外の目的」から「純投資目的」に変更された株式</p>	<p>本改正をご支持いただき、ありがとうございます。</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>に関して、その開示を強化する必要があると考える。</p> <p>政策保有株式がそのような状況下で明確に開示されない場合、その目的も相俟って、透明性が損なわれ、日本の全ての公開企業、さらにはより広範な株式市場にまで暗雲が立ち込めることになる。投資家は、株主が他の戦略的利益に左右されることなく、企業価値を高めていくための予測可能な方法で行動することについて確信を持ってなくなってしまう。なぜならば、多くの日本企業は、経営者やその他の利害関係者とのつながりがあり得るにもかかわらず、その正体が市場に開示されていない企業によって、会社の株式資本の大部分を保有されている状況にあることを知っているからである。このような不透明な政策保有株式は、他のアジア諸国の市場において、株主価値にネガティブな影響を及ぼしており、その結果、広く企業価値を貶めてしまう状況となっている。日本においては、そういった市場の健全性における困難から脱却するための措置を講じてきているが、開示されない政策保有株式についての問題が、日本の資本市場のオーバーハングとして機能し続けるのであれば、それは大変残念である。政策保有株式や投資保有株式の性質及び目的が明確かつ確実に開示され、また資本利益率への潜在的な影響が明確になれば、日本に対するグローバルな投資家からの信頼を高めることができる。今回の提案を、日本の株式市場の透明性を高め、企業から株主に対する説明責任を強化するための金融庁及び貴課によるさらなる施策として称賛する（例えば、日本の損害保険大手4社が保険料の事前調整問題に巻き込まれた後、金融庁は、政策保有株式と反競争的慣行との関連性を指摘し、政策保有株式の売却を加速するようプレッシャーをかけた。）。</p> <p>さらに、上場企業による資本配分の効率化が日本経済の成長に貢献する可能性があると考えている。企業オーナーの利益に関する透明性のある開示を行うことで実現される株主民主主義は、直接的には政策保有株式の売却によって、また間接的にはより多くの日本の上場企業を資本市場の規律の下に置くことによって、より効率</p>	

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>的な資本配分に向けて上場企業を動かす可能性がある。資本配分の改善は、最も価値を生み出すものに焦点を当てることによって、持続的な成長、賃金の上昇、製品やサービス提供における改善の基盤を生み出すことができる。言い換えれば、政策保有株式は、資本の非効率な活用を助長し、企業改革を阻害し、経済発展の足かせとなる。これまでの日本への投資の経験を通じて、政策保有株式が問題視されるべき多くの分野があると考えており、これには以下のものが含まれる。</p> <p>a. 非効率的な資本配分は、低いROE、ひいては低い経済成長及び賃金上昇抑制の原因となる。</p> <p>政策保有株式は、非効率的な資本配分につながり、より収益性の高い又は革新的な事業への投資ではなく、関連会社に対して資金が割り当てられることになる。こういった状況は、日本経済全体の経済成長やイノベーションを阻害する可能性がある。議決権行使助言会社のグラスルイスの調査によると、TOPIX 500構成企業の5年間の平均ROEは、純資産に対する政策保有株式の割合が増加するにつれて低下していた。これは、ROEのエクイティ部分を圧迫してしまう、固定化された資本がその原因となっている可能性が高いといえる。(東京証券取引所「コーポレート・ガバナンスを巡る東証の最近の取組み」(2023年4月))。同様に、東京証券取引所(TSE)の調査によると、TOPIX500構成企業は、米国のS&P500や欧州のSTOXX600の構成企業と比較して、ROEが8%未満である企業の割合が不釣り合いに高いことが判明した。これは、政策保有株式とROEの間に負の相関関係があることを示すもう一つの例であるといえる(同上)。</p> <p>b. 政策保有株式は、経営を固定化させ、業績へのインセンティブを奪う。</p> <p>相互保有構造は、一般株主が企業的意思決定に影響を与え、又は変化を起こすことを困難にするものであり、政策保有株式は、取締役会、ひいては経営陣の説明責任を低下させてしまう。どのような文脈においても、説明</p>	

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>責任の欠如は、業績の悪化及び経営の固定化につながる。</p> <p>c. 透明性の欠如により、日本の市場評価が損なわれる。</p> <p>複雑な又は誤解を招く形で開示される政策保有構造は、投資家や規制当局にとっての透明性を低下させ、個々の企業の真の財務状態や業績を評価することを困難にしてしまう。リサーチアナリストにとって日本株を効率的にカバーすることが難しくなると、信頼できる売り手側のカバレッジの欠如につながり、ひいては世界中の機関投資家からの関心の欠如につながっている。これにより、数十年にわたって他の国々の経済成長や近代化に不可欠であった外国資本や専門知識の流入及び投資家のエンゲージメントが制限される事態となっている。</p> <p>d. 政策保有株式による利益相反が、企業の意思決定を利益につながる成長から遠ざけている。</p> <p>一般株主のインセンティブは、持続的かつ利益につながる成長に向けられている。政策保有株式は、異なる利益によって動機付けられているため、政策保有株主と一般株主の間には固有の利益相反が存在する。政策保有株式は、企業が、自身の株主や他の利害関係者よりも、固定化された経営陣や政策保有株主の関連企業の利益を優先することを可能にするものである。これは、企業や株主の利益に反する意思決定をもたらす可能性がある。また、日本経済全体の経済成長及び賃金上昇の双方に対して抑制的な効果をもたらす。</p> <p>もちろん、政策保有株式が日本経済の足かせになっていると考えているのは、日本の金融庁と当社だけではない。例えば、最も影響力のある二つの議決権行使助言会社であるグラスルイスとISSは、機関投資家が政策保有株式に対して反対の議決権行使をすることを定期的に推奨しており、また経営陣の選任議案において反対の議決権行使を推奨するための政策保有株式の閾値をも設定している。</p>	

