

JR4 社による株式持ち合い強化

Short Review
2020年12月社会システム研究所
アナリスト 高橋 龍生

■時価総額上位の日本企業を対象にコーポレートガバナンスの取り組み状況を評価した GR スコア 2020¹の結果から、2019年3月期の有価証券報告書を開示した87社のうち53社が政策保有株式をネット削減していたことが分かった。2015年にコーポレートガバナンス・コードが導入されてから、日本企業では株式持ち合いを含む政策保有株式は減少傾向にある。

しかし、株主総会直後に、有価証券報告書から JR4 社が株式持ち合いを強化していたことが明らかとなった。持ち合いが明らかとなった有価証券報告書の開示の前に開催された JR 九州の株主総会では、昨年に続いてアメリカのアクティビスト、ファースト・パートナーズから取締役の選任や定款変更の株主提案がされていた。株主提案は最大でも賛成率が 32.6%で全て否決されたが、このタイミングでの JR4 社の株式持ち合い強化は、株主提案に対応するためではないかと思わせるものだ。

1. JR4 社による株式持ち合い強化

JR4 社の有価証券報告書によると、2019 年度中に、**東日本旅客鉄道**（以下、JR 東日本）、**東海旅客鉄道**（以下、JR 東海）、**西日本旅客鉄道**（以下、JR 西日本）、**九州旅客鉄道**（以下、JR 九州）の JR4 社が、株式持ち合いを強化していた。

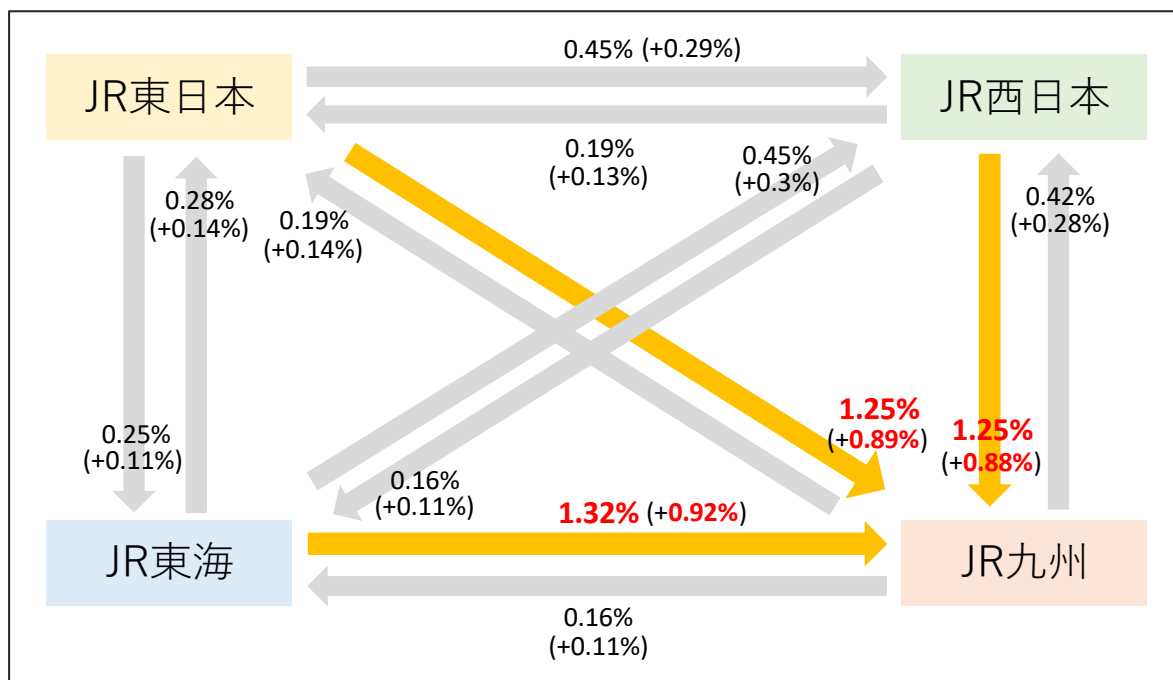
JR4 社の株式持ち合い構造は、4 社が互いの株式をそれぞれ持ち合う形になっており、図表 1 のようになっている。図表 1 では、2019 年度末時点での JR 各社による他の JR3 社株式の保有比率²と 2019 年度の取得比率を示した。2019 年度末時点で、他の JR3 社による合計保有比率が最も高かったのは **JR 九州株式(約 3.83%)**であり、2018 年度から約 **2.69%**上がり最も増加している。一方、他の JR3 社による合計保有比率が最も低かったのは、**JR 東海株式(約 0.58%)**で、2018 年度からの増分は約 **0.33%**と最も低かった。

