

# 株式市場の構造改革(安定株主体制の縮減)の必要性と 共同(集团的)エンゲージメント体制創設の提案

濱口 大輔

運用執行理事

チーフインベストメントオフィサー

企業年金連合会

(ここで述べる見解は濱口個人としての意見であって、  
企業年金連合会の組織としての見解ではありません)

# 安定株主比率の推計

## 1. 結論

- ・政策保有株もしくは安定株主の比率は、一般に言われているほど下がっておらず、東証一部上場企業全体の平均で少なくとも35%程度で、実態はおそらくそれ以上に高い。
- ・これは飽くまで平均であって、半数の企業はこれ以上であり、個別企業では40%台、50%台、60%台と高いケースも相当あると推測される。
- ・安定株主の内訳は次の通り(東証一部全銘柄の単純平均、保有株数ベース)
  - 銀行 5%
  - 生保・損保 5%
  - 事業法人・財団等 25%(商社、系列事業会社、旧財閥グループ内持ち合い、業務提携先・取引先の会社、創業家関係の財団など)

## 2. 他のデータ、分析との比較

- ・証券取引所株式分布状況調査との比較
- ・日銀資金循環統計との比較
- ・商事法務「株主総会白書」中の、株主総会担当者へのアンケート調査での安定株主比率との比較
- ・MSCI株式インデックス浮動株調整での、日本株非浮動株比率との比較
- ・他のアナリストによる分析との比較(野村証券レポートなど)

## 3. 他国市場との比較

- ・安定株主(戦略的株主)比率は米英では10%以下、欧州では10~20%台、日本は一部の新興国に近いレベル。
- ・他国では安定株主は政府や支配株主など少数の大株主に集中している傾向。日本のように上場企業同士、数%以下で広く薄く、しかし合計では30%台や50%台と大規模な状況は世界でも稀な日本独特の現象。

# 安定株主比率の推計 (銀行・生保・損保・事業法人・財団等による政策保有・長期保有株)

Astra Manager データベース(平成27年9月末時点での直近の有価証券報告書などの公開情報)に基づき、日本投資環境研究所が推計

保有株数ベース

所有者別 (単純平均)(%)	銀行(1)	生保・ 損保(2)	事業法人・ 財団等(3)	安定株主 (1)+(2)+(3)	国内機関投資家(4)		海外機関 投資家(5)	個人(6)	自社株	証券会社 (7)	議決権行使時の 安定株主比率(8)	過去5期 ROE平均(%)
					年金基金	投信						
時価総額上位 300社(9)	6	6	18	31	12	4	32	16	3	2	41	8.15
上記以外	5	5	26	36	8	4	13	34	3	2	52	5.06
東証一部 全体	5	5	25	35	9	4	16	31	3	2	50	5.58

(1)(2) 有報区分上の金融機関合計から国内信託口(国内機関投資家である年金基金、投信と仮定)を引いたもの。

尚、銀行、生保・損保、年金基金、投信の東証全体での数値が、証券取引所株式分布状況調査や日銀資金循環統計などと整合するように、個別企業の数値をマクロ調整している。

(3) 有報区分上のその他法人を事業法人、財団等の安定株主と仮定。尚、有報区分上の政府、公共団体も安定株主に加えている。

(4) 有報等での大株主の内、国内信託口を国内機関投資家と仮定。年金基金、投信各々で、上記通りマクロ調整している。

(5) 有報区分上の外国法人等を海外機関投資家と仮定。

(6) 有報区分上の個人その他から、自社株を引いたもの。

(7) 有報区分上の金融商品取引業者。

(8) 個人の行使率を30%、海外機関投資家の行使率を70%と仮定し、残りは不行使として、自社株を含めて差し引いた総行使率に対する安定株主の割合を計算。

(9) 海外機関投資家は一般的に時価総額上位300社程度を投資対象としている。

# 安定株主比率、業種別の推計

Astra Manager データベース(平成27年9月末時点での直近の有価証券報告書などの公開情報)に基づき、日本投資環境研究所が推計

保有株数ベース

所有者別(%) 業種別	銀行・生保 ・損保	事業法人・ 財団等	安定株主	国内機関 投資家	海外機関 投資家	個人	自社株	証券会社	議決権行使時 の 安定株主比率	過去5期 ROE平均(%)
水産・農林業	12	21	33	16	13	33	3	2	49	6.44
鉱業	15	23	38	11	19	28	2	2	51	8.65
建設業	10	26	36	15	15	29	3	2	50	6.47
食料品	11	31	42	13	12	28	4	1	59	5.77
繊維製品	12	19	31	13	15	35	4	2	47	3.29
パルプ・紙	16	32	48	15	11	21	4	1	63	3.67
化学	13	24	37	14	17	27	3	2	51	6.50
医薬品	12	26	38	13	22	21	4	2	51	7.88
石油・石炭製品	9	23	32	12	27	22	5	2	45	8.30
ゴム製品	11	28	39	14	17	25	3	2	53	8.68
ガラス・土石製品	12	24	36	16	15	27	4	2	51	4.39
鉄鋼	10	33	43	14	15	23	3	2	58	-28.82
非鉄金属	10	22	32	15	16	30	4	3	46	3.59
金属製品	12	26	38	11	15	31	3	2	53	4.44
機械	13	18	31	13	19	31	4	2	46	6.89
電気機器	11	19	30	14	22	28	4	2	43	5.32
輸送用機器	10	30	40	13	23	20	2	2	52	8.78
精密機器	12	19	31	14	17	34	2	2	44	4.89
その他製品	10	25	35	11	16	32	4	2	51	5.77
電気・ガス業	24	14	38	12	18	29	2	1	53	-1.44
陸運業	16	21	37	14	16	30	2	1	51	6.98
海運業	16	29	45	13	19	18	2	3	56	2.98
空運業	3	32	35	14	12	37	1	1	47	14.01
倉庫・運輸関連	14	33	47	13	12	25	2	1	62	5.93
情報・通信業	3	29	32	11	15	36	4	2	48	10.90
卸売業	8	27	35	11	13	35	4	2	52	7.19
小売業	5	28	33	11	13	38	4	1	50	7.63
銀行業	19	23	42	17	15	22	2	2	54	5.47
証券・商品先物	11	19	30	12	17	34	3	4	43	3.79
保険業	14	19	33	17	36	11	1	2	42	4.89
その他金融業	9	38	47	17	18	14	1	3	56	6.58
不動産業	5	29	34	13	18	31	2	2	46	-23.15
サービス業	4	24	28	11	15	41	3	2	42	11.43

