

エンゲージメント・アジェンダ「政策保有株式に関する方針」

政策保有株式に関する投資家の共通見解と協働対話のお願い

機関投資家協働対話フォーラム(以下、当法人)は、当法人の協働対話プログラムに参加する企業年金連合会、第一生命保険、三井住友 DS アセットマネジメント、三井住友トラスト・アセットマネジメント、三菱UFJ信託銀行、明治安田アセットマネジメント、りそなアセットマネジメント(50音順)の7社とともに、政策保有株式を保有する企業へ協働対話をお願いするレターを送付しています。

1. 当アジェンダの概要

2018年のコーポレートガバナンス・コード(以下、CGコード)改訂により、原則1-4で、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方の開示、個別の政策保有株式の具体的な精査、保有の適否の検証と検証内容の開示が求められるようになりました。また、補充原則1-4①では、政策保有の相手先から売却等の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより売却等を妨げるべきではないことが、補充原則1-4②では、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではないことが、示されました。さらに2019年には、有価証券報告書における政策保有株式に関する開示内容の充実を促す内閣府令改正が行われました。

CGコード改訂により更新された「コーポレートガバナンスに関する報告書」(以下、CG報告書)において、多くの企業が原則1-4(政策保有株式)の遵守を表明されていますが、その開示内容は、保有目的が一般的抽象的な記載に留まっていたり、具体的な縮減の方針の説明がないなどのケースが見られたことから、当フォーラムでは、2019年より、日本を代表する企業と、政策保有株式に関する実情を把握する協働対話をしてきました。

こうした日本企業の政策保有株式に係る開示の拡充や、政策保有株式の削減に向けた取り組みの実情を踏まえ、本年も、政策保有株式の保有額が大きい主要な企業や、多くの企業に株式を政策保有されている企業の経営トップと社外取締役の皆さまに、政策保有株式についての考え方をお伺いする協働対話ミーティングをお願いするレターを送付します。

2. 協働対話ミーティングでお伺いしたい質問事項

上記の通り、CGコード改定や内閣府令改正により、政策保有株式に関する開示ルールは強化され、ほとんどの企業が遵守を表明しています。

しかしながら、遵守とあるものの、多くの企業では、CG報告書における原則1-4「政策保有株式」に関する開示内容は、取引関係の維持・向上を図るなどのため株式の政策保有を行うとの方針が記載され、具体的な縮減の方針が含まれていません。また、CG報告書の開示規則で求められていないとはいえ、補充原則1-4①、②に関する方針の記載もありません。有価証券報告書における政策保有の理由に関する記述においても、一般的な記載にとどまり、企業価値向上に向けた具体的な取組み・効果が記載されておりません。

そこで、CGコードを受けて取締役会でどのような議論が行われたのか、政策保有株式についてどのような方針を持っているかなどについて、経営トップ、および経営陣から独立した立場で少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役会に適切に反映させる役割を期待されている社外取締役の皆さまに、そのお考えをお伺いしたく、以下の質問をいたします。

- ① 具体的な縮減の方針はあるか。縮減の規模や進め方はどのようなものか。
- ② 相手先が売却の意向を示してきた場合の対応方針はどのようなものか。CGコード補充原則1-4①の「妨げるべきではない」を遵守している場合、どのように社員に売却を妨げることがないように徹底しているか。CG報告書にその方針を記載し、保有先・取引先に明確に姿勢を示すべきと考えるが、どのように考えるか。
- ③ 各政策保有株式の分析の詳細はどのようなものか。実際に政策保有株式を売却した場合の事業活動や業績への影響などのシミュレーションを行ったか。もし営業活動に支障ありと判断した場合、相手先がCGコード補充原則1-4①を実際には遵守しないと考えたことになるが、これをどのように考えるか。
- ④ 政策保有株式に関する投資家の様々な懸念(後述「3. 政策保有株式に対する投資家の考え方」)について、どのように考えるか。
- ⑤ なぜ株式保有が取引関係の維持・向上に結び付くと考えるのか。
- ⑥ 相互保有による安定株主政策について、どのように考えているか。

3. 政策保有株式に対する投資家の考え方

政策保有株式は日本特有の保有形態です。特に、株式の相互保有は、戦後の株式買占めや資本自由化による外国資本の参入に対する企業防衛の目的で発生しました。友好的関係にある企業や取引先などと、相互に安定株主となることで、短期的な視点の株主による経営への介入を制約して、長期的視点の安定的経営を強化するという役割を果たしたという見方もありま

す。こうした経緯が日本独特の協調的な取引関係と資本関係の二重の関係性を形成してきました。取引先との情報量を増大させ、リスクをシェアし、取引コストを削減するとともに、経営に口を出さない協力的な株主を獲得することで、内部昇格の経営者による日本的経営（いわゆる従業員主権主義）を推進してきたと言われていています。