今回の株式持ち合い強化で、JR 各社は他の JR3 社の株式保有比率を、それぞれ約 2 倍から 4 倍に増やした。また、他の JR3 社による JR 九州株式の保有比率がそれぞれ 1%以上にまで増大し、他よりも高い値となっている。

¹ 日興リサーチセンター(2020)「GR スコア 2020 および GR スコア企業 111 社のガバナンス状況」第 2 章、P57~P64
(<https://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2020/10/download20201027.pdf>)

² 保有比率は、保有株式数を同事業年度末の発行済株式総数で除して算出した。

図表 1 2019 年度末時点における JR4 社の株式持ち合い構造



※上段は 2019 年度末時点での保有比率、下段()は 2019 年度に新たに追加取得した株式比率である。
 ※各社の発行済株式数は、2020 年 3 月 31 日 (2019 年度末) 時点の普通株式発行数である。
 (出所) JR 各社の有価証券報告書の「株式の保有状況」から日興リサーチセンター算出

2. 株式持ち合い強化の理由

JR4 社が、日本版コーポレートガバナンス・コードの原則 1-4(以下、コード原則 1-4)に対して、いずれも“Explain”している企業であることが有価証券報告書から分かった。日本版コーポレートガバナンス・コードは、それぞれの原則に対して“Comply or Explain”することが求められ、コード原則に準拠しない企業は、その理由を説明しなければならない。コード原則 1-4 では上場企業に対して、政策保有株式の縮減方針の開示および政策保有株式の保有の適否を資本コストで検証することを求めている。

しかし、JR4 社は、政策保有株式の保有方針について、いずれも取引関係の維持・強化が企業価値の向上に資する場合は、積極的に政策保有を行う旨を述べている(図表 2)。とりわけ、JR 九州は MaaS(Mobility as a Service)の分野で、パートナー企業との関係を強化するために、政策保有を行うと具体的に説明している。

また、JR4 社それぞれが他の JR3 社の株式を政策保有している理由においても、関係の維持・強化による企業価値の向上に言及されている(図表 2)。JR 東海、JR 西日本、JR 九州による他の JR3 社株式の保有理由の説明は同じである一方で、JR 東日本は他の JR3 社株式の保有理由が多少異なっている。しかし、企業価値の向上を目的とし、鉄道事業の技術面や営業面において協力関係の維持・強化を図るために、株式持ち合いを強化した点で各社共通している。

図表 2 JR 4 社の政策保有株式の保有方針と株式持ち合い理由

JR東日本

保有方針

当社は、中長期的な視点に立ち、安定的な取引関係ならびに緊密な協力関係の維持および強化等を図るため、当社の企業価値の向上に資するものを対象に株式の政策保有を行います。

持ち合い強化の理由

(JR東海)

観光キャンペーンの共同実施やICカードの相互利用など、鉄道営業等での安定的な協力関係を維持・強化していくため。また、列車運行のさらなる安全性向上や技術開発に向けた協力体制の構築のため、株式を追加取得しております。

(JR西日本)

観光キャンペーンの共同実施やICカードの相互利用など、鉄道営業等での安定的な協力関係を維持・強化していくため。また、列車運行のさらなる安全性向上や観光振興・MaaSにおける連携強化のため、株式を追加取得しております。

