

2025-1-21

(社)機関投資家協働対話フォーラム

## 政策保有株式縮減の実効性向上のための施策の提言

機関投資家協働対話フォーラムでは、2019 年春から政策保有株式に関する方針についての企業との協働対話を開始し、2020 年 9 月には投資家の共通見解をまとめたレターを公表しました。(添付資料 1 を参照) また、2022 年秋からは政策保有株式の削減を進めている好事例と思われる企業へのヒアリングを実施しました。(添付資料 2 を参照)

昨今、自動車業界や保険業界などを含む広範な業種・企業において政策保有株式削減の動きが顕在化していることを、投資家は歓迎しています。他方で、多額の政策保有株式を保有する企業は依然多くあります。またヒアリングの過程では、自社が政策保有株式を削減しようとの意向であっても、取引先との関係性などから実際に削減することは容易ではないという声も多く聞かれました。このテーマはまだ「終わった話」ではなく、むしろ、これから「岩盤」が立ち上がる課題と考えています。残されている課題は決して軽視できず、投資家は依然として懸念や危機感を持っています。

そこで当フォーラムでは、これまでの企業との対話の経験を踏まえて、政策保有株式の縮減のさらなる促進に向けた提言を取りまとめることとしました。提言内容は以下のとおりです。

\*\*\*

### ■コーポレートガバナンス・コード(以下、CG コード)原則 1-4 の規律の強化

- CG コード原則 1-4「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具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。」について、基準の開示にとどまらず個別の議決権行使結果の開示義務化を検討すべきと考えます。
- CG コード原則 1-4 またはその補充原則として「株式保有を商取引の条件とすることは不適切である」ことを明記すべきと考えます。
- CG コード補充原則 1-4①「取引先から売却意向を示された時は、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」について、取引先から売却意向を示された場合の対処方針をコーポレートガバナンスに関する報告書の開示項目にするべきと考えます。

- 上記に関連して、公正取引委員会の「流通取引慣行ガイドライン」(平成 29 年改正前)で示されていた株式持合いに関する見解を当局が改めて周知することも有益と考えます<sup>1</sup>。

### ■株式保有のステewardシップ責任の明確化

- 事業会社や金融機関であっても、東証上場企業におけるその株式保有割合の大きさに鑑み、政策保有目的であれ純投資目的であれ、他の上場会社の株式を保有するのであればステewardシップ・コードで求められていると同様の対応をするよう、CG コードで要請すべきと考えます。

### ■有価証券報告書における開示の強化

- 政策保有株式の過去 5 年間の削減実績と、削減方針がある場合にはその方針と目標(水準・時間軸)、削減方針がない場合はその理由を、有価証券報告書の開示項目とすべきであり、その際、削減方針の時間軸には、3-5 年などの一定の期限を設け、目標水準は取得原価ベースではなく時価ベースで示すことが望ましいと考えます。また、議決権行使結果や、売却を相手先に打診しているか否か、等も開示項目とすることが望ましいと考えます。政策保有の継続の理由を取引関係の維持等であると開示する場合には、「取締役会等における検証の内容」<sup>2</sup>として、参考とした指標など具体的な検証内容を開示するよう求めるべきと考えます。

企業は、上記の削減目標や削減実績の開示にあたって、みなし保有株式を含む金額を開示すべきと考えます。

- 「みなし保有株式」については、現在政策保有株式とは別に保有額上位の個別銘柄の情報が開示されていますが、みなし保有株式合計の銘柄数、貸借対照表計上額が開示されておらず、政策保有株式の銘柄数、貸借対照表計上額の合計額に含まれていません。政策保有株式を退職給付信託に拠出することで「政策保有株式を削減した」と

<sup>1</sup> 平成 29 年改正前の流通取引慣行ガイドライン(以下「指針」)では、以下の行為が独禁法上問題となり得る旨が明記されていた。

- ・ 自己が株式を所有していない事業者との取引を不当に拒絶すること
- ・ 取引上優越した地位にある事業者が、その取引上の地位を利用して、自己の株式を所有するサプライヤーに対して、自己の株式を処分しないことを条件に取引を行うこと

