

政策保有株に関する開示に係る意見

平成 30 年 2 月 21 日
野村アセットマネジメント
中熊 靖和

1. いわゆる政策保有株式について

いわゆる政策保有株式について、その全てが認められないということではないだろう。ただし、政策保有株式として保有する以上は、株主などのステイクホルダーに対して納得のいく説明が必要であると考える。

CG コードにおいても、「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（原則 1－4）」とされており、発行体は主要な政策保有株について保有の目的及びその効果について具体的に説明すべきである。

一方、現在の有価証券報告書に記載されている特定投資株式の保有目的は極めて簡略であり、また、検証に資する情報も提供されておらず、取締役会での検証状況についても十分な情報提供がなされていない。

これらの点は改善されるべきである。

例えば、特定投資株式の保有目的については単に「取引の維持・発展」などと書くのではなく、保有目的に関する項目としては、

- ・取引の具体的な内容（製品名等）
- ・取引金額（支払い・受け取り）
- ・取引内容の重要性
- ・その他重要な契約・提携等の有無
- ・取引関係の将来見通し（増加・減少）

など、検証に関する項目としては、

- ・保有の増減
- ・増減の理由
- ・当該株式を保有することによって得られた効果（メリット・デメリット）
- ・取締役会における検証状況

など、より具体的に記載することが考えられる。

以上に加えて、保有に伴う経済的な利得と資本コストを対照しながら説明すべきという考え方もあろうが、資本コスト計算の難しさなどもあり、対話を通じて明らかにしていくということでもよいと考える。

また、開示対象の拡大については、保有目的および検証に関する記載の充実を優先すべきであると考えており、企業側の負担なども考慮して、まずは現状通りでよいと考える。

なお、いわゆる政策保有株式の保有目的は個別的であり、保有の検証は全体としてではなく、個別銘柄ごとに行い開示されるべきと考える。

2. 政策保有株式の議決権行使について

議決権行使結果の開示についてはあってもよいと思うが、企業の負担が増える割には、投資家として具体的な利用場面を想像しにくい。そもそも政策保有は純投資とは異なる経済的意図のもとで行われるものであり、故に純投資とは別枠で開示されている。これらは通常、対象企業との友好的な関係の維持が前提とされており、議決権行使で経営者に反対投票を投じることはほとんどないと思われる。そうだとすると、あまり有益な議論につながらないのではないかと考える

一方で、やや論点は異なるが、むしろ企業が保有する「純投資」部分について議決権行使結果の開示を行うべきではないかという考え方もできる。

企業が純投資目的で保有する株式については、株主だけでなく従業員にも帰属する貴重な財産である。したがって、企業はそれらを適切に管理する義務がある。そのように考えれば、企業が純投資目的で保有する株式においても SS コードの考え方は反映されるべきであり、議決権行使結果の開示を行うべきとも考えられる。

3. 保有されている側の問題について

いわゆる政策保有株の問題において、保有している側だけでなく、保有されている（保有させている）側の問題もあるのではないかという視点には同意できる。

発行体企業が自社の株式を持ってもらうことによって、当該株式を保有する企業を優遇するような取引を行うとすれば、他の株主が不利益を被る可能性があるだけでなく、公平な競争を阻害し、中長期的な企業の成長力を損なう可能性がある。

このような問題に対処するために、現在、有価証券報告書に記載されている「大株主の状況」の記載内容について拡充することも検討する余地があるだろう。

例えば、「大株主の状況」に記載された株主のうち取引関係のある企業については具体的な取引内容と取引額を明記することや、先方の株式を保有する場合には、その株数・金額などを記載すること、などが考えられる。

また、大株主との取引において利益相反的な取引が行われないことを確認する仕組みや、取締役会による監視の状況についても記載することが考えられる。

なお、有価証券報告書の「大株主の状況」については、開示内容の拡充だけでなく、開示対象の拡大についても検討の余地があろう。現在、有価証券報告書では上位 10 位までの大

株主が記載されているが、いわゆる「持ち合い」が疑われるものが 11 位以下に入っているケースも少なくない。

以上、WG では十分な発言時間がないと思われるので、主に政策保有株式に係る点について事前に意見を提出させていただきます。