

(2009/07/31)

第22回「日本企業、ガバナンスのさらなる問題点」

今回は首相の諮問機関である金融審議会などの提言を受けて、主に日本企業のガバナンス(統治)構造の論点と考え方を書きました。今回は金融審の提言で指摘したその他の論点について、PEファンドの立場から整理します。

1 第三者割当増資、特に大幅な支配比率の変化を伴う場合の問題

金融審の論点をごく簡単に要約すれば、「有利発行に該当しない第三者割当増資については、既存株主の関与なく取締役会の決議のみで実行することが可能であり、それによって既存株主の議決権の希釈化や支配権の移動が可能であるのは問題でないか」というものです。

有利発行とは「時価よりも有利な価格」での新株発行です。時価は一般的に、発行決議する直前半年以内の任意の期間の平均株価を用いることができ、その平均株価から下方乖離(かいり)がおおむね10%未満ならば時価とするのが実務上の慣習です。取締役会の決議のみで実行できるのは、定款に定めた発行可能株式数(授權資本)の上限までで、それを超える場合には株主総会で定款の変更が必要です。定款に定めがあれば、第三者割当増資は普通株のみならず、議決権のない種類株などでもできます。ただ、種類株に議決権のある場合や、普通株に将来転換する権利が付してある場合は、理論的には同様の問題が発生し得ます。

上場会社の取締役の判断のみで既存株主の議決権を希釈化できることや、支配権の所在が恣意的に選択できてしまう点は、確かにガバナンス上問題が全くないとは言いきれないでしょう。

そこで、金融審の提言では「資金使途、割当予定先との資本関係、事業場の契約や取り決め、割当先による増資予定会社の株式保有方針などの情報開示を求めるのが適当」としています。「割当予定先が増資の引き受けにあたりどのように資金の手当てを行なっているかについて上場会社に確認手続きの実施を求め、確認の方法および結果についても適切な開示を求めることが適当である」とも結論付けています。さらに「大幅な支配権の希釈化を伴う大規模な第三者割当増資などについては、証券取引所において十分な透明性を確保するとともに、経営陣から独立した者からの意見聴取や株主総会決議などによる株主意思の確認など適正手続を確保するための措置が講じられるべきであり、法定開示においてもこれらの情報の開示を求めることが適当」としています。

筆者は金融審の提言の趣旨には賛成ですが、一方で世間ではいくつか誤解されている点や留意点があると考えています。

この問題は企業の資本調達機動性を確保しつつも、それが既存株主の利益に反するものであってはならないという観点で考えるべきだと思います。したがって、その増資の目的が最も重要なポイントです。

まず、授權資本がいくらあり、どの程度の新株が発行可能かというのは、株主には既知の事実です。逆に言えば、既存株主は企業の取締役会に、経営上必要ならば授權資本枠までの新株発行を委ねていることになります。つまり、資本調達の機動性のメリットは既に既存株主から認められているといえなくもありません。

次に、「株主利益の希釈化」の概念は、金融審では正確に「議決権の希釈化」と定義していますが、多くの場合、あたかも株主の経済的利益が薄まるかのようにとらえられがちな点も注意が必要です。調達した資金はバランスシート(貸借対照表)の上では現金という資産項目の増加になり、1株当たりの資産が減るわけではありません。それが株主の期待利益率を上回る運用(例えば設備投資による売り上げ・利益の増加など)に振り向けられている限り、株主にとっての経済的な意味での希釈化、つまりデメリットは全くないといっても過言ではありません。

第三に、現実的な問題として経営不振企業の株価形成は意外にゆがんでおり、理論的な株価は時価を大幅に下回る場合が多いことはあまり指摘されていません。すなわち、不振企業が市場の時価で増資するのは、それだけで既存株主にとって有利な話です。仮に有利発行であったとしても、既存株主に不利だとは限りません。例えば会計上は資産超過でも、実態的には債務超過の企業も現実にはあります。そういう企業の理論的な株価はゼロです。有利発行であったとしても、そこに第三者割当増資でキャッシュという資産が入ってくることは、当該企業の生き残り、既存株主の利益のために非常に大事なことになります。こうした企業の資本調達は急を要する場合があります。金融審も「企業再建における利用は正当化される」としています。極論すれば、「企業再建」というよりは「株価が経営実態に比べて割高な企業」であれば全て少数株主の利益に沿っており、正当化されてもいいはずですが。

最後に、増資の引受元に資金源の開示を要求するという点です。仮にPEファンドにその背後の投資家の開示を求めれば、投資家の側に様々な問題が生じます。日本のPEファンドだけが大きなハンディキャップを負い、その結果、日本企業だけが世界の投資家の投資資金の受け入れ機会を奪われかねません。

2 MSCBの問題点

MSCB(株価によって条件が変わる転換社債)は、普通株式への転換権が付いた社債の中で、転換価格がそのとき時価などを基準に上下へ修正可能な債権です。この中でも特に問題とされるのが、下方修正条項しか付いていないケースです。こうした転換社債(CB)を保有する主体は転換価格が低ければ低いほど有利なので、転換時までには時価を下げるように「売り崩す」、すなわち違法な相場操縦的な行為に出るのではないかとの疑心暗鬼が背景にあるといえます。実際、ある時点でそのCBが普通株に転換されることが分かれば、CBの持ち主がそのヘッジのために株を売るのはむしろ自然です。「売り崩し」と紙一重でもあり、見極めは容易ではありません。