平成 29 年の指針改正時には、日用品メーカーや卸売・小売業者等へのヒアリングの結果、株式持合いが取引に及ぼす影響が小さくなったとの声が確認されたとして、指針から以上の記述が削除された。しかし、添付 2 の企業ヒアリングからは、建設・不動産・鉄道業界等において、これらの行為が幅広く行われていることが強く推認される。これらの行為が独禁法上問題となり得るとの結論は、現在でも変わらない筈であり、株式持合いの独禁法上の問題を当局が改めて周知することが強く期待される。

<sup>2</sup> 開示府令第 2 号様式記載上の注意(58)b

開示する事例もみられることから、議決権行使の指図権限を有している限り政策保有株式として取り扱い、みなし保有株式合計の銘柄数、貸借対照表計上額も開示の対象とすべきと考えます。

- 政策保有株式のうちには、他社との資本・業務提携やベンチャー企業の支援・育成などを保有目的とするものが含まれています。しかし、その具体的な保有目的や保有効果の定量的な開示は、必ずしも十分とはいえません。上場会社がこれらの開示項目の意義を踏まえて充実した開示に取り組むよう、当局として必要な働きかけを行うことを検討すべきと考えます。
- 政策保有株式の保有状況は、持株会社の場合を除いて、単体ベースで記載することとされています<sup>3</sup>。投資家の視点からは、政策保有株式の開示を単体ベースに限定することに合理性は認められません。政策保有株式の保有状況の開示を、持株会社であるか否かに関わらず連結ベースにすることを原則とし、連結子会社数が膨大であるなど実務上の負荷が大きい場合は連結した子会社を開示することなどへの変更を検討すべきと考えます。
- 有価証券報告書が株主総会後に提出される企業が多く直近年度末の保有状況を考慮した議決権行使を行うことが難しい現状に鑑み、有価証券報告書の「株式の保有状況」と同等の開示を招集通知に記載するよう求めるべきと考えます。

#### ■政策保有から「純投資」への区分変更について

- 一般的に投資家の観点から見た場合、事業会社が上場株式運用を行う合理的理由はありません。株主資本を使って本業ではない株式運用事業を行うことは、資本効率の観点からも合理的ではなく、経営陣が株主からの負託に応えていないこととなります。純投資への区分変更を行う事業会社においては、なぜ株式運用を行うのか、どのような体制で株式運用を行っていくのかなど、株式運用の理由、方針、体制についての十分な説明・開示を行うべきと考えます。また、スチュワードシップ・コードで求められているのと同様の対応をすべきと考えます。
- 金融機関が本業の資産運用の一環として株式投資を行う場合には、ALMなどの観点から適切に管理されていることの説明と、スチュワードシップ・コードの適用、議決権行使方針や議決権行使結果の開示を行うべきと考えます。

---

<sup>3</sup> 開示府令第2号様式記載上の注意(58)a,f

- 現在の開示ルールでは、純投資に変更した初年度は個別銘柄の保有株式数等が開示されますが、2年目からは個別銘柄の保有状況が開示されなくなります。売却を前提とした区分変更については売却が完了するまで、その他の理由による区分変更については少なくとも区分変更後5年間は政策保有株式と同等の開示を求めるべきと考えます。
- 現在の開示府令・記載上の注意では、投資有価証券<sup>4</sup>に区分される株式のうち純投資目的の株式を、「専ら株式の価値の変動又は株式に係る配当によって利益を受けることを目的とする」ものとしています。しかし、このような「純投資」であれば、金融商品会計基準による固定資産に計上される「投資有価証券」ではなく、流動資産に計上される「売買目的有価証券」に該当するものとも考えられます。  
政策保有株式を「純投資」として区分変更する会社は、これを流動資産の売買目的有価証券に計上することも含めて、適切に管理することが必要であると考えます。「投資有価証券」の中の「純投資」に区分する場合であっても、金融商品会計の実務指針<sup>5</sup>に示されているように、定款で株式(有価証券)の売買を業としていることを明らかにし、かつトレーディング業務を日常的に遂行し得る専門部署を設けることが望ましいといえます。  
当局においては、この見解が「投資有価証券」の中の「純投資」にも適用されることを、開示府令やコーポレートガバナンス・コード等で明記していただきたいと考えます。  
(\*本項は、円谷昭一橋大学教授の見解(2024年11月11日日本コーポレートガバナンスネットワークでの講演資料)を参照させていただいた。)

