

【投資家フォーラム第22回会合 報告書】

投資家フォーラム運営委員会

テーマ：「政策保有株式の現在～今、投資家は企業に何を望む～」

日時：2019年9月5日（木）18：30～20：30

会場：アンダーソン・毛利・友常法律事務所 20階会議室

参加者：25名

目的：

- ・ 2018年6月改正のコーポレートガバナンス・コードでは、政策保有株式について縮減の方針・考え方をコーポレートガバナンス報告書で開示することを上場会社に対して求めている。さらに2019年1月には有価証券報告書等の記載内容を定める「企業内容等の開示に関する内閣府令」が改正され、政策保有株式に関して、その保有方針や保有の合理性の検証方法などを開示することを上場会社に求めている。
- ・ 改政府令の下で3月決算各社の有価証券報告書が出揃う時期に合わせて、政策保有株式に関する開示状況を検証する。その上で、政策保有の現状や企業側の意識について概観し、投資家としていま何が出来るかを議論する。

以下では、投資家フォーラム 第22回会合にて参加者から提出された主な意見を列挙している。なお、議論の所在および内容を明らかにするため、必ずしも両立しない意見が提出された場合にはこれを併記している。

<司会>

まず初めに、改政府令に従った各社の開示状況をつかんでおきたい。次に、政策保有株式に関する最近の企業行動について、事例を挙げて検討し、続けて投資家と企業間の認識ギャップについて議論する。その上で、企業同士の株式持ち合いに関して投資家は企業とどのように対話すべきかを整理する。

企業の側は、株式持ち合いについての投資家の見方や意見がバラバラとの印象をもつようだ。資本コストの観点から持ち合いを問題視する投資家がいる一方、少数株主の権利が損なわれることを問題点とし

て論じる投資家がいる。株式の政策保有に対して強く反対する投資家もいれば、さほど問題視しない投資家もいる。投資家がどのように考えているかが分かりにくい、という印象を企業側はもつようだ。株式の政策保有について投資家が明確なメッセージを発する意義は大きいと思われる。

1. 政策保有株式に関する開示状況

<総括的論評>

- ✓ 一部のメディア報道では政策保有株式の開示に進展が見られたとしているが、開示状況を検証した複数のアナリスト・レポートではより厳しい見方が示されている。それによると、情報量こそ増えているものの、定量的な保有効果の開示など法令の原則的な求めに企業が応えておらず、開示の状況はさほど前進していない。
- ✓ 個別に検証してみても、開示内容について良いと評価できる事例が見つからなかった。開示の形式としては、個別銘柄に関する判断を述べる前段階で、株式の政策保有の方針およびその合理性を検証する方法について記述することになっている。ここからして投資家が満足できる記載が行われていない。
- ✓ 時価総額トップ100社について検証してみた。株式持ち合いの理由として協業とか取引の円滑化を挙げる企業が多い。それらの企業の間で、どの分野で協業しているかを書きこむ事例が今年は幾分増えた。100社のうち約3割が記述内容を増やしたが、実質的に意味のある内容ではなかった。

<個別事例>

- ✓ ある銀行では、ホールディングス傘下の子銀行による株式の政策保有を記載する一方、その相手先会社がホールディングスの子会社である当該銀行の株式を保有していないから、相手先との相互保有は無いと記載している。相手先会社の開示で確認すると実はホールディングスの株式を保有している。このように、開示の辻褄が合わないケースが見られる。
- ✓ 政策保有銘柄のすべてについて配当利回りを記載している事例があった。配当金額を記載する場合にも言えることで、それは投資家が求める情報ではない。投資家と企業との意思疎通が不十分だと感じた。
- ✓ いすゞ自動車は株式を政策保有している鉄鋼会社について最大の取引先と明記している。包み隠さない堂々とした開示には好印象をもった。
- ✓ SUBARUの開示は評価できる。有価証券報告書での開示より一足早く株主総会の招集通知で開示した例で、グラフとともに過去の削減実績を示し、今後の削減計画に言及している。
- ✓ 売却が完了して本年度非保有となった銘柄について、前年の保有理由をそのまま掲載している事例がある。

- ✓ 実質的には親子に近い関係にある会社間において、関係会社株式となる親側の会社の株式は、形式的には政策保有株式に該当せず、保有理由の開示義務の対象とならない。しかし、子側の会社が親側の会社の株式を保有する意義が不明瞭なので、会社に保有理由を質問してみたところ、十分な回答を得られなかった。開示の対象を政策保有株式とするだけでは不十分のように思う。
- ✓ 帝人は年に一回有価証券報告書で開示するだけでなく、売却の都度、適時開示している。政策保有削減の進捗を確認できるので素晴らしい。ただ都度の開示はなかなか気づかないことがある。帝人のほか3社ほどが都度開示を行っていることを確認した。
- ✓ トータルリターンのターゲットを下回ったら売却するという方針を開示した会社がある。実際、その通りにやっているとのことだったが、そもそも純投資が目的で保有しているわけではないはずだ。投資家の懸念とすれ違っている。

