

## (証券市場)：株主構成の変化、何が重要か

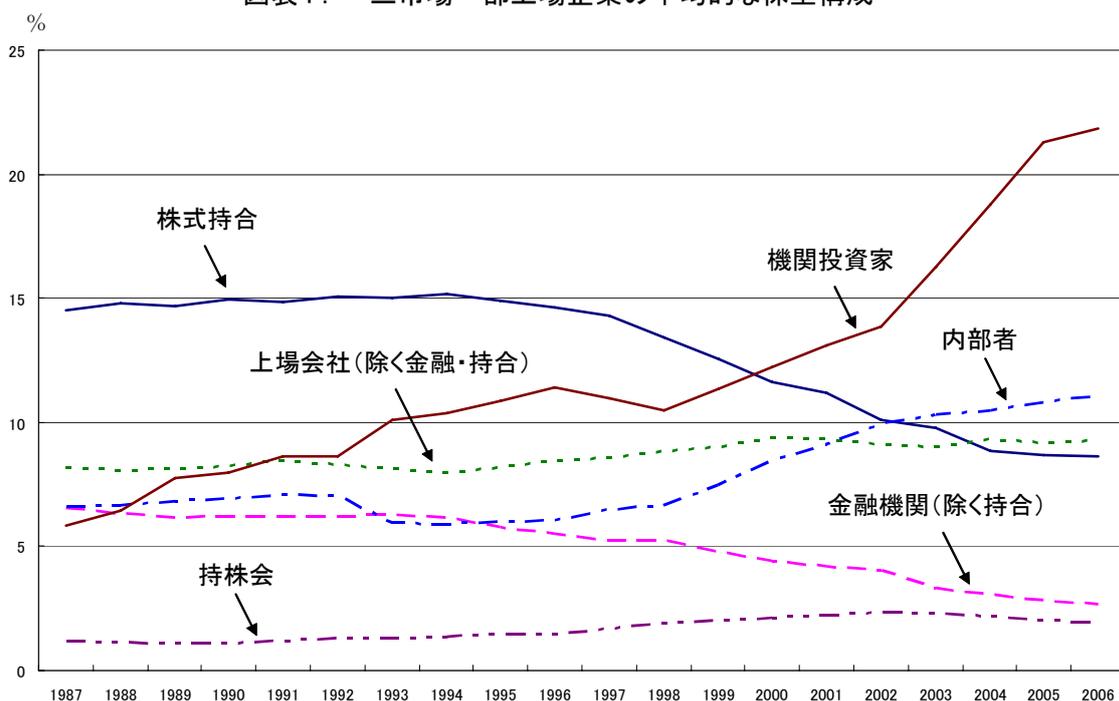
1990年代の終盤を境に、主要企業の株主構成は大きく変容した。ここでは、新しい視点から株主構成をとらえ直し、その変化が企業経営に与える影響を分析した。その結果、持ち合いの解消と機関投資家持株比率の増加が、経営の規律付けに寄与したことが再確認された。

株主構成の変化は、企業経営にどのような影響を与えるのだろうか。これを分析するには、株主を、その投資目的やインセンティブ（誘因）構造に応じて、タイプ分けすることが必要である。株主には様々なタイプのものが存在し、それぞれ、企業との関係や、経営に対する見解、行動、影響力などが異なるからである。有価証券報告書など、従来の公開情報から得られる株主区分は、分類としては不十分と考えられる。

弊所発行のニッセイ基礎研 REPORT、2008年2月号に所収の「株主構成の変容とその影響」では、こうした視点から株主構成をとらえ直し、企業経営に対するその影響を分析している。ここでは、そこで得られた重要な結果とその示唆を簡潔に紹介する。分析対象企業は、1987～2006年の各年度末時点で、三市場一部（東証、大証、名証）に上場していた企業である。