海外でも資本提携やジョイントベンチャーなど、資本拠出を伴う協業関係は存在します。投資家も、詳細な契約で、取引や共同開発などの協業の内容を明確に定める株式保有には、一定の理解を示します。しかしながら、経営支配目的でもなく、資本提携やジョイントベンチャーでもなく、企業間の取引継続に、取引先に対する経営参画権と株式売却圧力を利用しようとする考え方には否定的です。そして最も重要なこととして、政策保有株式を持たせている側が、取引関係を盾にとって取引先を安定株主にしようとする考え方には反対です。このような古い日本的経営の思考やシステムから抜け出すべきではないかと考えています。

政策保有株式には、金融庁の両コードのフォローアップ会議でも「安定株主の存在が企業経営に規律の緩みを生じさせている」可能性や、「バランスシートにおいて活用されていないリスク性資産であり、資本管理上非効率」などの問題が指摘されているとおり、時代の変化、経営環境の変化とともに、さまざまな懸念やリスクが増大しています。

まず、多くの企業が、政策保有の理由に、取引関係の維持・向上を掲げていますが、取引関係の維持・向上と株式保有は分離して考えるべきものです。もともと取引関係や共同事業などの協業関係は、双方の行為を契約で定めています。優れた製品・サービスを適切な価格で提供し、契約に基づいて誠実な取引を継続することが良好な取引関係・相互の信頼関係に結びつくものであり、株式保有が良好な関係の証という考え方は、肯定できるものではありません。グローバルなサプライチェーンが拡大している現在、海外の取引先には、政策保有の考え方は通用しません。むしろ、株式保有が「安定的な取引関係継続の条件」になっているという日本の市場慣行自体が、海外からは閉鎖的な市場と見なされています。

特に、取引関係の維持・向上などの保有理由には、懐疑的な法的論点があります。もし、株式保有を前提に取引を行っているとするなら、会社法上の特定株主に対する利益供与の懸念があり、株主平等の原則に反する考え方となります。さらに、取引先に株式保有を強要しているような場合、株式を持たせている側は、独禁法上の優越的地位の濫用にあたる懸念があると考えます。同時に、取引先としての利益と株主としての利益が相反する可能性も指摘されています。したがって、CGコード原則 1-4 の「保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合うかどうかの精査」においても、便益のなかに、売上高や利益などの金銭で計算できる便益を含めた場合は、上記の利益供与や利益相反を自ら認めていることになりかねないと考えます。

同時に、「政策保有する株式のリターンが資本コストを上回っているから良い」という発想は、本業への成長投資か株主還元ではなく、本業ではない株式運用に資金を投じていることとなり、

資本効率性の面で事業価値を最大化していないこととなります。この結果、株価のディスカウント要因となり、将来的な資金調達能力の低下につながります。資金が固定化し運転資金などにも有効な利用ができないこともデメリットです。これらは財務の側面における懸念です。

次に、株式を持たれている(持たせている)場合の懸念として、まず、事業戦略の側面における懸念が挙げられます。政策保有している取引先が、現在、重要な取引先であったとしても、将来も重要であるという保証はありません。経営環境の変化が激しい「非連続な時代」の現在、サプライチェーンの抜本的変革はあり得ます。万が一、重要な取引先を変更しなければならない時、政策保有株式の存在が取引先変更を困難なものとし、事業戦略の遂行に齟齬を来す可能性があります。場合によっては、現経営陣に対する強力な反対株主となり得ることもあります。

最後に、投資家が最も懸念するガバナンスや倫理における懸念です。投資家は、経営陣を無条件支持する「安定株主政策」によって、経営陣に株主からの付託に対する緊張感が薄れ、経営に甘さが出るのではないかと懸念しています。本来「経営の安定性」は、株主に対するアカウンタビリティを全うし、経営の正統性を強化することで成り立つものであり、経営陣の意に沿わない株主を排除することで成り立つものではありません。

さらに、安定株主政策は、社員にも、ガバナンスに対する間違った認識をもたらし、事業活動を非効率的にする可能性があります。経営陣が安定株主政策を求めると、社員が「安定株主の取引先は身内だから、品質が劣っていても発注する」「株式を売却した取引先とは取引を減少させる」などの判断を行うようになり、非効率な取引を助長させるだけでなく、「“与党”である株主に便益を与えることは当然」との誤った倫理観を醸成させることにもつながりかねません。

このような背景から、政策保有株式を必要と考える企業は、政策保有による「経営の安定性」という考え方から脱却し、投資家からの強い支持を得た「経営の安定性」に向けて、経営の舵を切っていただきたいと考えています。

以上

連絡先

一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム

事務局: 木村祐基、山崎直実、大堀龍介

〒103-0027 東京都中央区日本橋 3-2-14 新槇町ビル別館第一 東京アントレサロン

メールアドレス info@iiccf.jp