

## 政策保有株式に関する意見

投資家フォーラム

本意見の趣旨：

政策保有株式の問題は、投資家フォーラム第1・2回会合で最も活発な議論が行われたテーマである。政策保有株式の削減を望む声が、会合の参加者の間では圧倒的であった。投資家から見て、問題の本質は、政策保有の継続を前提としてコンプライまたはエクスペレインすることではない。投資家の関心はむしろ、歴史的な背景の下でレガシーとなった構造的な問題に本格的に取り組むことにある。すなわち、当初の政策保有目的と現在CGコードで問われている‘保有のねらい’や‘経済合理性’とのねじれ、「保有させている」側の問題、純投資との混同、一般株主との利益相反の問題、金融機関に関してはプロシクリカリティの問題などを解決することである。これらに関する投資家の意見を発信したい。以下では、2回の会合での参加者の主な発言を論点ごとに列挙する。なお、斜字体の段落は発言の趣旨・背景についての補足説明、または参考情報である。参加者の認識の最大公約数的なものとして捉えて読んでいただきたい。

### I CGコード（原則1-4）への対応状況に関する発言

#### 1. 株式の政策保有に関する方針について

- 政策保有に関する方針について、“総合的判断で”と記載するだけでは、開示内容として十分ではない。
- 場合によっては売る、あるいは長期的に政策保有株式を減らしていくと明記している会社は相対的にみて評価できる。一方で、売らないことを基本的に前提としているようにみえる会社もある。
- **エーザイ**はビジネスモデルにおいて政策保有株式の位置づけを明確にした上で必要最小限の保有としている。
- 政策保有先については具体的な取引金額などが知りたい。
- 政策保有株式の処分等の要否について、担当取締役が検証するとしている例があるが、担当取締役が良いと言えれば取締役会の検証の対象には含まれないということか。社外取締役が持合い監視委員会をつくり検証すべきだ。
- 政策保有の目的の最初取引先の成長を挙げて、最後に自社の企業価値向上としている開示例がある。投資家目線といい難い。**アイシン精機**は自社の企業価値の向上

に必要な場合に保有すると記載しており、政策保有の目的としては相対的に納得感がある。

- 政策保有の経済合理性等についての取締役会による検証結果も開示してほしい。
- 純投資ではないので、株価リターンを合理性の根拠にすることは不適切だ。

## 2. 政策保有株式に関する議決権行使の基準について

- 議決権行使について、**エーザイ**は企業の価値を毀損すると判断するものに対しては反対すると明記している。
- コンプライとしていても、実質的には議決権行使基準や売却基準の開示のない企業が多い。**大東建託**は、ほぼ同じ内容をエクस्पラインとして記載しており、評価できる。コンプライしているふりは歓迎しない。

## II 「保有させている」側の問題に関する発言

- CG コードへの対応という観点からは、政策保有することの経済合理性に焦点が当たるとは、実は政策保有されている側の行動についても考えることが大事だ。
- 銀行からは、本当は株式を売却したいのに売らせてもらえないという声が上がっている。売却したら借入順位を下げられるなどといった話も聞く。
- 保有する側が自由に売却を決定できないとしたら、「保有させている」側が「保有させられている」側の経営判断に介入しているということではないか。
- 株式保有の要請に応じなかったら取引に制約があるとすれば、「保有する」ことより、むしろ「保有させている」ことがより大きな問題ではないか。

### <株式持合いの背景>

政策保有株式の慣行は、戦後ほどなくして始まったが、その後、1960年代の資本自由化により欧米企業等による買収リスクが意識されたこともあって大きく拡大し、さらに1980年代のバブル時のファイナンスの受け皿として親密先、取引先等の企業間で拡大したと考えられる\*。こうした企業間の株式保有の背景には、1950年代に株式買い集めが横行したことや、敵対的買収における取引制度の不備という事情があった。このことは、企業による株式の政策保有が事業提携の証のような純粋なビジネスや収益拡大の動機のみにもとづいて行われていなかったことを意味する。株主構成の安定化という株主対策上の動機が大きかった。その場合、政策保有の能動的な主体は「保有する」側というよりむしろ「保有させる」側になる。(\*詳細については後述の補足1を参照)

