

# 日米公開企業における株主構造の変化と 戦略から学ぶ中国への示唆

2008年4月19日

株式会社 野村資本市場研究所  
研究部  
関根 栄一

## あるべき株式市場の姿

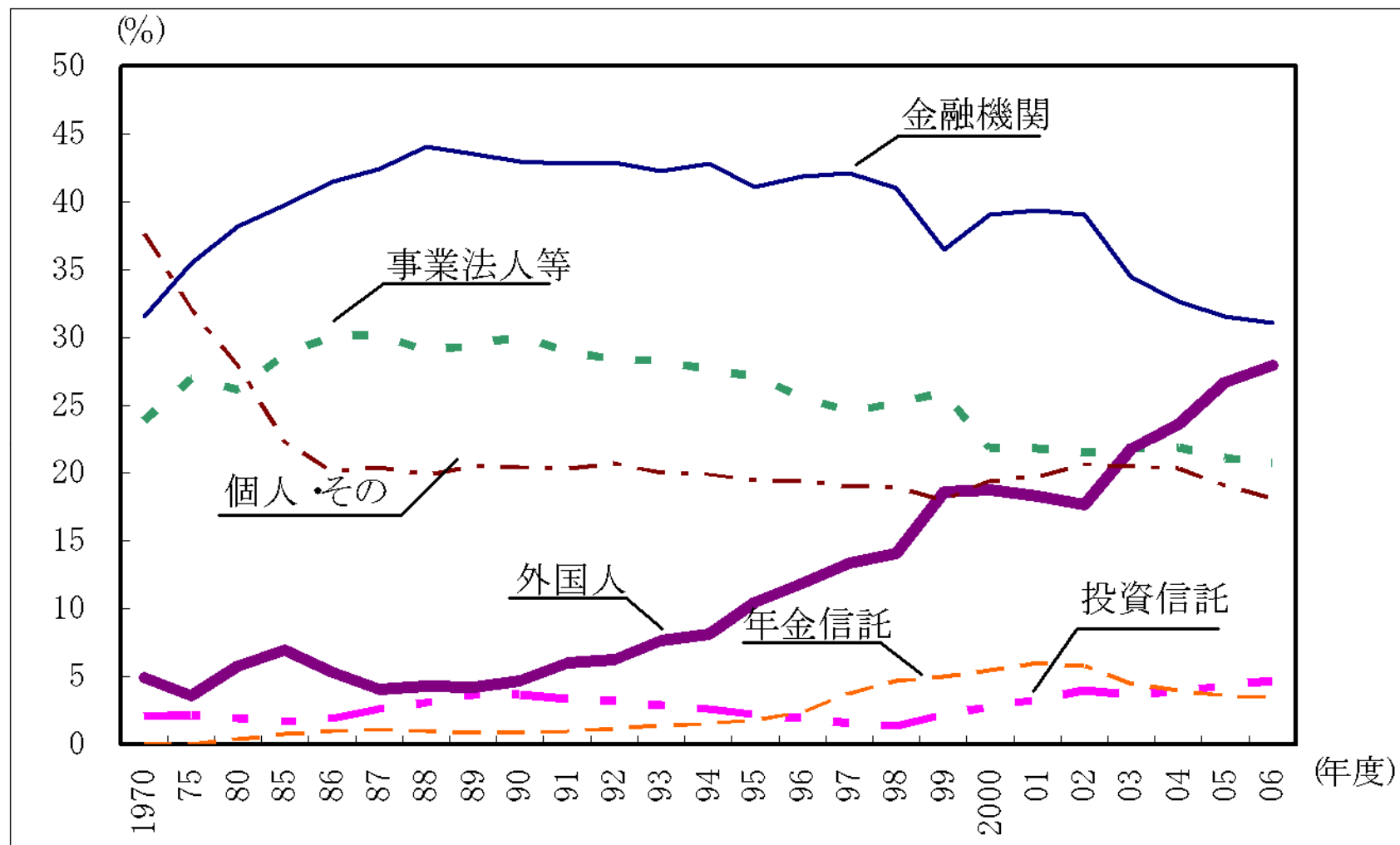
- マクロ経済の安定的成長に資する機能(バブル、暴落→×)
- 企業の成長や設備投資に必要な資金調達の間としての機能
- 新たな産業の勃興や技術革新に必要な資金を供給する機能
- 企業のガバナンスを促す機能
- 家計などに資金運用手段を提供する機能
- 金融サービス業自身の発展を促す機能