### ■取引先持株会の問題点

- 取引先持株会は、運営の指針である日本証券業協会の「持株制度に関するガイドライン」では、優越的な地位の乱用の防止や取引条件としないこと等が定められており、発行企業に対する保有割合も低く、加入している取引先の拠出額も1社あたりは多額ではなく、さらに議決権の不統一行使も可能となっていますが、その目的が「取引関係者による取得対象株式の取得により、相互間の親睦関係の増進に寄与すること」とされており、政策保有株式である。投資家の視点としては、良好な企業間の関係づくりは、株式保有によるものではなく、公正な取引のもと協業の深化で為されるべきものであり、わが国で古くから続く慣習の一つである取引先持株会は、政策保有株式(株式持ち合い)

<sup>4</sup> 金融商品会計基準が定める「流動資産に分類されない有価証券」

<sup>5</sup> 【金融商品会計に関する実務指針】売買目的有価証券の定義 65.金融商品会計基準第15項でいう「時価の変動により利益を得ることを目的として保有する」とは、短期間の短期間の価格変動により利益を得ることを目的として保有することをいい、通常は同一銘柄に対して相当程度の反復的な購入と売却が行われるものをいう。従って売買目的有価証券とは、いわゆるトレーディング目的の有価証券を指す。一般に、企業が保有する有価証券を売買目的有価証券として分類するためには、有価証券の売買を業としていることが定款の上から明らかであり、かつ、トレーディング業務を日常的に遂行し得る人材から構成された独立の専門部署(関係会社や信託を含む)によって売買目的有価証券が保管・運用されていることが望ましい。

と同様、安定株主づくりとの古い発想によるものであり、取引先に一定の負担をかけているなど、問題点が通底していると認識しています。

こうした観点を踏まえ、実施会社は取引先持株会に加入している取引先の意見を聞き実態を把握したうえで、政策保有株式削減の方針に鑑み、継続の可否を検討し、その結果を開示すべきと考えます。

#### ■業界としての取り組みの強化

- 建設・不動産・鉄道業界などにおいては、「同業他社の動向がわからない」「入札の申請書類に持株数を書く欄がある」などの理由により削減意向があるにもかかわらず削減に踏み切れないというジレンマを持つ会社があります(添付資料 2 参照)。こうした問題に鑑み、政府・業界団体において、業界として削減を進める方針や、政策保有株式の削減を理由とした発注量の見直しなどを行わない旨の行動指針等を策定・公表すべきと考えます。

#### ■監督体制の強化

- 政策保有株式の売却を申し出た企業が、取引先から取引上の不利益を示唆されるなどの行為があった場合に、監督当局に報告できる「目安箱」を設けるべきであり、当局は、厳格な機密管理体制の下で、通報のあった企業へヒアリングを行い、その内容に応じて公正取引委員会と適切に連携できる体制を構築すべきと考えます。

#### ■売却へのインセンティブの付与

- 政策保有株式の売却を促進する目的で、政策保有株式の売却益を設備投資や研究開発、気候変動対策等に活用する場合に限った免税措置を導入することなども考えられます。

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  
理事長 木村祐基、事務局長 山崎直実、理事 大堀龍介、鎌田博光、小澤大二  
〒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  
ウェブサイト <https://www.iiccf.jp> メールアドレス [info@iiccf.jp](mailto:info@iiccf.jp)

【添付資料 1】 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

(2020.9.9 開示資料)

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られません。

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、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ぬ時、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

## 【添付資料 2】 政策保有に関するヒアリングのまとめ

2022 年秋から 2023 年にかけて、政策保有株の削減を進めており好事例と思われる企業 7 社(電機、素材、商社、小売、建設 2 社、建設工事)へのヒアリングを実施しました。売却を進めている会社においても、必ずしも好事例とは言い難いケースもありましたが、ここでは、そうした状況も含め記載しています。

ヒアリングにおいては、政策保有株について①縮減方針決定の経緯、②社内での縮減の指揮、③社内外の抵抗や障害、④売却による事業への影響、を中心にヒアリングを行いました。

