

政策保有株式見直しを契機とした 攻めのバランスシート改革



小川幸夫



笹井 仁

CONTENTS

- I コーポレートガバナンス・コード適用後の政策保有株式処理の動き
- II 政策保有株式の処理における課題

要 約

- 1 コーポレートガバナンス・コード適用により、政策保有株式保有の経済合理性と保有目的の説明が必要になっている。東証上場企業は、原則としてコードに沿った対応を図り、政策保有株式を減らしていくことや経済合理性の検討を開示した。実際に持合い株売却を打ち出す、あるいは実行する企業は増加傾向にあると見られ、一部の企業では政策保有株式だけでなく、関係会社まで踏み込んだ事業の入れ替えが進んでいる。
- 2 しかしながら、上場企業全体で見ればまだまだ政策保有株式の保有は続いており、開示はしても、実態的には取り組めていない企業が多い可能性がある。政策保有株式を保有する企業においては、取引先とのしがらみがあることや判断基準がないといった声がある。一方で保有される側では、株主に買い取りを要請されたといったケースもあり、実際に政策保有株式の処理に問題を抱えた企業は多い。
- 3 政策保有株式の見直し=売却処理を実現していくためには、その必要性を検討する段階、処理方針の検討段階、売却の各実行段階において課題やハードルがあると想定される。
- 4 それぞれの段階における課題を解決するためには、①企業の財務的な実態を把握すること、②戦略と財務を総合的に判断した方針検討、③資本コストを加味した定量的な判断、そして④経営主導で売却処理を実行する強い意志が必要である。
- 5 資本生産性向上に向け、政策保有株式の見直しを行うことは、すなわち事業とバランスシートそのものを見直すことに他ならない。海外に比べ低ROE企業が多いといわれる日本企業は、コーポレートガバナンス・コード適用を契機に自らの状況を再認識した上で、攻めのバランスシート改革を行うべきである。

I コーポレートガバナンス・コード適用後の政策保有株式処理の動き

1 【原則1-4 いわゆる政策保有株式】の目的と要請

東証が策定した「コーポレートガバナンス・コード」(以下コード)が2015年6月1日より施行された。本コードは、上場会社のコーポレートガバナンスに大きな影響を与える73の原則から構成される。その原則の中にいわゆる「政策保有株式」に関する原則(原則1-4)が置かれており、上場会社については、政策保有株式の保有方針の開示、保有の経済合理性・将来見通しに対する具体的な説明、議決権行使のための基準の策定・開示が求められている(図1)。

このような原則が置かれた趣旨は、上場会社が政策保有株式を保有することに対する経済合理性、および出資会社に対する公正なガバナンス発揮についての不透明さの排除である。つまり、政策保有株式については、以前から上場会社側からは「政策保有株式は提携などを通じて事業上の利益につながる」との見方がある一方、株主・投資家の側からは、①利益率・資本効率の低下や財務不安定化のリスク、②「議決権の空洞化」(議決権行使を通じた監視機能が形骸化すること)といった議決権行使に関する懸念などが指摘されてきた。この問題の背景には、上場企業と株主の間に「情報の非対称性」が存在し、株式保有の意味合いが株主にとって必ずしも明確なものではないという構造が存在しているからである。従って、本原則では、こうした構造などを踏まえ、政策保有株式に関する開示の