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>(Harvard Law School Forum on Corporate Governance “ACGA Open Letter: Strategic Shareholdings in Corporate Japan” (2024年5月))。アジア・コーポレートガバナンス協会は、ハーバード・ロースクールのコーポレート・ガバナンスに関するフォーラムに掲載された2024年の公開書簡において、ほとんどの企業において、最終的には政策保有株式の水準はゼロになるべきだと主張している(同上)。上記データは、問題の深刻さを示している。現在、政策保有株式は日本の上場株式の11.5%、総額約100兆円にのぼるといわれている。</p> <p>「企業内容等の開示に関する内閣府令」及び「企業内容等の開示に関する留意事項について(開示ガイドライン)」の改正案についてこれを称賛する。</p> <p>長年の間、金融庁の今回の政策変更やその他の政策変更により、株式の持合いを減らし、日本の企業が株主との建設的な関わりの中で中核事業に集中することを助け、持続的な成長及び企業が株主に説明責任を果たすような力強く透明性のある資本市場の形成を促進することを期待していた。今回の改正が、広範な経済成長及び日本の資本市場の強化に貢献するものと信じている。</p> <p>金融庁の改正案への支持を表明する機会を頂けたことに感謝するとともに、金融庁がこれらのステップを進めていることを大変嬉しく思い、また勇気づけられている。</p>	
20	<p>現在、開示府令において、保有目的が提出会社と当該株式の発行者との間の営業上の取引、業務上の提携その他これらに類する事項を目的とするものである場合には、当該事項の概要を記載することとされているものの、単に取引関係や業務提携関係が存在していることのみを開示する例が多いように思われる。これらの関係は、投資者からの関心の高い事項であるので、少なくとも取引関係がある場合には取引種別ごとにその金額規模を開示すべきであることを明確にしていきたい。</p>	<p>ご指摘の点については、令和5年度有価証券報告書レビューにおいても、「政策保有株式の銘柄ごとの保有目的が具体的に記載されていない」との課題が指摘されているところです。提出会社と発行者との間で、どのような取引関係等が存在するのかは、当該株式の保有の合理性に加えて、企業価値への影響を理解する上でも重要な情報であると考えられますので、投資者との対話に資する具体的な情報開示が行われることが必要と考えております。</p>
21	<p>開示府令改正案第二号様式の記載上の注意(58)を新設し、(a)最近事業年度において保有目</p>	<p>本改正に賛同いただき、ありがとうございます。</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>的を純投資目的から純投資目的以外の目的に変更した場合及び(b)最近5事業年度において保有目的を純投資目的以外の目的から純投資目的に変更した場合につき、開示項目を追加し、政策保有株式に係る開示の充実を図ることに賛成である。</p> <p>他方、これまで「純投資目的」の定義が定められておらず、提出会社間で「純投資目的」という区分を用いていたか、必ずしも統一的な運用がなされていたとは言い難く、比較可能性が担保されていなかった状況にあった面があるといえる。その点で提出会社が使用していた「純投資目的」の区分の意味を明確化させ、もって透明性を高め、比較可能性を確保するべきである。そのため、(b)の場合の開示項目に追加して、提出会社がどのような意味で「純投資目的」という区分を用いていたか、提出会社における定義の記載を求めることを検討されたい。</p>	<p>なお、ご指摘の「提出会社がどのような意味で「純投資目的」という区分を用いていたか」という点については、現行の開示府令における記載事項のうちの「保有目的が純投資目的である投資株式と政策保有目的である投資株式の区分の基準や考え方」において開示されるものと考えております。</p>
22	<p>(金融庁仮託)</p> <p>上場企業については、原則として、政策保有株式を保有する理由、その目的、投資先企業の価値創造をどのように支援するかを詳細に開示することを期待する。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>なお、本改正は、令和5年度有価証券報告書レビューにおいて、株式の保有目的を政策保有目的から純投資目的に変更している株式について識別された課題(No.3「金融庁の考え方」参照)に対応するために行うこととしたものです。</p>
23	<p>現行の開示府令では政策保有株式のいわゆる「持合い」の関係について「当該株式の発行者による当社の株式の保有の有無」の開示が義務付けられているが、当該株式の発行者の定義を限定的にとらえ「当該株式の発行者の「子会社」による当社の株式の保有」があっても「無」と開示をするケースが散見される。企業によっては注記に子会社が株式を保有している旨を記載するケースもあるが、残念ながらそうした記載がないケースも多いのが実情である。</p> <p>そのため「当該株式の発行者による当社の株式の保有の有無」については「当該株式の発行者」だけでなく「当該株式の発行者の「子会社」による保有」も「有」と開示する必要があることをガイドラインで明記するかパブリックコメントへの回答で言明する事が重要だと考える。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>なお、本改正は、令和5年度有価証券報告書レビューにおいて、株式の保有目的を政策保有目的から純投資目的に変更している株式について識別された課題(No.3「金融庁の考え方」参照)に対応するために行うこととしたものです。</p>
