

2009年5月25日 全6頁

説明責任が求められる株式持ち合い

～ 企業の株式保有に対する批判が高まる ～

経営戦略研究所
藤島 裕三

相次ぐ評価損の計上を契機として、株式持ち合いは株主総会の争点となろう。

[要約]

- 2005年頃から事業会社を中心として、企業の株式保有および株式の持ち合いが活発化した。その財務構造をリーマン・ショック以来の相場低迷が直撃、評価損が収益を圧迫している。
- 株式保有・持ち合いによる収益圧迫が顕著な企業に対しては、株主が株主総会の役員選任議案に反対票を投じることも考えられる。企業としては可能な限り説明を試みる必要がある。
- 具体的な開示方法としては、提携のニュースリリース事例を参考にしたり、投資決定のプロセスを開示したりすることが考えられる。今総会シーズンを第一歩と位置づけるべきだろう。

1. 株式持ち合いに関する基本認識

今日に至る株式持ち合いの変遷

戦後の財閥解体で個人に放出された株式を、メインバンクを中心に再編された系列グループが買い集めたのが、株式持ち合いの端緒といわれる。1960年代の資本自由化に伴う外資脅威論、1970年代のエクイティファイナンス・ブームも、系列を軸とした株式保有構造の進展に拍車をかけた。ピークは1990年頃だったと見られる。

バブル経済の崩壊後、企業の資金繰りが悪化したことや、株価急落により評価損が発生したことで、株式持ち合いは解消が目立つようになる。特に銀行は自己資本比率規制をクリアするため、積極的に持ち合い株式を放出した。しかし2005年前後の景気回復局面から、事業会社を中心として再度、株式持ち合いが活発化している。

株式持ち合いに指摘される問題点

そもそも株式持ち合いは資本の空洞化であって、株式会社における資本充実の原則に反するという、根本的な矛盾を内包している。その他に指摘される問題点として、
資本の非効率な運用：事業収益性を上回る投資利回りを得るのは難しい、非効率な取引の温存：資本関係を理由に取引関係の改善や見直しを怠る、株主総会の機能不全：相互に与党株主となって経営陣の保身を助長する、などが挙げられる。

なお「株式持ち合い」という言葉は、字義通りならば「A社がB社の株を、B社がA社の株を持つ」ということになる。しかし、現実にはC社・D社などが介在した、複雑な関係も存在する。またA社のみがB社株を保有する「片持ち」も、資本の空洞化に関する批判は当たらないものの、上記～の懸念については同様に存在する。したがって本稿では以下、広く政策目的の株式保有を「持ち合い」とする。