図1 原則1-4 いわゆる政策保有株式

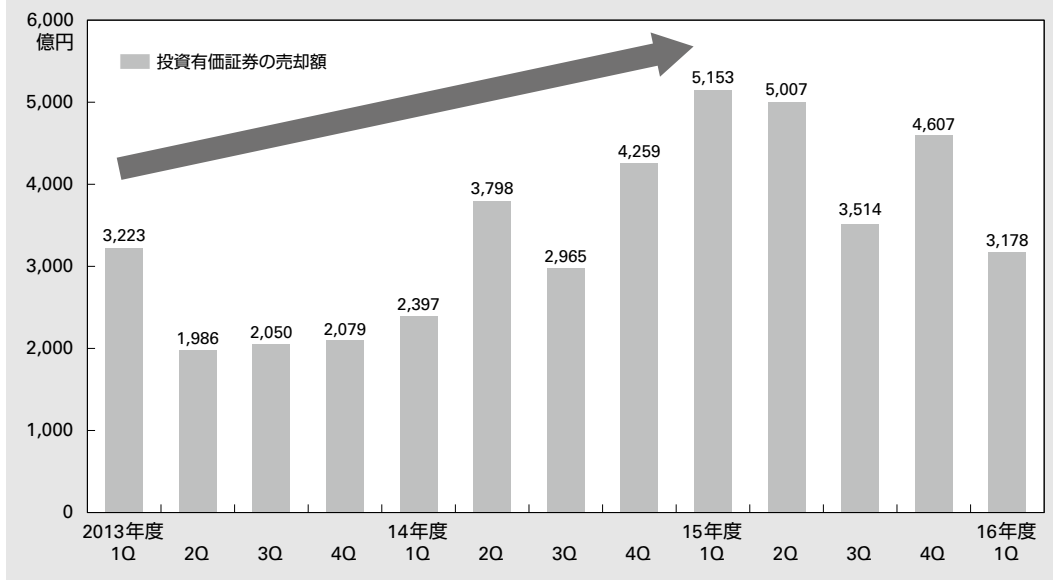
- ・上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有に関する方針を開示すべきである
- ・また、毎年、取締役会で主要な政策保有株式についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである
- ・上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための基準を策定・開示すべきである

規律を強化することにより、上場会社と市場との対話を通じて合理的な解決策を見出すことに主眼を置いたアプローチ^{文献}を採用している。

これらのことから、本原則はあくまで政策保有株式の保有や、その狙い、合理性についての説明などを求めるにとどまり(原則1-4本文の掲載)、政策保有株式の解消を直接的に求めるものではないといえる。

ただし、コーポレートガバナンス・コードに先立ち自由民主党から発表され、策定議論にあたって参考とされた「日本再生ビジョン」において、明確な政策保有目的での持ち合いは、合理的理由がない限り、極力縮小すべきである、と掲げられている。また、「コーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」においても、メンバーより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(富山・政策保有株式に関する意見)との意見がなされている。これらを踏まえると、実質的に上場企業には説明・方針の策定にとどまらず、処理に向けた行動が求められている

図2 2013年度からの上場企業における投資有価証券売却額推移



と考えるべきである。

2 各社のコード対応と 政策保有株式処理の動き

原則1-4の実施状況を見てみると、実施率が91.9%を超えており（東京証券取引所、コーポレートガバナンス・コードへの対応状況<2015年12月末時点>）コードへの対応という観点でいえば、高い実施率といえる。

また、実際に上場企業における投資有価証券、関係会社株式の売却額推移を確認すると、コードが施行された15年度第1四半期に金額の増加が確認される（図2）。しかし、実際に政策保有株式の解消が上場企業全体に進んでいるかといえ、必ずしもそうとはいえない。図3は上場企業の総資産に占める投資有価証券の比率推移を検証したものであるが、ここ数年は投資有価証券比率は減少傾向にあるものの、上場企業の総資産において依然として一定の割合を占めていることが見て

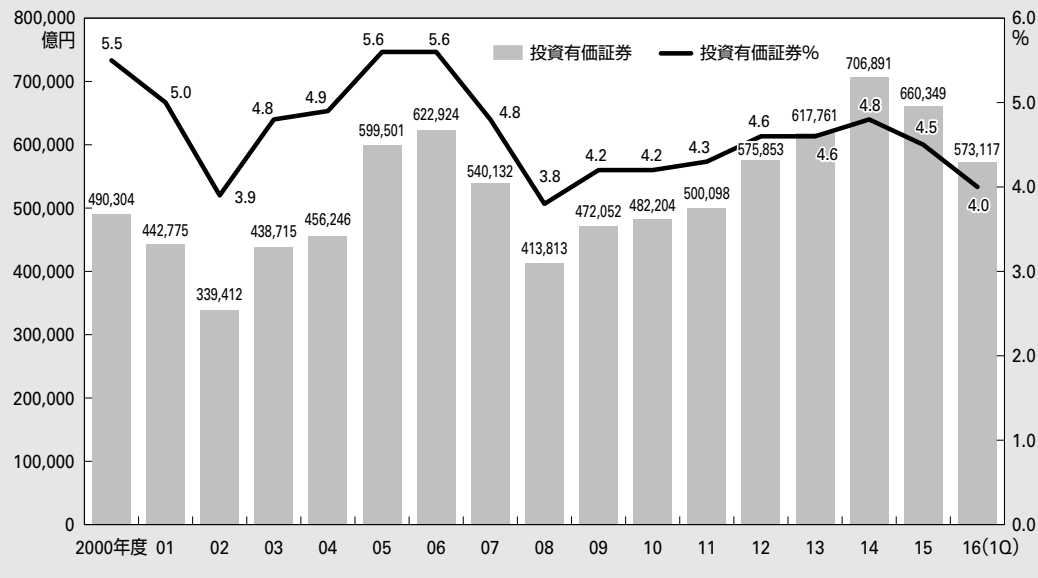
取れる。このことから、一部では実際に政策保有株式処理に向けた動きが加速しているものの、多くの企業ではコードをコンプライしているにとどまり、長期的な企業価値を向上させるための政策保有株式処理には踏み切れていないことが推察される。