必要なのは・・・

厚みと拡がりのある市場

- 高い流動性、高い公正性、最小化されたマーケットインパクト
- 機関投資家、個人投資家から成る多様な参加者(タイムホライズン、リスクテーク)
- バランスの取れた市場参加者構成、群集心理の排除

## 日本の投資部門別株式保有比率の推移



(出所)東京証券取引所より野村資本市場研究所作成

## 日本における株式持ち合いの形成と特徴

### ■株式持ち合いの形態

- 金融機関－事業会社間(銀行によるメインバンク制)
- 事業会社－事業会社間(親子間、取引先間)
- 金融機関－金融機関間(銀行－生命保険会社間)

### ■株式持ち合い形成の経緯

- 1950年代:財閥解体によって放出された株式の吸収
- 1960年代中頃:資本自由化対応、証券恐慌後の受け皿
- 1980年代後半:バブル期のエクイティファイナンス

### ■株式持ち合いのメリットと言われた点

- 株式価格の安定、大口株主同士の相互保有を通じた長期的経営の実現
- 金融機関(銀行)からの資金融通の円滑化
- 取引先同士の長期的・継続的取引の確保

## 日本における持ち合いの問題点

### ■バブル崩壊により顕在化した持ち合いの弊害

#### 企業ガバナンスの弱体化

- 株主による市場を通じた監視が困難
- M&Aなどによる企業再編が困難

