

ポスト持合い時代への対応

コンサルティング・ソリューション第一部
深澤 寛晴

資本市場との関係の再構築が求められている

[要約]

- 金融機関が政策保有(主に持合い)株式の売却を進めた結果、安定株主が減少している。株主総会で会社提案への賛成率が低迷するケースが散見されるなど、日本企業の敵対株主リスクが高まっている。グローバルな経済・市場環境もその傾向を助長している。
- 敵対株主リスクへの対応として、資本市場との対話により安定株主以外の株主の信頼を高めることが求められている。具体的には(A)投資家の視点から企業の将来を語る(コーポレート・ストーリー)こと、(B)(A)の実施を監督する機能としてのコーポレート・ガバナンスの向上を図ること、(C)(A)及び(B)に関して投資家に正しく伝えること、の3つ。
- 企業は資本市場に関連して多くの課題を抱えている。相互に関連しているケースが多く、複数の課題を整理して対応していくこと、すなわち資本市場との関係を再構築していくことが求められている。

持合いの解消＝安定株主の減少

従前、金融機関との株式持合いは長期的な視点からの経営を可能にするなど日本的経営の強みの1つとされ、1985年度には都銀・地銀及び生損保¹の保有比率は4割近くに達していた(図表1)。しかし、90年代後半以降、金融機関の保有比率は大きく低下しており、直近では7.2%となっている。背景には不良債権問題、株価の低迷、時価会計の導入、及び自己資本規制(バーゼル/ソルベンシー)等が挙げられる。自己資本規制の厳格化や国際会計基準(正式には国際財務報告基準、IFRS)導入が議論される中、今後も金融機関との持合い解消が進む可能性は高いと見るべきだろう。

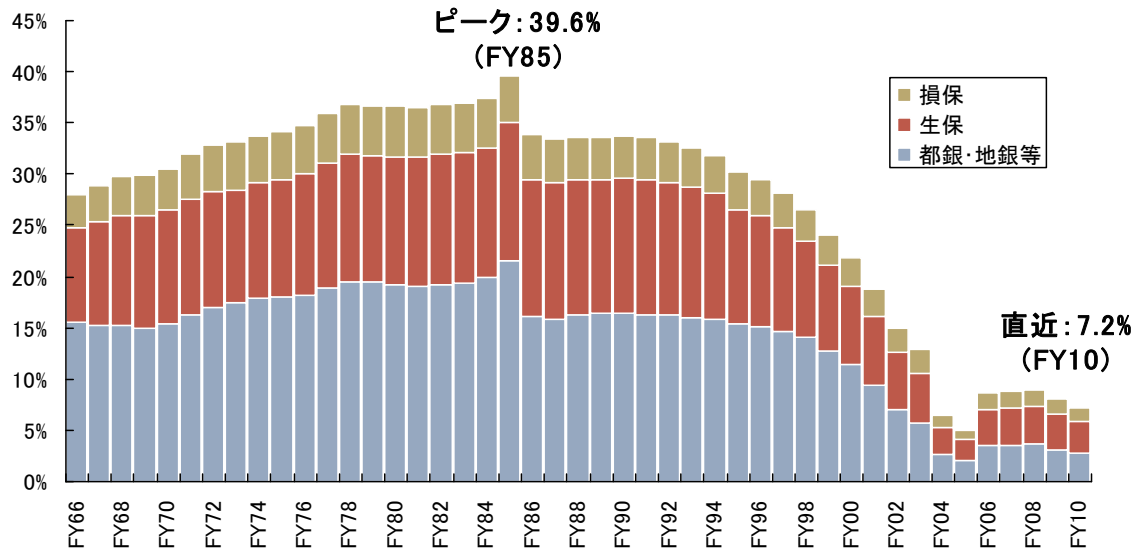
株主構成の大きな変化への対応を迫られている

金融機関の持合い解消に加え、リーマン・ショック以降増資を行った企業は少なくないから、日本企業の株主構成は大きく変化している可能性がある。安定株主に関するアンケート結果を見てみよう(図表2)。00年度には安定株主の比率が40-60%台と回答した企業が60%に達していたが、10年度には32%まで低下している。一方で10-30%台と回答した企業は28%から55%に上昇している。日本企業は株主構成の大きな変化

