

金融庁総務企画局企業開示課 御中

投資家と企業の対話ガイドライン（案）に係る意見

平成 30 年 3 月 29 日

株式会社ストラテジックキャピタル

代表取締役 丸木 強



<意見 1>コーポレートガバナンス・コード（以下「コード」と言います。）の「原則 4-14.取締役・監査役トレーニング」において、具体的なトレーニングの項目として、コーポレートガバナンスの理念と資本コストを明記し、取締役と監査役はこれらについて学ぶべきことを定めていただきたいと存じます。

<理由>上場企業の取締役及び監査役は、コーポレートガバナンスについて深く理解している必要がありますが、未だに正しく理解していない取締役と監査役が多数おられます。

さらに、今回制定される、投資家と企業の対話ガイドライン（以下、「ガイドライン」と言います。）の 1-2、2-1 及び 4-1 及び今回改訂されるコードの原則 1-4 及び 5-2 において、「資本コスト」との用語が用いられていますが、この資本コストの概念や算定方法を理解していない方々が未だに多くの上場企業で取締役を務めているのが現状です。

<意見 2>ガイドラインの「4.政策保有株式」及びコードの原則 1-4 では、保有目的が適切で、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っている等であれば、保有が正当化されるように読めます。単に、政策保有株式は原則として保有すべきではなく、縮減していくべきである旨、定めていただきたいと存じます。

<理由>案の通りのガイドラインとコードを定めることとなれば、政策保有株式を保有している企業は、現在以上に虚偽の説明を行うことになるだけです。

弊社は、別紙の通り、政策保有株式には様々な問題があり、これを保有すべきではないと考えております。

以上

別紙

政策保有株式の問題点について

平成 30 年 3 月 29 日

株式会社ストラテジックキャピタル

1. 安定株主であることの問題

- ① 歴史を紐解けば、政策保有株式は、安定株主となることが目的で始まったものです。これは、純粹に買収防衛策であり、株式発行企業の経営陣の保身に過ぎません。すなわち、株式保有企業の資産を株式発行企業の経営陣の保身目的に使用しているわけで、株式保有企業の取締役には会社法上の善管注意義務違反の疑義があります。
- ② 株式発行企業の複数の安定株主は、株式発行企業との間で、明示的又は黙示的に、株主総会における会社提案議案については必ず賛成で議決権を行使するとの合意があるわけです。したがって、これら複数の安定株主が合計で発行済株式の 5% 超の株式等を保有していれば、場合によっては共同保有の大量報告書を提出しなければならないケースもあるはずですが、しかし、このような大量報告書の提出事例は無く、金融商品取引法違反の疑義があります。
- ③ 政策保有株式の議決権行使基準は、コーポレートガバナンス・コードで策定と公表が義務付けられています。しかし、安定株主である以上は、会社側提案の議案に反対票を投ずる議決権行使基準を策定できないことは自明です。そして、上場企業が東京証券取引所に提出している「コーポレートガバナンスに関する報告書」のうち数百社のもを弊社がチェックした限りは、一社を除き、議決権行使基準は記載せずに「原則 1-4 いわゆる政策保有株式」をコンプライしている旨、虚偽の記載をしています。

2. 取引の維持・円滑化等を目的として株主を保有している場合の問題

- ① 殆どの企業が、政策保有株式の保有目的を「取引の維持・拡大・円滑化」等とコーポレートガバナンス報告書に記載しています。これらの記載の通り、株式保有により株式発行企業との取引という利益供与を得ているなら、会社法違反の疑義があります。今まで、弊社は何十回となく、投資先企業に対し政策保有株式を保有することと取引の維持・円滑化等との因果関係について説明を求めてきましたが、未だに合理的な説明をお聞きできたことはありません。
- ② 法令上の問題ではありませんが、取引先企業の株式を保有することで取引ができてしまうと、株式を保有している企業にとっては商品やサービスの質的向上を図るインセンティブは高まらず、結果として当該企業の競争力が低下して将来のキャッシュ創出能力も低下してしまうことが懸念されます。

3. 財務上の問題

- ① 株式保有企業の利益が、株価変動に影響されてしまいます。2000 年代の初めまでは、業績堅調でも保有株式の評価損で減益の企業が続出したことは記憶に新しいところ

別紙

です。保有株式の価格変動で業績が左右されるなどということは、企業経営として論外です。投資家（株主）としては、企業の本業のリスクは許容できますが、保有株式の株価変動リスクは許容できません。

- ② 近年は、株価の上昇を受け、自己資本に「その他有価証券評価差額金」を計上する企業が増加しています。すなわち、株価変動で自己資本も増減するわけです。このような状況で、中期経営計画に ROE や自己資本比率の数値を目標として掲げている経営者の神経を疑ってしまいます。

4. 株式発行企業が、取引先に株式保有を強要する場合の問題

弊社が側聞するところでは、現在でもなお、「当社の株式を保有していないと取引上不利に扱う」と取引先に公言している企業が存在しているようです。これは、独占禁止法において不公正な取引方法の一つとして禁止されている優越的地位の濫用に非常に類似した行為であると考えます。

優越的地位の濫用として問題になる行為とは、「自己の取引上の地位が相手方に優越していることを利用して、正常な商慣習に照らして不当に」行われるものであり、自己の株式を買わせることもこれに該当する可能性があり得ると思われま

以上