(JR九州)

乗車券類の販売やICカードの相互利用など、鉄道営業等での安定的な協力関係を維持・強化していくため。また、効率的な事業運営に向けた技術開発や、MaaSにおける連携強化のため、株式を追加取得しております。

JR東海

保有方針

当社は、株式の保有を通じた長期的・安定的な取引関係の維持・強化が、事業の円滑な遂行と中長期的な企業価値向上につながるという視点に立ち、必要性を総合的に勘案して保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式を保有します。

持ち合い強化の理由

鉄道事業における連携のため。また、両社の協力・信頼関係をより一層強固なものとし、当社の事業の円滑な遂行と中長期的な企業価値の向上を図るため、株式を追加取得しております。

JR西日本

保有方針

当社グループの中長期的な企業価値向上に向けた、事業の持続的成長のためには、これに資する取引先等との関係の維持、強化を図ることが重要であり、当社グループの事業への相乗効果等を総合的に勘案の上、当該会社株式を取得、保有しております。

持ち合い強化の理由

安全で安定的な輸送サービスの提供及び鉄道事業の技術面、営業面における連携の強化等に資するため。なお、当社の企業価値の向上に向けたさらなる関係強化のため、株式を追加取得しています。

JR九州

保有方針

当社は、継続的な事業運営や業務提携・関係強化による収益拡大等の観点から中長期的な企業価値向上に資すると判断した場合は純投資目的以外の株式を保有し、保有継続の必要性が乏しいと判断した銘柄については縮減を図っています。

当社は、長期ビジョンにおいて新たなモビリティサービス(MaaS)への挑戦を掲げており、鉄道事業をはじめとした当社グループの持続的な成長のためには短期的な経済情勢等に左右されることなく、長期的な協力関係を維持することができるパートナー企業が存在が不可欠であると考えております。当事業年度においては、当該観点を踏まえ、主に鉄道事業分野を中心としたモビリティ分野において双方の企業価値向上を図ることができると判断される銘柄について、取締役会において保有の適否を検証したうえで株式を取得しております。

持ち合い強化の理由

大型観光キャンペーンの共同実施及びICカード相互利用などの営業面の他、安全・安定的な輸送サービスの提供に必要な技術面などにおける協力関係の維持・強化による当社グループの事業継続及び企業価値向上のため

※JR東海、JR西日本、JR九州(JR東日本以外)は、他のJR3社との持ち合い理由が同じである。

(出所) JR各社の有価証券報告書の「株式の保有状況」から日興リサーチセンター作成

3. 「単なる業務提携」ではダメなのか

今回の JR4 社の政策保有株式の保有方針や株式持ち合い理由には、協力関係の維持・強化による企業価値の向上、が明記されていた。しかし、円谷(2020)が「単なる業務提携ではなく、なぜ“資本”業務提携であればより効果が発揮されるのか³」と述べているように、業務提携に資本提携が必要なのかには議論の余地がある。例えば、JR 九州が、政策保有株式の保有方針に MaaS 事業におけるパートナー企業との連携強化を挙げているが、他社株式の取得ではなく、MaaS 事業に必要な設備投資に資本を直接活用した方が効率的ではないだろうか。

また、保有理由は一見もっともらしいが、JR 各社は長距離旅客輸送の地域独占会社であり、ビジネスモデルを共有しているため、業務提携を疎外する要素は見当たらず、株式持ち合いが必要不可欠とはいえない。さらに、JR4 社の株式持ち合い理由(図表 2)は、どれも一般的であり、なぜ 2019 年度中に株式持ち合いを強化する必要があったのかは疑問である。したがって、IC カードの相互利用に株式持ち合いが必要であると、投資家を説得することは難しいであろう。このように、資本提携の経済的メリットを証明することは難しく、本業への投資による利益成長を望む株主の理解を得ることも難しいという問題もある。