24	<p>一般的に投資家の観点から見た場合、株式投資を本業としない事業会社が純投資＝上場株式</p>	<p>純投資目的の株式に係る株式運用を行う理由と目的、期待している成果については、現行</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>投資を行う合理的理由はない。また、金融機関等が本業の資産運用の一環として新たに「純投資」を行う場合においても、ALMなどの観点からの必要性についての十分な説明が必要である。</p> <p>したがって、純投資への区分変更を行う事業会社・金融機関等においては、保有目的変更の理由に先立ち、「そもそも株式運用を行う理由と目的、期待している成果」についての開示・説明を求めるべきであると考え。また、変更後の保有又は売却に関する方針は極めて重要であることから、形式的な開示にならないように十分な検証をお願いしたい。</p>	<p>の開示府令の記載事項である「保有目的が純投資目的である投資株式と純投資目的以外の目的である投資株式の区分の基準や考え方」として、記載することが望ましいと考えられます。</p> <p>また、開示内容については、ご指摘の「保有目的の変更後の保有又は売却に関する方針」も含め、投資者との対話に資する適切な開示を行うことが重要と考えております。</p>
25	<p>開示府令改正案の「iii 保有目的の変更の理由及び保有目的の変更後の保有又は売却に関する方針」については、「投資株式が非上場株式以外の株式の場合には、投資者が資本コストと比較して純投資目的として当該投資株式を保有する妥当性を適正に判断するに足りる程度に定量的に記載」する旨を追記すべき。</p> <p>上場会社が、市場で調達した資本を使用して、純投資目的で他の上場会社の株式を保有する場合、開示内容は、純投資目的という記載に即して、各事業年度における株主総利回り(Total Shareholder Return)及び将来の株主総利回りをどのように期待しているかについて、定量化した説明を行うこととすべきである。純投資目的である以上、事業のシナジーや当該他の上場会社との関係性等を一切考慮すべきではなく、株主総利回りを定量化できない場合、保有目的を純投資であると評価することはできないと思料する。</p>	
26	<p>純投資目的の定義については、「「純投資目的」とは、提出会社の資本コストを上回る株主総利回りを受けることを目的とすることをいう。資本コストを上回る株主総利回りを受けることが定量的に見込めない場合は、純投資目的による保有とは言えないため、目的の記載を純投資目的以外の正確なものに修正すべきである。」とすべきである。</p> <p>純投資目的で株式を保有する場合、事業のシナジーや他の会社との関係性等を一切考慮すべきではなく、開示内容は、純投資目的という記載に即して、各事業年度における株主総利回り(Total Shareholder Return)及び将来の株主総利</p>	

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>回りをどのように期待しているかについて、定量化した説明を行うこととすべきである。</p> <p>資本コストを下回る配当を受けることのみを目的とするような株式の保有を純投資目的とすべきではない。このことは、東京証券取引所が公表している統計資料を見れば明らかである。同統計資料によると、上場会社の2024年の株式平均利回りは、プライム市場2%～2.3%、スタンダード市場2%～2.5%、グロース市場0.4%～0.6%である。</p> <p>グローバルで株主が想定している資本コストが7%程度であるとされる中、これを下回る配当利回りのみを目的に株式を保有することは適切ではなく、もし配当利回りを享受するためにのみ株式を保有する場合は、資本配分に問題があるか、いわゆる「政策株ウォッシュ」であるかのいずれかであると考えられる。</p> <p>事業年度中に、資本コストを上回る株主総利回りが定量的に見込めない場合は、純投資目的から政策目的その他の目的に切り替えるといった仕組みが必要になるものと思料する。資本コストを上回る株主総利回りが定量的に見込めない場合は、少なくとも純投資目的による保有とは言えないことから、目的の記載を実態に即した他のものに修正すべきである。</p>	
27	<p>東京証券取引所による資本コストを意識した経営の要請を受けた情報開示がなされているが、いまだ不十分であるケースが多い。政策保有株式を保有させている企業は事業運営において真に必要な資本量を算定し開示すべきである。</p> <p>保有させている企業の取締役、特に社外取締役は資本市場の代弁者として政策保有株式に関する問題点を取締役会において議論することが望まれる。自身が取締役を務める企業が他社の資産効率を阻害する、非合理的な取引慣行を強いるような行動を取っているかどうかを確認し、そのような行動が認められる場合は断固として対応することが必要である。取締役会及び社外取締役におけるこの課題認識を有価証券報告書、コーポレート・ガバナンス報告書、招集通知において開示することが必要である。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>なお、本改正は、令和5年度有価証券報告書レビューにおいて、株式の保有目的を政策保有目的から純投資目的に変更している株式について識別された課題(No.3「金融庁の考え方」参照)に対応するために行うこととしたものです。</p>
28	政策保有株式の透明性向上のための開示拡	本改正をご支持いただき、ありがとうございます