#### 金融機関が保有株式変動リスクに直面

- 銀行保有株の含み益減少・含み損増加による銀行経営の弱体化
- その結果、間接金融主体の日本では資金仲介機能も低下

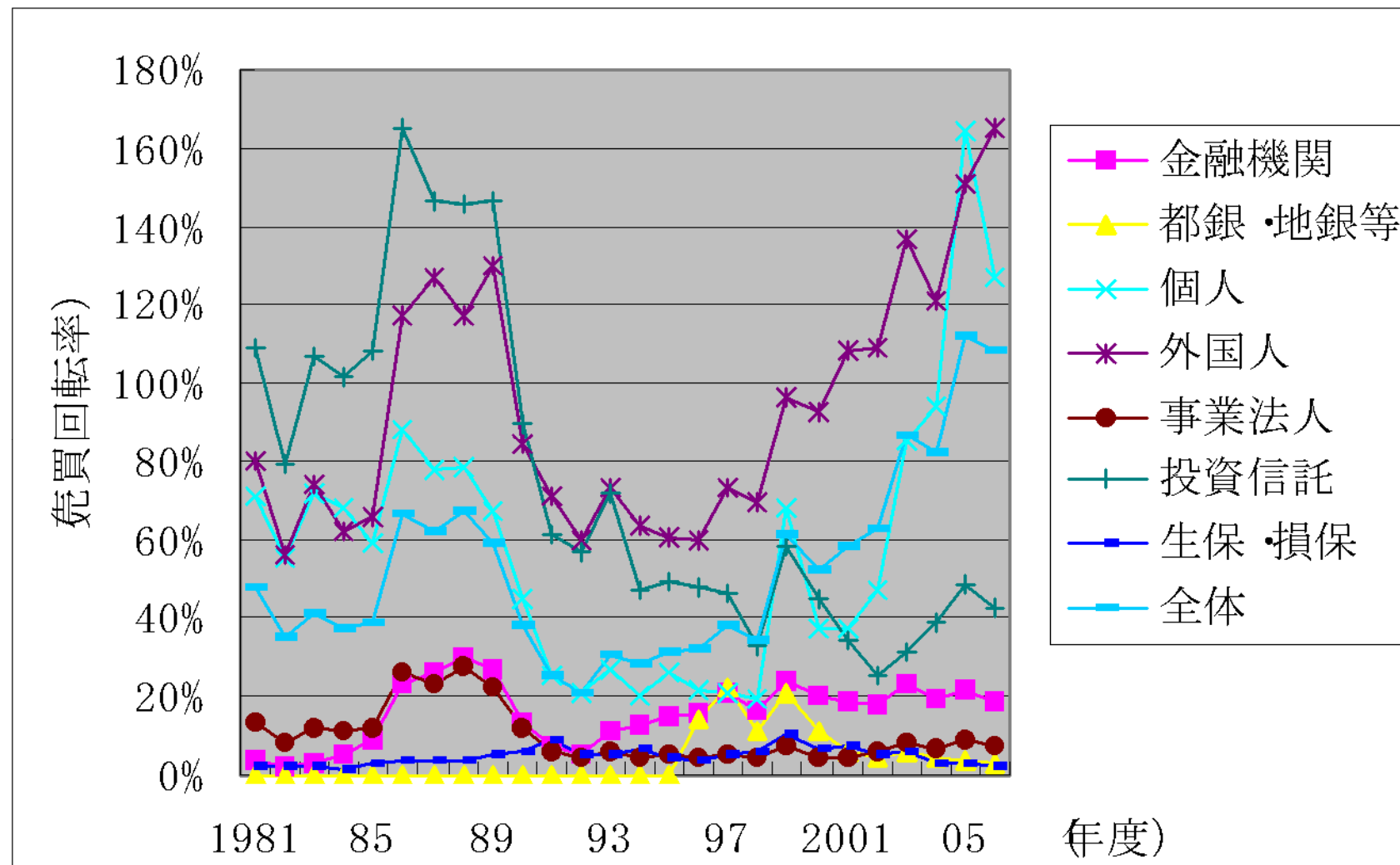
#### 株式市場の効率性の問題

- 流動性の低下
- 株価形成の歪み

### ■株式持ち合い解消の受け皿となった外国人投資家、但し過度な依存が問題

### ■外為市場の変動が株価に影響、経済成長の果実が国外に流失

## 投資家別の売買回転率

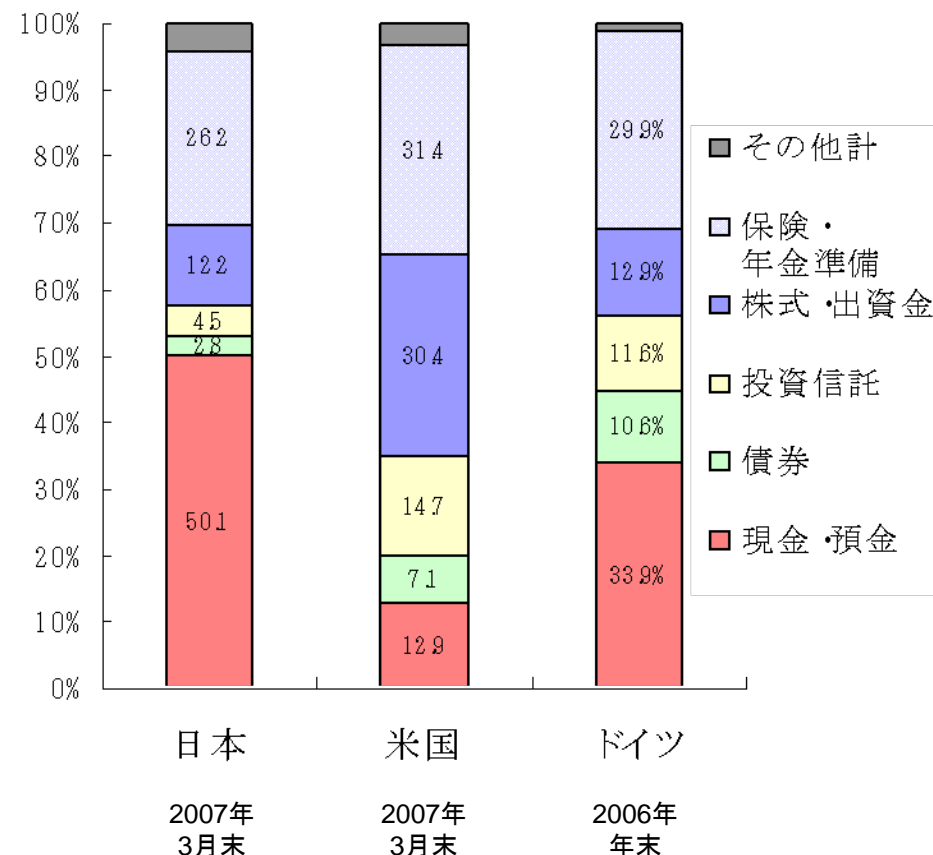


(出所) 東京証券取引所『平成18年度株式分布状況調査』『東証統計月報』より野村資本市場研究所作成

## 必要な投資家の拡大

- 株式市場では、特定のタイプの投資家に偏重することなく、多様な投資家が参加することが重要
- 個人による直接投資と投資信託や年金を通じた投資も重要
  - 少子高齢化に備えた財産形成
  - リスクマネーの供給による成長産業の発展を支援
- 個人金融資産の内訳を国際比較すると、日本は、現預金が半分を占め、株式、投資信託、年金の保有割合が小さい
- 個人による直接投資、投資信託や年金を通じた投資を如何に拡大、実現すればよいのか？

