

## 株主構成の変容とその影響

金融研究部門 新田 敬祐  
nitta@nli-research.co.jp

### 1. はじめに

日本の主要企業の多くには、単独で支配力を発揮できるほどの規模で、株式を保有する株主が存在しない。大株主といっても、たいていは、当該企業の発行済株式数に占める保有割合が3～5%程度であり、大株主名簿には数%ずつ保有する株主が数多く並ぶ。このような株主構成を持つ企業は、米国や英国でも一般的で、分散所有型企业と呼ばれる。

一方、株主の側からみると、このような株式保有は、分散投資になっていないケースが多いと思われる。大手の金融機関を除くと、事業法人や個人などの株主には、株式運用にまわせる資金に限りがあるからである。よく知られているように、現代ポートフォリオ理論では、特定企業への集中投資は非効率とされる。分散投資によって相殺できる価格変動（リスク）は市場で評価されないのので、集中投資をすると、リスクの大きな資産を、割高な価格で買うことになるからである。

それでは、なぜ一部の株主は、理論が示唆する分散投資の利益を放棄して、特定企業に集中投資するのだろうか。これについては、2つの仮説がある。第一は、株主共同の利益で、自ら

が大株主となって経営を適切に監督することで、企業価値を高めるためというものである。第二は、私的便益の追及で、大株主としての影響力を行使することで、利己的に経営資源を浪費するなど、少数株主には分配されない価値を享受するためというものである。この2つは、相反するようにみえるが、ひとりの株主の目的として共存し得る。どちらが強いかは、株主のタイプによって異なるだろう。

他方で、機関投資家のように、分散投資の一環として、ある企業の大株主になっているケースもある。機関投資家は顧客から預かった資金のリターンを高めるために投資をしているので、この場合、上述の議論は成り立たない。企業経営に与える影響は、主に、株主としてのモニタリング姿勢と、複数の機関投資家の保有割合の合計で表される、集計的な影響力の大きさに依存するだろう。

ところで、日本では、上場会社による株式保有が広範にみられる。代表的なのは、株式持ち合いと親子上場である。これらの上場会社株主も、上述した株主とは、全く異なるインセンティブ（誘因）構造を持つと考えられる。前者は、経営陣自らが作り上げたサイレントパートナーであり、後者は、企業グループの支配構造その

ものを示している。

以上から、株主構成が企業経営にどのような影響を与えるかを分析するには、株主を、その投資目的やインセンティブ構造に応じて、タイプ分けすることが必要なことがわかる。そこで、この新しい視点から、株主構成を再検討してみよう<sup>(注1)</sup>。再検討された株主分布には、近年、重要な変化がみられるのだろうか。また、その変化は、企業経営にどのような影響を与えてきたのだろうか。以下では、こうした課題に挑戦する。

## 2. 株主タイプの分類

では、株主タイプは、どのように分類すべきだろうか。これを適切に分類するには、株主個々の投資目的やインセンティブ構造を把握することが重要となるが、一般に、これらの情報を直接的に取得するのは不可能である。そこで、次善の策として、株主個々の属性から、株主タイプのグループ化を試みる。

例えば、個人の大株主、あるいは個人がオーナーである法人株主は、上述した、株主共同

の利益と、私的便益の追及という正負のインセンティブを併せ持つタイプの株主に合致すると考えられる。また、機関投資家には、モニタリングに積極的なものとそうでないものが混在するが、彼らの投資目的は、一般に十分なリターンを得ることにあるので、もしも、現在の経営の非効率性が問題となれば、彼らは一斉に、現経営陣の方針に反対するかもしれない。したがって、集計的な機関投資家の保有比率が高まれば、経営に対する緊張感が増すだろう。

このような検討に基づき、本稿では株主タイプを図表 - 1 のように分類した。株主の影響力は、一般に、一定以上の規模で株式を保有（ブロック所有）しなければ発揮できない。そこで、ここでは持株比率が3%以上の株主<sup>(注2)</sup>の属性を識別することにした。大株主のリストは東洋経済新報社の大株主データから取得しているが、株主属性の識別のためにここから得られる情報は、その名称のみである。これだけでは識別が困難な株主については、新聞・雑誌報道、有価証券報告書、各社ホームページなどから、可能な限りの情報を得て補った。もっとも、もともとの情報が不十分であるため、この株主タ

