

ディスクロージャー分析～12月決算企業を 対象に政策保有株式の記載状況を分析

2018年6月、コーポレートガバナンス・コード(以下、CGコード)の改訂がなされ、政策保有株式について、縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示することとされた。また、2019年1月、「企業内容等の開示に関する内閣府令の改正」が公布・施行され、純投資目的の投資株式と政策保有株式の区分の基準や考え方、保有の合理性を検証する方法、取締役会等における検証内容等の記載が、2019年3月31日以後に終了する事業年度に係る有価証券報告書(以下、有報)から適用されることとなった。

当レポートではJPX400の12月決算企業44社を対象に、2018年12月期有報における政策保有株式の記載状況を調査した。12月決算企業は、当年度の決算に関しては上記開示府令の対象外ではあるものの、3月決算に次いで母集団が多いため、本年6月に有報を提出する3月決算企業に向けた傾向の分析である。

そもそも政策保有株式に関しては、2010年3月期の有報から記載が求められており、CGコードにおいてもバランスシート上の資本効率を歪める、安定株主による企業経営に関する規律の緩みを生じさせる等の様々な理由で、諸外国にはない日本独特の慣行が疑問視され、その保有方針を開示すべきとされていた(原則1-4)。だが、CGコード導入から3年が経過し、形式的なコンプライ割合は上昇してきているとはいえ、抜本的な削減には至っているとは考えられないため、上述の改訂に至っている。

当レポートにおいては、JPX400の12月決算企業44社の2018年12月期の有報と直前事業年度の有報を比較し、以下の観点で調査を実施した(但し、1社提出を延長しているため、2018年12月期は43社)。

- ①区分の基準や合理性・取締役会での検証など、改訂CGコードの内容を盛り込んだ記載
- ②前期比較で銘柄数が減少し、金額ベースで概ね10%以上減少した企業
- ③保有目的理由の強化

【表:政策保有株式に関する記載状況(n:43)】

	①～③の項目に関する該当企業数
①	3
②	14
③	0

その結果、前期比較で銘柄数が減少し、金額ベースで概ね10%程度減少した企業数は、43社中の14社であり、一律に縮減が進んでいるとはいえない状況であった。区分の基準や合理性・取締役会での検証など、改訂CGコードを意識した記載をしていると考えられる企業は3社であった。12月決算企業の有報は、2019年3月に提出されることから、改訂CGコードの内容は反映されているため、保有目的理由が強化されているかについても調査を行ったが、強化が行われていた企業は皆無であり、「取引関係の維持・強化」「事業上の関係の維持・強化」など、依然として定型かつ抽象的な記載が殆どであり、保有理由を1つしか記載していない企業も11社見られた。

政策保有には企業独自の目的合理性があり、一概にその保有を否定され、また一律に縮減を促されるべきものではないが、投資家との建設的な対話のためには、その保有意義について、より詳細な説明責任が求められる。CGコードの改訂の際のパブリックコメントをはじめ、様々な議論がなされているが、取引上の便宜などの可視化できないメリットを享受したいという保有させている側の理屈もあるだろう。

2019年2月に東証が発表した「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況(2018年12月末日時点)」においては、エクस्पラインの割合が13.5%(市場一部を対象)となっており、2017年7月時点の調査から10.7ポイント増加していることから、記載や対応に苦慮している状況が伺える。

だが、コンプライをしていると形式的にCG報告書で表現していても、そこに実態が伴っていないければ意味はない。説明責任を果たし、投資家からの信認を得るためには、コンプライ&エクस्पラインが必要と考えられる。

かかる観点から、保有方針・検証基準・検証内容などが言及されているCG報告書の事例を紹介する。このうちの3社は有報にも簡略化した趣旨の内容を掲載している。

【事例1.アサヒグループホールディングス】

CG報告書抜粋 エクस्पライン

当社は、『中期経営方針』において、AGPに基づく“グローバルな価値創造経営”を推進するための重点課題として設定した、「新たな成長源泉の拡大に向けた『経営資源の高度化』に鑑みて、当社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資すると認められない株式保有は行わないこととします。当社は、取締役会で毎年、政策保有株式について検証を行ないます。当社の持続的な成長と中期的な企業価値の向上に資すると認められない株式がある場合は、その検証の結果を開示するとともに、株主として相手先企業との必要十分な対話を行ないます。対話の実施によっても、改善が認められない株式については、適宜・適切に売却します。

【事例2.資生堂】 CG報告書抜粋

当社は、株式の政策保有を以下の方針で行っており、必要最低限の保有水準としています。

- ・当社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資すると判断する場合に限り、必要最低限保有する。

- ・個別銘柄毎に保有目的や保有に伴う便益が資本コストに見合っているかを定期的に精査し、保有の適否を取締役会で検証し、開示する。

- ・当社の株式を政策保有株式として保有している会社から売却等の申し出があった場合は、売却等を妨げることもなく、また、取引の縮減を示唆する行為など行わない。

なお、2018年9月末の政策保有株式は30銘柄で、前期末以降、3銘柄を全数、2銘柄を一部売却し、簿価ベースで約23%削減しました。

政策保有株式に関する取締役会での検証内容や、その検証の程度などは外部から完全には伺い知れないものであり、事業機密にも通ずるものである。3月決算企業は、増加銘柄・その理由並びに、記載銘柄数も30銘柄から60銘柄に拡大するため、各社是对応に非常に苦慮するであろう。

しかし、個別銘柄まで含めた政策保有株式の記載は有報に限られるものであり、他社との協業状況などを知る上での有用性は非常に高いと考えられる。今3月決算企業におかれては、従来の日本企業の開示に見られた日和見の対応、横並び記載で、縮小均衡に陥るのではなく、CGコードの趣旨を踏まえた実効的な記載になることを期待したい。

【事例3.花王】 CG報告書抜粋

当社グループは、業務提携、取引の維持・強化等事業活動上の必要性等を勘案し、保有する株式数を含め合理性があると認める場合に限り、上場株式を政策的に保有します。これらは、株式市場や当社を取り巻く事業環境の変動による影響を受けますが、毎年、取締役会等において、銘柄毎に保有目的、含み損益、EVA、取引高等を評価軸として、保有継続の合理性及び株式数の見直し等を確認しています。

2018年12月末時点の政策保有株式の銘柄数は2017年12月末時点の54銘柄から49銘柄となりました（貸借対照表計上額の合計額は9,010百万円から5,726百万円となりました）。なお、コーポレートガバナンス・コード施行前事業年度末（2014年12月末）時点では83銘柄（9,384百万円）でした。

政策保有株の議決権に関しましては、適切なコーポレート・ガバナンス体制の整備や発行会社の中長期的な企業価値の向上に資する提案であるかどうか、また当社への影響等を総合的に判断して行使します。必要に応じて、議案の内容等について発行会社と対話します。

【事例4.クラレ】 CG報告書抜粋

政策保有株式の保有適否の検証内容

当社は、2018年度において、保有する政策保有株式のうち8銘柄の全数売却、1銘柄の一部売却を実施しました。また、2019年2月21日開催の取締役会において、2018年度（2018年12月末時点保有先が対象）の全ての政策保有株式について、個別銘柄ごとに、保有に伴う便益・リスクおよび資本コスト等を踏まえて経済合理性や保有意義を検証した結果、一部の銘柄について売却を進める予定としています。