

(証券市場)：日本市場におけるインサイダーとアウトサイダーの変化

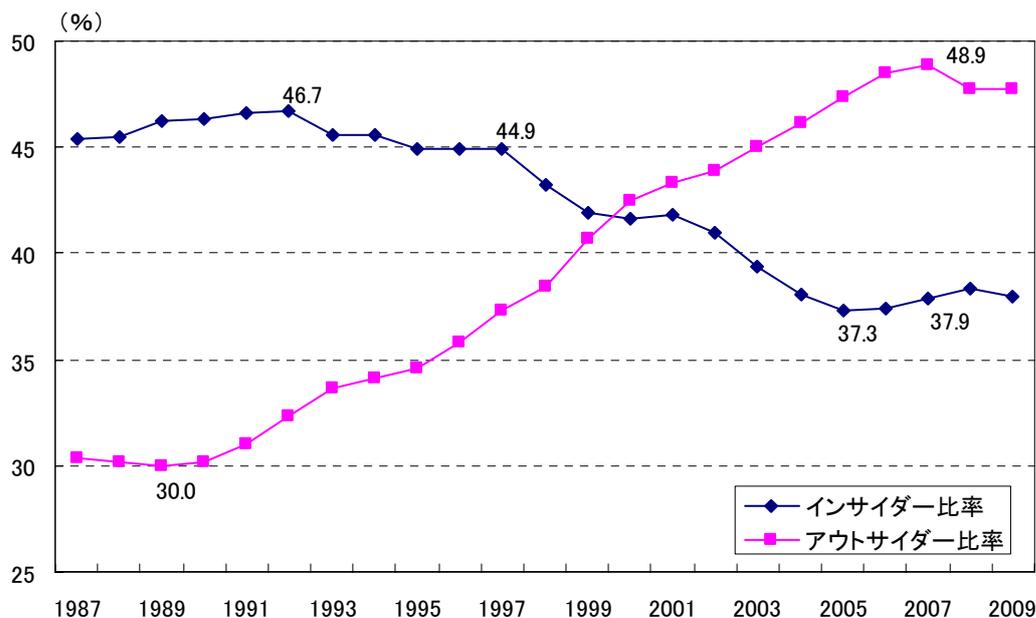
日本市場におけるインサイダー優位の株式所有構造は、もはや過去のものである。現在では、アウトサイダー比率がインサイダー比率を大きく上回っているが、このことは、経営の意思決定における説明責任の重要性が飛躍的に高まったことを意味する。

1997年以前の日本の株式所有構造は、持ち合いや取引先金融機関による保有を中心とする安定保有構造によって特徴づけられてきた。上場会社は、取引関係のある金融機関やその他の事業法人、あるいは同一の企業系列に属する他の上場会社に、自社の株式を引き受けてもらい、株式市場からの圧力を回避してきた。

このように現経営陣に対して友好的な株主を、インサイダーと呼ぶことにしよう。このインサイダーには、金融機関や上場会社だけでなく、支配力を持つ経営者の一族や個人所有の非上場法人、持株会なども含まれる。彼らは、現経営陣の意思決定を基本的に支持し、特別な事情がなければ保有株式を売却することもない。

これに対して、株式投資から得られる利益の最大化を目的とする株主は、アウトサイダーと呼ぶことができる。このような株主には、第三者の資産を運用する国内外の機関投資家や、発言力の弱い個人投資家、外国親会社などが含まれる。彼らが現経営陣を支持するのは、自らの代理人として株主価値を高めている間だけであり、必ずしも友好的ではない。アウトサイダーは、自らの利益に貢献するよう、現経営陣をモニター（監視）しているのである。

図表1： インサイダー・アウトサイダー比率の推移



(出所) 東洋経済新報社の大株主データやその他各種資料に基づき、筆者作成。

では、日本の株式市場において、インサイダーとアウトサイダーの割合は、どのように推移してきたのであろうか。図表1は、この点を確認するために、三市場1部上場会社（除く金融事業法人）を対象として会社毎に各比率を算出し、その単純平均の推移を表示したものである。ここから、日本の主要企業の平均的な株式所有構造のイメージを得ることができる。