図表 - 1 株主タイプの分類と定義

株主タイプ	定義
株式持合	相互に持合保有している株式の合計比率。
金融機関(除く持合)*	銀行、生保、損保の3%以上保有分のうち、持合保有分を除いた合計比率。
上場会社(除く金融・持合)*	金融を除く上場会社の3%以上保有分のうち、持合保有分を除いた合計比率。上場持株会社傘下の非上場会社を含む。
外国会社*	事業活動を目的とする外国籍会社の3%以上保有分の合計比率。
内部者 役員	役員 + 国内非上場会社 + 会社関係者・大口個人 取締役と監査役の持株比率。役員持株会を含む。
国内非上場会社*	国内非上場法人の3%以上保有分の合計比率。
会社関係者・大口個人*	外国籍資産管理会社、個人の3%以上保有分の合計比率。
持株会	従業員持株会、取引先等持株会の保有分の合計比率。
政府・地方公共団体*	政府、地方公共団体の3%以上保有分の合計比率。
機関投資家	国内機関投資家 + 海外機関投資家
国内機関投資家	年金信託、投資信託、生保特別勘定の保有比率合計。
海外機関投資家	外国人保有分から外国会社、大口外国籍個人を除いた保有比率。
その他小口株主等	上記以外のもの。

(注) \*は、保有比率3%以上のみが集計対象。

タイプの分類も完全ではあり得ない。ここで作成したデータは、現実を近似したものと位置づけられる。

以上では、個々の大株主について検討したが、上述したように、個々の保有割合が大きくなっても、同一タイプの株主による集計的な保有割合が大きければ、経営に対して一定の影響力を持つケースも想定される。機関投資家以外では、持合関係にある株主がそのようなタイプであろう<sup>(注3)</sup>。株式持ち合いのひとつの役割は、現経営陣に敵対的な株主の発言や行動の影響を遮断することにある。この点では、特定の株主との持合関係よりも、集計的な持合比率の大きさの方が重要である。

他方、役員保有についても、3%という閾値を設けるべきではないだろう。現経営陣による自社株の保有は、経営に対する金銭的なインセンティブとなるため、非常に重要である。しかし、一般に、企業規模が大きくなるほど、ブロック所有に必要な費用が高くなるので、資金的な制約から、役員個人が大株主となるのは難しい。役員保有は、その比率が小さくても影響が大きい可能性があるため、小規模なものまで捕捉する必要がある。

以上から、図表 - 1において、\*印がついているタイプの株主のみ3%以上という閾値を設け、その他は3%未満でも対象とすることにした<sup>(注4)</sup>。紙幅の制約から、データ作成方法について十分に説明できていない部分もあるが、その点については図表 - 1をご覧ください。

### 3. 株主構成の推移

図表 - 1の分類に基づき、1987~2006年(20期)の各度末時点で、三市場一部(東証、大証、名証)に上場していた企業を対象に、株主構成

のデータを個々に作成した。図表 - 2は、それを企業単位で単純平均したものである。ここから、日本の主要企業の株主構成の、平均的なイメージを得ることができる。

まず、第一に確認できる変化は、機関投資家持株比率の急増である。同比率は、分析期間を通じて上昇が確認できるものの、その上昇ピッチは2000年以降に加速している。機関投資家は、これ以降、ここで分類した株主タイプの中で最大のものとなっており、近年、企業経営に対する株式市場からの規律が強まったことが示唆される。