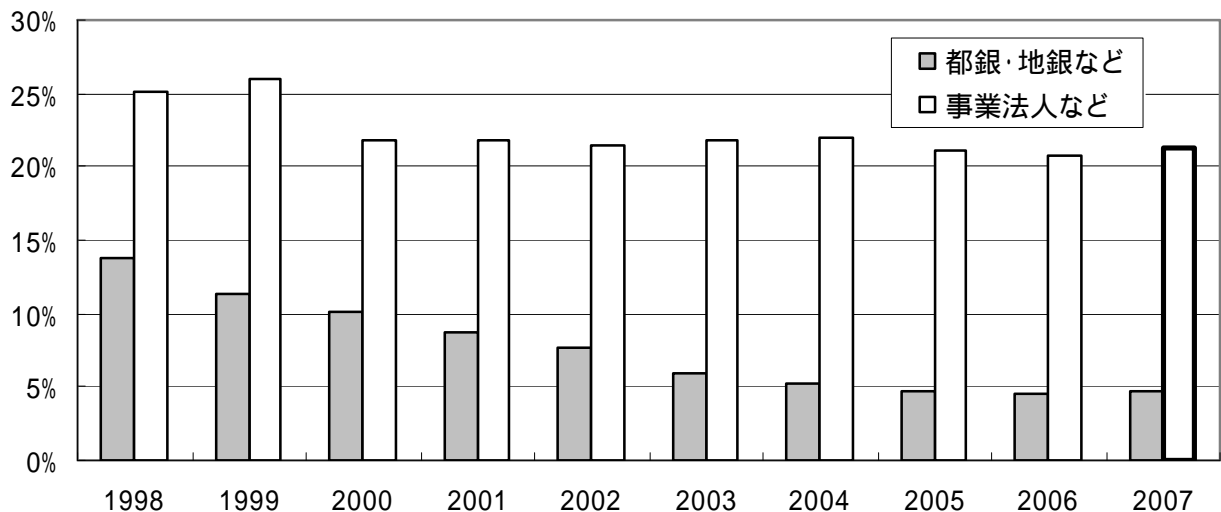
2. 近時における株式持ち合いの動向

事業法人の株式保有
比率が上昇

都銀・地銀および事業会社などによる株式保有の割合は、前述した通り 1990 年頃をピークに減少基調で推移してきた。最近 10 年間に於いても年毎の増減はあるものの、2006 年には都銀・地銀は 4.6%、事業会社は 20.7%まで低下した（図表 1）。ただし 2007 年に関しては、都銀・地銀は 0.1p 増の 4.7%と下げ止まり、事業会社は 0.6p 増の 21.3%と、全体を通じて最大の上昇セクターとなった。その他の主要なセクターとしては、外国人が 0.4p 減（27.6%）、個人は 0.1p 増（18.2%）に止まった。

なお D I R 資本市場調査部のレポート¹によると、「株式保有比率」は 2006 年から、「持ち合い比率」は 2005 年から、上昇に転じている。これらについて同レポートは、「最近になって持ち合い強化の動きが現れたものと解釈できよう」と分析する。

図表 1 都銀・地銀および事業法人などによる株式保有比率の推移



東京証券取引所など「平成 19 年度 株式分布状況調査」より D I R 経営戦略研究所作成

多額の評価損を計上
した企業が続出

リーマン・ショック以来の相場悪化を背景に、当 2009 年 3 月期決算において、株式関連の評価損を計上した企業が続出している。評価損が主因となって最終赤字に転落した例も少なくない。そのような企業の株価が下落したり、併せて減配を発表したりすれば、株式持ち合いに対する投資家の批判が勢いづくのは必然だろう。

例として時価総額の上位 10 社を対象に、株式関連の評価損失額を多く計上している企業を、株主資本等変動計算書などから金額の順に抽出する。なお以下は未実現有価証券評価損、市場性のある有価証券の未実現損失、などの金額である。三菱 UFJ フィナンシャルグループ 7,763 億円、トヨタ自動車 2,931 億円、パナソニック 560 億円、ホンダ 250 億円、東京電力 261 億円、キヤノン 51 億円。

¹ DIR 資本市場レポート「依然として続く、事業会社の株式持ち合い強化」
(<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/cross-share/08111801cross-share.html>)