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>充を高く評価する。</p> <p>政策保有目的の株式(特定投資株式)については保有している先からの保有継続要請(強制)の有無について記載すべきである。</p> <p>全ての企業が株式の保有状況の項目において「政策保有株式として当社株式を保有している会社から売却の申し出があった場合、取引や関係性への影響を示唆することなどにより売却を妨げることはしません」と明記すべきである。明記しない場合はその理由を記載する。</p> <p>政策保有目的の株式(特定投資株式)については自社における企業価値拡大を考慮した保有すべき収益性基準の検討の有無、基準に達しているか否かについて記載すべきである。</p> <p>取引先持株会に基づく保有・購入についてはその取引先持株会に関して、いつ設立されたか、加入している企業は何社になるか等持株会の詳細を併せて記載すべきである。また、取引先持株会を有している側の企業も同様に自社が運営する持株会の実態を開示すべきである。</p>	<p>す。</p> <p>なお、ご指摘の「政策保有株式として当社株式を保有している会社から売却の申し出があった場合、取引や関係性への影響を示唆することなどにより売却を妨げることはしません」と明記すべきである。明記しない場合はその理由を記載する。」という点については、「コーポレートガバナンス・コード」補充原則1-4に、政策保有株主から株式の売却等の意向が示された場合には、これを妨げるべきではないとの記述があり、コーポレートガバナンス報告書において、かかる原則の遵守状況や遵守していない場合の理由が開示されることとなっているため、一定の対応が図られているものと考えております。</p> <p>また、収益性基準の検討の有無や基準の達成状況を記載すべきという点については、現行の開示府令において、政策保有株式についての</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 保有方針及び保有の合理性を検証する方法 ・ 個別銘柄ごとの定量的な保有効果(その記載が困難な場合には、その旨及び保有の合理性を検証した方法) <p>等を開示することとなっておりますので、制度趣旨を踏まえた適切な開示が行われることが重要と考えております。</p>
29	<p>有価証券報告書における保有有価証券については、単体簡素化の中で有価証券明細表が開示されなくなり、「純投資目的の有価証券はブラックボックス」という印象を持っている。その意味で、純投資目的への移行に当たり開示を求める本件改正の意義は大きい。一方で、余資運用としてどのような有価証券を保有しているのか、また昨今増加しているベンチャーキャピタルなどへの出資がどのように行われているのかなど、純投資目的の有価証券を巡り、引き続き不透明な点は存在する。わが国会計基準においては国際会計基準や米国会計基準に比べて非市場性の有価証券について厳密な減損テストが行われていない懸念もあるため、情報開示は一層重要である。純投資目的の有価証券については移行時に限らず、より包括的な開示を行うことを今後検討していただきたい。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
30	<p>今般の改正を踏まえて残された課題としては、純投資目的に変更された銘柄の議決権行使に</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>なお、本改正は、令和5年度有価証券報告書</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>あると考える。純投資目的に変更された場合においては、適切な議決権行使が必要であると考えており、議決権行使基準の明確化と議決権行使の結果の公表が、純投資目的での保有の透明性を高め日本企業のガバナンスの改善、ひいては企業価値の向上に資すると考えていることも併せて指摘する。</p>	<p>レビューにおいて、株式の保有目的を政策保有目的から純投資目的に変更している株式について識別された課題(No.3「金融庁の考え方」参照)に対応するために行うこととしたものです。</p>
31	<p>純投資目的の株式については議決権行使結果も開示すべきである。政策保有株式は議決権の希薄化を招き日本株市場のガバナンス低下につながっているためである。</p> <p>本来はいわゆる政策保有目的の株式についても議決権行使結果を開示すべきと考える。この点についても今後の金融庁の方針として示すことが望ましい。</p>	
32	<p>「純投資」を行う事業会社・金融機関等においては、機関投資家に準ずる株式運用機関として、スチュワードシップ・コードが求める投資家としての対応(議決権行使基準の策定と公表、議決権行使結果の開示等)を行うことが望ましい旨を、留意事項で示していただきたいと考える。</p>	
33	<p>わが国の政策保有株式が議決権行使の空洞化を通じてガバナンスの弛緩をもたらしていることは論を俟たない。よって保有企業の議決権行使状況が開示されることにより、不祥事企業や長期的に業績が低迷している企業について適切な議決権行使が行われているか、白日の下にさらす意義は大きい。なお、議決権行使結果は株主であれば総会后3ヶ月は閲覧できるため(会社法311条3項・4項、)、既にアクセス可能な情報を秘匿し続ける理由は見当たらない。</p> <p>議決権行使結果の開示は、純投資目的であれば尚更、企業価値向上の視点から適切に行われているかを保有企業の株主が監督できる必要がある。よって、まずは純投資目的としている株式の議決権行使結果について開示を行うことを検討していただきたい。</p>	
34	<p>保有している企業はReturn on Risk-weighted Assetではなく自らの株主資本コストに照らし合わせ保有株式のリターンを開示すべきである。算出に際しては時価を使用すべきと考える。</p> <p>保有を継続する場合、保有先の企業価値向上</p>	

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>を要請する必要がある。議決権行使結果の開示に加え、エンゲージメント等を通じて企業価値向上を働きかけ、その内容を開示すべきである。</p>	