7 社すべてが売却による事業への影響はなかったとしています。売却を進めてきた企業でも、今後残っている企業の売却では売りにくい企業の株式を売却していく困難さがあるようです。ヒアリングを進める中で、入札書類に持株数を記載させる企業、公然と保有を要求する企業など、売却を躊躇せざるを得ない企業があることが明らかになりました。

昨今、自動車業界や保険業界などを含む広範な業種において政策保有株削減の動きが顕在化していることを投資家としては歓迎していますが、このテーマはまだ”終わった話”ではなく、なお残されている課題は決して軽視できません。その点で投資家はまだ懸念や危機感を持っています。

今回のヒアリングで企業側からも話が出ましたが、保有の禁止や、政策や税制によるインセンティブや圧力などが必要な段階に来ているのかもしれませんが、改めて政策保有株式の存在が当該企業、持ち合い先のみならず日本経済全般にも悪影響を与えていることを企業が認識し改善がされるよう働きかける必要があると思われます。

### 【政策保有好事例ヒアリングのまとめ】

#### 1. 縮減方針決定の経緯について

一時代の流れと投資家の声、資金の有効活用や成長投資のため

- 成長投資のキャッシュ創出 (電機)
- 「政策保有株式原則ゼロ方針」に基づき縮減 (電機)
- 収益性の高い事業に回すため (素材)
- ROIC 経営推進 (素材)
- 借入金返済 (素材)
- 経済合理性や取引関係を考えて売却 (建設)
- 以前から削減、既に削減方針を対外公表 (商社)
- 自己資本の 20%基準を意識 (建設)

- 統合のための持ち合い解消（小売）
- 経営陣の変更（素材）
- 投資家からの声（電機）
- ガバナンスコードなど時代の要請（小売）

## 2. 社内での縮減の指揮

—経営トップ（CEO、CFO、取締役会）のコミットメントがポイント

- 財務が実務を担うが、CFO や CEO にも必要に応じて報告し、交渉に参加してもらうこともある（電機）
- CFO が指揮している（素材）
- 社長が指揮している。営業本部が主体となって取組（商社）
- コーポレート本部が提案、経営会議や取締役会の承認を得て、事業本部長とともに通達を出し、折衝（建設）
- 財務が起案（小売）
- 営業本部から対話先を出してもらい、財務が対話し、取締役会での承認を得て売却（建設）

## 3. 社内外の抵抗や障害

（社内）—営業からの懸念はあるが、強い経営方針で推進

- 営業サイドの懸念の声は確かにあるが、トップから指示された全社方針として推進しているということで理解してもらっている。営業上の事情で交渉のタイミングなどは部門間で連携している。（電機）
- 全社の方針として整合しているため、直接的な社内からの抵抗は無いが、取引関係もあるので財務（コーポレート）が積極的に発行体の売却了承をとれるように所管部のサポートを実施した。事業部と CFO は毎月ミーティングをしており、理解できている。（素材）
- 営業にマイナス影響が出るのは困るが、そうでなければやっていいという反応となった。（建設）
- 削減方針開示時に半減対象は固まっており、その対象を粛々と実施。営業本部が主体となって取組、経営企画と情報交換・調整しながら実施。社長の方針なので、社外取が意見を言うなども聞いていない。（商社）
- 営業が反対するから売れないというのは聞かない。（小売）
- 年を追うごとに営業から（売却のための）対話先が出て来なくなった。（建設）
- デベロッパーは同業他社がかなり持っているのと、かなりの工事発注量があり、営業としてはなかなか行きづらい。発注量が多いが採算という意味では厳しいので、営業はそういう交渉をしているときに不利になるようなことをしたくない。（建設）

- 今年度期首の協議でも、同業他社の保有、保有先がCGコードでどういう対応をしているか、保有先の事業のグローバル化の程度などを話し、同意されやすい会社を提案したが、簡単には合意に至らず、数社のみとなった。(建設)
- 営業は同業他社に勝つために、当社だけが減らしていくデメリットは計り切れず躊躇している。(建設)
- トップダウンでの指示、目標を作らないと難しい状況になってきている。(建設)
- トップ同士の営業を重視している。財務や企画が悪者になっても、トップから言われたからではなく、CG上の必要性や世の中の流れを踏まえて会社として必要だということをおもが説いて回るしかないと思われている。(建設)
- 営業部門統括の役員からは、今までどおりとはいかないと発言があり、社内の理解は浸透している。(建設工事)