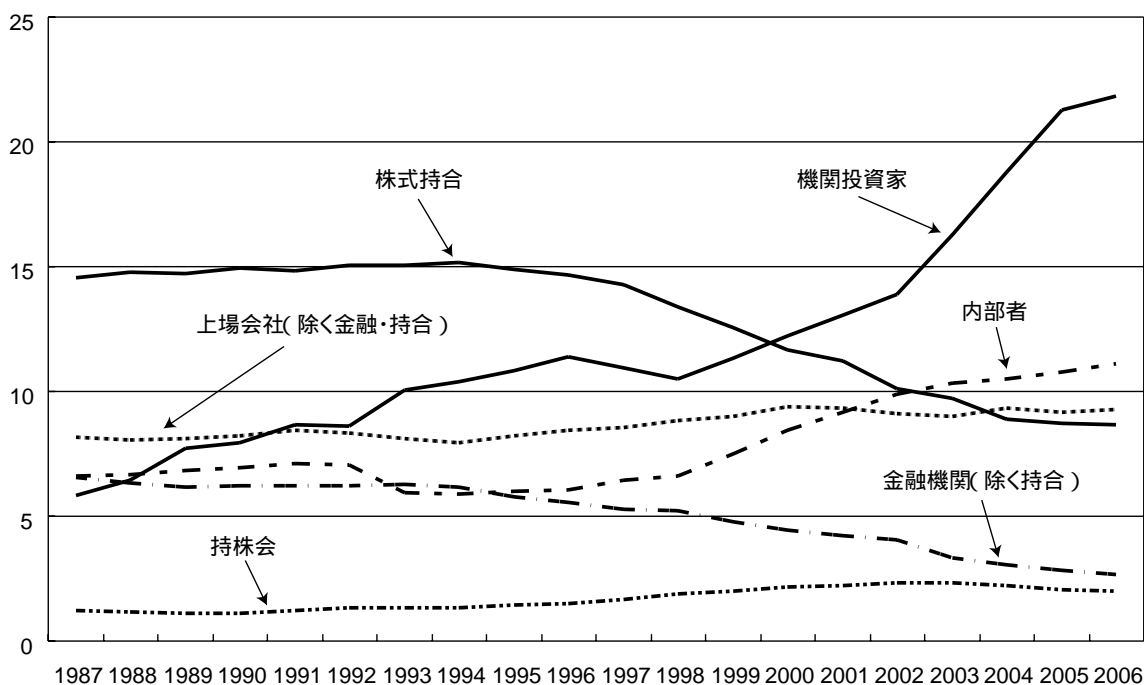
そして、第二の重要な変化は、持合比率の低下である。同比率は、1996年までは15%前後で安定的に推移してきたが、その後、急速に低下し、直近では8%台半ばの水準となっている<sup>(注5)</sup>。大規模かつ複雑な株式持合は、かつて日本の株式市場の際立った特徴といわれていたが、近年、その存在感はかなり小さくなっている。

注目すべき第三の変化は、1999年以降、内部者持株比率が急増している点である。同比率は、それまで6%台半ば前後で推移してきたが、その後上昇し、2006年には11%台に達している。日本の主要企業には、従来、上述の正負のインセンティブ構造を併せ持つと想定される、家族支配型企業は少ないと考えられてきたが、近年、その存在感が増していることが明らかとなった。

こうした変化は、株主の選択、すなわち投資行動の結果として生じたものだろうか。高度に分散していたこれまでの株主構成は、徐々に、家族支配の性格を強めつつあるのだろうか。ここで見逃してはならない現象として、市場に上場している銘柄の変遷がある。

紙幅の制約から表掲できないが、分析対象の主要三市場では、1999年以降、上場企業の参入

図表 - 2 三市場一部上場企業の平均的な株主構成



1987 1988 1989 1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005 2006

(%)