II 政策保有株式の処理における 課題

1 日本企業において実際に 起きている事象

野村総合研究所（NRI）では、2015年に上場会社の経営企画部門を対象に、政策保有株式に関するアンケート調査を実施するとともに、個別インタビュー調査を実施した。そこでは、保有している上場株式のみならず非上場株式も含めて処理していくことを検討しているが、「処理の判断基準がないこと」「事業上のしがらみ」「株価低迷などにより、売却

図3 上場企業の総資産に占める投資有価証券の比率推移



できる環境にないこと」などの理由により、
処理が進まない状況が窺えた。

実際の事例を見ていきたい。

事例① 取引先の投資有価証券を巨額に抱え 資本効率を下げる企業

事例①の企業は、総資産に占める投資有価証券の割合が10%である。同社では、過去の取引経緯で取引先の株式を多数保有してきたが、現在は取引のほとんどない企業も多数含まれている。同社のROEは7.5%と同業他社10%に比べて低いが、投資有価証券の利回りは1~2%程度にとどまっており、換金化して自己株取得を行えば、同業他社と同程度のROE10%を目指せる状況にある。

しかし、事業部からは保有方針を変更することでの取引への影響を危惧する意見が多数示されるとともに、明確な保有売却ルールがないことから、政策保有株式の処理に関する議論が進まず、保有を継続しているとのこと

である。

事例② 事業戦略不在から投資が本業となり、 資金の本来的活用が停滞している企業

事例②の企業は、総資産の3~4割が投資有価証券で運用されている会社である。事例①と異なり、本業の収益性が低く、苦戦が続く中、投資有価証券の利回りは10%程度と高く、本業並みの収益基盤となっている。このように投資有価証券の収益寄与度が大きいため投資有価証券の売却が進まず、本業の抜本改革も進まない状況である。

同社は、ROEが同業他社平均5%に対して8%と高水準だが、投資家からは将来の成長戦略が明確化されていないと見られており、株価も同業他社比で低い水準にとどまっている。

このようになっているのは、そもそも事業戦略の筋道が明確になっていないため、投資

有価証券の是非を判断する基準も明確にできず、投資有価証券を保有するという手段が目的化していることに起因していると考えられる。

事例③ 業務提携を意図して出資するものの、出資以降の処理方針が停滞している企業

事例③の企業では、事業部門の一つの事業強化を狙いに、生産委託や人的交流とセットで、提携先（非上場会社）にマイノリティ出資を行った。

しかし、出資後、事業面の投資対効果や提携先の業績のモニタリングが不十分になっていた。

その後、当該事業部門の撤退を契機に、同社株式の売却の検討を行ったが、少数持分かつ非上場会社、業績が芳しくないなどの理由により、売却が困難な状況に陥っている。

このように当初は業務提携など事業シナジーに向けた積極的な保有目的があったもの

の、その後形骸化、業績不振により株式が塩漬けの状態になっている状況である。

2 政策保有株式（非上場株式含む。以下同様）の処理において越えるべきハードル

これらの事例に鑑みると、政策保有株式の売却・処理といっても一朝一夕にできるものではなく、売却・処理に向けたハードルを認識した上で、個々のハードルに対して適切な対策を打っていくことが必要と考えられる。