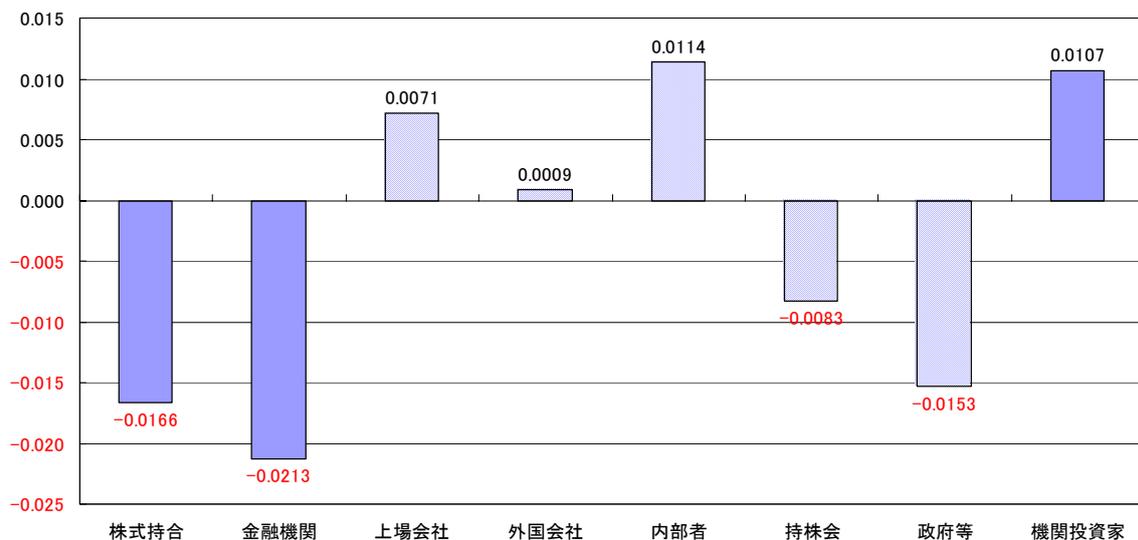
図表1は、主要な株主タイプの持株比率を、企業単位で単純平均したものであるが、ここから読み取れる近年の重要な変化は、①機関投資家の存在感の高まり、②株式持ち合いの解消や金融機関の保有株式売却による安定保有構造の崩壊、③役員やその家族、オーナー企業などで構成される内部者株主の台頭の3点である。ただし、③の内部者株主の台頭は、株主の選択、すなわち投資行動の結果として生じたものではない。1990年代の終盤以降、大規模に発生した主要市場への新規参入と退出による、対象企業の入れ替わりによるものである。

図表1： 三市場一部上場企業の平均的な株主構成



では、こうした変化は、経営パフォーマンスにどのような影響を与えたのだろうか。図表2は、株主構成の変化が、ROA（総資産営業利益率）をどの程度変化させたかを、計量分析モデルを用いて推計したものである。この棒グラフは、各株主タイプの持株比率が1%増加した場合の、ROAの増加幅を示す。ただし、斜線で表示された棒グラフは、統計的に有意でなく、その株主タイプのパフォーマンス効果を示す、十分な証拠とはならない。

図表2：株主構成と経営パフォーマンス



(注) 棒グラフの斜線表示は、統計的に有意でないことを示す。

ここから、持合比率、及び金融機関持株比率の低下、また、それとは逆に機関投資家持株比率の上昇が、ROAを改善する効果を持つことがわかる。この結果は、株式持ち合いの解消や金融機関の保有株式売却による安定保有構造の崩壊、及び機関投資家の存在感の上昇により、経営に対する規律が強化されたことを示唆する。なお、その他のタイプの株主は、統計的に有意なパフォーマンス効果を持たない。

他方、ここでは有意な結果が得られなかったものの、先の③内部者株主の台頭、すなわち家族支配型企業の増加も注目に値する。日本でも、創業間もない企業が株式を公開する、新興市場が整備されてきたことから、ここに焦点をあてることの意義は大きい。最近の精力的な研究は、この現象が、支配株主による少数株主の搾取という、古くて新しいガバナンス問題を顕在化させる可能性を示唆している。

従来、ガバナンス問題は、株主・経営者間の利害不一致というフレームワークでとらえられ、それを解消する施策がとられてきた。しかし、これらは、支配株主・少数株主間の利害不一致という問題には、ほとんど役に立たない可能性が高いと考えられている。上場企業における家族支配は、日本でも、少数株主にとっての脅威となるのか。メインバンク制や終身雇用・年功序列制など、これまで重要であった諸制度が大きく変容する中、少数株主の保護は十分なのか。ここに、数多くの難しい課題が潜んでいると思われる。

(新田 敬祐)