株式持合い問題については3つの側面を区別すべきという認識が参加者の間で共有された。すなわち、政策保有の経済合理性を検証する難しさ、一般株主との利益相反の問題、そして銀行固有の問題として、株価変動をもたらす銀行の財務基盤への影響（プロシクリシティ問題）である。以下では、論点ごとに発言をまとめて掲載する。

### III 政策保有の経済合理性を検証する難しさに関する発言

#### 1. 政策保有の経済効果について

- 取引先の株式を保有することの経済効果は本当に存在するのか。
- 株式を保有していない取引先との間でも取引を継続することに支障はないと経営陣が述べている例もある。
- カルロス・ゴーンが日産自動車を立て直す際に政策保有株式の大部分を売却し一時的に取引関係に軋轢を生じたが、経営は回復した。
- 経済効果から保有の意義を説明できないとしたら、そのことに気付いてもらうことが重要だ。
- 政策保有の経済効果の検証にあたり、銀行は RORA（リターン・オン・リスクアセット）を用いて、資本コストなどと比較検討しているが、事業会社は資本コストについての意識が総じて薄い。
- 海外投資家は換金可能な株式保有は現預金と同等の資産として認識し、過剰な現金保有問題と関連づけて捉えている。

#### <政策保有のコスト・ベネフィット>

一般に政策保有は事業提携の証や株主の安定化等を意図したもので、経営者にとってプラスの効果が見込まれている。しかし、この効果は計量化が難しい。一方、政策保有の資本コストは確実に発生する。もちろん長期的な取引関係の構築がもたらすベネフィットが政策保有によるコストを上回るような場合は存在するだろう。しかし、このベネフィットがコストを下回るような「高コスト取引」がいたずらに放置されているとすれば、株主を含む企業のステイクホルダーにとって価値の破壊となる。

#### 2. 純投資との混同について

- 政策保有の理由を株価リターンの観点から説明するのはおかしい。むしろリスクの観点が大事だ。
- 主要なものについて検証するという企業もあるが主要でない「政策」保有とは何だろうか。
- 経済合理性検証、議決権行使の両観点において、政策保有理由と純投資が混同され

ている事例が多く、そもそも政策保有の理由が明確でない。過去からの継承にすぎないのではないかと映る。

#### IV 一般株主との利益相反の問題に関する発言

- 評価が難しい理論上のベネフィットはさておき、現実の政策保有は一般株主の利益と相反するという観点が重要だ。
- 政策保有株式は、取引継続との間で、いわば「人質」ともいうべき関係にある。
- 株の売却をちらつかせて商売を迫るという本末転倒な動きが生じてもおかしくない。
- 政策保有を前提に優先的に取引をするという慣行は、商取引が安定株主対策に利用されるということではないか。
- 取引先の株式を保有することによって特別な便益を受けているのであれば、「保有されている側」は「保有している側」に過度な便益を与えていることになるのではないか。
- 政策保有と判別される株主の関係者は独立社外取締役として適切でない。
- 独立社外取締役の説明においては、当該取締役が所属する企業との取引は僅少であると説明しながら、当該企業の株式を政策保有し、取引維持のため重要であると説明しているという矛盾も散見される。

##### <価値最大化の観点からの政策保有の問題>

会社が株式を政策保有し合うことが経済において価値追求の行動を妨げる問題に投資家は懸念を抱く。例えば、業界秩序と呼ばれる企業間の関係を強める立場から政策保有がなされてきた。取引先の特定と株式保有は企業間の力関係を表しており、個別企業の観点からは最善の取引機会を追求する可能性を減らすことになる。また、「特にビジネスを進めるうえで必要と言えないが、長年の経緯があるので手を付け難い」という趣旨のコメントを耳にすることがある。この場合、本来、事業に集中すべき経営資源が有効に活用されていないことを示唆する。さらに、事業上のベネフィットと引き換えに安定株主対策が行われているとしたら、資本市場の価格メカニズムが適切に機能する環境への負荷となってしまう。

#### V 株価変動をもたらす銀行の財務基盤への影響（プロシクリシティ問題）に関する発言

- バブル崩壊時やリーマンショック時には、保有株式からの損失により銀行の貸出余力が低下しいわゆる「貸し剥がし」が生じ、連鎖的な悪循環が経済全体へ影響する事態を招いた。