35	<p>近年TOBやMBO、あるいは資本コストの観点からの株主提案といった動きが活発化している。各種コーポレートアクションに対して保有している企業の企業価値を最大化するような議決権行使判断を行ったか否か、政策保有株主として透明性を高めることが必要である。</p> <p>2024年5月18日の金融庁「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29回)の「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラムのフォローアップと今後の方向性について(案)」の5ページの「6. 市場環境上の課題の解決」課題の中にあるように、「政策保有株式について、各社において縮減に向けた取組みが進められている一方、議決権行使の状況を含む実態を踏まえた開示等の適切な対応がなされていないとの指摘がある」と一般的に認識されている。</p> <p>株主・投資家としても、企業が保有する政策保有株式が、真に当該企業のガバナンス・企業価値向上につながり、同様に保有先企業のガバナンス・企業価値向上に結び付いているのかを知るための情報開示強化がなされるべきと考え、政策保有株式に関する議決権行使結果の開示を強く望む。</p> <p>会社が株式の純投資を行う場合、これは資産運用会社の株式運用と同じである。純投資を実施する担当部署と運用体制を開示し、スチュワードシップ・コードの受入れを表明すべきである。スチュワードシップ・コードの指針5-1に従って議案に対する賛否を判断し、指針5-2に従って議決権行使の方針の策定・公表を行い、指針5-3に従って議決権の行使結果を少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。</p>	
36	<p>企業が資本コストを意識した経営を行う上で政策保有株式の売却を推進する必要性を監督することが取締役会の重要な責務である。加えて保有している政策保有株式に対する議決権行使が真に少数株主の利益に貢献するか否かを踏まえた意思決定が行われ、決して保有先の買収防</p>	

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>衛などに与しないような行動を取っていることを監督することが必要である。こうした責務が取締役会で認識されていることを有価証券報告書、コーポレート・ガバナンス報告書、招集通知において開示することが必要である。</p>	
37	<p>政策保有株式の開示で形式的なコメントにとどまるケースがみられることから、特に「純投資目的」に係る開示の適切性について有価証券報告書レビュー等での検証を充実させていただきたい。</p>	<p>「株式の保有状況」の開示については、有価証券報告書レビュー等により当局としても開示の適切性を確認するとともに、参考となる開示例が認められた場合には、ご紹介することも検討してまいります。</p>
<p>●開示ガイドライン</p>		
<p>▼5-19-3-2</p>		
38	<p>(金融庁仮訳) 「純投資目的」とは、株式の価値の変動又は配当から利益を得ることのみを目的として株式を保有することを指すという定義に同意する。 売却に発行体の同意を必要とするなど、会社の売却を妨げる制限がある状況で保有されている株式は、純粋な投資目的で保有されているとはみなされないことに留意することが重要である。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
39	<p>(開示ガイドライン改正案への追加提案) 開示府令第二号様式記載上の注意(58)a、e及びfに規定する「純投資目的」とは、専ら株式の価値の変動又は株式に係る配当によって利益を受けることを目的とすることをいう。例えば、当該株式の発行者が提出会社の株式を保有する関係にあること、当該株式の売却に関して発行者の応諾を要すること等により、発行者との関係において提出会社による売却を妨げる事情が存在する株式は、純投資目的で保有しているものとはいえないことに留意する。また、企業は責任ある株主として行動し、責任投資の原則及び受託者責任を遵守することを期待する。このコミットメントは、株式価値の期待と適切なガバナンスの監督、少数株主の権利を含むものであるべきである。</p>	
40	<p>開示ガイドライン改正案における純投資目的の例示について、「当該株式の発行者が提出会社の株式を保有する関係にあること」とは、持合いにあることを指すものと理解してよいか。</p>	<p>「当該株式の発行者が提出会社の株式を保有する関係にあること」との記述は、提出会社が発行者の株式を保有していることを前提として、提出会社と発行者とが相互保有関係にある状態を意味しております。</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
41	<p>保険業法は資産運用も保険会社の固有業務と定めており、とりわけ長期の保険負債を有する生命保険会社の場合、株式投資を含め、長期的な視点に基づいて資産運用を行うことが多い。このように生命保険会社が純粋に資産運用の一環として(すなわちキャピタルゲインやインカムゲインの獲得を企図して)株式を保有することは、発行者との関係において売却を妨げるような事情もない限り、投資期間の長短にかかわらず、開示ガイドライン改正案における「純投資目的」に当たるものと理解して差し支えないか。</p>	<p>「専ら株式の価値の変動又は株式に係る配当によって利益を受けることを目的とする」ものであれば、「純投資目的」の株式であるといえます。なお、No.46の「金融庁の考え方」もご参照ください。</p>