NRIでは、それらのハードルを三段階に分けて次のように課題整理した（図4）。

(1) 実態把握と必要性検討

まず、実態把握と必要性を認識するために、投資有価証券の保有が資本生産性の低下につながっていないのかを把握することが一丁目一番地である。

そのためには、同業他社とROEやROICの比較を行い、どの財務構成要素が自社の課題

図4 想定される企業内での問題や課題

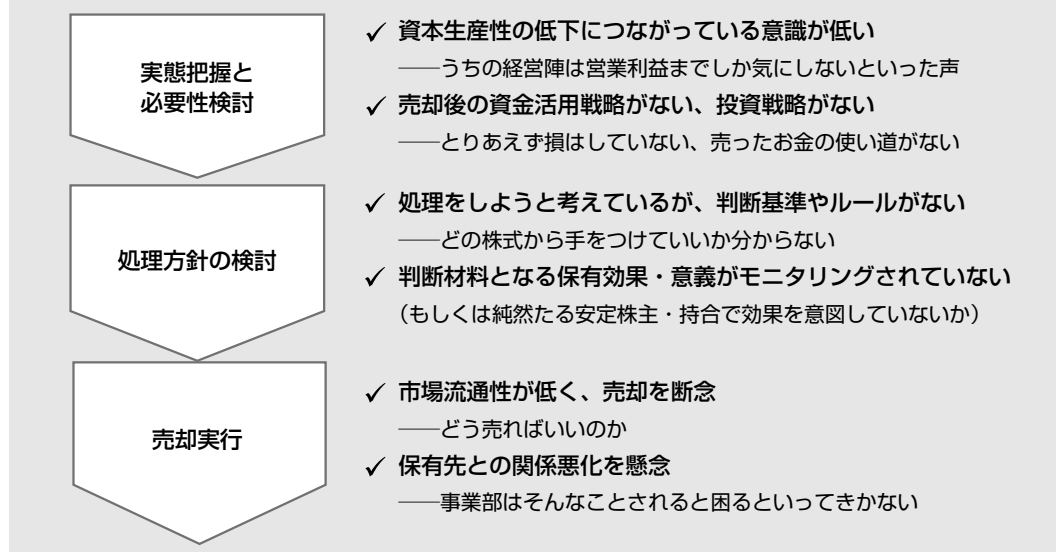
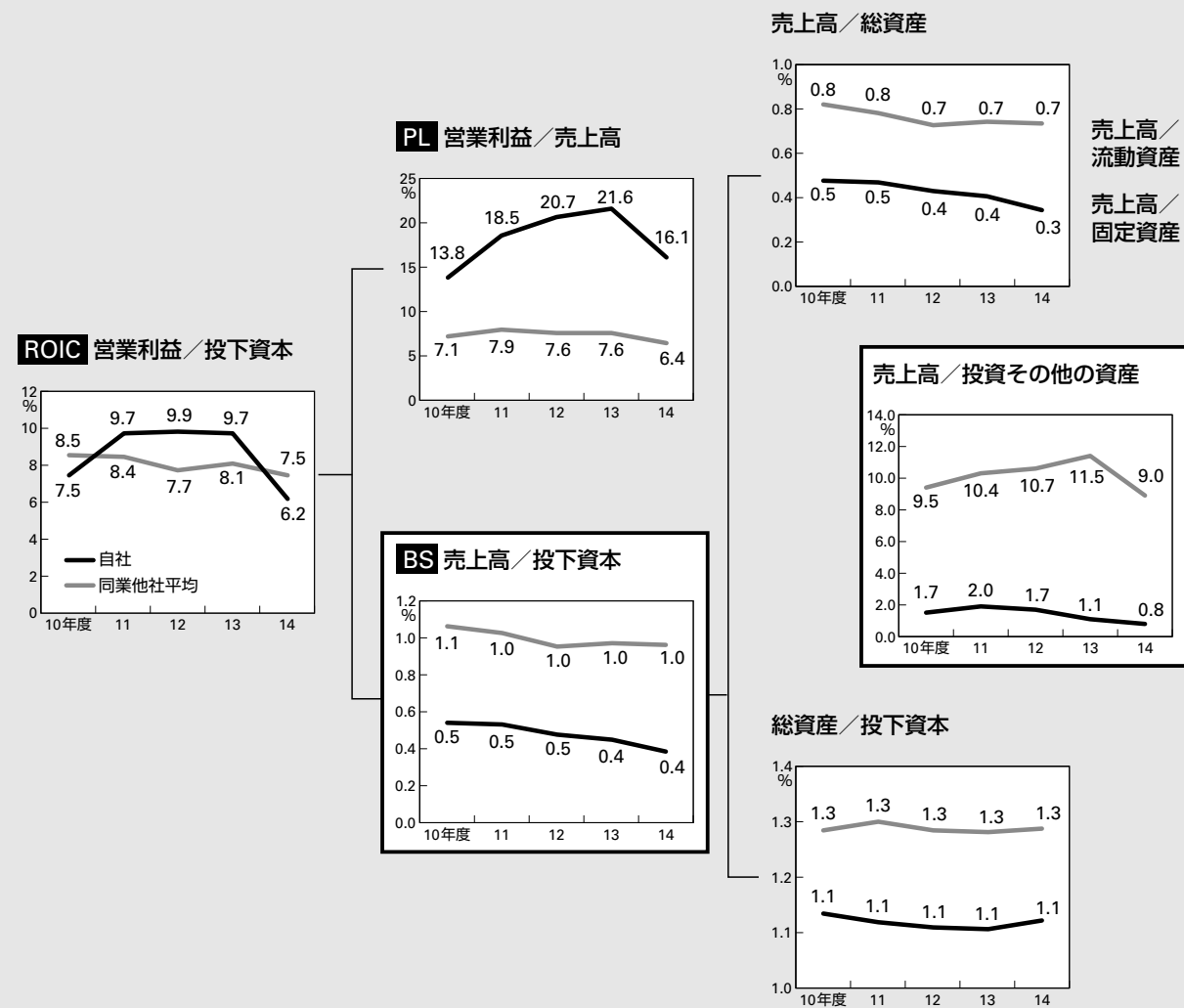


