

金融庁総務企画局企業開示課 御中

平成 27 年 10 月 5 日  
株式会社ストラテジックキャピタル

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に係る意見

弊社は、金融商品取引法に基づき登録を行っている投資運用業者です。  
投資家の視点から、政策保有株式及び情報開示の 2 点に絞って、意見を申し上げます。

1. いわゆる政策保有株式について

コーポレートガバナンス・コードの「原則 1-4. いわゆる政策保有株式」では、上場会社に以下の 3 つの義務が課されています。

- ① 上場会社が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。
- ② また、毎年、取締役会で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。
- ③ 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。

しかしながら、現在のところ、当該原則をコンプライすると表明している企業であっても、上記 3 点について明確に開示された事例は皆無です。

まず、第 1 の「政策保有に関する方針」についてですが、他企業との協力関係が必要、企業価値向上のため等の極めて抽象的な説明が多く見られます。しかしながら、何故、株式を保有していると当該株式発行企業との協力関係が強くなるのか、事業上のメリットが得られるのか等の具体的な説明がありません。弊社は、政策保有株式としての株式保有と当該株式発行企業との取引との因果関係が最も重要な点であり、これについての明確な説明がなければ、株主への利益供与を期待して株式を保有しているのではないかとの疑義が生じると考えております。したがって、会社法違反となる株主への利益供与には該当しないものであるということが理解されるよう、明確かつ具体的に記載すべきです。

また、弊社は、政策保有株式の一部には、「取引関係の維持・拡大」を目的として記載しているものの、実際は異なる目的での保有もあって考えております。

弊社は、ある上場企業（A社）が有価証券報告書において政策保有株式（B社株式）の保有目的を『取引関係の維持・拡大』と記載している事例において、本年夏に当該株式発行企業（B社）に取材しました。その際、B社から「株式を保有してもらっている理由は、以前に買収防衛のために安定株主となっていたから。しかし、今では買収防衛の必要性も低くなった。取引関係はあっても株式保有は関係ないので、売却してもらっても問題ない。」との回答を得ました。このケースでは、A社の有価証券報告書におけるB社株式保有目的は『安定株主として保有』と記載すべきであって、『取引関係の維持・拡大』では虚偽記載に該当します。そして、A社が現在のB社の意向を知っているのであれば、もはや政策保有株式には該当せず、単に金融資産として保有しているだけであると思われる。

このように、実際は安定株主として保有を始めた政策保有株式は非常に多いと弊社は推測しております。しかし、安定株主として株式を保有している多くの企業は、株式保有の経済合理性を何とか説明しようと無理矢理に作文しているのではないのでしょうか。

第2の「リターンとリスク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・合理性の具体的な説明」について申し上げます。

現在のところ、リターンとリスクを具体的にどのように検証するのかについて開示している事例はありません。本来は、例えば、下記の数値等について検討すべきと考えます。

- 当該株式の価格変動、流動性等のリスク測定
- 当該株式からの配当金
- 当該株式を保有していることによって得られる、配当金以外のリターン（株主に対する利益供与に該当するおそれのあるものを除く）

以上の計測により、当該株式保有が、リスクに見合う以上のリターンをあげているものであり、取締役としての受託者責任を果たしているものであると説明できなければならないはずですが、このような開示例はありません。

さらに、株式保有による取引メリットが薄れた場合は株式を売却すると記載された例はありますが、株価が急騰した場合などの想定される取引関係のリターン（株主に対する利益供与に該当するおそれのあるものを除く）を大きく超える利益が得られる状況となった場合の売却の考え方は開示例がありません。

なお、第1の「政策保有の方針」にも関連しますが、この第2のルールは、経済合理性があれば株式の政策保有の理由になるとの理解から、株主への利益供与を是認しているルールと捉えられているのではないかと憂慮しております。

第3の議決権行使に関する基本方針ですが、明確な議決権行使基準を策定している事例は無いようです。コードには「議決権行使基準を策定・開示すべきである」と記載され、コンプライしている企業が、「基準は策定していない」と説明していることも矛盾または誤魔化しです。

日本の上場企業の政策保有株式の時価は、小は数十億円から大は数兆円にも及びます。例えば、投資家の負託を受けている機関投資家は、運用資産が数十億円であろうが数兆円であろうが「議決権行使基準」を定めてHP等で公表し、議決権行使結果も公表していることが通例です。株主をはじめとするステークホルダーからの負託を受けている上場企業も同様にすべきです。すなわち、現在の議決権行使基準の策定ルールに加え、議決権行使結果の公表も義務付けるべきです。

最後に、「原則1-4」そのものについての意見を申し上げます。

そもそも、政策保有株式に関しては、コーポレートガバナンス・コードの原則1-4に則り対応することは現実には不可能であると思われ、だからこそ、政策保有株式の売却が進むと考えられました。しかし、現状は、コーポレートガバナンス報告書にフィクションが記載され、意味の無い株式保有が継続してしまっています。

やはり、上場企業が株式を政策保有することは、原則として禁止すべきです。理由は、以下の通りです。

- 取引の維持・拡大を目的としているならば、株主への利益供与の疑義があること。
- 安定株主として保有しているのであれば、株式発行企業の経営陣の保身のための買収防衛策に過ぎず不適切であり、経済合理性は説明できないこと（なお、「会社側提案に全て賛成する」との合意がある場合であって、当該株式発行企業の代表取締役と他の政策保有株主との合計で保有株式が5%を超えるならば、共同保有の大量保有報告書の提出が必要となると考えるべきです）。
- 株価の変動リスクは、事業会社として取るべきリスクではないこと（1990年代以降は、保有株式の評価損で苦労した上場企業も多いはずです）。

安倍首相は、9月29日のニューヨークでの講演で、コーポレートガバナンス改革がTop of My Agendaであると明言し、株式持合いの更なる解消を促していくと話されたとのことでした。このAgendaの実現のためにも、コーポレートガバナンス報告書に本原則についてフィク

ションを記載して政策保有株式の保有を継続している上場企業を放置してはならないと考えます。

## 2. 投資家への情報開示について

基本原則3及び5において、上場会社の情報開示と投資家との対話の義務について規定されています。多くの上場企業は、投資家向けに年2回程度の決算説明会を開催し、また、中期経営計画を公表しています。しかしながら、上場企業であっても、投資に関する説明会を開催しない企業も少なくありませんし、中には、社長、担当取締役及び社外取締役の全員が投資家との個別の面談を一切拒否する企業すらあります。

一方で、東京証券取引所の規則により、マザーズ上場会社は年2回以上の会社説明会の開催が義務付けられ（有価証券上場規程 第421条の2）、グロース上場会社は年1回以上の中期経営計画の策定と公表が義務付けられております（同規程 第421条の3）。

これらの会社説明会の開催や中期経営計画の公表は、およそ投資家への情報開示として全てのの上場企業に要求されるべきではないでしょうか。例えば、マザーズ上場企業が東証二部指定となったからといって、会社説明会を開催しなくてもよくなるというのは合理的ではありません。

東京証券取引所の規則として、全てのの上場企業に、①年2回以上の会社説明会の開催、②年1回以上の中期経営計画の公表及び③経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）が合理的な範囲で投資家と面談することを義務付けるべきであると考えます。

以上