

「政策保有株式」（持ち合い株式）に関する意見

2015年11月24日

富山和彦

2015年11月24日開催のステュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（以下「本会議」といいます。）（第3回）への出席に代え、同会議のテーマとして予定されている「政策保有株式」（持ち合い株式）に関する意見を、下記のとおり提出致します。

記

第1 政策保有株式、特に金融機関による政策保有株式は早急に解消に向かうべきである

- いわゆる政策保有株式について、コーポレートガバナンス・コードでは、「上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有に関する方針を開示すべきである。」「また、毎年、取締役会で主要な政策保有についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである。」「上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための基準を策定・開示すべきである。」と規定されている（原則1-4）。

しかしながら、真に長期的な企業価値の向上に資する政策保有株式の存在余地は非常に小さく、政策保有株式は、原則として、解消に向かうべきである。さらにはその弊害に鑑みると、特に金融機関による政策株保有は早急に解消すべきである。

- 我が国においては、1970年代頃までは、メインバンクをはじめとする金融機関による事業会社のガバナンス（デットガバナンス）が重要な役割を果たしており、金融機関による政策株保有は、デットガバナンス力を補完する機能を果たしていた。しかるに次第に事業会社自身がキャッシュフロー創出力を身に着けていくにつれ、また、80年代以降の金融緩和によって時価発行増資や債券市場による資金調達が可能になるにつれ、金融機関によるデットガバナンスはその機能を弱めていった歴史がある。さらには90年代に不良債権問題が深刻化する中で、金融機関自身の財務体質が悪化した結果、デットガバナンス力はさらに低下し、それと並行して政策保有株式のガバナンス上の意義も失われてきた。

- ・ 現在では、株主総会において選任された独立役員・社外役員によって取締役会を通じて経営に対する監督を利かせる、株式会社本来の姿であるエクイティーガバナンスの強化が求められており、コーポレートガバナンス・コードもそうした考えに立脚している。そこでは株主、取り分け政策保有のような株式を大量かつ長期的に保有する株主は、適切な株主権行使により、長期的な企業価値向上を支援する、ものを言う責任与党型の株主となることが強く求められる。平時は経営陣に対して適切な助言を与え、有事の際には役員解任権の行使も含めた大鉈を振るう役割が期待されるのである。

その点、ものを言う短期保有の野党型株主（アクティビスト）も問題だが、金融機関も含めた政策保有株主の多くが、企業の本音としては、「安定株主」として期待されており、これではすなわち「もの言わぬ（無責任な）与党株主」と墮してしまいガバナンス上の本来の役割を果たさないことを意味する。こうした「もの言わぬ与党株主」としての持合いに対するスタンスを多くの企業が変更していないと言われている。最近では、事業会社の側が、金融機関に対して、「取引関係の維持強化」を名目に政策保有株式の維持を強く要請するケースも耳にする。

しかし、デットガバナンスからエクイティーガバナンスへの転換が求められている中では、このような政策保有株式の維持を図る行為は、「取引関係強化」の美名の下、“無能な経営者同士の安全保障条約”を要請しているに等しい。それが真に長期的な企業価値の向上につながるものとは考えられない¹。

- ・ そもそも事業会社による政策保有も含め、上場企業株式の政策保有に関する「取引関係強化による会社利益の向上」というエクस्पラインが、オープンイノベーションが求められ、部品や材料の標準化が進み、取引先との関係が流動化、グローバル化する現代の企業社会の取引実態において、今やどこまで合理性を持ちうるか疑問である。安定株主となることと取引関係を紐付けることは、取引を「安定化」と同時に「固定化」することを意味するが、かかるダイナミックな大競争の時代においては、取引関係の固定化の競争上のコスト、デメリットはどんどん大きくなっているからである。
- ・ いわゆるグリーンメーラーのようなハゲタカファンド的アクティビストから企業価値を守るため、政策保有株式による「安定株主」が重要性だという議論も、裁判例や企業側による適正な対応策の蓄積が進んできたことで妥当性を失いつつある。

例えば、主権の濫用によって会社を食い物にする株主の跋扈を抑制するための判例蓄

¹ 政策保有株式に関する“エクस्पライン”の例として、「取引関係強化」の他、「業務資本提携関係の構築」を謳うものもある。確かに、資本提携を背景とした事業提携関係を構築することに一定の合理性がある場合もあるだろうが、事業提携関係が相手企業に対する株主共同の利益に合致する適切な株主権行使により規律されるものでないならば、結局は、これも“無能な経営者同士の安全保障条約”であることを、形を変えて述べたに過ぎない。

積も進み、合理的な買収防衛策の導入も認められている。また、現経営陣に対して敵対的な要素を持っている株主提案や買収提案に対しては、第三者の専門家や社外独立役員による独立委員会が、長期的な企業価値の維持向上の観点から適否を判断する仕組みも整いつつある。

かかる状況変化の中で、取引関係と紐づけされ、およそ現経営陣の味方をするを事実上、義務付けられている政策保有株主を「安定株主」として防波堤化することの必要性、妥当性は乏しい。私自身、産業再生機構時代、買収相手の現経営陣の退陣を前提とするという意味では、ある意味「敵対的」な立場から、三井鉱山、カネボウ、ダイエーなど多くの上場企業を買収したが、現経営陣の味方であるということと、株主をはじめとするステークホルダー全体にとっての企業価値を維持・向上することとは、必ずしも一致しないのが現実である。