年度	対象企業	株式持合	金融機関(除く持合)	上場会社(除く金融・持合)	外国会社	内部者	持株会	政府・地方公共団体	機関投資家	その他小口株主等
1987	1233	14.54	6.56	8.18	0.66	6.59	1.21	0.11	5.85	56.30
1988	1268	14.79	6.31	8.06	0.67	6.67	1.16	0.10	6.46	55.80
1989	1307	14.70	6.18	8.11	0.61	6.82	1.10	0.09	7.73	54.66
1990	1342	14.97	6.23	8.25	0.60	6.93	1.11	0.09	7.95	53.88
1991	1381	14.84	6.22	8.45	0.56	7.10	1.20	0.09	8.64	52.90
1992	1387	15.05	6.20	8.32	0.56	7.05	1.34	0.09	8.64	52.76
1993	1301	15.03	6.27	8.11	0.58	5.96	1.31	0.09	10.08	52.55
1994	1301	15.16	6.15	7.96	0.58	5.88	1.36	0.16	10.39	52.36
1995	1322	14.89	5.80	8.20	0.58	6.03	1.45	0.15	10.85	52.06
1996	1356	14.65	5.54	8.44	0.60	6.08	1.50	0.14	11.40	51.65
1997	1393	14.29	5.26	8.56	0.65	6.47	1.69	0.14	10.96	51.97
1998	1405	13.41	5.22	8.83	0.68	6.63	1.91	0.14	10.49	52.68
1999	1459	12.56	4.79	8.99	0.72	7.48	2.00	0.13	11.33	51.99
2000	1523	11.64	4.43	9.39	0.78	8.44	2.14	0.11	12.23	50.82
2001	1549	11.21	4.20	9.32	0.86	9.14	2.21	0.12	13.08	49.87
2002	1570	10.09	4.03	9.11	0.86	9.91	2.33	0.11	13.89	49.67
2003	1594	9.75	3.35	9.01	0.71	10.31	2.31	0.14	16.26	48.16
2004	1687	8.87	3.07	9.33	0.72	10.50	2.20	0.14	18.76	46.40
2005	1734	8.70	2.84	9.16	0.57	10.80	2.03	0.12	21.27	44.50
2006	1768	8.65	2.66	9.26	0.59	11.09	1.97	0.13	21.81	43.84

と退出が急ピッチで発生した。1987年時点で分析対象であった1,233社のうち、2006年まで残存するものは938社(295社、24%が退出)であり、1999年以降に新規参入した企業は643社にものぼる。先にみた株主構成の変化は、大規模に発生した参入と退出の影響を強く受けている可能

性が高いのである。

そこで、分析対象を、1987年時点で主要三市場に上場していた1,233社(以下、伝統的企業と呼ぶ)に絞って、同様な分析を行った。紙幅の制約から表掲しないが、その結果、第一に、機関投資家保有に関するイメージは、先のもの

#### 4. 株主構成と企業価値

基本的に変わらないことがわかった。

しかし、第二に、持合比率については、低下傾向に変わりはないものの、その低下幅は先の分析よりも小さい（直近で11%台半ばの水準）。伝統的企業における持合解消は、従来の統計からイメージされるほど進展しているわけではない。さらに、持合比率は、2004年を底に11.0%から11.3%へと、若干ではあるが上昇傾向を示している。これは、近年の持合復活を反映したものである。

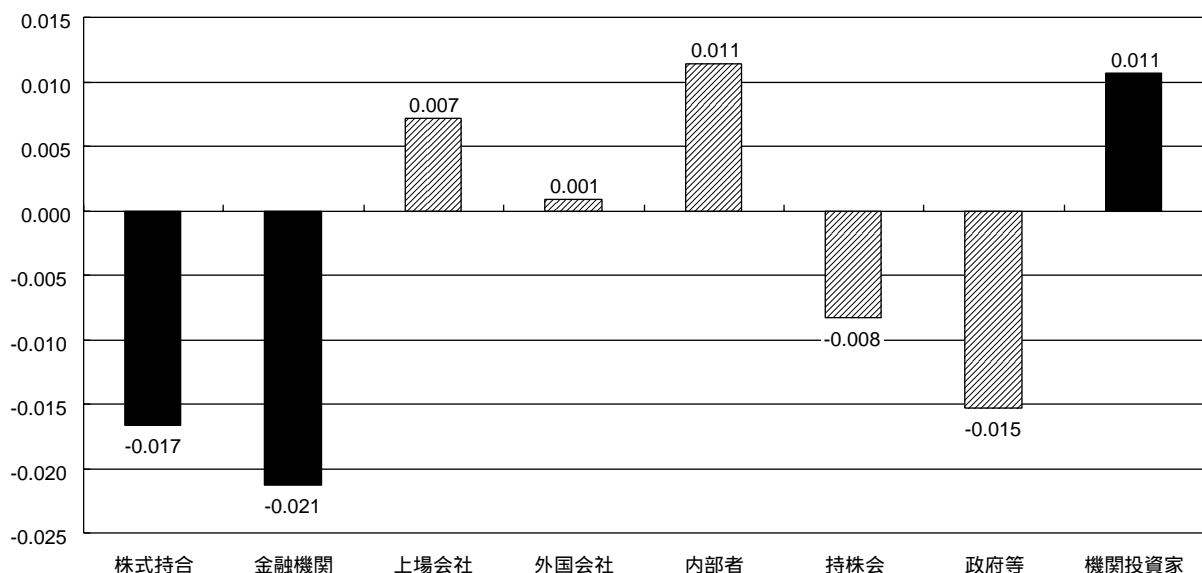
そして第三に、伝統的企業では、内部者持株比率が、むしろ低下していることがわかった。内部者持株比率は、1987年の6.59%から2006年には3.57%まで低下している。この低下は、主に役員持株比率の減少によるものである。しかし、この事実は、家族支配型企業が増加していることの重要性を否定するものではない。新規参入にともなう家族支配型企業の増加は、支配株主と少数株主の利害対立という問題を、主要市場においてでさえも、新しい形で先鋭化させる可能性を示唆しているのである<sup>(注6)</sup>。

