

## 第8回オープンセッションの概要

テーマ:「政策保有株式の現在～企業の説明、投資家の主張～」

日時 : 2019年12月3日(火)19:00～21:00

会場 : アンダーソン・毛利・友常法律事務所 20階会議室

参加者: 企業側、投資家側、その他を併せて56名

資料: 投資家フォーラム第22回会合 報告書

最初に、投資家フォーラム第22回会合での議論の概要を司会者が紹介した。その後、企業側やその他の参加者から質問や意見が出され、それに触発される形で投資家が意見を述べるという展開となった。

### <長期の業務・事業提携と株式持ち合い>

参加者: 業務・事業提携に付随した形で行われる事業会社間の株式持ち合いについては、株主安定化政策のための持ち合いと区別して考えるべきではないか。

投資家: 業務・事業提携のため行う株式の保有や持ち合いについては、その意義を否定しない。ただ、他社の株式をそのような特別な目的のために保有することを他の株主に対して開示する必要があると考えている。有価証券報告書であれば、経営上の重要な契約等という箇所に開示することが適当だろう。また、政策保有株式の議決権行使に関して、純投資の場合と変わらない説明がなされている事例が見受けられる。株式保有の目的が提携関係の円滑化であれば、そのような説明はおかしいのではないか。

投資家: 業務・事業提携に絡んだ株式の政策保有に関しては、進めようとしている提携が実際に企業価値にとってプラスになり、株主の利益にも適うことをきちんと確認できていれば、問題ないと思う。そのような確認の作業を担うのは社外取締役だろう。

投資家: 他社株式の保有が本当に業務・事業提携を安定化させる目的から行われているものなのかは、外部の投資家にはわからない。例えば提携関係が終了しているにもかかわらず株式を売却せず保有している事例が多いのではなかろうか。機能している提携関係に紐付けられない他社株式の保有は止めるべきだろう。

企業: 当社の場合、提携先との関係は長期にわたっており、その間、当社は生産・技術開発の現場で提携先と密に交流を積み重ねてきた。製品の共同開発でも成果を上げており、独力で開発に取り組むより効率的だ。業界が技術的に大きな変革期にあるときに株式持ち合いのコストは当社の中では研究

開発費の一部とでも言える位置づけになっている。

投資家： 業務・事業提携の必要性は理解できる。そのために何故株式の相互保有が必要なのが投資家にはわかりにくい。例えば共同出資でジョイントベンチャーを作り研究開発を行うという方法もあるかと思う。

投資家： 株式を持ち合うことにより、2つの会社の間一体感が生まれ、ワンチームとなるという説明を企業からは聞く。ただ、その実態について投資家は知る必要がある。開示にも関係する。

投資家： 株式の持ち合いは企業が他人名義で自社株式を買うことに等しく、業務・事業提携を支える仕掛けとして筋がいいとは言えない。また、株式持ち合いが発行市場で行われる場合、例えば2社間で互いに相手に対して同額を出資すれば実質的に外部からの資金調達が行われなくとも双方の会社の自己資本額が増大する結果となり、バランスシート上の資本の意味を空洞化させかねない。

#### <企業側と投資家側の発想のずれ>

参加者： 企業側には「身内」の発想があるのではないかと。株式を持ち合うことは「身内」になることだ。「身内」であれば共存共栄を図る。技術も共有し、便宜を図って売り上げも共有する。投資家はそこが不公正だと言う。発想が異なるから主張のずれ違いになる。海外の企業間の業務提携において株式を持ち合うことは一般的でないから、政策保有株式の保有が業務・事業提携にとって必要な条件かというのと、そのようなことはないだろう。しかし「身内」の発想からは必要となり得る。

司会： 先ほどの企業側からの発言にもあったように、業務提携の関係にしても、現場レベルから双方の会社の人間が密に交流して積み上げていくものだ。これが企業の世界だとして、一方、投資家は2～3年ごとにがらりと顔ぶれが変わることも稀でない。また、比喩的な表現になるが、まだ業界知識も十分でない駆け出しアナリスト(27歳)が、百戦錬磨の社長(72歳)に向かって質問を投げ掛けるという構図になることもしばしばだ。双方の意識にギャップがある中で、どのようにコミュニケーションをとったらいいか。

投資家： 私自身としては、株主だから、オーナーだからという姿勢で企業側と向き合うことはない。経営者は自らが正しいと思うことを、正義感を持ちつつ苦勞しながらやっているという前提で話しをする。ただ、その際も、経営者が正しいと思う行動の陰で一般株主が割りを食っていませんか、と問い掛ける。一般株主は声を上げないかもしれないが、そこには利益の衝突、一般株主との利益相反の問題が生じている可能性がある、と指摘するとわかってもらえることが多い。株式を持ち合う関係の中で取引先が固着化することが一般株主の利益と相反する可能性について、企業側は気付いていないのではないかと。そのことが、株式持ち合いを巡る議論で主張がずれ違う1つの原因ではないだろうか。