42	<p>開示ガイドライン改正案では、「発行者との関係において提出会社による売却を妨げる事情」の例として、「当該株式の売却に関して発行者の応諾を要すること」が挙げられているが、非上場株式や新規公開株式に関しては、</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 専ら将来的な株式の価値の変動又は株式に係る配当によって利益を受けることを目的に、創業期や成長期にあるベンチャー企業や、設立後間もないスタートアップ企業等への投資を行なうケースがあるが、非上場株式については経営の安定性の観点から株式に譲渡制限を付すことが、また、新規公開株式については株式等の募集や売出しを実施した後の需給関係を安定させる観点からロックアップを設けることが一般的であること ・ 開示ガイドラインは、「1—1—1 ガイドラインの趣旨」で記載されているとおり、「留意すべき事項及び審査・処分の基準・目安等」を示したものであり、個別の事情に応じて、法令の範囲内においてこれと異なる取扱いとすることを妨げるものではないこと <p>を踏まえると、開示ガイドラインにかかわらず、純投資目的と位置付けることが妥当と考えているが、その理解で問題ないか。</p>	<p>「当該株式の売却に関して発行者の応諾を要すること」の結果として「発行者との関係において提出会社による売却を妨げる事情」に該当する場合には、純投資目的に区分することは適切ではないと考えます。もっとも、「売却を妨げる事情」は「発行者との関係において」存在するものであることが重要になります。</p> <p>この点、御指摘の、新規公開株式に付されたロックアップによる譲渡制限は、株式の需給関係の安定のために証券会社等と一定の大株主との間で締結されるもの、非上場株式に付される譲渡制限は、定款上、当該株式の性質として一般的に定められるものと考えられます。したがって、いずれも「発行者との関係において」売却が妨げる事情があるものとはいえず、これらの譲渡制限のある株式を純投資目的に区分することは否定されるものではないと考えております。</p>
43	<p>開示ガイドライン改正案について、非上場会社の株式に関しては、会社法上の譲渡制限(譲渡による株式の取得について取締役会の承認を要する旨の制限)が課されていることが通常であるので、当該譲渡制限のみをもって「発行者との関係において提出会社による売却を妨げる事情」があると判断されると、非上場会社の株式の保有が「純投資目的」と言える場合は極めて限定的</p>	

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>な場合に限られてしまう。改正案の文言上も、「株式の売却に関して発行者の応諾を要すること」は「発行者との関係において提出会社による売却を妨げる事情」を判断するに当たっての一要素にすぎないものと位置づけられているので、上記の会社法上の譲渡制限のみをもって「発行者との関係において提出会社による売却を妨げる事情」が存在すると解されることはない、という理解でよいか。</p>	
44	<p>株式を相互に保有する経緯には様々なものがあり、例えば、保険会社は資産運用の一環として多くの株式を保有しているところ、相互会社である保険会社が株式会社化する場合、保険契約者である会社が当該保険会社から株式割当てを受け、かかる株式会社化の効果として相互保有となるケースがある。また、株式の発行者が提出会社に何ら連絡することなく当該提出会社の株式を取得することもあり、提出会社としては相互保有となったことに気付かないケースもある。この点、「当該株式の発行者が提出会社の株式を保有する関係にあること」は、それが要因となり提出会社による株式売却が阻害される場合に純投資性が否定されるのであって、仮に株式を相互に保有している外形上の事実があったとしても、提出会社が発行者の意向にかかわらずその株式を任意に売却することができる場合、純投資性が否定されるものではない、と考えるが、そのような認識で差し支えないか。</p> <p>また、例えば、外形上、A社とB社が株式を互いに保有し、かつ、A社がB社株保有を「純投資目的以外の目的」と開示しているケースであっても、B社によるA社株保有が真に純投資を企図したものであり、当該株式の売却を妨げる事情（例：株式持合いの合意など）も存在しない場合、B社がA社株保有を「純投資目的」として開示することについて特段の問題はないものとするが、そのような認識で差し支えないか。</p>	<p>「発行者との関係において提出会社による売却を妨げる事情」があるかどうかは、第一義的には、個別事例ごとに提出会社自身が判断する必要があるものと考えられます。このため、形式的に相互保有関係に至ったとしても、上記の「売却を妨げる事情」がないと判断された場合には、純投資目的に区分することを否定するものではないと考えております。また、提出会社において本改正により明確化した純投資目的の考え方等を踏まえ、株式の保有目的を検討した結果、提出会社が保有する発行者の株式と、当該発行者が保有する提出会社の株式の保有目的の区分が異なることとなる場合であっても、そのこと自体は否定されるものではないと考えられます。いずれにせよ、現行開示府令の記載事項である「純投資目的である投資株式と純投資目的以外の目的である投資株式の区分の基準や考え方」において、投資者の理解に資するような適切な開示を行う必要があるものと考えます。</p>
45	<p>(意見)</p> <p>株価への影響を考慮して一定ペース(出来高の5%など)で売却を行うことは「発行者との関係において売却を妨げる事情」に該当しないと考えて良いか。</p>	<p>一般的に、市場において株式を短期間に大量に売却する場合、当該株式の急激な株価変動が生じ得るため、これを回避する目的で、発行体と売却の進め方を調整し、段階的に売却を進めていくことも想定されます。そのことのみをもって純投資目的に区分することを否定するもので</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>(理由)</p> <p>適切な理由により政策保有目的から純投資目的に振り替えた場合であっても、短期間かつ多額の市場売却はマーケット(発行者・提出会社・投資家)への悪影響が生じる可能性があり、一定ペースでの売却を行うケースが想定されるため。</p>	<p>はありませんが、投資者が保有目的変更後の当該株式の売却又は保有の方針を理解できるよう、発行体との間で調整された売却計画の概要を記載することが有益と考えられます。</p>