以上、1990年代の終盤を境に、主要企業の株主構成が大きく変容したことを確認した。この変化は、企業経営に対して重要な意味を持ったのだろうか。経営パフォーマンスは、株主構成の変化に影響されたのだろうか。

この点を確認するため、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<sup>(注7)</sup>。分析期間は、大きな変化が確認された、1997～2006年の10期である。ただし、財務データの比較可能性の問題があるため、金融業に属する企業は分析対象から除いている。また、この間、多くの企業が一部市場に昇格、あるいは新規公開したが、こうした企業では、内部者持株比率が高く、足元の業績が良い傾向がある。こうした企業群は、推計結果にバイアスをもたらす可能性があるため、一部昇格後10年に満たない企業も分析対象から除外した<sup>(注8)</sup>。

推計結果のイメージは、図表 - 3 の棒グラフ

図表 - 3 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。

で表されている。これは、各タイプの株主の保有比率が1%増加した場合の、ROAの増加幅（マイナスの場合は減少幅）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 - 3 から、株主構成の変化のうち、統計的に有意なパフォーマンス効果が確認されるのは、株式持合、金融機関、機関投資家の3つの変化であったことがわかる<sup>(注9)</sup>。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。

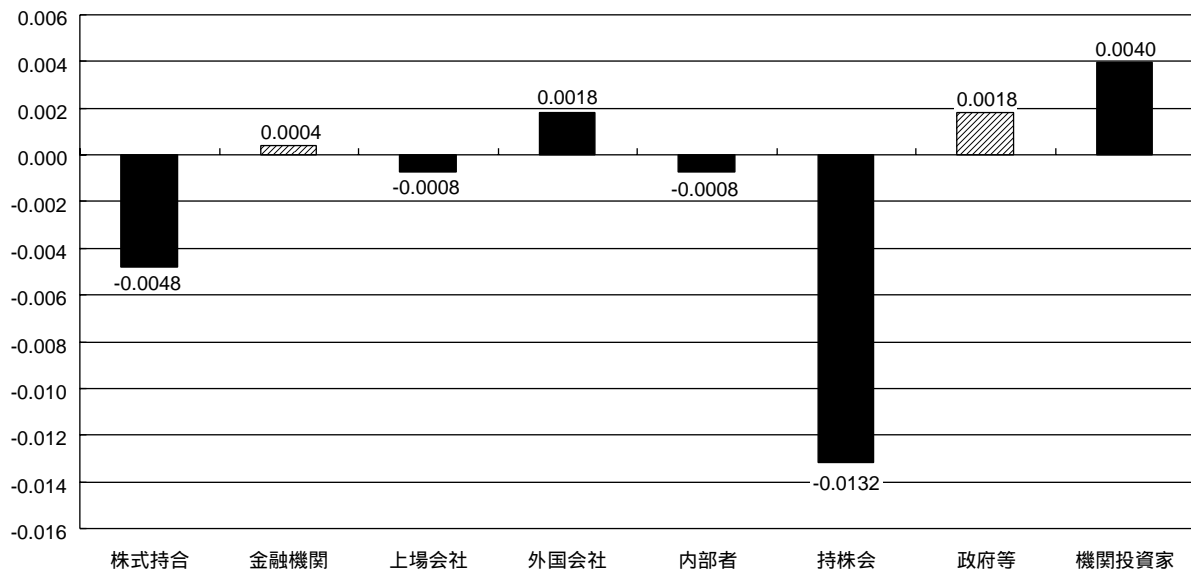
この結果は、持合比率が従来の平均的水準である15%の企業が、仮に持合関係を完全に解消したとすると、ROAが0.25%程度 $(0.017 \times 15)$ 上昇することを示している。その影響規模は、分析対象の平均的なROA(3.7%)の7%に相当するものである。他の2つのタイプの持株比率の変化も、ほぼ同水準の影響力を持つことが示されている。以上の結果は、持合解消や金融機関の保有株式売却による安定保有構造の崩