#### <政策保有株式の縮減を妨げるもの>

- 参加者： 政策保有する株式を売りたいと取引先に申し入れても、売らせてもらえない、という苦情を企業から聞くことがある。
- 投資家： 売らせないということは、リスク資産を無理やり持たせるということで、権限もなく責任をとれる立場でもないにもかかわらず他社のバランスシートに口出しすることだ。このような常識的に見てもおかしいことが何故まかり通るかと言えば、推測の域を出ないが、保有する当社株式を売却したいと先方から申し入れがあったときに、担当者がそれを上司に上げづらいという官僚的社内事情が働いているのではないか。
- 司会： 担当者が上司に上げることを躊躇するとしたら、それは上司の理解を得られそうになく無駄だと判断するからか、あるいはあれこれ言われて、上げた自分が不当に扱われ損をすると考えるからか。
- 企業： そのような体質はあるかもしれない。担当者がESGとかコーポレートガバナンス・コードの要請を社内を導入しようとする際も同様なことが起こりうる。
- 企業： 事業活動の最前線に立つ営業サイドに、コーポレートガバナンス・コードの要請だからと言っても理解を得ることは難しい、という現実はある。その一方で、改訂コーポレートガバナンス・コードの施行で社内の考え方は大きく変わった。保有株式の見直しも進み、その議論の中心にいたのは社外取締役だった。取締役レベルでは理解が進んでいる。
- 企業： ある取引先会社の例だが、10数年前に保有株の売却を申し入れた時には、「取引に響くよ」と先方担当者に釘を刺された。ところが、コーポレートガバナンス・コードの改訂後に再度売却を先方に打診したら、「御社が御社の資産をどのように処分しようと当社の与るところではない」という先方担当者の反応だった。上層部から法務部などを通してそのように対処するよう担当者レベルにも指示が出ているのだろう。そうでなければそのような物言いにはならない。持ち合い解消のような案件を下から上へもっていくことはむずかしく、トップダウンで進めなければならないと受け止めた。
- 企業： 取引関係にある会社間で持ち合い株式の解消について話し合うときは、営業担当者だけでなく、双方の株式担当者も出席する。株式担当者の間では、コーポレートガバナンス・コードを踏まえれば当然だと合意が成立して、話が前へ進む。持ち合い解消の後に商売に影響があったかと営業担当者に聞くと、全くないという答えだ。ただ、一部には岩盤のような持ち合い関係が残ってしまっている。
- 投資家： 保有先が売らせてくれないという問題に関しては、投資家と連携を図って対処することが出来るように思う。つまり、売ることを妨げようとする会社についての情報が何らかの形で投資家に伝われば、投資家からその会社にエンゲージメントをすることが打開策となり得る。実際に、投資家から売却を妨げないよう保有先へ申し入れた結果、売却に至った事例もある。
- 投資家： 結局は、企業と投資家との信頼が鍵のように思う。先ほどのアナリスト(27歳)の例でも、一生懸命勉強して、練達の経営者に何回も食らいついて良い質問を投げ掛けられるようになれば、経営者との間に信頼関係が築かれる。そうなると投資家の意見を経営者も尊重してくれようになる。実際、投

資家との対話から得られた気付きで変わっていった企業を知っている。そうした会社の株価は必ず上がる。会社・投資家双方にとってプラスになることだ。持ち合いの問題もそうした関係の中で前に進むのではないか。

投資家：売却を防げることはしない旨をコーポレートガバナンス報告書に記載して表明してほしい、と個別のエンゲージメントで会社に申し入れている。売却を妨げるような動きに対しては、とりわけ岩盤と言われる部分に対しては、投資家として議決権行使で反対するなど明確にメッセージを出すべきだろう。

#### <株式の政策保有に関する評価軸のブレ>

企業：コーポレートガバナンス・コードでは、政策保有株式の保有の適否について、資本コストに見合っているかを検証するとしている。そこで、企業側も資本コストに見合っていればいいと受け止めた。ところが、第22回会合報告書や本日の投資家サイドの議論は、一般株主利益との衝突や株主間の平等性の観点から株式の政策保有を問題視している。投資家の問題意識がそこにあるならば、コーポレートガバナンス・コードの表現も、利益相反や株主平等性の観点から政策保有株式の保有はおかしいとすべきではなからうか。