2. 政策保有株式を巡る最近の企業行動～注目点

- ✓ 金融機関による政策保有は激減している。投資家が問題視すべきは事業会社による保有だろう。
- ✓ 2年前の事例になるが、コマツでは CFO が営業サイドを説得して政策保有をゼロにした。これには10年かかったとのことだ。もっと注目されてもいい。そこから得られる教訓は、グッドプラクティスの裏には社内的な説得のプロセスがあり、実行には相応の時間がかかるということだろう。長い時間をかけて説得を続けるためにはインセンティブの維持が課題になる。
- ✓ 日立製作所の取り組みも注目すべきだ。8銘柄について保有をゼロに減らしている。保有目的についても、合理性が認められない限り売却を進めると明記している。
- ✓ J. フロント リテイリング、スタンレー電気、日本製鉄などで、コーポレートガバナンス・コードの改訂前後で姿勢に変化が見られた。改訂前には株式持ち合いの解消は難しいと言っていたが、改訂後は相手先の意識が変化したという。市場全体のトレンドという説明が納得を得やすくなっている。
- ✓ 年金資産で保有していたみなし保有株式について、年金保有から本体の政策保有に移した事例があった。会社に問い合わせたところ、売却の方針は立っていないとのことで、次のステップを見据えての措置ではない。みなし保有が問題視されないようにするための措置にとどまっている。
- ✓ 政策保有株主が取引先企業持株会に加盟しているというパターンがある。こうした共栄会のような団体が900社以上に存在していると聞いた。しかもその数は少しずつ増えているらしい。
- ✓ 取引先の株式を保有していて、保有株式から配当収入が得られると、取り決めでその金額を再投資して当該株式を買い増すことになっている事例がある。

- ✓ 政策保有という観点からは網にかからないところに安定株主が隠れているという印象をもった。ある会社に尋ねると、安定株主による保有は全体の40%程度になるという。株主総会後の商事法務のアンケートでも安定株主に関して大体40%との回答がある。

3. 投資家と企業間の認識ギャップ

<政策保有株式を問題視する投資家側の趣旨が企業に伝わっているか>

- ✓ コーポレートガバナンス・コードに資本コストの考え方が取り入れられたため、資本コストの一例として配当利回りの基準をクリアすれば政策保有が正当化されると企業側は考えているのではないか。そうではなく、政策保有の理由を論理的に示すことが求められていることを、投資家は企業側へ伝えるべきだろう。
- ✓ 改訂コーポレートガバナンス・コードからはリスクとリターンという表現が削られている。それは純投資に適用される概念だからだ。政策保有は純投資ではない。多くの事業会社や、場合によっては投資家の側も、株式保有だからリスクとリターンの観点で評価すべきと考えてしまう。だから含み益とか配当利回りの話になってしまうのではないか。
- ✓ 企業によって政策保有に対する認識に温度差がある。特に大企業で、政策保有株式が総資産に占める割合が限定的であることを理由として、自社では問題ないと考えている場合が散見される。またバランスシート・リスクの視点には一定の理解があるものの、出資先における少数株主の権利とか市場全体への悪影響という視点が欠けている。
- ✓ 事業会社は総会屋対策を含めてずっと安定株主工作を行ってきた。企業側は、会社を守るのは当然との考えに陥りやすいのだろう。
- ✓ 株式の持ち合いにより少数株主の権利が損なわれるとか、株式持ち合いが支える長期的取引関係における不平等性が株主の利益に反するといった、投資家の側の問題意識について、経営陣が日々考えているとは思えない。そもそもそうした問題の存在自体が知られていないことが多い。投資家が問題提起しても企業側の共感を得ることはむずかしい。
- ✓ 企業と対話した経験からは、オーナー系の経営トップだと本音が出やすい。政策保有のマイナス面に関しては、ROICやバランスシートの説明をすると理解を得やすい。一方、売却は可能だが保有をゼロにするのは厳しいという意見や、取引を確保するのに役立っているからいいという意見も聞かれる。
- ✓ 企業側の政策保有に対する理解は進んでいない。話題に挙げて論点の整理をするだけで終わってしまう。リスクの観点からのアプローチが一番企業の理解を得やすいように思う。数銘柄で何百億円のみなし保有がある場合や、ある大きな会社の株式を保有することによる損益計算書へのインパクトが並外れて大きい、ある地銀のような例では、リスクの観点からの投資家の懸念を企業が共有することはむずかしくない。一方、議決権の空洞化などガバナンス上の理由から投資家としての懸念を伝えて