「保有株」は上場企業が保有する上場株式、「持ち合い株」は 2 社が保有する相手側株式のおのおの全て。

3 . グローバルな株式持ち合いの状況

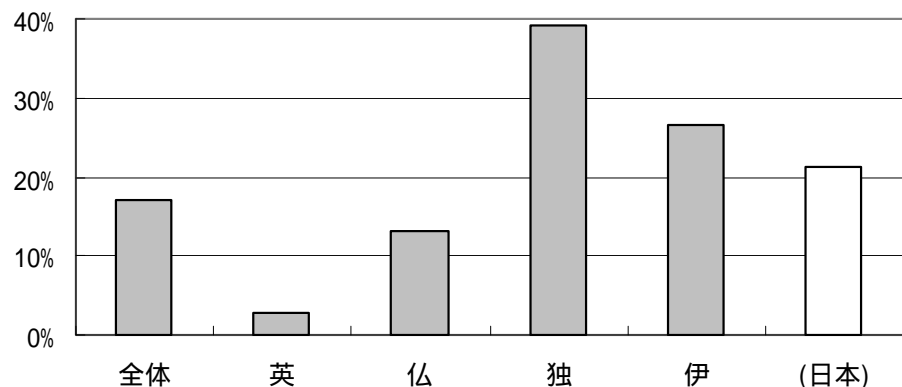
米英の株式持ち合い
は実質ゼロ

米国 F R B (Board of Governors of the Federal Reserve System ; 連邦準備制度理事会) は資金循環統計²において、株式資産 (Corporate Equities) の保有内訳を公表している。これによると 2008 年末の時価総額は 15.1 兆ドルだったが、商業銀行 (Commercial banking) の保有分は 3 億ドルに過ぎない。事業会社に至っては独立した項目すら存在しない。米国において持ち合いは実質ゼロといってよいだろう。

欧州に関しては、 F E S E (Federation of European Securities Exchanges ; 欧州証券取引所連合) が、域内各国の株式保有構造を明らかにした調査³を発表している。最新版 (2008 年 12 月公表) によると、銀行 (Banks & other) の割合は 5% で日本と同水準、事業会社 (Private non financial companies) については 17% と下回っているものの、全般的にはわが国と似通った持ち合い構造が存在しているといえる。

特に事業会社について、主要な国別に見てみる (図表 2) 。まず英国は 2.7% と極端に少ない。米国と同様、持ち合いはほとんどないとみなすことができる。一方で大陸欧州諸国 (G 7 加盟の 3 ヶ国) は、10 ~ 40% の範囲と相応の保有比率となっている。こと大陸欧州と比較した場合、わが国の持ち合い構造は決して顕著ではない。

図表 2 欧州全体および主要国の事業会社による株式保有割合



FESE “ Share Ownership Structure in Europe ”より D I R 経営戦略研究所作成

外国人株主の大部分
は米英投資家

もっともわが国の外国人株主としては、大部分を米英の投資家が占めている。良し悪しは別として彼らは自国の尺度で株主としての言動を行うこと、そもそも持ち合いには前述した問題点が内在することなどから、現状の持ち合い構造に否定的な声は避けられないだろう。なお、日本より事業会社の保有割合が高いドイツとイタリアは、外国人株主比率が 21.3% と 13.9% であり、共に日本 (27.6%) を下回っている。したがってわが国企業は両国以上に、持ち合い批判には敏感にならざるを得ない。

² FRB “ Flow of Funds Accounts of the United States ”
(<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/annuals/a2005-2008.pdf>)

³ FESE “ Share Ownership Structure in Europe ”
(http://www.fese.eu/_lib/files/Share_Ownership_Survey_2007_Final.pdf)

4 . 機関投資家による批判が高まる

外国人投資家による
批判が先鋭化

2008年5月、機関投資家による国際的な業界団体であるACGA（アジア・コーポレートガバナンス協会）は、「日本のコーポレートガバナンス白書」を発表した⁴。同白書には共同提唱機関として、米国のカリフォルニア州職員退職年金基金（カルパース）や、英国のハーミーズ・ファンド・マネジャーズなどが名を連ねる。

同白書が提言する6項目の論点中、第6に「株主総会と議決権行使」がある。その中で株式持ち合いは「投票権の取引」とされ、少数株主の権利を奪うものと非難している。また「企業資金の極めて下手な運用」と手厳しい。ACGAは「株式持ち合いと、投票取引を減らす方策が大いに歓迎される」と対応を促している。

同2008年5月、英国ザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンド（TCI）は自らが筆頭株主だった電源開発（Jパワー）に対して、増配など5項目を議題とする株主提案を実施した。その1つである「定款一部変更の件（株式投資に対する制限）」の中で「友好的な会社との株式持ち合いにより、経営陣に対する株主の監視が形骸化してしまい、経営陣の説明責任が全うされなくなる」ことを主張した。