4. ファーストリー・パートナーズの株主提案

アメリカの「物言う株主」アクティビストとして知られるファーストリー・パートナーズが 2020 年 6 月 23 日の株主総会で、JR 九州に株主提案⁴を行った。同社は、JR 九州が 2016 年に行った IPO 当初から投資を行っている大株主⁵であり、今回の株主提案は昨年を引き続いて 2 回目となる。

2019 年にファーストリー・パートナーズは、自社株買い、定款変更(指名委員会等設置会社への移行)、3 名の取締役の選任など 6 つの株主提案を JR 九州に行った。具体的には、資本効率性の観点から発行済株式数の 10%(約 720 億円)の自社株買い、執行と監督の分離による経営監督機能の強化の観点から指名委員会等設置会社制度の導入、不動産やコーポレートファイナンスに詳しい社外取締役の登用が求められた。いずれも、可決には至らなかったが、株主総会後の 2019 年 11 月に JR 九州が自社株買いの実施を発表し、歩み寄りを見せた。

2020 年の株主提案内容は、定款変更(収益、EBITDA、NOI 及び鑑定 NOI 利回りの開示)および 3 名の取締役の選任であった。今回の株主提案は、不動産やコーポレートファイナンスに精通する社外取締役の任命を求めた点で 2019 年の提案内容と同じである。一方で定款変更の株主提案で、ファーストリー・パートナーズは、指名委員会等設置会社への移行を再度求めず、不動産事業の資本生産性や収益性の具体的な指標開示を求めた。2 年間にも渡った株主提案からは、ファーストリー・パートナーズが JR

³ 円谷昭一『政策保有株式の実証分析 失われる株式持ち合いの経済的効果』(日本経済新聞出版,2020) P138~139

⁴ 詳細は「第 33 回定時株主総会招集ご通知」、株主提案(第 4 号議案から第 7 号議案まで)を参照。
(https://www.jrkyushu.co.jp/company/ir/stock/meeting/_icsFiles/afieldfile/2020/06/09/notice_of_33rd.pdf)

⁵ 同社は、2019 年 3 月に JR 九州株式の 6.1%を保有するまで至ったが、2020 年 7 月 27 日時点で 3.06%にまで保有割合を引き下げた。

九州の不動産事業の不透明性や資本効率性に対して不満を持っていたことが分かる。しかし、2020年の株主提案も全て否決された(図表3)。

図表3 2020年のファーツリー・パートナーズによるJR九州への株主提案

議案	株主提案の内容	賛成率(%)
第4号議案	定款一部変更(収益、EBITDA、NOI及び鑑定NOI利回りの開示)	14.51
第5号議案	取締役(監査等委員である取締役を除く)1名選任	32.6
第6号議案	取締役(監査等委員である取締役を除く)1名選任	24.84
第7号議案	取締役(監査等委員である取締役を除く)1名選任	15.1

(出所) JR九州の第33回定時株主総会(2020年6月23日)「臨時報告書(決議事項の決議の結果)」から日興リサーチセンター作成

2020年のファーツリー・パートナーズの株主提案は、第5号議案の32.6%が最大賛成率となっている。株主総会時に、同社によるJR九州の株式保有率が6.1%であったことを踏まえると、他の投資家による賛同をほとんど得られなかったことがわかる。また、議決権行使助結果の開示から、国内の機関投資家の大半⁶は企業価値の向上に繋がらないとして、今回の株主提案に全て反対していたことがわかった。

図表4は、2020年3月31日時点のJR九州の株主構成である。JR九州の株主構成は、外人投資家を含めて、証券会社を除く金融機関で約70%占められている。また、他のJR3社はその他国内法人に含まれるが、その割合は僅か5.9%となっている。したがって、今回の議決権結果は、国内外の機関投資家による判断の影響が大きかったことがわかる。

図表4 JR九州の所有者別株主分布状況(2020年3月31日時点)

