

株主構成の変遷とコーポレートガバナンス

—各種統計データから

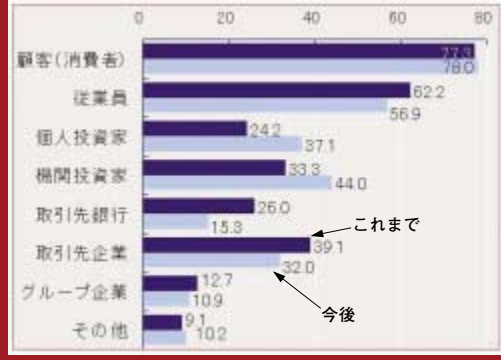
J-LPTアシスタントフェロー 佐々木浩一

一 はじめに

労働政策研究・研修機構の「コーポレートガバナンスとCSR（企業の社会的責任）」に関する調査を見ると、企業は、顧客（消費者）、従業員、株主、取引先銀行、取引先企業など多様な利害関係者の利害をバランスよく考慮していることが分かる（図1）。

中でも顧客と従業員については「今後」も「これまで」と変わらず重視する企業が多い。一方、目立って割合が変化しているのは「個人投資家」（二・九ポイント増）、「機関投資家」（二〇・

図1 企業が重視する利害関係者

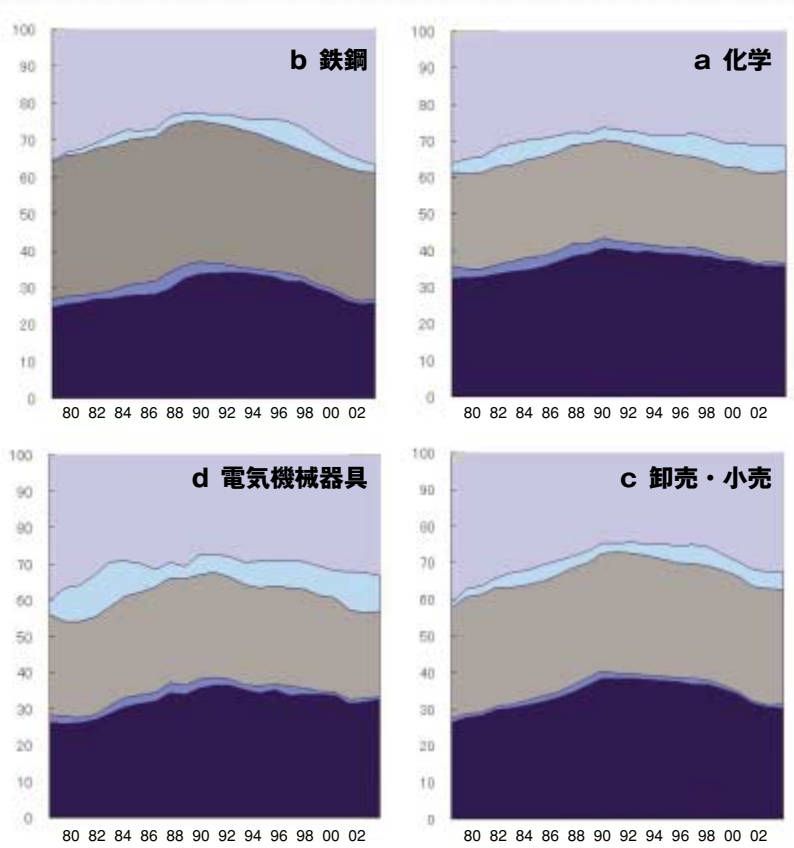


二 株主構成の推移

図2 a~dは、財団法人日本経済研究所「企業財務データバンク」からデータを得て作成した、株主構成比率の産業別平均を示すグラフである。化学、鉄鋼、卸売・小売、電気機械器具の四産業に共通して観察される保有比率の特徴は、一九八〇年から二〇〇二年までの間に「金融機関」と「個人その他」の保有比率が大きく変化しているということである。金融機関持ち株比率は八〇年代初めから九〇年代前半にかけて三〇%程度から四〇%程度まで上昇した後、三〇%程度へ再び下落している。

一方、個人その他持ち株比率は八〇年代初めから九〇年代初めにかけて四〇%程度から三〇%程度へ下落し、そ

図2 産業別株主構成の推移



年表	金融市場の動きと制度整備
1987	国内債への格付け制度の導入
1988	Basel Capital Accordによる自己資本比率規制の提起
1990	日本のバブル経済崩壊
1992	Basel Capital Accordによる自己資本比率規制の実効化
1996	「日本版金融ビッグバン」始まる
1997	三洋証券会社更生法申請、北海道拓殖銀行破綻、山一証券自主廃業申請
1998	証券会社が免許制から登録制に
1999	株式売買委託手数料の完全自由化
2000	金融庁発足
2001	株式分割の際の一株当たり純資産額5万円以上という規制撤廃 「株式投資単位の引き下げ促進に向けたアクション・プログラム」策定
2006	新会社法施行 (予定)