図5 ROICベンチマーク——PLの収益性は高いが、BSの効率が悪い企業の例



注) グラフの数値は小数第2位で四捨五入しているため、グラフ線と合わない場合がある

であるかを客観的に評価することからスタートしたい (図5)。投資有価証券の総資産に対する比率や回転率、投資有価証券の収益率が同業他社に対して劣位である場合には、改善の必要性が高い。

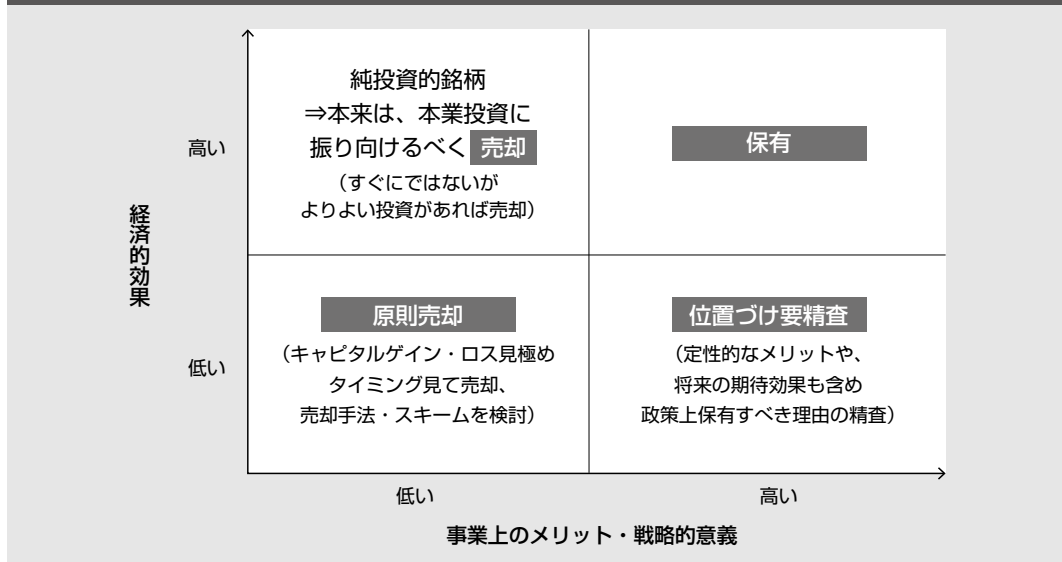
さらに、それらの指標に基づき、「現状に対して投資有価証券の規模を〇〇%削減する」など、定量的な目標を明確化することにより、より後段の議論を促進することができ