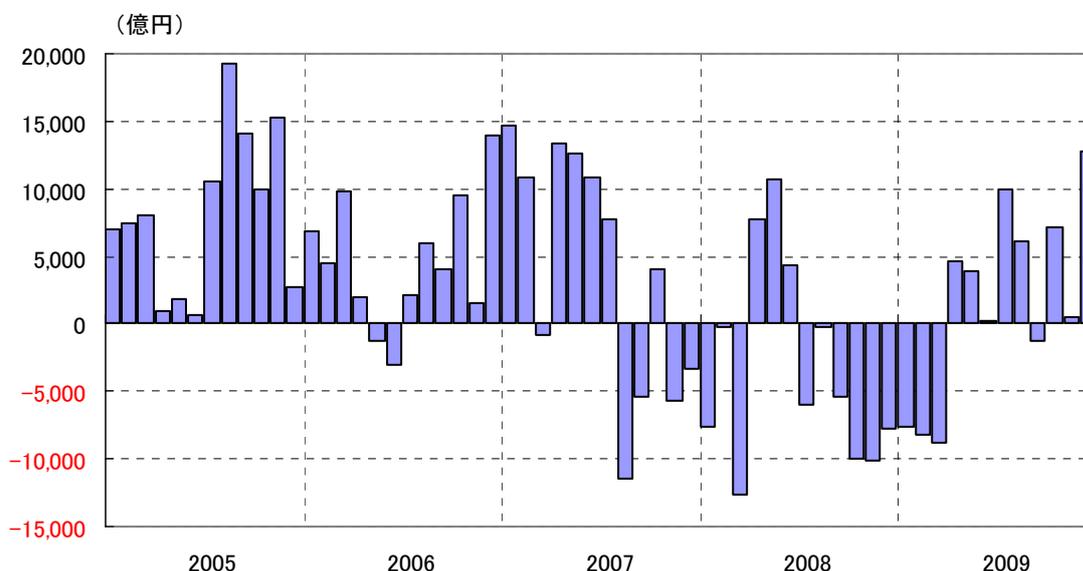
同図によれば、インサイダー比率は、1997年度まで45%程度の水準を維持してきたが、その後、2005年度の37.3%までその水準を切り下げていった。この間、アウトサイダー比率は一貫して上昇を続け、2000年度にはインサイダー比率を超えることとなった。2000年代に入ると、経営に対する発言を投資戦略の中心とするアクティビスト・ファンドが台頭するが、この背景として、インサイダー・アウトサイダー間のバランスの変化があったと考えられる。

紙幅の制約のため表掲しないが、アウトサイダー比率がインサイダー比率を上回るというこの現象は、1960年代の後半以来、約30年ぶりにみられたものである。しかし、アウトサイダーの構成は、個人投資家が中心であった当時とは大きく様変わりし、現在では機関投資家が約4割を占めている。株式市場の機能は、当時よりもかなり洗練されたものになったと考えられる。

2006年度以降には、アウトサイダーからの圧力に対抗したインサイダー比率の上昇が確認できるが、この上昇幅はアウトサイダー比率の増加と比較すると大きなものではない。2007年度末には、アウトサイダー比率がピークの48.9%に達したのに対して、インサイダー比率は37.9%にとどまり、10%以上の差が開くこととなった。

その後、2008年9月のリーマン・ショックを受けて、海外投資家による大規模な資金逃避が発生したため（図表2）、アウトサイダー比率が1%超低下したが、それでもインサイダー比率との10%程度の格差は維持されている。ここで確認したアウトサイダー優位の株式所有構造は、均衡状態として固定化されたものと思われる。2000年代に入り、経営の意思決定における説明責任の重要性は、大幅に高まったと認識されるべきであろう。 （新田 敬祐）

図表2： 海外投資家の買越金額(東証1部)



(出所) 東京証券取引所『投資部門別株式売買状況』に基づき、筆者作成。