また2008年10月には米系のスティール・パートナーズ・ジャパンが、やはり当時筆頭株主だった江崎グリコに「株式持ち合いによる損失の対処を要請」する書簡を送付した。その中でスティールは「シナジー効果が見えない日本企業との間の株式持ち合い」を非難した上で、「貴社経営陣は、投資有価証券運用ではなく、食品メーカー運営の責を負っていらっしゃることを再認識」するように要求した。

国内の機関投資家も
否定的な立場

もちろん国内の機関投資家も、株式持ち合いに無批判であった訳ではない。わが国コーポレートガバナンスのオピニオンリーダーである企業年金連合会は、議決権行使基準において「既に厚い自己資本を有していながら、株主等に対し納得のいく説明もなく、内部留保を積み増している場合には、肯定的な判断はできない」とする。その論理構成から持ち合いに対しても、しばしば厳しい見解を表明してきた。

矢野朝水・元企業年金連合会専務理事は「資本関係を持てば深い関係を構築できるという企業が多いが、具体的な効果を示してほしい。納得できる説明を聞いたことはほとんどない」「持ち合いに使うお金は『死に金』だ。設備投資やM&Aなど成長に向けた使い道がないのであれば、株主に返すべきだろう」と発言している⁵。

2008年6月の株主総会シーズンでは、エーザイが事業報告において他社との詳細な株式持ち合いの状況を開示した。これについて蔵本祐嗣・大和住銀投信投資顧問投資調査部長は「本来在るべき姿の第一歩」と評価した⁶。逆に言えばそれだけ国内を含めた機関投資家は、持ち合いに関する説明不足を問題視しているといえよう。

⁴ ACGA「日本のコーポレートガバナンス白書」
([http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA_Japan_WP_May2008_\(Japanese2\).pdf](http://www.acga-asia.org/public/files/ACGA_Japan_WP_May2008_(Japanese2).pdf))

⁵ 日本経済新聞「株持ち合いじわり復活 / 買収防衛を優先」2006年4月27日

⁶ 日本経済新聞「エーザイ、株持ち合い開示 / 上場企業で異例」2008年6月19日

5. 株主総会議決権行使における影響

各種ガイドラインにおける記載

機関投資家の議決権行使基準（公表ベース）において、「株式持ち合い」に関する記載がある例を紹介する。大和住銀投信投資顧問は取締役選任議案に関して、「株主価値を損なう不適切な、ポイズンピルの導入 / 株式持ち合い / 企業合同などを行なった企業」については、取締役の適格性を検討するという⁷。また米系のブラックロック・ジャパンは買収防衛策の項目において、「第三者割当や特定者向け私募増資によって持ち合いを形成しようとする場合」は「適切に判断する」としている⁸。

議決権行使助言コンサルタントの日本プロクシーガバナンス（JPG）は、2009年2月に助言・分析ガイドラインの見直しを発表した⁹。その中で買収防衛策については、「原則反対」とした上で、実質的検討の段階に進むための2要件を示す。

株主総会議決などにより株主の意思が反映されるものであること、さらに招集通知に株式持ち合いについての方針説明があること
独立性のある社外取締役が2名以上いること

特に の後段における「株式持ち合いについての方針説明」に関しては、「特別利害関係にある者による投票の影響が軽微であり、持ち合いに関与しない多数の株主の意見が歪められない状況が確認できること」との注釈が付されている。

総会シーズンを睨む新たな動き

前述したように、多くの企業が業績悪化に加えて多額の株式評価損を計上しており、機関投資家は運用成績を底上げするため、積極的な議決権行使で働きかける姿勢を見せている。もっとも株式持ち合いそれ自体が株主総会の議案となることは考えにくい。ため、投資家が議決権行使によって直接的に異を唱えることは難しい。損失が多い場合には取締役の経営責任を問う、買収防衛策が過剰なものか判定する材料にする、といった対応になろう。ただし今総会シーズンにおいては、多くの機関投資家が防衛策に「原則反対」のスタンスを採ると見られる。したがって、株式持ち合いに対する批判が反映される議案は、専ら取締役選任議案となるのではないか。

