

NO&T Finance Law Update

金融かわら版

2020 年 2 月 No.52

政策保有株式の開示と売却

弁護士 宮下 優一

はじめに

上場会社の保有する政策保有株式については、コーポレートガバナンス・コードや「企業内容等の開示に関する内閣府令」（以下「開示府令」）の近時の改正による開示の充実化・厳格化が進んでいる。他方で、2019 年 11 月 29 日に金融庁から公表された「政策保有株式：投資家が期待する好開示のポイント（例）」¹（以下「好開示ポイント例」）では、

- ・2019 年 3 月期の有価証券報告書を見る中では、投資家が好開示と考える開示と現状の開示の乖離が大きいとの意見が聞かれた
- ・今後、企業においてこのポイントを参考に、より良い開示に向けた検討が行われることを期待する

とされており、2019 年 1 月 31 日に施行された改正開示府令に対応した有価証券報告書を提出済みの企業においても、次年度以降の開示について形式的なアップデートのみで済ませるのではなく、更なる充実化を検討することが期待されているケースがある。

また、コーポレートガバナンス・コードにおいて政策保有株式の「縮減」に関する方針・考え方などの開示が求められていることや（原則 1-4）、保有に関する上記の投資家への厳しい説明責任も踏まえ、政策保有株式の保有の合理性を検証した結果、当該株式を売却する方針で検討を行う際には、いかなる方法で売却を行うかが、法的観点も含めて重要な検討事項の一つとなる。

さらに、2020 年 2 月 21 日に東京証券取引所から公表された「新市場区分の概要等について」²では、見直し後の市場区分におけるプライム市場・スタンダード市場・グロース市場の新規上場・上場維持基準として想定されている流通株式時価総額・流通株式数・流通株式比率の「流通株式」の定義の見直しが示されており、政策保有株式を流通株式から除外することについて検討することが考えられるとされている。ここでいう「政策保有株式」がどのように定義されるかも含めて、今後の議論は注目に値し、株式を政策保有されている発行会社としても重要なトピックである。

政策保有株式に関する論点は多岐にわたるが、以下は、開示府令上の開示事項と売却方法の検討事項を概観する。

政策保有株式の開示

有価証券報告書の「株式の保有状況」で開示が求められている事項の概要は以下のとおりである³。以下では、関

¹ https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20191129_2.html

² <https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0060/20200221-01.html>

³ 子会社の経営管理を行うことを主たる業務とする会社が提出会社である場合の開示事項やみなし保有株式の開示事項の詳細については割愛する。

連する金融庁の2010年3月31日付パブリックコメント回答（以下「2010 パブコメ」）⁴、2019年1月31日付パブリックコメント回答⁵（以下「2019 パブコメ」）および好開示ポイント例についても言及する。なお、好開示ポイント例は、「開示の考え方、望ましい開示の内容や取り組み方を示すものであり、新たな開示事項を加えるものではありません」とされていることや、金融庁によるパブリックコメント回答と異なり、金融庁ではなく投資家が好開示と考えるポイントを示したものであることに注意を要する。

株式の保有状況の開示概要

政策保有目的	政策保有目的・純投資目的の区分基準・考え方 ^{(*)1} 目的変更がある場合には、銘柄毎に以下を記載 ・銘柄 ・株式数 ・貸借対照表計上額	上場株式	保有方針 ^{(*)2} および保有の合理性を検証する方法 ^{(*)3} 個別銘柄の保有の適否に関する取締役会等における検証の内容 ^{(*)4}	非上場・上場の区分毎に以下を記載 ・銘柄数 ・貸借対照表計上額の合計額 事業年度中に株式数が増減した銘柄については、以下も記載 <増加> ・銘柄数 ・取得価額の合計額 ・増加の理由 <減少> ・銘柄数 ・売却価額の合計額	特定投資株式	資本金の1%超の銘柄(当該銘柄が60銘柄未満の場合は、保有額上位60銘柄)について、特定投資株式およびみなし保有株式に区分して、銘柄毎に以下を記載 ・銘柄 ・株式数 ・貸借対照表計上額 ・保有目的 ^{(*)5} ・提出会社の経営方針・経営戦略等、事業の内容およびセグメント情報と関連付けた定量的な保有効果（定量的な保有効果の記載が困難な場合は、その旨および保有の合理性を検証した方法） ^{(*)6} ・株式数が増加した場合はその理由 ^{(*)7} ・当該株式の発行者による提出会社の株式保有の有無 ^{(*)8}
		非上場株式	上記につき省略可		みなし保有株式	
純投資目的		上場株式		非上場・上場の区分毎に以下を記載 ・最近事業年度およびその前事業年度における銘柄数および貸借対照表計上額の合計額 ・最近事業年度における受取配当金、売却損益および評価損益の各合計額		
		非上場株式				