46	<p>開示ガイドライン改正案の「当該株式の売却に関して発行者の応諾を要する」に関して、「要する」とはどの程度の要求レベルを指すのか。発行者の応諾がなく売却することは法的には妨げられない場合であっても、例えば、応諾なく売却した場合に取引関係において不利益な扱いがなされるなどの場合には、どうか。</p>	<p>「当該株式の売却に関して発行者の応諾を要する」とは、提出会社と発行者との間の契約、取決め、慣行等により、提出会社の意思による発行者株式の売却が妨げられている事情があることをいい、必ずしも法的に売却が禁止されることまでは要しないと考えられます。ご指摘の「応諾なく売却した場合に取引関係において不利益な扱いがなされるなどの場合には、かかる取扱いがなされることによって間接的に提出会社の意思による売却が妨げられているものと考えられるため、「発行者の応諾を要する」ものであると考えられます。</p>
47	<p>保有相手方がいわゆるホールディング会社で提出会社の株式が子会社に保有されている場合など「当該株式の発行者の子会社が提出会社の株式を保有する関係にある」場合に純投資と言えとの誤解を招く可能性が考えられる。そのため、「当該株式の発行者」とは株式の発行者のみを指すものではなくその子会社も含める事を開示ガイドラインで明記する若しくはパブリックコメントへの回答で言明する事が重要だと考える。</p>	<p>開示ガイドラインの「当該株式の発行者が提出会社の株式を保有する関係にあること」は、あくまで「発行者との関係において提出会社による売却を妨げる事情が存在し得る例として挙げたものであり、実際にかかる事情が存在するかどうかは、第一義的には、個別事例ごとに提出会社自身が判断する必要があるものと考えております。</p> <p>御指摘のような、提出会社が上場持株会社の株式を保有し、当該上場持株会社の子会社が提出会社の株式を保有しているという状況であっても、当該上場持株会社との関係において上記の「売却を妨げる事情」が存在する場合には、当該上場持株会社の株式については純投資目的で保有しているとはいえないものと考えられます。</p> <p>このため、御指摘の例における子会社が「当該株式の発行者」に含まれるとの趣旨で、開示ガイドラインの文言を修正しました。</p>
48	<p>(意見内容)</p> <p>改正案「(略)例えば、当該株式の発行者が提出会社の株式を保有する関係にあること、当該株式の売却に関して発行者の応諾を要すること</p>	<p>「当該株式の発行者が提出会社の株式を保有する関係にあること」、「当該株式の売却に関して発行者の応諾を要すること」といった状況は、「発行者との関係において提出会社による</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>等「により」、発行者との関係において(略)」のうち、「により」を削除いただきたい。</p> <p>(理由)</p> <p>政策保有株式の開示の適切性を確保するためには、開示ガイドラインを、提出会社が自らに都合の良い解釈をする余地を与えないような、客観的なルールとすることが重要である。</p> <p>開示ガイドライン改正案では、「当該株式の発行者が提出会社の株式を保有する関係にある」又は「当該株式の売却に関して発行者の応諾を要する」といった事実関係にある場合であっても、提出会社が、これらの事情があっても当該株式の売却を妨げるような法的制約は存在しないから売却は可能であるとして、発行者との関係において提出会社による売却を妨げる事情は存在しないと強弁する余地があり、結果、「当該株式の発行者が提出会社の株式を保有する関係にある」又は「当該株式の売却に関して発行者の応諾を要する」といった事実関係にある場合であっても純投資目的に区分される可能性を否定できない。このように、開示ガイドラインを恣意的に解釈する余地を残すと、政策保有株式の開示の透明性・信頼性が損なわれ、今回の改正が骨抜きとされてしまう。</p> <p>提出会社に恣意的な解釈をする余地を与えないためには、「により」を削除し、「当該株式の発行者が提出会社の株式を保有する関係にある」又は「当該株式の売却に関して発行者の応諾を要する」といった事実関係にある場合は、それをもって、「発行者との関係において提出会社による売却を妨げる事情が存在する場合」に該当し、純投資目的に区分することはできないことを明確にするべきである。</p>	<p>売却を妨げる事情」が存在することが推定される例として示したものです。「売却を妨げる事情」があるかどうかは、第一義的には、個別事例ごとに提出会社自身が判断する必要があると考えております。</p>
49	<p>開示ガイドライン改正案では、「純投資目的」とは、専ら株式の価値の変動又は株式に係る配当によって利益を受けることを目的とすることをいい、例えば、当該株式の発行者が提出会社の株式を保有する関係にあること、当該株式の売却に関して発行者の応諾を要すること等により、発行者との関係において提出会社による売却を妨げる事情が存在する株式は、純投資目的で保有しているものとは言いえないことに留意することとさ</p>	

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>れている。</p> <p>しかし、持合関係等により売却が妨げられる場合以外にも、発行会社との間に取引関係や業務提携関係がある場合には、株式保有の目的には当該関係の強化が含まれるものと考えられるため、専ら株式の価値の変動又は株式に係る配当によって利益を受けることを目的とするものとは言えない。よって、発行会社との間に取引関係や業務提携関係がある場合にも、純投資目的で保有しているものとはいえないことを明確にしていきたい。</p>	