図3 直接金融比率



の後再び四〇%程度まで上昇している。海外法人等持ち株比率については化学と電気機械器具の二産業に近年わずか

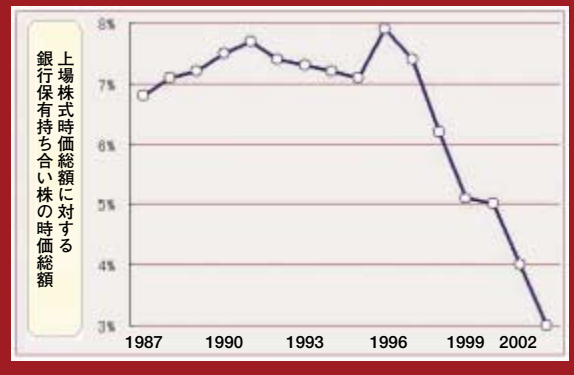
な上昇が見られる程度である。金融機関と個人の株式保有比率が変化した理由として次のようなことが考えられる。まず金融機関持ち株比率の推移については、メインバンク制度を裏付ける株式持ち合いの変容から説明される。金融機関と企業の株式持ち合いは、株価上昇が続いた一九八〇年代終わりまで進んだ(以下、年表参照)。八八年に提起されたBIS規制③は、株式の含み益のうち四五%を自己資本に組み入れることを認めたものである。そのため、株価が上昇した八〇年代後半においては持ち合い株式の含み益が金融機関の自己資本増強に貢献した。一方、八七年に国内債の格付けが導入されて社債発行の市場環境が整うと、企業は社債を発行して資金調達先を市場にも求めるようになった。

図3は財団法人日本経済研究所「企業財務データバンク」からデータを得て作成した直接金融比率の推移を示すグラフである④。直接金融比率は長期借入金の総額に対する社債の総額の割

合と定義して算出した。グラフから八〇年代後半に直接金融の割合が高まったことを示している。このような資本市場拡大を背景として、株式持ち合いと直接金融へのシフトが八〇年代終わりまで共存した。

九〇年にバブル経済が崩壊して株式市場が低迷すると保有株式の含み益が大きく減少し、持ち合い株式は金融機関の経営を圧迫するリスクとなった。このリスクは九七年に起きた三洋証券、山一証券、北海道拓殖銀行の破綻などに見られる金融危機によって顕在化した。九七年以降、金融機関は顕在化したリスクを解消すべく持ち合い株式を売却してきた。全国証券取引所の時価総額に対する銀行の保有株式時価総額の比率が九六年の七・九%から〇三年の三・〇%へと減少したことを示すニッセイ基礎研究所の調査(図4)⑤は、このことを裏付ける資料である。他方、

図4 銀行の持ち合い株保有比率



債券市場も収縮し、直接金融比率が伸び悩んだ⑥。

個人投資家の持ち株比率の推移は、九六年に始まった「日本版金融ビッグバン」による投資環境の整備から説明される。九八年に行われた証券会社登録制への移行と九九年に行われた株式売買委託手数料完全自由化は、低額の手数料⑦で株式売買サービスを提供するオンライン証券会社の増加をもたらし、加えて〇一年に施行された「商法等の一部を改正する等の法律」によって、株式分割時の一株当たり純資産額五万円以上という規制が撤廃された。これを受けて同年、全国証券取引所と日本証券業協会が作成した「株式投資単位の引き下げ促進に向けたアクション・プログラム」は、望ましい投資単位を五〇万円以下と定め、投資単位が

図5 個人株主の推移 (延べ人数)



五〇万円を超える会社に対しては投資単位引き下げの方針を示すよう求めた。これらの制度整備によって個人投資家の数は九五年度の約二五〇〇万人から〇四年の約三二〇〇万人へと約七〇〇万人増加した(図5)⑧。

三二．株主重視傾向の高まり

このような投資家の裾野の急速な拡大は、開始から今年一〇年目を迎えるビッグバンの成果であるが、個人投資家が増えたことよって生じる問題もある。それは新規に参入した個人投資家の多くが企業業績の分析や株価の評価について不慣れであるという点である。多くの個人投資家は金融機関に匹敵するような企業分析の能力を持たない。例えば有価証券報告書に記載されているすべての事項を理解して投資に役立てる能力を持つ個人投資家はそれほど多くないと考えられる。こうした株主に対して企業は的確に情報を伝達し、投資判断を誤らせないように気を配る必要がある。これを企業が株主重視の姿勢を強める理由の一つととらえることができる。