⁴ <https://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20100331-8.html>

⁵ <https://www.fsa.go.jp/news/30/sonota/20190131.html>

特筆すべきパブリックコメント回答・好開示ポイント例

項目	内容
*1 区別基準・考え方	「純投資目的」とは、専ら株式の価値の変動また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場合をいう（2010 パブコメ No.124、2019 パブコメ No.68） - 具体的な区分の態様は、個々の会社における経営判断に従う（2010 パブコメ No.131） - 純投資目的の投資株式を保有していなくても純投資目的以外の目的である投資株式を保有しているのであれば、何らかの基準に基づき区分していると考えられるため、区分の基準や考え方を記載する必要がある（2019 パブコメ No.69）
*2 保有方針	■好開示ポイント例 ✓ 保有先企業のノウハウ・ライセンスの利用等、経営戦略上、どのように活用するかについて具体的に記載。「経営戦略を勘案し保有効果を検討している」という記載では不十分 ✓ 保有の上限を設定し記載。株主資本をどのように活用できているかという観点が必要であり、保有残高の規模は総資産ではなく株主資本に対する割合で検証することが望ましい ✓ 売却の方針等がある場合は当該方針を記載 ✓ 売却の判断に関する指標があれば当該指標を記載
*3 検証方法	■好開示ポイント例 ✓ 事業投資と同様、事業の収益獲得への貢献度合いについて具体的に記載 例：「営業取引規模が過去〇年平均と比較し〇以上増加等」、「ROE や RORA 等が〇増加等」 ✓ 時価（含み益）や配当金による検証だけでは純投資の評価と同じであり、政策保有株式の評価としては別途の検証が求められる点に留意が必要
*4 検証内容	- 必ずしも個別の銘柄ごとに保有の適否を含む検証の結果を開示することを求めるものではないが、単に、「検証の結果、全ての銘柄の保有が適当と認められた」といった、一般的・抽象的な記載ではなく、例えば、①保有の適否を検証する上で、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているかを含め、どのような点に着眼し、どのような基準を設定したか、②設定した基準を踏まえ、どのような内容の議論を経て個別銘柄の保有の適否を検証したか、③議論の結果、保有の適否について、どのような結論が得られたか等について、具体的な記載が行われることが望ましい（2019 パブコメ No.72） ■好開示ポイント例 ✓ 保有方針に沿った検証結果の内容を具体的に記載。「保有目的に照らして取締役会において保有の適否を検証」という記載では具体性に欠ける ✓ 取締役会での議論を記載するにあたり、具体的な開催日時や議題等を記載
*5 保有目的	- 例えば「政策投資目的」といった純投資以外の目的であることを示す程度の記載ではなく、どういった政策投資の目的であるのかを具体的に記載することが適切である（2010 パブコメ No.135、157） - 保有目的の具体的な内容は提出会社および対象となる株式等によって様々であり、個々の実態を投資家に積極的に開示することが有用であるとの観点からは、提出会社が多様な目的を個々に判断し開示することが適切である（同上） ■好開示ポイント例 ✓ 保有方針に沿って、経営戦略上、どのように活用するかに関連する事業や取引と関連付けて具体的に記載。単なる財務報告のセグメント単位や、「事業取引」・「金融取引」といった大括りでの説明、「企業間取引の維持・強化のため」・「地域発展への貢献」という記載は抽象的で不十分 ✓ 株式を相互持合している場合、その理由を具体的に記載