個人金融資産の内訳(国際比較)



(出所) 日本銀行『資金循環統計』(平成19年6月15日)、米連邦準備理事会(FRB)『Flow of Funds』(平成19年6月7日)、ドイツ連邦銀行『Financial Accounts for Germany』(平成19年6月月報)などより野村証券金融経済研究所作成、野村証券投資情報部作成

## 個人投資家による長期保有に向けたインセンティブ

### ■企業による株主重視

- 自社株買いの解禁(1994年商法改正)

### ■個人による直接投資(事例研究)

- 従業員持株会(日本)、レバレッジドESOP(米国)
- 株主優待
- 個人投資家向けIR

### ■確定拠出型年金による投資信託への投資

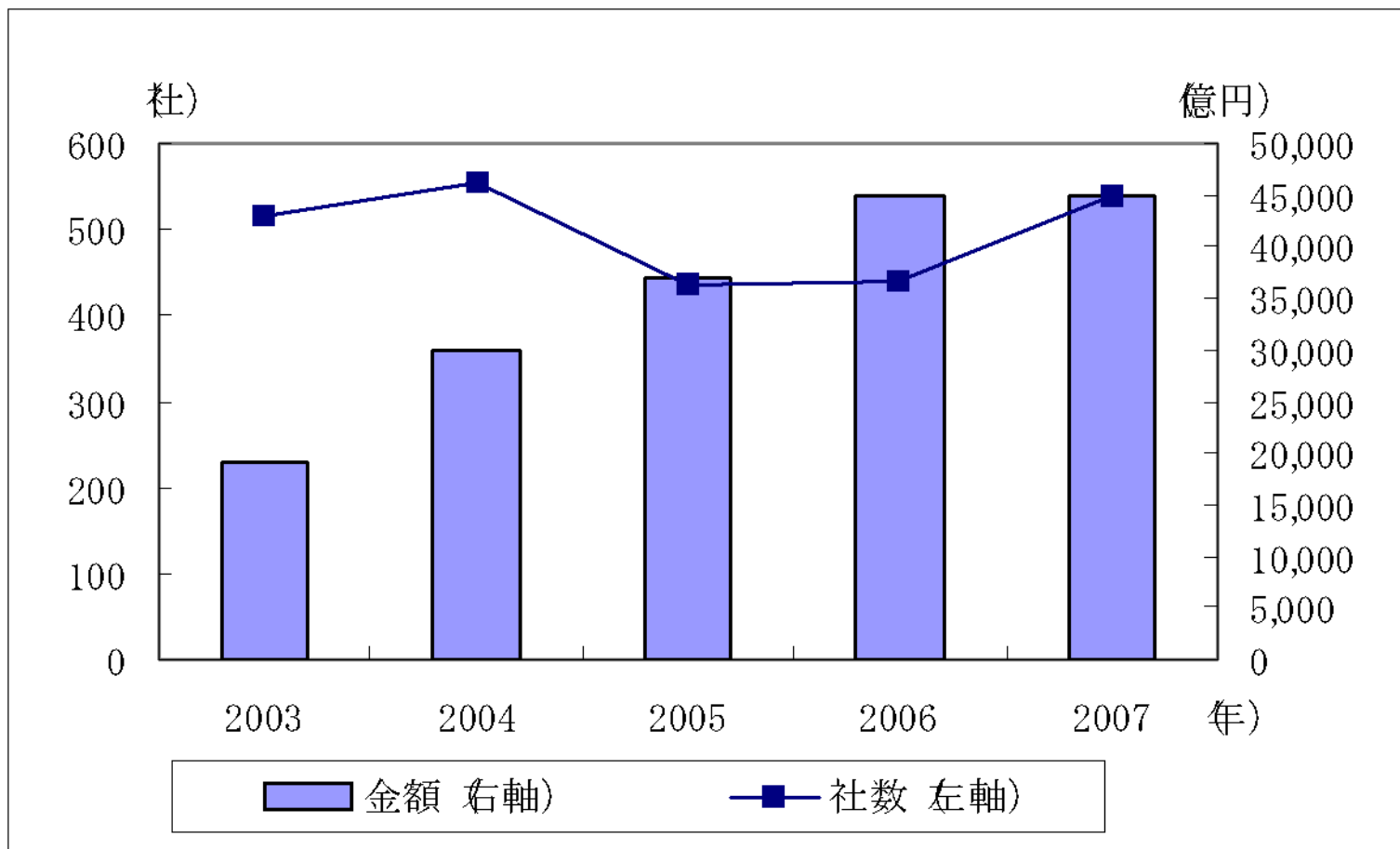
- 確定拠出型年金では加入者(個人)自身が年金資産を運用
- 投資信託は、少額・分散投資と専門家による運用とが可能