#### <銀行の政策保有>

##### ○ 潜在的な利益相反関係

融資の提供者である銀行が株主になることが潜在的な利益相反と言える。銀行はその事業構造から安定した期間損益を企業に求める傾向にある。そうだとすれば一般株主の利益と一致しない可能性が高い。

##### ○ 実体経済への影響

銀行が保有している株式の残高が自己資本対比で大きいと、株価の変動が銀行の信用供与能力に影響を与えてしまう。リーマンショック後の BIS 規制等銀行の資本規制が世界的に強まる環境において、銀行等の金融機関が大量の株式を政策的に保有していることは、経済社会としての大きなリスクとなっている。

##### ○ 銀行ガバナンス問題として

銀行が株式を保有しているから企業がその特定の銀行から融資を受けるとする商慣習があるとすれば、金融サービスの質と能力によって企業が選別していないことを意味する。これを銀行経営の観点から見れば、サービスの差が大きくなり過剰供給体質にありながら、業界秩序を守ることでグローバルな視野で見れば鎖国的な仕組みの中で安住することだ。さらに、銀行が株式を保有している相手先企業に売却の「許諾権」があるとすれば、銀行は保有ポートフォリオを経済的に最適な状態にすることができない。

## VI 結論・提言

冒頭で政策保有の情報開示に関する投資家の意見を紹介した。しかし投資家から見て、問題の本質は、政策保有の継続を前提としてコンプライまたはエクスプレインすることではない。政策保有は解消すべきという声が、会合の参加者の間では圧倒的であった。「政策保有の実態は、結局は株式の発行体を買収防衛のための安定株主として保有させているものに他ならない」と考える投資家が多い。CG コード原則 1-4 は、企業が合理的な説明責任を果たそうと取り組む中で、「政策保有が合理的ではない」ということに気づいて自律的に政策保有解消に向かうための重要な原則である。以上を踏まえ、投資家としては、株式の政策保有を行っている企業に対して、政府の新成長戦略で言われる「稼ぐ力」を向上させるために、何らかの行動をお願いしたい。行動とは、まず、今後の政策保有株式の削減の方針を表明する、政策保有株主の地位を濫用した営業活動等が一般株主の利益を損なっていないことを監視する仕組み（例：独立社外者の監視委員会）をつくる、などである。どのような行動が適切かは企業それぞれで異なる（例：戦略的提携の場合）ので、行動の妥当性について投資家との対話を通じて共通理解を深めていくことが望まれる。

また、投資家は、銀行を中心とした金融機関の政策保有が国際競争の中で日本の金融システムを脆弱化させるプロシクリカリティ・リスクを懸念している。特に BIS 等の規制を受ける大手銀行については、政策保有株式の維持を前提として監視体制の強化を図るだけでは不十分である。政策保有株式の積極的な削減が望まれる。金融機関が政策保有解消を率先することが、日本企業へのシグナルとなり、変化のきっかけをつくり出すものと考え