報道によると、日興アセットマネジメントは投資先に対して、持ち合い解消を求めの方針という¹⁰。合理的な理由がなく来年以降も改善が見られない場合、「経営陣の再任に反対するなどの措置」を講じる。また東京海上アセットマネジメントと大和住銀投信投資顧問も、株価下落による評価損失が多額に達している企業で、株式持ち合いの状況や説明によっては、取締役再任に反対する可能性があるという¹¹。

⁷ 大和住銀投資顧問「議案別議決権行使ガイドライン」
(<http://www.daiwasbi.co.jp/pdf/giketsu.pdf>)

⁸ ブラックロック・ジャパン「議決権行使について」
(<http://www.blackrock.co.jp/pdf/others/vote.pdf>)

⁹ JPG「2009年のガイドライン見直しについて」
(<http://www.j-pg.jp/topixfile/20090204.pdf>)

¹⁰ 日本経済新聞「株持ち合い解消要請 / 投資先 2000社に数年で処分求める」2009年5月15日

¹¹ 日本経済新聞「業績悪化企業に反対姿勢 / 株持ち合いも注視」2009年5月19日

6. 持ち合いに求められる説明責任

説明を尽くす真摯な姿勢が望ましい

もっとも投資家サイドとしては株式持ち合いに対して懸念を表明こそすれ、早急にゼロとすることは要求していないのではないかと考えられる。持ち合いはわが国の慣行として厳然と存在しており、ビジネス実態を無視してまで解消を強いるとは考えにくい。彼らは投資先の企業に対して、説明責任を尽くす姿勢を期待しているのだろう。その期待に企業側が真摯に応えれば、機関投資家の受託者責任にも適うことになる。

差し当たって今株主総会シーズンにおいては、招集通知で情報開示を行うことが、取り組みの第一歩として期待される。具体的な記載箇所については、議案に買収防衛策があれば末尾に追記してもよいし、添付の事業報告に独立した項目を設けてもよいだろう。端緒としては簡単な内容でも、記載が存在することが重要である。これを材料に投資家と意見交換を実施、来期以降の対応を検討すべきである。

提携の考え方や投資プロセスを示す

開示方法の参考として、業務・資本提携に際して各社が発表したニュースリリースがまず挙げられる。例えばシャープとパイオニアは提携に際して、提携の目的と内容を詳細に説明した上で「業務提携をより密接にかつ確実に進めていくため」資本提携を行うとしている¹²。全般的な方針としても、経営ビジョンや中期経営計画における目標を提示、その達成のため必要ならば業務・資本提携を実施する、と説明することは可能だろう。資本関係が業務提携にプラスとなるかは異論が多いが、企業としての考え方を明らかにしておくことは、投資家との対話において意味があろう。

他に有効だと思われるのは、投資決定のプロセス（検討組織、評価法など）を説明することである。例としては「当社は出資を含めた投資案件について、社内横断的な検討組織である『投融資委員会』が審査する。その際にはリスク・リターンの観点から厳正にチェックされる。なお審査対象は 億円以上の案件とする」といった文言が想定されよう。投資収益率を試算する際などにおける、外部専門家の積極的な活用などを明示することも、投資家から信頼を得る一助になるかもしれない。

ガバナンス改革こそが究極的な回答

以上を参考に、企業サイドは可能な範囲で、株式持ち合いの説明を試みられたい。なお投資家に向けた究極的な回答は、コーポレートガバナンス改革に尽きる。取締役会が少数株主の意思を十分に汲むことができる構成であれば、株主総会が持ち合いで空洞化しても関係なく、株主重視による経営判断が徹底される。そもそもそのような取締役会であれば、非効率な株式取得が決定されることはないだろう。

- 以上

¹² 「シャープ株式会社とパイオニア株式会社の業務・資本提携に関するお知らせ」2007年9月20日
(http://pioneer.jp/press/pdf/Organization070920_1.pdf)