金融機関	33.6%
証券会社	4.2%
その他国内法人	5.9%
外国法人等	35.6%
個人・その他	14.9%

(出所) JR九州のHPから日興リサーチセンター作成

株主提案は結果的に全て否決されたが、今回の議決権行使結果にJR4社の株式持ち合い強化が、どのように影響したのかが問題となる。JR九州が株主総会前にファーツリー・パートナーズの株主提案

⁶ 野村アセットマネジメント、大和アセットマネジメント、アセットマネジメント One、三井住友トラスト・アセットマネジメント、三井住友DSアセットマネジメント、ニッセイアセットマネジメント、三菱UFJ国際投信、三菱UFJ信託銀行を指す。一方で、東京海上アセットマネジメントは第4号議案および第5号議案、日興アセットマネジメントは第5号議案に賛成した。

に反対の意を表明していたため、JR九州株式の保有を増やした JR 東日本、JR 東海、JR 西日本も、株主提案に反対票を投じたであろう。しかし、今回の株主提案決議では、結果的に国内外の機関投資家の多くが JR 九州側についたため、JR4 社による株式持ち合い強化が議決権行使結果を大きく左右したとは言えない。さらに、機関投資家の判断が議決権結果を大きく左右したことを踏まえると、JR 九州による他の JR3 社との株式持ち合い強化が、今回の株主提案の否決に確実的な有効策であった可能性は低いと言えるであろう。

5. 株主総会后に明らかとなる持ち合いの事実

日本では、政策保有株式の動向が記載された有価証券報告書の開示が株主総会前に行われていないため、今回のような持ち合い強化の事実を知らない状態で、機関投資家は議決権行使を行うことになる。2019 年および 2020 年の株主総会で、ファーツリー・パートナーズは JR 九州に資本効率性の向上を求める株主提案を行った。しかし、株式持ち合い含む政策保有株式は、先述したように本業への投資に資本が活かされないため、資本効率を悪化させる。したがって、JR4 社による株式持ち合い強化の事実を株主総会前に投資家が知っていた場合、ファーツリー・パートナーズの株主提案に多くの投資家が賛同していたかもしれない。

また、議決権行使助言会社である ISS およびグラスレイスも政策保有株式に対して、否定的な見方を取っている⁸。両者ともに政策保有株式は資本効率の悪化を招くとしており、企業経営陣に友好的な安定株主が増えることは、経営陣に対する資本市場のプレッシャーの低下に繋がることとしてガバナンスの観点からも政策保有株式の難点を指摘している。

投資先の企業に対して資本効率の向上を期待する投資家にとって、企業の政策保有株式の動向は議決権行使の判断材料となる。そのため、株主総会前に政策保有株式を取得していたこと、特に議決権行使の結果に影響を及ぼしかねない株式持ち合いを行っていた事実を公表しないことは、経営陣のアカウンタビリティが問われるガバナンス上の問題となってくる。さらに、株式持ち合いは株主提案に対する有効性が不確実であり、資本効率性の低下に繋がる問題が依然としてある。したがって、株主の不満を払拭し、経営に賛同してもらうためにも、企業は本業の事業成長のために資本を投じ、利益成長を遂げる努力を行うべきである。

(END)

⁷ 例えば、JR 西日本および JR 九州は 2020 年 6 月 23 日に株主総会を開催し、6 月 24 日に有価証券報告書を開示している。また、JR 東日本および JR 東海は 6 月 23 日に株主総会を開催、同日に有価証券報告書を開示している。

⁸ Institutional Shareholder Services 「2020 年版日本向け議決権行使助言基準」
(<https://www.issgovernance.com/file/policy/active/asiapacific/Japan-Voting-Guidelines-Japanese.pdf>)
グラスレイス 「2020 PROXY PAPER™ GUIDELINES AN OVERVIEW OF THE GLASS LEWIS APPROACH TO
(PROXY ADVICE JAPAN)」 https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2016/02/Guidelines_Japan_Japanese.pdf