(社外) 一反応はさまざまだが、時代の変化には理解

- 発行体側も、昨今のCGコード対応により、頑なに売却を了承しないということはほとんどなかった。ただし、売却タイミングや手法は当社に不利益がない範囲でできる限り発行体の希望に応えた。(素材)
- 当社の保有は銀行などと比べ規模が小さく、影響は小さい。(素材)
- 反応は千差万別。こちらが拍子抜けしてしまうぐらいに、「どうぞ」というところもある。(建設)
- 「お互い様なのでわかるが、急激に売却すると株価が下がるので、時間をかけて売却してくれないか」というところが大半。(建設)
- 「時代の変化はわかるが、昭和から持ってもらっているのに、寂しいね」という会社もある。(建設)
- 当社のCFOまでが交渉に出ていっているという話は聞いていない。(商社)
- あつれきはあるが、大きな岩盤はない。(商社)
- 交渉で難航している先は実際にあるが、政策保有株縮減トレンドに懐疑的な企業や、安定株主の観点で不安を感じている企業など。持合い開始時期の経緯などによってはスムーズにいかないことも実際にはある。(電機)
- 「世の中の政策保有株削減トレンドにネガティブな交渉先」は特定少数ある。(電機)
- 交渉にCEOやCFOが顔を出すケースは、最近はそれなりに増えてきている。(電機)
- ここで売るということは取引の見直しを考えているの？と聞かれたこともある。(建設)
- かなりハレーションの厳しいところにはまだ行っていない。(建設)
- 入札の申請書類に、持株数を書く欄があったり、そこはかたないプレッシャーになっている。(建設)

- 相手先企業のガバナンスの認識が低い企業では、取引縮小を示唆するというような反応もあった。もともと考えていた予定よりも伸びてしまうこともある。(商社)
- だんだん手ごわい相手となってきている。(商社)
- 新規事業、新規案件で、相手から持ってほしいという要請はない。(商社)
- 最大手の1社である取引先の難しさはなかなか投資家に理解されにくい。コストに設備投資をしていて、これを大手の数社で取り合っている。相手側の譲歩を引き出すのは難易度のもっとも高い銘柄の一つ。まずは対話をして、先方の考えをよく聞いたうえで話しをしていきたい。社内では営業に何度も申し入れてはいるが、もう少し待ってくれと言われている。(建設)
- 何が何でも売りたいとは話していない。先方が当面は持って欲しい、安定株主として持ってほしい、という場合がある。当社だけが営業上の必要性からもっている先についてはこのままにして欲しいという場合がある。(建設)
- 一部の顧客については、発注で一定の配慮はする、という客もある。(建設)
- 受注産業なので、相手から持ってくれという要請がある。(建設工事)
- 最大の政策保有先からは、公然と保有を要求されている。我々としては削減していきたいという意思はあるが、受注産業なので。(建設工事)

#### 4. 売却による事業への影響

一事業に影響がないように、合意をとるなど丁寧に対応

- 合意のうえで売却しているので、事業への影響は基本的でない。(電機)
- 7割は、事業への影響なくOKという理解でよい。(電機)
- 競合相手が、代わりに「持合いを条件にしたビジネス」というアプローチをしたりするという話はなく、売却先についても問題がない先であることを確認できていることが多い。(電機)
- 事業に影響が出ないように丁寧に進めているため売却による事業への影響は無い。(素材)
- 株を持っていないと取引をしないという内規を持っている会社があり、売却が遅れている。(素材)
- 今のところ、事業面での影響は特でない。難しいところにはまだ話していない。(建設)
- 大きな、ビジネスへの影響があったところはない。(商社)
- 影響が出ているという話は聞いていない。株を売却した翌期に売り上げが顕著に減ったというような例もない。(小売)
- あえて持っていないなくても、人質的なものはない。(小売)
- 営業が反対するから売れないというのは聞かない。株式保有があるから商売で優遇というのはあまりないのではないか。(小売)