# 日本独特の広範囲にわたる、分散した安定株主体制の問題点

## 1. 株主によるガバナンス(エクイティガバナンス)の空洞化

- ・株主が企業活動を監督する仕組みがコーポレートガバナンス(企業統治)
- ・その株主自体を会社の経営陣が選択する(政策保有させる)ことによる空洞化(昔は「政策保有されている」状況だったが、今は「政策保有させている」状態が増えている)
  - ・企業統治の根本である外部の規律が、実質的に内部化している
  - ・経営者が選び、経営者が選んだ安定株主に承認された社外取締役(約7割は安定株主出身)は有効か？
- ・政策保有している側の経済合理性の問題より、政策保有させている会社側のガバナンスの問題の方が大きい。

## 2. 株式市場機能への悪影響

- ・株主総会、議決権行使の空洞化(一般機関投資家が反対する議案でも、結局は安定株主の賛成多数で可決されてしまう)
- ・一般機関投資家のポートフォリオの空洞化
- ・株式市場本来の価格発見機能の低下(今だに多いPBR1倍割れ銘柄)
- ・市場による買収、再編圧力の不存在
- ・内部情報を持ち、売らない安定株主の大規模な存在が、市場を通じた資本・労働力の最適な資源配分を阻害している。

## 3. 一般機関投資家と安定株主の利益相反

- ・安定株主は発行会社と取引関係にあり(融資、保険契約、業務提携、営業取引など)、それを通じて内部情報に接しながら、かつ安定的な議決権行使の見返りとして、何らかの便宜供与、利益供与を受けている(経済合理性がある)
- ・その意味で、外部情報だけに依存し、株式リターンだけを追求している一般機関投資家とは利益相反関係にあり、株主共同の利益を追求しているとは言い難い。

## 4. 政策保有している安定株主の資本効率、国際競争力の問題

# 実効性のある株主ガバナンスの確立に本気で取り組むのであれば

## 1. 安定株主体制を縮減し、一般機関投資家の影響力を増すことが必要

- ・国内機関投資家は安定株主に比しあまりに弱小で、これを対話、エンゲージメントで実現するのはかなり難しい。
- ・コーポレートガバナンスコードに基づく、政策保有側の説明責任では不十分(総合的に合理性ありとの強弁で終わっている)
- ・国内機関投資家は互いにもっと連携して、共同でエンゲージメントに取り組む必要がある(可能であれば、海外機関投資家とも連携すべき)

## 2. 政策的対応も必要

- ・企業が横並びで、政策保有による取引競争をしている状況を崩すためには、次の様な政策的対応も必要。
  - ・ドイツが以前実施したような、政策保有株の売却益に対する課税について軽減措置を講じ、保有側に強いインセンティブを与える。
  - ・フランスが実施しているように、上場企業同士の株式保有に法的制限を加える(又は上場規則で対応)、又は左様な保有についての議決権に制限を加える。
  - ・メガバンクへの政策保有株売却圧力だけでは、結局それが地銀、生損保、事業法人、財団などへ転売されるだけで、安定株主体制の縮減には継がらない。

## 3. 当面の対応

### ・政策保有させている側の開示強化

- ・一般機関投資家としては、利益相反関係にある安定株主の状況把握が適正な分析、評価のために必要(現行の開示では実態が必ずしもよく分からない)
- ・株式市場の機能の根幹にかかわる最重要事項として、有報又はコーポレートガバナンス報告書の中で、継続的な取引関係にある株主の明細、取引内容、相互持ち合いの状況を開示させる(コード「原則1-7 関連当事者間の取引」に基づく開示)
- ・安定株主の解消にはおそらく相当の期間を要するであろうから、その間この開示に基づき進捗状況が把握できるようになる。

### ・スチュワードシップコードの強化

- ・生保・損保の開示内容の充実(議決権行使結果など)
- ・銀行は一般機関投資家との利益相反が最も大きいので、コードへの対応を求める。

# 共同(集团的)エンゲージメントのメリット

- 単純にロジスティクスの合理化(会社側対応の効率化、機関投資家側のコスト低減)
- 機関投資家の影響力確保
- 時間がかかるマクロな問題への対応
  - ・ 政府、関係団体などとの協議
  - ・ 政策保有株式、株主総会分散化などの問題
- 短・中期的成果が出難い困難な問題への取り組み  
(フリーライド問題、インセンティブの欠如の克服)
- 各運用会社がかかえる利益相反の克服
  - ・ 親会社との関係、顧客との関係、他運用会社との競争
- 議決権行使、株主総会対応に偏った活動からの脱却
- 日本での株主の地位の低さを克服
- 日本的文化の克服(注文をつけることの難しさ、遠慮の克服)
- 官から民への流れを、民から民、民から官へ そろそろ変える