株主の重視度が高まったもう一つの理由として考えられることは、敵対的買収に対抗するために企業が既存株主と良好な関係を築こうとしていることである。昨年経済産業省が行った調査⑨によると、「今後敵対的買収が増加する」と回答した企業は八六%以上している。また買収に対する何らかの企業防衛策が「必要である」「場合によっては必要である」と答えた企業(七四%)のうち、「敵対的企業買収に対抗」することを理由にあげた企業は七

四%にのぼった。本年施行予定の新会社法は、種類株式やポイズン・ピルを企業防衛策として認めているが、これらの方策はともすると既存株主を犠牲にして経営陣の温存に使われる恐れがある。このような副作用を避けて敵対的買収を未然に防ぐためには、増配をするなどして既存株主と良好な関係を築くことが必要である。冒頭に示した労働政策研究・研修機構の調査結果が示す株主重視傾向の高まりは、敵対的買収者へ容易に株式を譲渡しないような働きかけが投資家に対して必要であるという企業の考えを反映するものであると考えられる。

このように今回調査で示された取引先銀行の重視度低下、株主の重視度上昇は、自己資本増強のために株式保有比率を低下させる必要があった金融機関、「日本版金融ビッグバン」によって多様化した株主、新会社法下において株主に対する情報開示と利益分配を敵対的買収防衛策として用いたい企業、という構図から説明することができる。

〔注〕

1. 証券取引所一部二部上場の企業四五〇社から回答を得た。グラフはアンケート調査票問2の結果を示したものである(問2は企業がこれまで重視してきた利害関係者と今後重視する利害関係者を、一位から三位まで順位をつけて回答する設問である。図1は一位から三位に挙げられた利害関係者にそれぞれ一点ずつ与えて作成したグラフである)。

2. 「企業財務データバンク 概要説明書」政策銀業種コード一覧の化学(中科目コード001100)、鉄鋼(001900)、電気機械器具(02700)、卸売・小売業(040100・040300)の四中科目。それぞれの中科目に分類されるサンプル企業数は化学八三、鉄鋼三六、電気機械器具は六九、卸売業・小売業は九九であった(八〇年

から〇二年のサンプル期間中にデータの欠損がある企業は除いた)。なお、産業別に株主構成に関する分析には阿部正浩「企業ガバナンス構造と雇用削減意思決定——企業財務データを利用した実証分析」(中村二郎・中村恵編著「日本経済の構造調整と労働市場」日本評論社、一九九九年)を参考とした。

3. 国際決済銀行(Bank for International Settlements)の略語。八八年に提起されたBasel Capital Accordは九二年終りまでに国際業務を行う銀行は自己資本比率が八%以上、国内業務を行う銀行は自己資本比率が四%以上でなければならないと定めた。

4. 財団法人日本経済研究所「企業財務データバンク」からデータを得て作成した。直接金融比率は長期借入金総額に対する社債の総額の割合として算出した。

5. ニッセイ基礎研究所「株式持ち合い状況調査二〇〇三年度版」

6. 真壁昭夫「資金調達と資本構成」『財務務総合政策研究所フィナンシャルレビュー』二〇〇二年などを参照。

7. 固定されていた手数料(売買金額の1%前後)は、自由化後売買金額の〇・1%程度まで低下している。

8. 全国証券取引所の調査「平成一六年度株式分布状況調査の調査結果について」から作成。

9. 経済産業省「買収防衛策等に関する日本企業の考え方」二〇〇五年。日本の上場企業二七五七社を対象にアンケート調査を行い、八三七社から回答を得ている。

＜プロフィール＞

佐々木浩二(ささき こうじ)

JILPTアシスタントフェロー、日本大学経済学部非常勤講師。早稲田大学大学院社会科学研究所修士、ランカスター大学(イギリス)MSC in Finance修了、ロンドン大学バークベック・カレッジPhD(経済学)。東京都立大学COE研究員を経て現職。

JILPT 出版物のご案内

職場のトラブル解決の手引き [改訂版]

～個別労働関係紛争判例集～

目次	0.労働関係法規の適用
	1.雇用関係の開始
	2.雇用関係の展開
	3.雇用関係の終了及び終了後
	4.均等待遇、労働者の人権、女性労働等
	5.非典型労働者・中高年労働者の就業
	6.外国人労働者

野川忍 [監修]

労働政策研究・研修機構 [編]

定価:1,575円(税込み)