投資家：改訂前のコーポレートガバナンス・コードでは政策保有株式の保有の適否について、「リターンとリスクなどを踏まえて」としていた。コードの改訂では、「リターンとリスク」を外し、「資本コスト」の概念に置き換えた。株式というリスク資産の保有に対応する資本コストという考え方は財務的には座りがいい。一般株主利益との相反については、「取引の経済合理性」や「会社や株主共同の利益を害するような」という表現で言及している。金融庁が何故そうした直接的ではない表現にとどめたかを想像できないことはないが、実際のところはわからない。

企業：確認だが、投資家は株式持ち合いと政策保有株式の保有をほぼ等しいものと考えているか。

投資家：正確に言うと、政策保有株式は持ち合い株式のみに限られず、純投資以外の目的から保有される株式の全体を指す。片持ちの株式もこれに含まれる。

投資家：株式持ち合いについては、投資アプローチが異なることによって考え方にバラツキが生じることがあるように思う。そもそもアクティブ運用のアナリストとパッシブ運用のESGアナリストとでは着眼点や物の見方が違う。アクティブ運用のアナリストは投資すべき銘柄を探すことに注力し、ESGアナリストはマーケット全体の底上げを図ろうとする。そうした相違が株式持ち合いを評価する視点にも反映するのだろう。

投資家：株式持ち合いのような企業のガバナンスに関わる問題については、明確な意見をもつ投資家がいる一方で、問題の性格についてそもそもあまり良く理解していない投資家も多いという印象をもっている。

## < 残念な歴史: 行き過ぎた「経営安定化」の弊害 >

- 参加者: 企業経営者がある程度安心して長期的なプロジェクトに取り組める状態を経営の安定化と捉えれば、そのような安定化はどこの国でも必要だと考えられている。このような安定化の手段の1つが日本では株式持ち合いだったと理解している。経営の安定化について投資家はどのように考えているか。安定化の観点からどのような株式保有構造を理想的と考えているか。
- 投資家: 株式の政策保有により経営の安定化が行き過ぎてしまっているという問題意識がある。長期に業績が低迷している会社に対しては経営陣への交代圧力が高まって然るべきだが、安定化が行き過ぎればそのメカニズムが損なわれてしまうのではないかと考える。株式保有による事業提携の安定化の効果は確かにあると思うが、全体として行き過ぎた安定化の弊害の方が大きいと考える。もちろん企業側とのコミュニケーションを十分とるべきだが、ある一定のルールを設けて、その下で正すべきは正すという態度をとる投資家が増えることがむしろ望ましい。
- 投資家: 議決権行使との絡みで、買収防衛策に関しては一律に反対という方針を掲げる投資家もかなり多いと思うが、取締役会における独立取締役の比率が高いなど一定の条件を満たせば、買収防衛策を認めていいと私は考えている。投資家の意見は一様ではない。
- 投資家: 株式持ち合いや安定株主に守られて市場の規律が働きにくい状態で、経営規律の緩んだ企業でも淘汰されずに生き残ってしまった、という過去の残念な歴史について考える必要がある。個別企業にとって経営の安定化は重要だとしても、悪いレガシーとしての安定化はご破算にしなければならない。悪いレガシーが取り除かれた後であれば、一定の条件が満たされる前提で、先ほどのコメントのように買収防衛策も認められるのかもしれない。
- 投資家: 企業としては、長期プロジェクトに安心して取り組めるよう、安定株主を確保したいのだろう。しかし、投資家からみると、そのプロジェクトが本当に必要だと納得できない場合がある。また、業績目標がいつも未達だったり、経営成績が悪かったりで会社のトラックレコードに問題があるとき、計画の遂行能力を疑問視して提案されたプロジェクトを支持できない場合もある。このように投資家の支持を得られない中で会社がプロジェクトを強行すると、短期的な業績に響くことを嫌った短期投資家が保有株式を売って株価が下がるだろう。その際、長期のバリュウ投資家が買いどころと考えて投資するかもしれないし、あるいはアクティビストが入ってくるかもしれない。一方、良いトラックレコードの会社であれば、会社の説明に納得した長期の投資家が会社の提案するプロジェクトを支持するだろう。長期プロジェクトを会社が安心して取り組める環境とは、望ましい株主が固定化して生まれるというより、さまざまな投資家が合理的な理由により出入りした結果として形成されると見るべきだろう。

## < 良い経営を後押しする環境とは >

参加者： 投資家の意見を聞いていると、市場は正しい、投資家は間違っただ判断をしないという前提に立っているように感じる。しかし、大株主が居らず株式保有が分散化している市場において、経営者が防衛的な行動をとることには一定の合理性がある。経営成績の悪い経営者の交代が進むのは当然だとしても、だからといって経営者が常に首切り圧力にさらされているような市場がいいとも思わない。株式持ち合いが不適切だとすれば、それに代わる株式保有構造はどのようなものかという点に関心がある。どのような保有構造の下であれば経営者は安心して長期的な観点から経営に取り組めるだろうか。経営が安定しすぎることはもちろんよくないとして、安定化の適切なバランスをどのように取ればいいか。投資家の意見を聞きたい。

