株式持ち合い時代の 終焉

高橋文郎

青山学院大学大学院
国際マネジメント研究科教授

CORPORATE FINANCE

株価を気にしなかった日本企業

これまでの日本企業と米国企業の経営者の大きな違いの一つとして、株価に対する考え方が挙げられる。一般に米国企業の経営者は自社の株価水準を非常に気にする。なぜなら米国では株主価値を最大化するのが経営者の責務であると考えられており、業績が悪化し、株価が低迷すると、経営者は責任をとって辞めざるを得ない事態になりうるからである。

しかし、これまで日本企業の経営者の多くは、タテマエは別として、ホンネでは自社の株価にあまり関心を持つことがなかったといえよう。株主の利益を考えての企業経営を行ってきた経営者はほんの一握りであった。業績低迷が続いて、企業の存続が危うくなり、株価が低落するような事態になれば別であるが、企業がほどほどの利益を上げている限り、株

価が少し低下しようと気にしない経営者が多かったのである。あるいは経営者として株価を別に気にする必要がなかったという方が正確かもしれない。

周知のように、このように日本の経営者が株主の利益を意識せずに企業経営を行えたのは、広範な株式持ち合いのもとで、株式投資のリターンを求める株主の割合が低かったため、株主から利益を高めるような圧力がほとんどかからなかったためである。さらに日本では、株式市場で形成される株価は企業の業績よりも相場環境や投資家の思惑で形成されるといふ株価観が広く共有されてきたことも株価軽視の背景になっていたといえるであろう。

このような環境のもとでは、企業が利益を高めるように株主から圧力が加わることが少なかったため、経営者の経営責任の取り方も非常に甘かった。自社が掲げた業績目標が達

成されない場合でも、責任をとって辞める経営者などほとんどいなかった。このような無責任な経営体制が、バブル崩壊以降の長期的な業績低迷の一因になったといっても過言ではないであろう。

比率を高める外国人株主

しかし、今や状況は全く変わった。長年続いた株式持ち合いの時代が終わろうとしているのである。

BIS(国際決済銀行)の自己資本規制の下で、銀行の株式保有は銀行の経営の不安定性を増す要因となった。また、銀行による事業会社の株式保有制限もあり、ここ数年、銀行は持ち合い株式の売却を積極的に進めてきた。一般事業会社にとっても、資産の有効活用が要求され、また持ち合い株式の時価評価が行われるようになり、持ち合い解消の必要

性が高まった。

この結果、二〇〇三年度の株式分布調査によれば、銀行(信託を除く)、生損保を合わせた株式保有比率は一四・〇%になり、かつての三〇%程度の半分の水準にまで低下している。これに代わって、持株比率を高めたのが外国人株主で二一・八%になっており、個人投資家(二〇・五%)と合わせると株主に大きな影響を与える存在となっている。このような状況の下で、最近では「さらば株式持ち合い」という言葉が新聞紙上をにぎわすようになってきている。

このように安定株主に代わって、純投資の株主の保有比率が高まるも、企業経営者は株価に関心を払わざるを得なくなっている。企業の業績が悪化すれば、外国人投資家や機関投資家は経営方針の是非を問うとともに、業績改善策を要求するであろうし、最終的には株式売却で応じることになる。

このため、企業の経営政策や業績動向を投資家に的確に伝えるインベスター・リレーションズ活動がCEO(最高経営責任者)やCFO(最高財務責任者)の重要な活動の一つとなっている。

また、わが国でも機関投資家のなかでインベスター・アクティビズムという新たな動きが生まれつつある。一九九〇年代に米国最大の年金基金であるカルパースカリフォルニア州公務員退職年金基金)が、業績不振が続く企業に経営政策の変更や経営者の退陣を迫り、その結果、米国を代表する大企業の何人かの経営者が退陣したのは有名な話である。

日本でも厚生年金基金連合会やその他の年金基金がカルパース同様の「物申す株主」として積極的に議決権行使する姿勢に転じている。厚生年金基金連合会は今年六月に開催された株主総会では議案の三割に反対したと報じられている。このようなインベスター・アクティビズムへの対応も今後のCEOやCFOの重要な役割となるであろう。

いよいよよじまる敵対的企業買収

このように安定株主比率が低下する状況の下では、業績不振が続き、株価が低迷する企業は企業買収の絶好の対象になる可能性がある。いよいよ日本でも敵対的企業買収が本格的に起こる可能性が生まれたのである。

わが国では一九九九年に株式交換による買収が認められたが、二〇〇六年には外国企業

による株式交換も認められる予定である。株式交換のメリットは、株式を買収するための現金がいらぬことである。自社の株価が高ければ、それだけ少ない株数で買収相手の株式を取得できるので、いわば株価が企業買収の武器になるのである。

現在、日米大企業の株式時価総額を比べてみると、米国の同業他社が日本企業の時価総額の一〇倍以上になっているというケースも多くみられる。米国の大企業が本気になれば、日本を代表する大企業といえども簡単に飲み込まれてしまう可能性があるのである。

このような状況の下で、もはや上場企業の経営者は自社の株価に無関心ではいられない。企業の価値は企業が将来生むキャッシュフローの現在価値として定義される。このことを考慮すると、「キャッシュフローを創出する事業の仕組みを構築すること」と「キャッシュフロー創出の状況を正しく投資家に伝えること」はCEOやCFOの責務といえるのである。

これからの経営者には、真に価値を創造する経営政策を選択するとともに、投資家に業績を積極的に開示することによって、投資家からの信任を得ることが要求されることになる。そして、業績目標が達成できないときには潔く経営責任をとる姿勢も必要とされる。上場企業の経営者には、ぬるま湯ではなく、厳しいプロとしての企業経営が要求される時代になったのである。