る。

(2) 処理方針の検討

処理方針の検討に際しては、「事業上のメリット・戦略的意義」「経済的効果」の二軸で評価を行う。「事業上のメリット・戦略的意義」とは、保有による自社の事業上のメリットおよび保有銘柄への経営関与による価値向上可能性である。「経済的効果」とは、配

図6 政策保有株式の分類（例）



当やリスクに鑑みたりスクリターンの妥当性である。

当該コンセプトで仕分けされた4象限に関して処理方針を明確化する。以下では、4象限の処理方針の基本的な考え方を記載したい(図6)。

まず「事業上のメリット・戦略的意義」が高く、「経済的効果」も高い会社については「保有」を継続して問題ないだろう。なぜならば、株式の保有が、自社の利益率、資本効率の向上に寄与することが経済的にも確認されるし、事業上の意味合いも明確に説明できるためである。

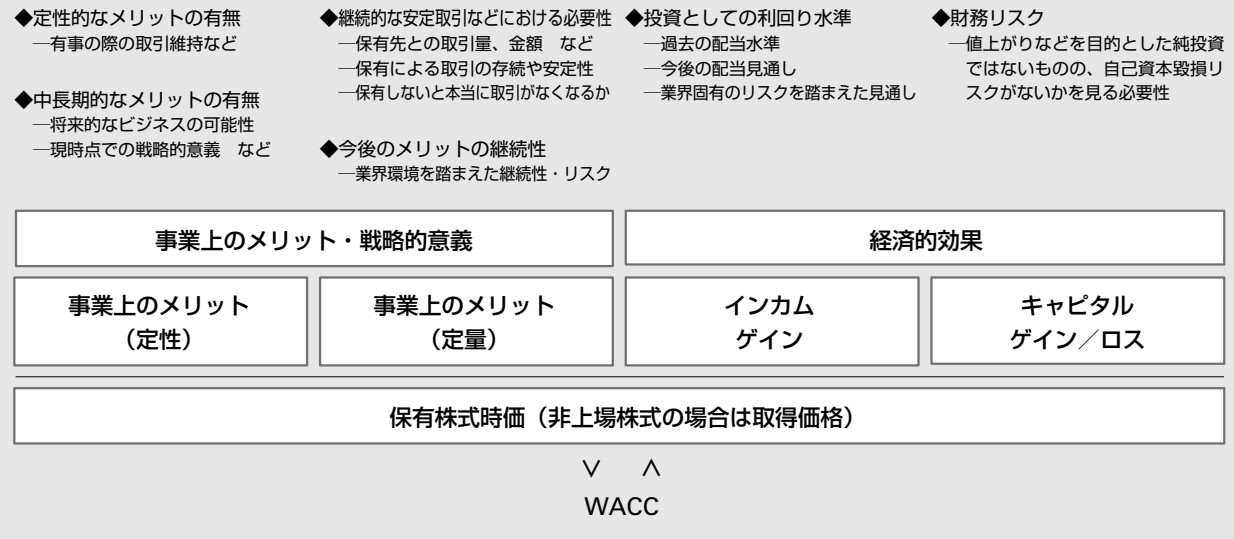
次に「事業上のメリット・戦略的意義」が高く、「経済的効果」は低い会社は、「要精査」の位置づけといえる。この場合、経済的効果は期待を下回っているため、明確に事業上のメリットを説明できる必要がある。そのため、定性的なメリットや、将来の期待効果も含め政策上保有すべき理由を深く精査する。往々にして事業サイドからは、必要性に

ついて強い主張が行われるため、実際の事業面での効果をFactベースで明確化し、可能な限り定量化を行うこととする。また、将来の期待効果については、具体的な定量目標にコミットしてもらい、その進捗を継続してモニタリングすることも有効である。

「事業上のメリット・戦略的意義」が低く、「経済的効果」は高い会社は、「純投資銘柄」といえるため、本来は、本業投資に振り向けるべく「売却」すべきといえる。なぜならば、自社が保有することによる意味合いが希薄であるため、投資家にとっては、自社が投資しなくても、投資家自らが投資すれば事足りるからである。ただし、自社の企業価値向上には資している面があるため、自社の本業に対する投資枠と考えると、期限を切って本業の投資探索を行い、投資案件の資金調達源として売却するという方法論も考えられる。