¹ 生保の多くは相互会社のため「持合い」にはならないケースが多いが、便宜上、本稿では生保による政策的な株式保有も含めて「持合い」とする。

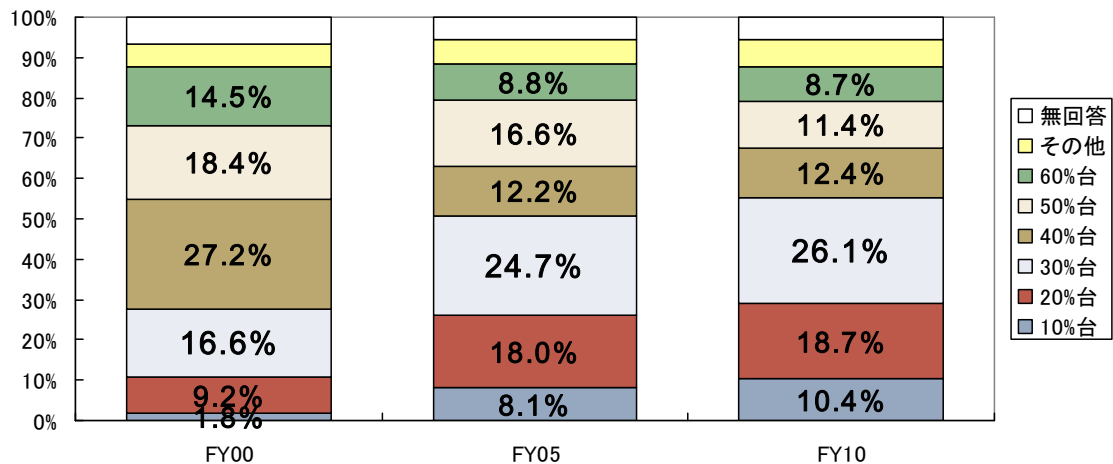
への対応を迫られていると言ってよいだろう。

図表 1 東証上場企業の所有者別持株比率：都銀・地銀等、生損保の推移



出所：東証より大和総研作成 注：単元株ベース。2004-06年度はライブドアの大幅な株式分割等の影響を受けている。

図表 2 安定株主の比率 (資本金 300 億円超)



出所：商事法務より大和総研作成

敵対株主リスク高まる

安定株主の減少に伴い増加しているのが機関投資家だ。実際、ファンド等が大量保有報告書を提出 (=5%以上を保有)するケースが増えている²。近年では機関投資家が

² 近年、大量保有報告書が多く提出されるファンド等の投資先を見ると、金融資産を多く保有する企業が多い。例えば、シルチェスター・インターナショナルは2006年度以降58社に関して大量保有報告書を提出しているが、この58社に関して金

議決権行使に積極的に取り組むようになっており、株主総会において会社提案に反対票を投じることも珍しくない。例として、日本梱包運輸倉庫の2011年株主総会における各議案の決議状況を見てみよう(図表3)。社外監査役選任議案に対する賛成率が約60%と低いのは候補者の独立性への懸念からと考えられるが、取締役選任に対する賛成率が70%台前半というのは異例とも言える低さだ。当時、同社の20.8%(議決権ベース)を保有していたシルチェスター・インターナショナルが反対に回った可能性は否定し難い。このように表立って経営者と対峙するケース以外でも、経営者へのレター等を通じ水面下で経営改善や株主還元を要求することもあるようだ。経営者と対峙する株主が増えてくると、経営に悪影響を及ぼす、更には買収し易い企業とみなされることが懸念される。このようなリスクは敵対株主リスクと呼ぶことができよう。

図表3 日本梱包運輸倉庫の2011年株主総会の議案と賛成率

	議案内容	備考	賛成率	反対率*
1	剰余金処分		94.89%	3.16%
2	定款変更		98.35%	0.09%
3	役員賞与		74.45%	21.24%
	取締役選任			
	1 代表取締役社長		70.72%	24.55%
	2 代表取締役副社長		72.48%	23.00%
4	3 常務取締役		72.47%	23.00%
	4 常務取締役		72.48%	22.99%
	5 常務取締役		72.47%	23.00%
	6 取締役		72.47%	23.00%
	7 取締役		72.48%	23.00%
	監査役選任			
5	1 社外監査役	弁護士。所属する事務所に相談料支払い。在任17年	59.90%	34.12%
6	退職慰労金		60.76%	33.36%
7	ストックオプション		73.85%	21.77%
8	役員報酬限度枠変更		95.12%	2.94%