投資家： どの投資家に働き掛けたいか、つまりいわゆる投資家のターゲティングに関する助言サービスに、企業の関心が近時高まっていると感じる。望ましい株主構成に関する企業の問題意識は確実に存在するだろう。一方、経営者がすべて安定性を一番に重視するかというと、そうでないように思う。経営者の中には、「安定し、安心したらかえってよくない」と考えている人達が確実にいる。その人達は、「日々狙われることが経営」と考え、「だから安心して眠れない日々が続いている」。投資家の立場からすると、そうした経営者が率いる企業にこそ安心して投資できる。

投資家： 経営の安定化のバランスの問題を特定の株式保有構造に結び付ける捉え方は方向感として正しくないと考えている。それではどのような方向感がいいかという点、1つの鍵は機関投資家がリードするという考え方だろう。これはスチュワードシップ・コードの本質でもある。機関投資家が株主を代表して行動し、株主利益の全体をリードしていく、ということだ。もう1つは、バランスの良くない株主権限があるとしたら修正するという方向感だ。

投資家： 株式を上場したら不安定性のリスクにさらされるのは当然ではないか。そうしたリスクの下で経営を安定化させるのが経営者の役割だろう。グリーンメーラーやアクティビストが入ってくるのは、非効率な経営をしている会社だ。このように市場の働きによって経営者に圧力が掛かり、企業の資本効率が上がり、経済が回っていく。

投資家： 短期的な業績を犠牲にしても所要の長期投資を行う会社の株価が下がることはありうる。そうした事態の可能性を経営者が心配することは理解できる。ただ、そのような事態を回避するために経営者がなすべきは、投資家に説明を尽くして納得してもらうことだ。説明に納得した投資家は株式を持つし、納得しない投資家は退出する。そうした出入りを厭わないことだ。

投資家： 投資家や市場が常に正しい判断をするとは考えていない。投資家は間違っているかもしれないし、間違っただ投資家の声が拡大されることは適切でない。だから、機関投資家が個別に会社と対話して会社が受け入れなかったら、集団で東になってエンゲージメントするというエスカレーションの考え方には個人的には反対である。投資家が正しいとは限らないから、今日のようなやり取りを通して、企業側の声を聞くことが重要になると考えている。

### <投資家フォーラムについて>

日本が高齢化と人口減少に直面する中、いかに国富を維持・形成するかは国民にとって重要な課題です。この課題に取り組むためには、価値を生み出す資本の一層の有効活用、すなわち人的、知的そして財務的資本をより有効に組み合わせて新たな価値を創造することが求められます。それを行う場が企業です。個々の企業が競争力と収益力(稼ぐ力)を強化することが、日本全体として価値を創造する力を養うために必要な条件と考えます。

一方、投資家の役割はこうした課題を担う企業に対して資金を提供すること(新規公開や増資のみならず、内部留保もその一つ)です。投資した資金からリターンが生まれ、それがさらに再投資されて企業に一層の価値創造を促す。そうした好循環をつくりだすインベストメント・チェーンの一端を担う主体として投資家にも重要な役割“スチュワードシップ責任”が期待されています。

こうした観点から我々は企業の長期的な価値創造の取り組みについてより深く理解し、その上で企業が直面する課題について上場企業の方々と虚心坦懐に話し合いたいと考えています。

このような我々の関心に対して、コーポレートガバナンス・コードの施行により「株主との対話」のための環境が一層整うと期待される半面、日本版スチュワードシップ・コードや伊藤レポートが指摘<sup>(注1、2)</sup>するように、機関投資家等が知識や経験を共有し、企業との対話や判断を適切に行う「実力」を高める必要性が求められています。

そこで我々は、機関投資家が投資先企業に対するスチュワードシップ責任を適切に果たす実力を備えることを支援し、もって機関投資家と投資先企業との建設的な対話を実現し、当該企業の持続的な成長へ貢献することを目的として、「投資家フォーラム」を運営しています。

#### (注1)日本版スチュワードシップ・コード指針7-3

「対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。」

#### (注2)伊藤レポート(p.90)

「企業との対話に向けた『実力』を高めるため、機関投資家等が知識や経験を共有し、投資家間での忌憚ない議論や情報発信等ができるプラットフォームづくりを促進することも重要である。対話・エンゲージメントに関し、その深さや相手、対話軸はどうあるべきかといった共通基盤を知的インフラとして提供することなどが期待されよう。」

\* 投資家フォーラムの活動内容については下記のホームページをご覧ください。

<https://investorforum.jp>