以 上

\*投資家フォーラムの活動内容については下記の HP をご覧ください。

<http://investorforum.jp>

#### <補足1：歴史的背景>

- 戦後改革の財閥解体によって株式所有構造はいったん個人株主が中心となったが、1950年代、企業による旺盛な資金需要と銀行による資金の安定供給の利害が一致しメインバンクの基盤ができ<sup>1</sup>、芙蓉グループ、第一勧銀グループ、三和グループ等の新興企業グループが形成された<sup>2</sup>。
- 1960年代の資本の自由化により海外企業による敵対的買収リスクが高まった。他企業の株式取得を容易にする商法改正も手伝って株主の安定化工作、株式持ち合いが進んだ。1975年には、安定株主<sup>3</sup>の保有比率は60%を超えた<sup>4</sup>。その後1990年まで漸増傾向を示しながら安定的に推移した<sup>5</sup>。
- 株式持ち合いの関係は銀行と事業会社の間、あるいは事業会社同士で形成されるが、主体は前者だった。1990年代初頭のバブル崩壊直後において金額ベースで、株式持ち合いの4分の3は銀行と事業法人の間のものであった<sup>6</sup>。
- 株式所有構造は1997年の銀行危機を境に大きく変容した。住専問題の顕在化（1995年）とともに銀行株の株価下落が始まり、銀行の経営破たんが発生した1997年以降、下落が加速し銀行株の保有リスクが高まった。加えて、連結決算制度（2000年3月）や時価会計導入（2002年3月）もあって、事業会社は株式保有リスクをさらに強く意識するようになり、銀行株の売却が進化した<sup>7</sup>。
- 他方、不良債権問題への対応に迫られる銀行は1997年頃から保有株式の売却を開始した。2001年に、銀行による株式保有の規模をBIS規制の中核的自己資本（Tier1）の範囲内に抑える銀行等株式保有制限法が制定されると（2002年1月施行）、銀行による株式売却はさらに加速した<sup>7</sup>。
- 2005年から2008年にかけては、アクティビスト・ファンドの台頭、敵対的買収事案の増加、三角合併の解禁（2007年5月）を背景に<sup>8</sup>、一旦解消に向かった株式持ち合いは事業会社の間で「戦略的資本提携」という名目で一部復活した。銀行との間でも銀行側の取引シェア獲得ニーズと企業側の買収防衛ニーズの合致により政策保有を復活する動きが見られた<sup>9</sup>。
- リーマンショック以後は、経済環境が悪化したために、メインバンクは非効率な企業からの融資を積極的に引き上げるようになった。上場企業（除く金融）の手元資金が過去最高の105兆円<sup>10</sup>に達していることは資金の安定供給というメインバンクに期待されたかつての役割の重要性が低下したことを示す。また、事業会社の自己資本が厚みをまし、銀行借入への依存度が低下したことにより、財務危機時に介入するというメインバンクのガバナンス機能も実効性を失った。一方、安定株主としてのメインバンクの役割も大きく後退し、事業会社同士の持ち合い関係が比較的下げ止まっていることと対照をなしている<sup>11</sup>。

1. ①銀行は借入企業の資金の安定供給にコミットする一方、企業は銀行に決済口座を集中するなどその競争力向上に協力する、②銀行は企業の経営権の安定に対して協力し、業績悪化の際には、顧客企業救済にイニシアティブをとる一方、銀行に経営権が移動する、等。（橋本・長谷川・宮島・齊藤共著「現代日本経済〔第3版〕」p.87）

2. 日本取締役協会 レポート「銀行の政策投資株式について」p.5

3. 安定株主とは、資産運用ではなく現経営陣を支持する友好的「内部者」として株式を保有する株主を意味する。具体的には、安定株主は発行企業に対して、①著しく業績が悪化しないかぎり発言しない、②現経営陣を支持しない第三者（敵対的乗っ取り屋、投機家）に株式を売却しない、③株式処分が必要が生じたとき発行企業に

売却意思を伝える、の3点について暗黙に同意している。(橋本他 前掲書p.100)

4. 橋本他 前掲書p.101
5. 宮島英昭編著「日本の企業統治」pp.109-12
6. 伊藤正晴「銀行を中心に、株式持ち合いの解消が進展～株式持ち合い構造の推計：2010 年半～」大和総研調査季報 2011 年新春号Vol.1 図表7.
7. 宮島 前掲書P.114
8. 宮島 前掲書P.117
9. 日本取締役協会 前掲レポートp.9
10. 日本経済新聞2015 年8 月24 日付「きょうのことば」上場企業の手元資金
11. 伊藤 前掲論文図表7 および8.

<補足2：プロシクリカリティ問題について 金融庁金融モニタリングレポート2015 年7 月抜粋>

**【株価変動リスクの縮減を含む財務基盤のさらなる強化】**

3メガバンクグループは、欧米G-SIFIsに比べ、政策保有株式の自己資本に対する保有割合が高く、株価下落時の自己資本に及ぼす影響は無視できない状況にある。

また、現状の自己資本は、欧米G-SIFIsに匹敵する充実度であるが、これには保有株式の含み益が寄与している。

過去には、経済・市況の悪化が株価下落等を通じて、金融機関の財務状況にも影響を与え、金融機能の十分な発揮を制約した経緯も指摘されている（プロシクリカリティ\*の発生）。

こうした状況を踏まえ、3メガバンクグループは、経済・市況の変動に対する耐性を高め、困難な時期における企業の経営支援ニーズの高まりにも十分対応できるよう、株価変動リスクの縮減を含め財務基盤のさらなる強化が必要である。

※ここでは、景気循環増幅効果を指す（原注32）。