- 当社への工事発注に影響がないかどうかを十分確認した上で売却しているので、売却による影響はない。(建設)

## 5. 進捗に関して

—合意できるところから売却、今後次第に難しくなる可能性はある

- 話を進めている先が 300 以上あり、実際に 300 億で打ち止めということではない。売れるところからやっている。(建設)
- 今の段階では、営業担当とコーポレート本部の担当とで話をしている。このあとの折衝は、本部長の出番があるかも。(建設)
- 工事が取れるか取れないかのゼロ百の世界で、相手とケンカしたら手遅れなので、様子を見ながら進めるしかない。業績が悪く、銀行も金を貸してくれないような事態なら、しかたないが。(建設)
- 有報をみて、相手が政策株を減らしているところは、話しやすい相手とみている。(建設)
- 現状では半減を目指すとしている。買収した企業が株式を持っていたので去年はその分増えた。(商社)
- 今後、非上場の政策保有がでてくる可能性はあるが、持つことによって当社の資本効率が悪くなるような非上場株が入ってくることはない。(商社)
- 大家さんである政策保有先は手をつけにくい。賃料などでやりあっている関係で、持ち合いがなくてもやることは変わらないと思うが、何十年の関係性はある。(小売)
- 株式が残っている 1 社は特定の製品を納入している先。入札なので、株式保有は関係ないかもしれないが。(小売)
- 絶対にやばそうなところは(削減を)やっておらず、削減は自然体で少しずつ。(小売)

## 6. 資金の活用に関して

—企業価値向上のための投資計画を示す

- 大規模な売却で CF 創出をして、大型 M&A の原資となったなどのメリットがある。(電機)
- 資産を入れ替え、事業に回している。(素材)
- 10 年間の投資計画・資金調達を示し、資産の入れ替えなどの話を図にして示した。株を売らなければならないのは明らかだし、デッドの活用も示した。(建設)
- 保有株を売った金は、資本のアロケーションとして再投資に回す、還元すると言う計画。前から、そういう考えはあったが、今回、わかりやすくした。(建設)
- 売却した資産を使い、どう価値向上につながるかの説明ができていない。(商社)

- 売った資金で利益を上げる方にお金を使う。(小売)

## 7. 売却銘柄の選び方

—保有メリット、資本コスト、協業関係などを考慮

- 対外的には「原則保有しない」「原則ゼロ」という表現。基本的には同じことを言っているつもりで、戦略上持ち続ける銘柄は存在するので「原則」という文言がある。(電機)
- 保有し続ける銘柄については、単なる取引継続ということだけでなく、協業関係(例えばビジネス上・共同研究開発など)なども考慮している。複数社で出資して作っている(非上場)企業もあり、そういう場合はどうしても例外になることはある。(電機)
- 本体保有とみなし保有は区別しておらず、併せて交渉、現金化を進めている。(電機)
- 保有基準を作った。工事として返ってきているのか、株価の変動リスクも踏まえて、保有のメリットがあるかで厳しく見ている。資本コストは明確にある。(建設)
- WACC を超えているかどうかを銘柄ごとに検証し保有の意義を考えている。WACC で良いかなども経営のなかで議論している。次の中計で検討。(商社)

## 8. その他

- 持合いによる安定株主確保に対して否定的なスタンスである。(電機)
- 政策面でのサポートについては、事業会社が株を保有していることについてのペナルティなり圧力なりになるようなメッセージが当局から出てくると影響が大きいのではないかと思う。(電機)
- 業界全体がそうなれば、安心できるが、恐る恐るやっている。競合には非上場の会社もあり、付け込まれると負けてしまうという雰囲気はある。(建設)
- 投資家から持たせている側に話していただければありがたいことだが、建前として売却は規制しないこととなっているので、表では変わらないのではないか。(建設)
- 完全にゼロになるのは難しいと考えている。総量は縮減していくが、我々も不動産事業などもあり、提携などの株を使うこともある。建設だけのビジネスではなくなってきている。(建設)
- ゼロにしようというわけでもない。規制(政策保有株の保有の禁止)でもないと進まないかも。(小売)
- 総資産の20%まで減らすことを意識している。(建設)

以上