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。

次に、各タイプの株主が、株式市場でどのように評価されているかを確認してみよう。ここでは、市場評価をとらえるため、トービンのQと呼ばれる指標(株式時価総額と負債総額の合計値を、総資産額で除したもの)を用いて、先の分析と同様な統計モデルにより、株主構成が市場評価に与える影響を推計した<sup>(注10)</sup>。分析結果のイメージは、図表 - 4の通りである。

同表が示唆するのは、インサイダーの影響力が強い企業では、企業価値がディスカウント(割引)評価されるのに対して、アウトサイダーの影響力が強い企業では、企業価値がプレミアム(割増)評価されるということである。持合関係にある上場会社や企業グループを支配する親会社、役員やその家族、オーナー企業などで構成される内部者、従業員や協力会社で構成される持株会などは、いずれも企業のインサイダーである。彼らの影響力が強い企業では、少数株主が搾取の脅威を感じるため、市場価値は、その分を割り引いて評価されるのだろう<sup>(注11)</sup>。

図表 - 4 株主構成と市場評価



(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。

これに対して、機関投資家や外国会社は、日本企業の経営者にとっては、アウトサイダーである。彼らによる、効果的なモニタリングへの期待が、プレミアムの源泉になっていると考えられる。

しかも、これらの株主タイプがプレミアムに与える影響は小さくない。上述の持合解消の例でみると、持合比率の15%低下は、トービンのQを0.072 ( $0.0048 \times 15$ ) 引き上げるが、これは平均的な企業の市場価値（トービンのQで0.92）を8%上昇させる効果を持つ。また、図表-4に示されているように、機関投資家持株比率の上昇も、ほぼ同程度の影響力を持つ。

他方、持株会の保有比率を1%増加させることの負の効果は、上述の2タイプの3倍程度と大きい。しかし、その平均的な持株比率は2%程度と小さく、標準偏差も2%程度であるから、同比率が10%規模で変化する可能性は低い。実際の影響規模も、先の2タイプよりも小さかったと思われる。影響が統計的に有意であった、その他の株主タイプのインパクトも、これらより小さいものであった。

## 5. おわりに

以上、新しい視点からデータを再作成することにより、近年、株主構成に重要な変化が生じていることを確認した。最後に、本稿の分析から得られた示唆を要約しておこう。

第一に、最近、機関投資家の存在感が急速に高まったが、これは経営を規律付け、企業価値を上昇させる効果があった。機関投資家には、モニタリングに積極的なものとそうでないものがあり、その影響力も様々であるが、彼らの保有目的が投資リターンの向上である以上、仮に、現在の経営が非効率であるとの問題提起が合理

的にされれば、彼らは一斉に、現経営陣と対峙することになるかもしれない。この脅威が、経営に緊張感をもたらしたと考えられる。

第二に、これと並行して進展した持合解消も、同様に経営パフォーマンスを向上させる。これまで株式市場からの圧力を遮断してきた安定保有構造が崩れることで、経営陣は市場からのモニタリング圧力にさらされるようになったのである。このことは、最近、一部の企業が取り組んでいる持合復活が、当該企業の経営効率を低下させる可能性を示唆するものである。

そして、第三に、主要市場への大規模な新規参入により、役員やその家族、個人が支配する非公開企業などが主要な株主となっている、家族支配型企業が増加している。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。

本稿では、これが意味するところを十分に分析できていないが、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検討されてきた。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。家族支配は、日本でも、少数株主にとって脅威となるのか。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のではないだろうか。

もっとも、ここで紹介した分析は、株主構成の意味やその影響を再考するための、第一歩に

過ぎない。本稿は、これについての問題提起をしたものであり、確固とした結論や主張を導くためには、さらに洗練された分析と厚みのある研究蓄積が必要となる。以上で提示した見方は、現段階の暫定的なものであることをお断りしておきたい。