も、企業の理解を得られにくく、政策保有株式を縮減しようという動きにつながらない。また持ち合いについては業種における慣行、業界内の上下関係という側面もある。この場合、投資家の問題意識を企業に共有してもらわなければならない。特に陸運、不動産、マスコミは構造的に持ち合っていて、個社ではどうしようもない状況だ。そのこともあって記載は、どうすれば突っ込まれないかという観点が先に立っており、結局ボイラープレートをなぞることになってしまう。投資家が求めていることと企業がやろうとしていることとかなり隔たりがある。

<問題意識がなかなか共有されない中で、投資家はどのように企業とのコミュニケーションを図っているか>

- ✓ 小型株で低 PBR、キャッシュリッチという会社で経営トップが株価を気にしている場合は対話の意味があろう。その場合、低バリュエーションの話題から入る。次に現金と保有株式について議論すると理解を得られやすい。ただし経営トップと直接対話する必要がある。
- ✓ 株主資本に対する政策保有株式の比率が低いと、なかなか関心をもってもらえない。個別の保有銘柄を見て、保有額がちょっと多いなと思うときに、この銘柄は取引関係上重要なのかと聞くようにしている。個別の銘柄に関して質問すると言いつくなくなるようになるので効果的のように思う。
- ✓ 次のような方法をとっている。バランスシートにおいて株主資本に対する政策保有株式の比率をチェックする。有形固定資産、のれんについても同様のチェックをする。20%を目安として、その水準を超えていれば、リスク資産を支えるために株主資本があり、有利子負債があり、そこに資本コストがかかっていることを説明する。今後成長していく際にこういった政策保有を減らさないと海外買収ののれんを支えきれないと説明すると、財務に明るい人であれば理解する。次にみなし保有株式の話をする。年金資産の 15-20%を占めているなどといういびつな構造を指摘すると、びっくりして問題であることを理解する。以上が全社的なアプローチで、個別保有銘柄については相手先の安定株主工作のために頼まれて保有しているのであれば、全社的な観点を優先して売却できるはずだと指摘する。取引上の便宜を盾に強要されているのであれば、相手先が自社の株主との間に利益相反を引き起こしていると指摘する。

4. 投資家はどのように株式持ち合いの解消を進めることができるか～戦術論

- ✓ 経営トップと面談する機会があるときには投資家は必ず一言述べるようにすべきだ。そのためには政策保有株式に関する開示を確認した上で経営陣と対話するようにしなければならない。また他社事例などを面談の際に伝えることも効果的だ。
- ✓ 改訂コーポレートガバナンス・コードに即して、当社の株式を政策保有している会社が当社株式の売却を打診してきたら妨げない、とコーポレートガバナンス報告書に記載するよう、投資家は企業に対

して働きかけるべきだろう。逆にガバナンス報告書にその点に関して何も記載していない会社は、コーポレートガバナンス・コードにコンプライしていると言えないのではないか。この点は投資家として主張できる。

- ✓ 「保有させる、あるいは売却を妨げる」ことが問題として非常に大きい。そもそも保有株式の売却を妨げるという形で他社のバランスシートに口を差しはさむことは、取引先の立場で許容されるべき行為ではない。投資家としては保有させている企業を説得して動かす手段として、コーポレートガバナンス・コードとコーポレートガバナンス報告書をうまく活用して、企業とのコミュニケーションを図っていくべきだろう。
- ✓ 政策保有株式の問題について IR 担当者は投資家の問題意識を理解するだろうが、開示についての対話の相手としては CFO ないしは法務の責任者が適切だろう。このトピックについて法務の責任者は取締役会に対して報告責任がある。SR 担当者は安定株主工作が仕事なので、投資家が株式の政策保有を問題視することを十分理解できないだろう。
- ✓ 株式の政策保有に問題意識をもっていない会社に考えさせるには、議決権行使が有効ではないか。多くの政策保有株式を抱えている場合に、縮減が進展しないようであれば、株主総会で経営トップの取締役選任議案に反対票を投じるという戦術が考えられる。
- ✓ 政策保有株式についても、その会社の総会議案に白票を投じるのではなく、議案ごとに精査するように会社に要求している。
- ✓ 議決権行使基準として定式化することは難しいかもしれないが、株式の政策保有に反対という原則的な姿勢を投資家は明確に打ち出すべきではないか。原則として反対の立場を明らかにして企業に対話を要請し、企業が応じなかったら議決権行使に反映させるというような形で、対話へのインセンティブづくりに議決権行使を利用できる。投資家が歩調を合わせることは企業に対する力になる。