出所：同社臨時報告書・有価証券報告書より大和総研作成 * 反対率は反対・棄権数の議決権総数に対する比率

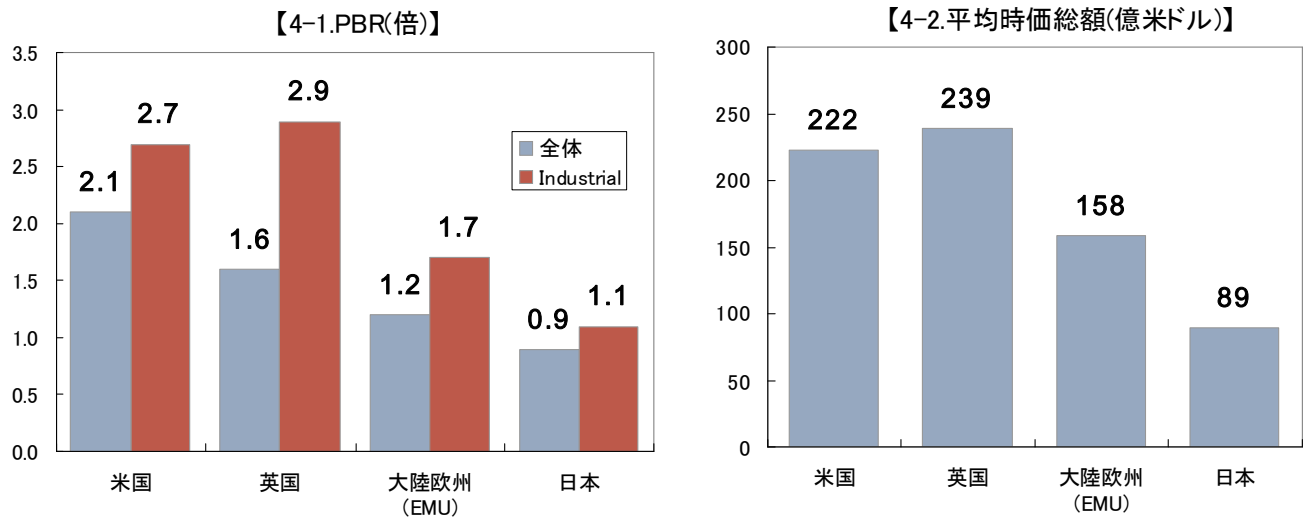
カネ余り、割安な株価、欧米に比べて小さい企業規模、が敵対株主リスクを押し上げている

グローバルな経済・市場環境も日本企業の敵対株主リスクを高める方向に作用している。具体的には、(1)世界的なカネ余り、(2)割安な株価、(3)欧米に比べ小さい企業規模(時価総額)が指摘できる。(1)の背景としては、日米欧における金融緩和、新興国の為替介入(介入によって得た外貨がソブリン・ウェルス・ファンド(SWF)等を通じて市場に流入)、少子高齢化等が挙げられる。余った「カネ」の多くは運用機関等を通じて市場に流入する。Pension&Investments誌によると、世界の運用機関が運用する資金は43.1 超米ドル(2010年)に達しており、これに比べると東証の時価総額は8.9%に過ぎない。運用機関が運用資金のごく一部を動かすだけで日本企業を買収できるのが現状だ。

(2)割安な株価と(3)小さい企業規模に関しては、欧米企業との比較を図表4に示す。

融資産(現預金・(投資)有価証券)の総資産に対する比率(2006-10年度平均)を計算すると中位値は28%に達する。これは上場企業(金融除く)の中位値20.5%を大きく上回る高水準。これが経営者との対立要因となるケースも少なくないようだ。

図表 4 PBR 及び平均時価総額の比較 (2012. 1)



出所：MSCI BlueBook より大和総研作成

まず(2)に関して図表 4-1 で見てみよう。日本企業の PBR は 0.9 倍と(会計上の)解散価値を下回り、欧米に比べ割安水準にあることが分かる。業種構成の違いを反映するため、Industrials セクターに限定すると、その差は更に際立つ。(3)に関しては、図表 4-2 に示す通り日本企業は英米企業の約 40%、大陸欧州企業の 56%に過ぎない。経済成長の鈍化する中、業界再編の遅れが過当競争を招き、収益性を低下させた結果、と解することもできよう。割安で小粒な企業は買収し易い。安定株主の減少と併せ、日本企業の敵対株主リスクは従前にはないレベルまで高まっていると考えるべきだろう。