#### <参考文献>

- \* Claessens, S., S. Djankov, J. P.H. Fan, and L. H.P. Lang (2002) "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings," *Journal of Finance* 57, pp.2741-2771.
- \* Claessens, S. and J. P.H. Fan (2002) "Corporate Governance in Asia: A Survey," *International Review of Finance* 3, pp.71-103.
- \* Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (2000) "Tunneling," *American Economic Review* 90, pp.22-27.
- \* La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1999) "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance* 54, pp.471-518.
- \* 新田敬祐 (2000) 「株式持合と企業経営：株主構成の影響に関する実証分析」『証券アナリスト・ジャーナル(日本証券アナリスト協会)』第38巻第2号 pp.72-93.
- \* 宮島英昭・新田敬祐 (2003) 「生産性と外部からの規律：不振産業におけるガバナンス問題は何か」『証券アナリスト・ジャーナル(日本証券アナリスト協会)』第41巻第12号 pp.29-47.
- \* 宮島英昭・新田敬祐・齊藤直・尾身祐介 (2004) 「企業統治と経営効率：企業統治の効果と経路、及び企業特性の影響」『ニッセイ基礎研究所所報』Vol.33 pp.52-98.

- 
- (注1) 主要株主のタイプを識別する研究には、比較的新しい、いくつかの先行研究が存在する。詳しくは、La Porta et al. (1999)、Claessens et al. (2002)、Claessens and Fan (2002) を参照いただきたい。しかし、これらの先行研究における株主タイプの分類は、日本企業の特性が十分に考慮されていないため、ここでは採用しない。
  - (注2) 閾値を3%としたのは、それより小さくすると調査に要するコストが相当規模になるからである。なお、3%以上保有する株主には、帳簿閲覧権、株主総会招集権、取締役の解任請求権、整理申立権、株主提案権など重要な権利が認められている。
  - (注3) ここでは、株式持ち合いを、上場会社2社間で相互に株式を保有している状態と定義している。この相互保有の状態は、大株主データ(東洋経済新報社)と有価証券明細表(日経NEEDS)を組み合わせた、ニッセイ基礎研究所の株主構成分析データベースによって確認している。
  - (注4) 外国人、役員、年金信託、投資信託、従業員持株会による集計的な保有株式数は、大株主データ(東洋経済新報社)から取得した。
  - (注5) 当研究所が、従来公表していた「株式持ち合い状況調査(2003年度版)」の持合比率と比較すると、1997年度以前は今回調査の方が小さく、それ以降は今回調査の方が大きくなっている。データ自体は同じものを使用しているため、この差異は、集計方法と集計対象の違いによるものである。
  - (注6) 支配株主による少数株主の搾取については、Johnson et al. を参照のこと。
  - (注7) ここでは、企業の異質性を考慮した、パネル回帰分析を行っている。被説明変数は、1期前からのROAの増分である。説明変数は、すべて1期前の値であり、上述の株主タイプに加えて、コントロール変数として、ROA、総資産の対数値、年度ダミーを用いた。パネル回帰では、一般に、固定効果モデルが変量効果モデルかのモデル選択を行うが、この分析では、ハウスマン検定の結果、固定効果モデルが選択された。
  - (注8) 伝統的企業とは異なる株主構成を有する企業が、大きな規模で主要市場に新規参入したことが、どのような意味を持ったのかは、ここでは分析されていない。この点は、今後の課題である。
  - (注9) この結果は、これまでの実証研究と整合的である。詳しくは、新田(2000)、宮島・新田(2003)、宮島他(2004)を参照のこと。
  - (注10) ここでは、企業間の差異が問題となるため、単純な最小二乗法による回帰分析を行った。被説明変数は、トーピンのQである。一方、説明変数は、すべて1期前の値であり、上述の株主タイプに加えて、コントロール変数として、ROA、過去3年間の総資産成長率、総資産の対数値、産業ダミー、年度ダミーを導入した。
  - (注11) 支配株主による搾取が実際には行われていなくても、その懸念が市場で共有されていれば、株価はその分ディスカウント評価されると考えられる。