50	<p>「純投資目的」の考え方の中で、「例えば、当該株式の発行者が提出会社の株式を保有する関係にあること」が純投資目的に該当しないとの考え方が示されている。一般的に、いわゆる「政策保有関係」にある先について、保有目的を「政策保有」から「純投資目的」に変更する場合はその通りであると考ええる。</p> <p>しかし、すでに資産運用として「純投資目的」の株式投資を行っている金融機関等が運用対象として保有する株式の発行会社が、当該金融機関等の株式を保有しているという場合は上記に該当しないと考えられる。このような場合は、当該金融機関等は売却を妨げる事情が存在しないことを開示することが望まれる。</p>	<p>「発行者との関係において提出会社による売却を妨げる事情」があるかどうかは、第一義的には、個別事例ごとに提出会社自身が判断する必要があるものと考えられます。このため、形式的に相互保有関係に至ったとしても、上記の「売却を妨げる事情」がないと判断された場合には、純投資目的に区分することを否定するものではないと考えております。</p>
51	<p>「純投資目的」の考え方については、株式投資のリターン(株価変動+配当)を目的とするものと考えられる。開示ガイドライン改正案では、「専ら株式の価値の変動又は株式に係る配当によって利益を受けることを目的とすることをいう。」とされているが、「又は」という表現では、上場株式についても「株価の変動」は追及せず(つまり株式の売買は行わず)、「専ら配当による利益を目的とする」という理由を述べる企業が現れないとも限らない。したがって、上場株式を配当期待のみで「純投資」とすることは適当でないということを明らかにしていきたい。</p>	<p>本改正で明確化したとおり、専ら配当収入を得ることを目的とする株式についても、発行者との関係において売却を妨げる事情が認められない限り、純投資目的に区分することは可能と考えております。</p> <p>ただし、配当収入を得ることを目的として保有目的を純投資目的に変更した場合には、保有目的の変更後の保有の方針として、投資者との対話に資するような適切な情報開示を行う必要があります。</p>
52	<p>開示ガイドライン改正案では、「純投資目的」の定義は、専ら株式の価値の変動又は株式に係る配当によって利益を受けることを目的とすることをいう、としているが、例示の部分定義を追加することも検討されたい。例えば、「専ら株</p>	<p>「株式の発行者が提出会社の株式を保有する関係にあること、当該株式の売却に関して発行者の応諾を要すること等により、発行者との関係において提出会社による売却を妨げる事情が存在する株式」は、そもそも「専ら株式の価値の</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>式の価値の変動又は株式に係る配当によって利益を受けることを目的とすることをいう(ただし、当該株式の処分またはその議決権の行使に関して合意その他により自由な処分または議決権の行使に制約がある場合を除く。)」などの定義とすることも検討されたい。</p>	<p>変動又は株式に係る配当によって利益を受けることを目的とする」株式、つまり純投資目的の株式に含まれないという関係性を明確にする観点から、原案のような記述としております。</p>
53	<p>開示ガイドライン改正案について、純投資目的で保有する株式であればその議決権の行使は発行者である株式会社の提案に反対し、又は議決権行使に反対することに制限はないはずであるし、また、株主提案があった場合において株主がその判断において議決権を自由に行使することに支障がないはずである。したがって、開示ガイドラインにおける例示として、議決権行使において、発行会社との関係で制約があり、提出会社がその保有株式に関して賛成をすることができない状況にある場合を追加することを検討されたい。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
<p>●その他</p>		
54	<p>政策保有株式による負のインパクトを回避する最善策は縮減である。しかし、少なくとも、取締役会において政策保有株式のリスクを定量的に理解しておくべきである。政策保有株式が自社に与えるリスクとインパクトを、シナリオ別に銘柄ごとに試算し、保有の必要性、許容可能と考えるリスク量、その理由を取締役会で議論すべきである。定量的評価方法として、各銘柄の保有額に株価ボラティリティ(標準偏差)を掛けた値と、当該銘柄から得られる事業への貢献額の比較などが挙げられる。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
55	<p>会社の株式を保有している取引先会社がある場合、取締役会は、取引先が会社の株式を政策保有しているか否か、及びその金額の多寡等によって取引関係において差別的な取扱いを行っていないこと、及び通常の条件と異なる不公正な条件を用いていないことを確認し、その旨を公表すべきである(この確認内容は取引先持株会に関して日本証券業協会がガイドラインの中で「優越的地位の乱用の防止等」として定めているものである。))。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
56	<p>(金融庁仮訳) 会社が責任ある株主として行動し、責任ある</p>	

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>投資と受託者責任の原則を遵守することを期待する。</p> <p>このコミットメントは、期待収益及び少数株主の権利を含む適切なガバナンスの監視を反映すべきである。</p> <p>したがって、純投資部門の株式を保有する投資会社も、日本版ステewardシップ・コードを遵守することを提言したい。</p>	
57	<p>政策保有株式に関する開示を強化する取組を支持する。</p> <p>資本収益率への影響を明確にするとともに、残りの政策保有株式の性質と目的を明確に開示することが非常に重要である。また、企業が一定期間にわたって政策保有を解消する計画を公表し、その達成に向けた進捗状況を定期的に株主に報告するよう引き続き推奨する。</p>	