資本市場との関係の再構築が求められる

個人投資家や事業会社間の持合いも対応策の 1 つ

敵対株主リスクへの対応は 2 つに分けられる。1 つは株主構成を見直し、金融機関以外の安定株主を増やすことだ。安定株主として考えられるのが個人投資家と事業会社だ。前者に関しては、株主総会等で会社提案に反対するケースは少ないとされること、スティーブル・パートナーズが 2007 年に天龍製鋸に対して行った TOB で個人投資家の多くが TOB に応じなかったこと、が注目される。ロイヤルティの高い個人投資家を増やすことができれば、敵対株主リスク低減に一定の効果が期待できそう。後者に関しては、金融機関との持合い解消を機に、事業上の関係のある企業間を中心に株式を持合う動きがあるようだ。しかし、リーマン・ショック後の株価下落局面で持合い株式に関して巨額の評価損を計上する企業が少なくなかったこと、IFRS 導入を巡る議論等を通じて市場の見方が厳しくなっていること、から株価変動リスクに注意が必要と言える。

もう 1 つの対応は資本市場(投資家)との対話を通じて安定株主以外の株主の信頼を高めようとする取り組みだ。具体的には(A)投資家の視点から企業の将来を語る(コーポレート・ストーリー)こと、(B) (A)の実施を監督する機能としてのコーポレート・ガバナンスの向上を図ること、(C) (A)及び(B)に関して投資家に伝えること、の 3 つだ。(A)のポイントは「投資家の視点」だ。中期経営計画等を策定・公表する企業は珍しくないが、依然、社内の経営管理の視点が強いなど投資家の視点に立ったコーポレート・スト

重要なのは資本市場との対話。ポイントは以下3点
 (A) コーポレート・ストーリー
 (B) ガバナンス
 (C) IR

リーとして十分な内容とは言い難いものが少なくない。近年では具体的な経営指標の目標値を掲げるなど投資家の視点を取り入れようとする動きも散見されるが、未だ改善の余地のあるケースが多いようだ。

(B)に関しては、オリンパスや大王製紙といった直近の不祥事が注目されがちだが、従前から日本企業のガバナンスに対する海外投資家の評価は高いとは言い難い。取り組みの遅れている企業では株主総会の決議にも影響するから、喫緊の課題と言える。社外取締役の設置等の取り組みは広がっているものの、海外投資家の要求水準を十分に満たす水準とは言い難いのが実態のようだ。(C)はIRに他ならない。各企業の状況に応じて個人、国内機関投資家、海外機関投資家等のターゲットを定めて(A)及び(B)の取り組みを伝えていく必要がある。海外機関投資家の場合、グローバル株ポートフォリオの一部として日本株に投資するケースが増えている点に注意が必要だ。運用担当者が日本株の専門家でないだけに「日本特有の事情」は通用しない。各投資家の特徴を踏まえたIRが求められよう。