「事業上のメリット・戦略的意義」が低く、「経済的効果」も低い会社については、「原則売却」を実施すべきである。この場合、自社

図7 保有可否検討上の論点仮説



で保有することの意味合いは基本的にないといえるが、多額のロスが実現する可能性があるし、売却が困難な場合もある。よって、売却相手、売却方法・スキームを継続的に検討し、売却タイミングを逃さないことが重要である。

これらの方針に基づき、具体的な評価ルールを自社内にて構築し、保有銘柄を具体的にマッピングし、処理の優先順位を評価できるようにするとよい。

なお、「事業上のメリット・戦略的意義」「経済的効果」を評価するにあたっての論点は図7のように整理される。そして、これらの総合的評価が資本コストを上回っていることが論理的には必要ということになる。

(3) 売却実行

売却実行にあたっては、ぶれずに処理を貫徹することが必要である。

まず、売却方針が決定された株式は、市場性がある上場株式であれば市場売却が検討で

きる。仮に非上場銘柄であれば、対象会社もしくはその親会社に財務余力があれば、自社株買いしてもらおうことが考えられる。それが難しければ第三者の購入先を探索することになる。

実際のプロセスでは、これらの検討を同時並行で行い、第三者の購入先として事業会社のみならずフィナンシャルバイヤーも売却先の候補に含めることで、売却可能性や売却金額も含めた売却条件をより魅力的なものにすることができるであろう。フィナンシャルバイヤーとしては、セカンダリー投資を行うファンド、アセットマネジメント会社、再生ファンド、バイアウトファンド、プリンシパル投資を行う会社など、プレーヤーの種類も豊富になっている。よって、彼らの投資方針や得意領域、とり得るスキームなどを理解した上で、候補先を検討すべきである。

なお、2015年12月に、住友商事が保有していたスカパーJSATホールディングスの株式が同社の自社株買いにて処理されている。本

図8 ポートフォリオマップに応じた戦略の方向性（例）



件では、住友商事サイドにて政策保有株式の圧縮を進めたいという思いと、スカパーJSATホールディングスにて自社株買いを通じて資本政策を進めたいという思いが合致し、保有する側と保有される側の双方にメリットがある形で処理が実現した例である。

3 資本生産性向上のために 行うべきこと

ここまで政策保有株式に焦点をあてて、資本生産性向上を機軸にした保有・処理の進め方について検討してきた。しかし、これらの発想は政策保有株式のみにとどまるものではない。むしろ、これらの契機を経緯にして、従来手付かずであったり、不文律であったりしたバランスシート項目の全体の再点検を促すものである。

そして、そこでの発想は、「その資産を持つべきベストオーナーは誰なのか（本当に自社が所有することがその資産を最も有効活用しているといえるのか）」という問いに答え

るものである。

もちろん、バランスシートの範囲には事業性資産（負債）も含まれる。すなわち、事業ポートフォリオ管理のルールを構築・運用し、政策保有株式と同様の発想で、自社が本当にその事業を保有すべきかを定期的に見直すべきである（図8）。また、創業事業や安定収益源として不動産を抱え続ける企業も散見されるが、自社の資本コストを考えて本当に持ち続けるか再考すべきである。

GE（ゼネラルエレクトリック）は、老舗事業であったGEキャピタルを2015年4月に切り離す英断を下している。18年までにGEの収益の90%以上をインダストリー・ビジネス由来に転換するというビジョンに基づくものだが、GEキャピタルの株式売却により総資産規模を大幅に圧縮させ、配当・自社株買いを段階的に実施していくことにより、ROE向上および金融アセットのリスクの低減を狙いとしている。

日本企業においても、「本業強化・事業ポ

ートフォリオ見直し」といわれて久しいが、
抜本的な着手が道半ばである企業も多い。政
策保有株式の売却・処理の議論を機会にし
て、守りではなく、攻めのバランスシート改
革に取り組んでいくことを期待したい。

参考文献

油布志行、渡邊浩司、谷口達哉、善家啓文「『コー
ポレートガバナンス・コード原案』の解説〔Ⅱ〕」『旬
刊商事法務』2063号、商事法務研究会、2015年

著者

小川幸夫（おがわゆきお）

経営コンサルティング部上級コンサルタント
専門はM&A・再生計画の立案・実行支援、組織改革、
管理会計制度構築

笹井 仁（ささいひとし）

経営コンサルティング部副主任コンサルタント
専門は事業戦略、M&A、マーケティングなど