5. 事業提携と株式持ち合い

- ✓ 事業提携の当事者同士が提携の証としてお互いの株式を持ち合うという慣行がある。トヨタとスズキの事業提携が最近の例だ。提携の証としてトヨタがスズキ株の 4.9%を持ち、スズキもトヨタに 0.2%ほど出資する。戦略的な目的のためと説明されるとアナリストは株式の相互保有を認める傾きがある。ただスズキがトヨタの 0.2%を持つことに本当に意味があるだろうか。鈴木会長のプライドを保つだけにしか役立たないのではないか。
- ✓ これは「保有させる、あるいは売却を妨げる」問題と同様の文脈で理解すべきではないか。株式をもつから相手を信用できる。株式を持たないと商売をもらえない、ということだとすれば、株式保有の便益がスズキに与えられ、一方、それによりトヨタにとってより良い条件での取引の機会が失われる、という意味で機会損失の対価をトヨタの株主が負うことになる。

- ✓ トヨタとスズキの事業提携をそうした株主に対する利益相反の枠組みで捉えていいかは疑問だ。事業提携は双方の株主にとって利益がある長期的な取引関係を構築することが目的だ。しかし相手が機会主義的な行動をとる懸念があれば長期であろうが短期であろうが取引関係は安定しない。安定化させるために契約で双方の行動を縛ることが考えられるが、長期にわたる複雑な関係について事細かな契約を結ぶことは容易でない。また仮に締結するとしても、事細かな契約条項を書き込むコストが大きくなりがちだ。日本では長期契約を補完して長期的な取引関係を安定させる手段として株式持ち合いの慣行が使われてきた。鈴木会長の頭にあるのは、株式持ち合いのこうした役割だろう。ただ、時間が経過して当初は双方の株主にとって利益をもたらした関係が不利益に変質することは十分考えられる。
- ✓ 確かに株式持ち合いが関係の安定化に役立つという側面があるとしても、そもそも企業同士が互いに株式を持ち合わないとは長期の事業提携は出来ないものだろうか。

6. その他

- ✓ 今後の課題として、政策保有株式に関する最新情報が株主総会前にほとんど入手できないこと、開示された政策保有株式に関する情報が使いにくいことを強調したい。開示のレベルが上がったとしても、結局、現状では1つ1つ個別に拾って見ていかなければならない。データベース化されていず、会社横断的な比較をしようとしても容易でない。時系列的な比較もむずかしい。データベースが整備されないと、普通のアナリストが政策保有を分析対象として取り上げることはむずかしいのではないか。

<投資家フォーラムについて>

日本が高齢化と人口減少に直面する中、いかに国富を維持・形成するかは国民にとって重要な課題です。この課題に取り組むためには、価値を生み出す資本の一層の有効活用、すなわち人的、知的そして財務的資本をより有効に組み合わせて新たな価値を創造することが求められます。それを行う場が企業です。個々の企業が競争力と収益力（稼ぐ力）を強化することが、日本全体として価値を創造する力を養うために必要な条件と考えます。

一方、投資家の役割はこうした課題を担う企業に対して資金を提供すること（新規公開や増資のみならず、内部留保もその一つ）です。投資した資金からリターンが生まれ、それがさらに再投資されて企業に一層の価値創造を促す。そうした好循環をつくりだすインベストメント・チェーンの一端を担う主体として投資家にも重要な役割“スチュワードシップ責任”が期待されています。

こうした観点から我々は企業の長期的な価値創造の取り組みについてより深く理解し、その上で企業が直面する課題について上場企業の方々と虚心坦懐に話し合いたいと考えています。

このような我々の関心に対して、コーポレートガバナンス・コードの施行により「株主との対話」のための環境が一層整うと期待される半面、日本版スチュワードシップ・コードや伊藤レポートが指摘^(注1、2)するように、機関投資家等が知識や経験を共有し、企業との対話や判断を適切に行う「実力」を高める必要性が求められています。

そこで我々は、機関投資家が投資先企業に対するスチュワードシップ責任を適切に果たす実力を備えることを支援し、もって機関投資家と投資先企業との建設的な対話を実現し、当該企業の持続的な成長へ貢献することを目的として、「投資家フォーラム」を運営しています。

(注1) 日本版スチュワードシップ・コード指針 7-3

「対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。」

(注2) 伊藤レポート (p.90)

「企業との対話に向けた『実力』を高めるため、機関投資家等が知識や経験を共有し、投資家間での忌憚ない議論や情報発信等ができるプラットフォームづくりを促進することも重要である。対話・エンゲージメントに関し、その深さや相手、対話軸はどうあるべきかといった共通基盤を知的インフラとして提供することなどが期待されよう。」

* 投資家フォーラムの活動内容については下記のホームページをご覧ください。

<https://investorforum.jp>