近年、企業が直面している課題は敵対株主リスクだけではない。資本市場に関連するものだけでも、以下が挙げられる。

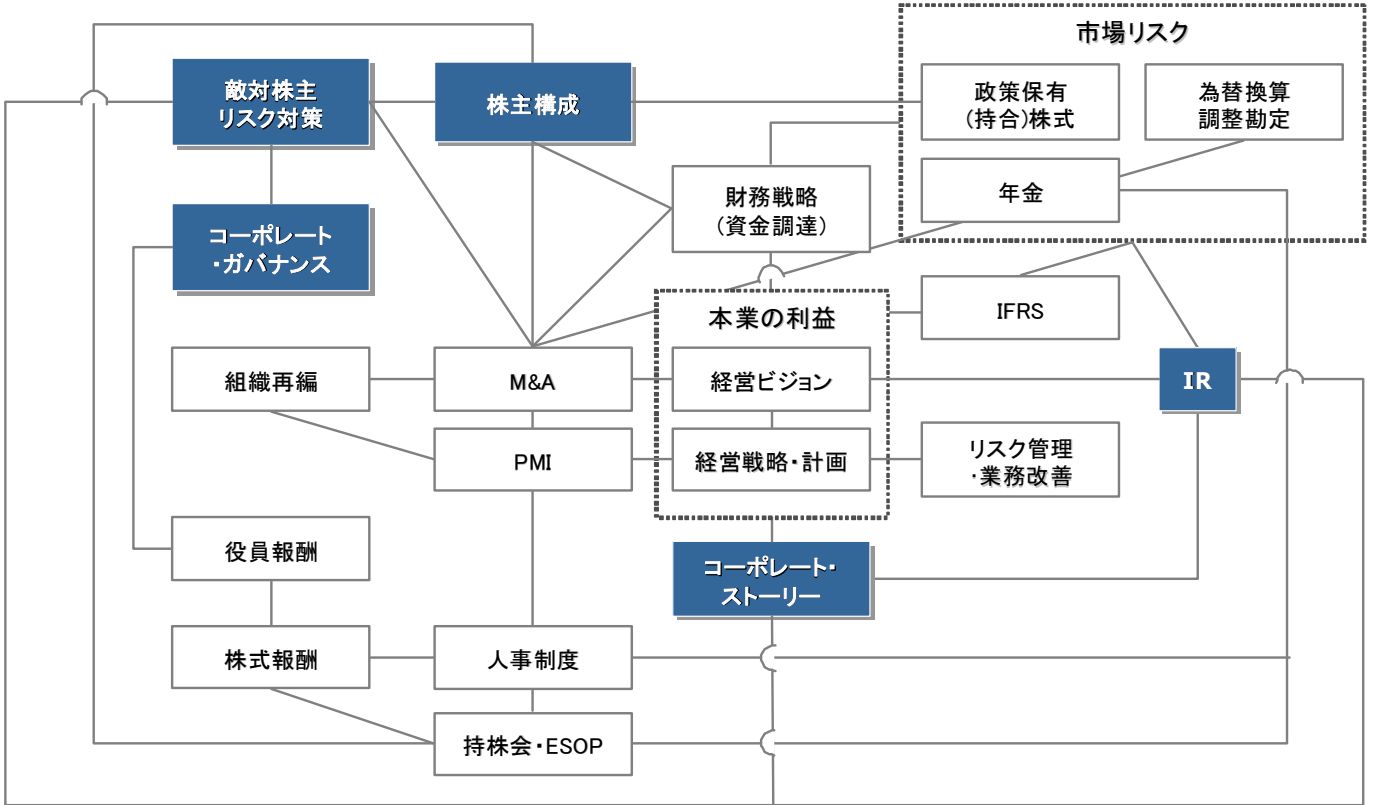
- 海外進出を含む成長戦略：明確なビジョンと戦略を持って実行する必要がある。M&Aは重要な選択肢の1つ。海外企業を買収する場合には、その後の為替リスク(為替換算調整勘定)も検討課題となる。人事制度や持株会社化等、M&A後の統合(PMI)も課題になろう。
- 会計基準(特にIFRS)：IFRSの最大の特徴の1つは時価会計。持合いを含む政策保有株、退職給付(企業年金)、為替換算調整勘定等の市場リスクが包括利益に直接的に影響する。市場リスクの管理や投資家に対する説明(IR)が課題となる。
- 退職給付(企業年金等)：人事制度の問題であると同時に、年金資産の運用リスク、退職給付債務(PBO)の金利リスクといった市場リスクの管理も重要。成熟化に伴いキャッシュフローの負担が増大するケースもあるようだ。
- 資金調達・財務戦略：成長戦略のための資金調達、事業・市場リスクに耐え得る財務健全性の確保等、課題は多い。エクイティ・ファイナンスの場合には株主構成が変わる点にも注意が必要。
- 自己株(金庫株)の扱い：株主還元(負の資金調達と位置付けられる)の一環として自己株買いを進めた結果、自己株が積み上がっている企業は少なくない。消却も選択肢だが、成長戦略のための資金調達やESOP等に活用することも可能。株主構成にも影響する。ESOPの場合には人事制度上の位置付けにも検討を要する。

資本市場との関係の再構築が求められる

ポイントは各課題の間に高い関連性があることだ(図表5)。各課題に優先順位をつけて対応していく必要があるが、他の課題への影響を十分に考慮する必要がある。本稿で指摘した敵対株主リスクへの対応に関しても、資本市場との対話により安定株主以外の株主の信任を得る施策が効果を発揮するまでに時間を要するとすれば、その間は事業会社間の持合いも選択肢となろう。別途、これに伴う株価変動(市場)リスクの

管理も必要となる。資本市場に関連した複数の課題を整理して対応していく、すなわち資本市場との関係の再構築が求められていると言える。

図表5 企業が直面する課題



出所：大和総研作成