そうしたことを背景に、これらに対する開示や規制の強化がうたわれているのです、これにもいくつか論点があります。

まず、信用力が不十分な発行体の場合、返済の必要のない資本金の調達手段は極めて限られています。本来は銀行が融資を維持するか、必要資金を貸し増せば済むことも多いのですが、近年は企業の純資産のレベルが銀行の融資行動に大きな影響を与えているのが現実です。そんな中、MSCBの発行は最後のとりでとしての役割を果たしてきた面もあることを忘れてはなりません。

次に、仮にMSCBが発行された後に(そのヘッジによってかどうかは別にして)株価が下落したとしても、そういった企業の株価形成自体がそもそもゆがんでいたケースも多いのが現実でしょう。理論値に比べて現実の株価が割高であった場合、理論値に収斂(しゅうれん)するのはむしろ当然です。ヘッジ売りによって一時的に理論値を割り込んだとしても、理論値を下回った株価は、中期的には元に戻るものです。

株価が理論値を上回っている(つまり株価が割高な)企業、特に信用力が低い企業の株主にとっては、仮にMSCBであろうと、資本調達の実現による不測の事態回避が優先されるべきです。その結果、株価が理論値に収斂しても、中期的にはリスクの低減になるといえるでしょう。

3 MBOの場合などの少数株主保護の問題点

MBO(経営陣が参加する買収)の場合には、経営者の側にはなるべく株を安く買い取りたいという買収者としての意向と、株主のためにできるだけ高く売るべきという取締役としての責務との間に、根本的な利益相反が発生します。この問題はPEファンドが関係する可能性がある利益相反の一環として、連載第5回で詳細に取り上げており、本稿では省略します。

4 グループ化の問題点

持ち株会社が解禁となった1997年以降、重要な事業を営む会社を純粹持ち株会社の傘下に置くようなケースがこれに相当します。上場しているのは持ち株会社のみで、重要な事業会社の監督は持ち株会社に委ねられてしまい、株主が直接事業会社を監視できないという問題です。

また、子会社の役員の立場に立てば、親会社以外の株主のプレッシャーが直接かからないことは大変楽であり、持ち株会社の役員は子会社の監督を怠れば株主代表訴訟の対象になる、やや不合理な面もあります。グループが巨大化し、現場の実態の把握に時間がかかるような場合、持ち株会社の役員のリスクは相当に高くなるでしょう。

したがって子会社である重要な事業会社については、持ち株会社の責任において詳細な情報開示が必要であることはいうまでもありません。そうしたことが法制化され、経営実態が常に株主の目にさらされるべきでしょう。

5 子会社上場、持ち株会社化の問題点

大企業を中心に、親会社が存在しながら子会社が上場しているか、持ち株会社になっているケースがこれに相当します。

親会社と上場子会社の間には事業上の関係があることが多いのです。その親会社と、上場子会社の株主の間には潜在的な利益相反が存在します。上場子会社の少数株主利益よりも、親会社の利益を優先する可能性があるからです。このような親子上場は原則として好ましくありません。事業の多角化が市場でマイナスに評価される「コングロマリット・ディスカウント」という言葉があります。利益率の高い事業を持ちながらも、それが生む現金を低収益率の事業の下支えにするような複合企業の場合、企業価値は棄損され、株価にはネガティブなインパクトがあるといわれています。

仮に今後も親子上場が認められるならば、子会社上場に際して少数株主の利益を十分に配慮できるグループ会社出身以外の社外取締役および監査役の選任を、金融審は求めています。利益相反関係が適切に管理され、親会社による権限乱用を適切に防止するような実効性のあるルールを整備の検討すべきということです。

筆者もおおむね同感ではありますが、子会社上場は外部株主のガバナンスを効かせて企業を活性化する意味合いもあります。金融審の提言を踏まえた規制を導入の上、当面は存続もやむをえないと考えています。

なお、親会社の定義の中には、PEファンドのように当該企業と事業上の関係のない純粋な投資家を含むようなことがあると本末転倒です。その点は混乱がないことを祈りたいと思います。

6 株式持ち合いの問題点

株式の持ち合いは日本独特の慣習です。特に上場会社同士の場合、議決権を持ち合い、株主によるけん制機能を弱める目的である場合が多く、ガバナンス上大きな問題となっています。この株式保有はガバナンスを効かせないことを前提としているだけに、投資効率は当然悪くなります。そればかりでなく、相場の下落局面では他社株式の保有がその企業の本業と関係ないところで財務諸表に大きな悪影響を与えるのも問題です。

また、日本では銀行が融資を通して企業に対し強大な力を保持してきました。銀行による株式の保有は、中期的な企業の成長を望む一般株主と、債権の保全を目的とする銀行との間で大きな利益相反を生むばかりでなく、銀行による優越的地位の乱用の素地にもなりかねません。独占禁止法や銀行法で銀行による一般事業会社の株式保有に制限を設けているのは適切です。その趣旨に照らせば、銀行がファンド運営会社の株式保有やその役員OB派遣などによって、直接・間接に影響力を持つPEファンドを通じた企業の株式保有も禁止されるべきであることは論をまちません。

こうした株式の持ち合いや銀行の株式保有に対して、できるだけ早期の規制強化が、日本企業のガバナンス強化と健全な発展のために不可欠です。同じことは、前回論じたガバナンス構造でもいえることで、相互に役員を派遣する、「役員の持ち合い」のような慣行も、正常なガバナンス構造を実現するため、直ちに中止すべきだと思います。