*6 保有効果	・ 検証時点の保有効果について記載することで良いが、検証時点を記載する必要がある（2019 パブコメ No.81） ■好開示ポイント例 ✓ 「検証方法」で定めた指標に対する実績値とその評価について記載。時価（含み益）や配当金による検証だけでは純投資の評価と同じであり、政策保有株式の評価としては別途の検証が求められる点に留意が必要 ✓ 定量的な保有効果の記載が困難な場合、①どのような点で定量的な測定が困難だったかを具体的に記載、②経営戦略上、どのように活用するかを具体的に記載。仮に営業機密について言及する場合でも、どのような点が営業機密となるか等について記載
*7 増加理由	■好開示ポイント例 ✓ 「配当再投資による取得」や「取引先持株会による取得」といった取得プロセスに関する記載に留まらず、保有先企業のノウハウやライセンスの利用等、経営戦略上、どのように活用するかを具体的に記載。「取引関係の強化」といった記載では不十分
*8 相互持合い	・ 提出会社の株主名簿や発行者の大量保有報告書等により確認できる範囲で記載することが考えられる（2019 パブコメ No.85） ■好開示ポイント例 ✓ 上場持株会社の株式を政策保有している場合には、当社株式の保有相手方がその持株会社の傘下会社であったとしても、実質的に相互保有の関係にあるとみなし、参考情報として脚注等でその保有の有無を記載

政策保有株式の売却

政策保有株式の保有の合理性を検証した結果、当該株式を売却する方針で検討を行う際には、いかなる方法で売却を行うかが、法的観点も含めて重要な検討事項の一つとなる。

政策保有株式が上場株式である場合の代表的な売却方法としては、例えば以下の方法がある。

売却方法（例）

売却方法	備考
売出し	・ 証券会社の引受けを伴う不特定の投資家への売却 ・ 国内投資家に対する売出しのほか、海外投資家に対する売出し、国内・海外投資家に対する売出しがある
ブロックトレード	・ 証券会社が仲介目的で自己勘定にて一旦買い受けた後、投資家へ転売する取引 ・ 売却価格の決定方法には様々な種類がある
立会内市場取引	・ 立会時間中に取引所において執行される取引
立会外分売	・ 立会時間外に取引所において小口に分けて売却する取引
相対取引	・ 特定の買主との間で合意した条件により売却する取引
自己株式取得	・ ToSTNet3 や自己株 TOB に応募すること等を通じた発行会社に対する売却

いずれの売却方法が適切かは、個別の事情を踏まえた様々な考慮要素を総合的に勘案する必要があり、考慮要素としては、例えば以下のものがある。

売却方法の検討における考慮要素（例）

売却人側	発行会社側
発行会社の関与の意向・売却人と発行会社の協調の程度 ⁶	
売却の規模・流動性	売却後の株主構成 ⁷
売却の確実性 ⁸	アフターマーケットの市場株価への影響
スケジュールの柔軟性	投資家に対するマーケティングの充実度・エクイティストーリーの訴求の可能性 ⁹
売却価格の決定方法・マーケティング期間の株価変動の可能性 ¹⁰	売却先投資家との資本・業務提携の要否・内容
準備期間の長短・準備の実務負担 ¹¹ ・コストの程度	
法務・財務・会計・税務の観点	
売却方法に関する売却人・発行会社間の従前の合意の有無・内容	

このうち、法務の観点からは、会社法のほか、金融商品取引法上の売出し規制、公開買付規制、大量保有報告規制、インサイダー取引規制、フェアディスクロージャールール、法人関係情報規制¹²、取引所の適時開示、独占禁止法、外国為替および外国貿易法、海外の法令など、幅広い関連法規の適用関係・必要手続を、売却方法ごとに確認する必要がある。

2020年2月27日

⁶ 売出しにおいて目論見書の作成が必要な場合などでは発行会社の関与が必要となる。また、主要株主の異動が生じる場合には発行会社において臨時報告書や適時開示が必要となる。なお、コーポレートガバナンス・コード補充原則1-4①により、政策保有株主から売却意向が示された場合には、上場会社は取引の縮減を示唆することなどにより、売却を妨げるべきではないとされている。