- また、株式保有を通じた「取引関係強化」なるベネフィットを、「安定与党株主」としての株主権の行使に関連付けて享受しようというのであれば、それは刑事罰をもって禁圧される「利益供与」の疑義すら生むものであるという点を看過してはならない。“取引関係の有無・強化”は、物言わぬ与党株主であり続けることのエクスキューズにはならないのである。
- このように、上場企業株式に関する政策保有株式一般に関し、企業価値の長期的向上やガバナンス上のメリットがほとんど失われ、ガバナンスの空洞化というデメリットがより顕著になりつつあることに加え、特に金融機関による政策株保有は、金融危機等により上場会社の株価が急落した場合は、当該上場会社の株式を政策保有する金融機関のバランスシートの毀損がより深刻なものとなり、その結果、経済危機時における金融機関のもっとも重要な役割である事業会社に対する流動性供給力を大きく減殺することになるのであるから、結局、その“つけ”は、事業会社自身に帰ってくることになり、政策株保有の弊害はさらに顕著となる。すなわち、金融機関を巻き込んだ短期的な安定株主工作のための政策保有は、長期的なシステミックリスクの発生と深刻化の蓋然性を高め、事業会社自らの持続可能性を毀損する愚行となるおそれがある。

実際、我が国においても、1990年代初頭のバブル崩壊以降、いわゆる「貸しはがし」という形でこの問題は顕在化しており、リーマンショック以降、金融機関に対するレバレッジ規制が強化される流れの中で、かかる問題が再現、深刻化する潜在リスクはむしろ高まっている。
- 以上の次第により、上場企業間における政策保有株式は原則として解消、特に金融機関による政策保有株式は可及的早期に解消に向かうべきである。仮に、事業会社間において政策保有を維持する場合においても、次に詳述するとおり、長期的な企業価値の向上

という株主共同の利益に資する適切な株主権行使が厳格に行われるべきである (“Release” or “Exercise”)。

第2 事業会社による政策保有についても適切な議決権行使が厳格に求められるべきである

- ・ 上場企業が他の上場企業の株式をあえて政策保有するというのであれば、株主権、特に議決権は適切に行使 (Exercise) されるべきである。他の会社の株主である上場会社は、その株主権を行使することができるというに留まらず、以下に述べる観点から、これを適切に行使する厳格な“義務”があると考えるべきである。
- ・ まず上場企業は、広く一般の株主から資金調達を行い、その資金を事業という形で運用しているのであるから、機関投資家と同様の受託者責任を負っていると言える。したがって、他社の株式、特に上場株式を保有している場合、当該投資の中長期的な投資リターンの拡大を図るべく、スチュワードシップ・コードと同様の規律が潜在的に働いているとみるべきである。だとすれば、原則として議決権行使は、是々非々で厳しく行われなければならない、たとえ重要な取引先であっても、議決の賛否、取り分け経営者となることが予定されている取締役の選任に関しては、中長期の業績、ROE 動向などに照らして、真に長期的な企業価値の向上に貢献できない人物と判断するならば、躊躇なく反対票を投じるべきである。逆にかかる厳格な議決権行使姿勢が取引先との関係をかえって悪化させるリスクを懸念するならば、むしろ政策保有を解消 (Release) する方が、政策的に合理的な行動となる。
- ・ また、Exercise の義務は、取締役の善管注意義務からも導かれる。当然のことながら、上場企業の実務取締役は、自社に対して善管注意義務を負うのであり、当該上場企業が他の上場企業の株式を政策保有する場合、取締役は、善管注意義務に基づき、保有株式に係る議決権を“適切に”行使しなければならない。議決権を適切に行使しなかった結果、保有先企業の長期的な企業価値が毀損されるということになれば、それは、ひいては保有元である自社の企業価値を毀損することにつながり、自社に対する善管注意義務を果たしたことはないからである。
- ・ 加えて、共益権である議決権については、個々の株主、特にガバナンス上の影響力の大きい大量保有株主（政策株保有株主も、多くの場合これに該当）は、株主共同の利益に資するように行使する潜在的な責任を負っている。それがまさに「共益」権といわれる所以である。もし政策株を保有する株主が、当該企業との取引関係や経営者との良好な

関係を維持するといった利己的な目的を、企業価値の長期的向上に優先して議決権行使を行うならば、それは株主共同の利益に反する議決権行使となる危険性を孕んでいる。自ら上場企業として高い公器性を有する以上、政策株を保有する上場企業は、株主共同の利益に反する議決権行使を行うべきではない。米国などでは、こうした議決権行使は、場合によっては、少数株主に対する fiduciary duty（受託者責任）違反で訴えられるリスクを内包している。我が国ではかかる法理は、法律上、明記されていないが、これはコーポレートガバナンスに関する法政策上の後進性を示していると言わざるを得ない。

第3 総括：政策保有解消に向けた制度的裏付けも必要

以上のとおり、政策保有株式については、“Release” or “Exercise”、すなわち、その解消に向かうか、政策保有を続けるのであれば適切な株主権行使が行われるべきである。

ドイツでは、株式の持ち合いを解消するため、キャピタルゲイン課税を非課税とするといった措置が講じられたが、我が国においても、政策保有の解消を後押しするような制度的な裏付けについても議論が進められるべきであるという点を最後に付言しておきたい。

以上