⁷ ここで念頭にしているのは、「国内個人投資家を増やしたい」、「ロングオンリーの海外機関投資家を増やしたい」、「自社の海外事業の展開にあわせて海外機関投資家を増やしたい」などであり、発行会社の経営者にとって都合の良い特定の株主を経営者が選ぶことは意図していない。

⁸ 例えば、ToSTNET3や自己株TOBによる自己株式取得の場合は、他の株主からの応募により売却人が当初企図した全株を売却できない可能性がある。

⁹ 不特定の投資家を対象とする場合の考慮要素となる。

¹⁰ 確定金額を当初から価格合意する場合や、投資家へのブックビルディング（通常方式と短期に価格決定するアクセラレイティッド・ブックビルディング方式などがある）を経て価格決定する場合などがある。なお、公表から価格決定まで期間を要する方法の場合に、金融商品取引法上の売出しに係る空売り規制（金融商品取引法施行令26条の6）の適用対象となるかも実務的には確認が必要である。

¹¹ 売却先によるデューデリジェンス、証券会社による引受審査、監査法人によるコンフォートレター、必要書類の作成、契約交渉、当局対応など、売却方法によって大きな違いがある。

¹² 法人関係情報規制の名宛人は金融商品取引業者であるが、金融商品取引業者が関与する案件の場合には間接的に売却人や発行会社にも影響がある。

[執筆者]

**宮下 優一**（弁護士・パートナー）

yuichi_miyashita@noandt.com

国内外の資本市場における、株式の公募増資、売出し、ブロックトレード、新規株式公開（IPO）、第三者割当増資、種類株式、新株予約権、社債、新株予約権付社債（CB）等、大手証券会社のエクイティ・キャピタル・マーケット部での勤務経験を活かし、キャピタルマーケット案件を幅広く取り扱う。また、コーポレートガバナンス、金融規制法、M&A、その他の企業法務全般にわたりリーガルサービスを提供している。

2007 年大阪大学法学部卒業。2009 年京都大学法科大学院修了。2010 年弁護士登録（第一東京弁護士会）、長島・大野・常松法律事務所入所。2016 年 University of California, Los Angeles, School of Law 卒業（LL.M., specializing in Business Law – Securities Regulation Track）。2016 年 Thompson Hine LLP（New York）勤務。2016 年～2017 年 S M B C 日興証券株式会社 資本市場本部 エクイティ・キャピタル・マーケット部勤務。

本ニュースレターは、各位のご参考のために一般的な情報を簡潔に提供することを目的としたものであり、当事務所の法的アドバイスを構成するものではありません。また見解に亘る部分は執筆者の個人的見解であり当事務所の見解ではありません。一般的情報としての性質上、法令の条文や出典の引用を意図的に省略している場合があります。個別具体的事案に係る問題については、必ず弁護士にご相談ください。

長島・大野・常松 法律事務所

www.noandt.com

〒100-7036 東京都千代田区丸の内二丁目 7 番 2 号 J P タワー

Tel: 03-6889-7000（代表） Fax: 03-6889-8000（代表） Email: info@noandt.com



長島・大野・常松法律事務所は、約 500 名の弁護士が所属する日本有数の総合法律事務所です。東京、ニューヨーク、シンガポール、バンコク、ホーチミン、ハノイおよび上海にオフィスを構えるほか、ジャカルタに現地デスクを設け、北京にも弁護士を派遣しています。企業法務におけるあらゆる分野のリーガルサービスをワンストップで提供し、国内案件および国際案件の双方に豊富な経験と実績を有しています。

NO&T Finance Law Update ～金融かわら版～の配信登録を希望される場合には、<<https://legal-lounge.noandt.com/portal/subscribe.jsp>>よりお申込みください。本ニュースレターに関するお問い合わせ等につきましては、<newsletter-finance@noandt.com>までご連絡ください。なお、配信先として登録いただきましたメールアドレスには、長島・大野・常松法律事務所からその他のご案内もお送りする場合がございますので予めご了承ください。