### ■ヘッジ手段の提供

- 先物、オプション市場
- 信用取引



## 自社株買いの状況

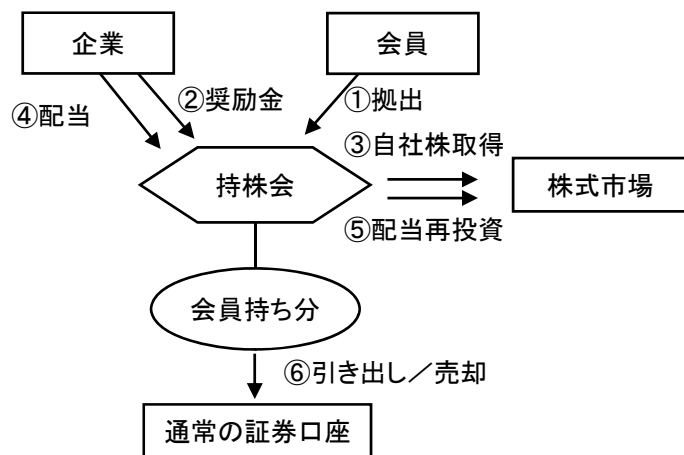


(注)2003年6月以降より集計・公表されている。

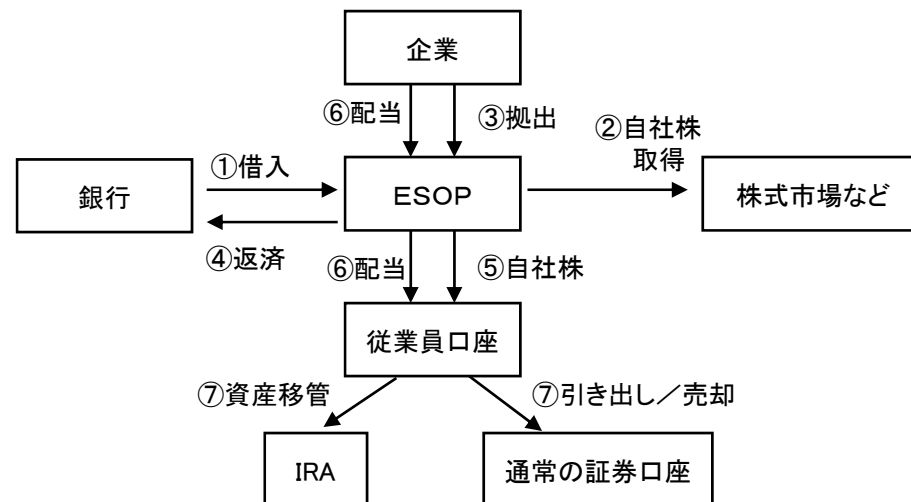
(出所)東京証券取引所『東証統計月報』ほかより野村資本市場研究所作成

# (事例1)日本の従業員持株会と米国ESOP

## 日本の従業員持株会



## 米国のレバレッジドESOP



- ① 従業員が持株会に加入し、拠出する。
- ② 企業が奨励金を出す。
- ③ 持株会は市場から自社株を取得、各会員に配分。
- ④ 持株会の自社株に配当が支払われる。
- ⑤ 配当は自動的に再投資される。
- ⑥ 単元株に達すると、通常の証券口座に引き出し、売却可。

- ① ESOPが銀行からローンを得る。
- ② ESOPはローンを使って自社株を買い付ける。買い付けられた自社株は仮勘定に入れられる。
- ③ 企業がESOPに拠出する。
- ④ ESOPは企業拠出を使ってローンを返済する。
- ⑤ ローンが返済されるのに従い、仮勘定の中の自社株は、決められた算定式に則り従業員の個人口座に配分される。
- ⑥ 配当は従業員口座へ直接、もしくはESOPを経由する形で各従業員に支払われるか、ローンの返済に当てられる。
- ⑦ 従業員の退職時には、給付は自社株または現金の形で行われる。退職年齢前でも給付を個人退職勘定 (IRA) に資産移管すればペナルティはない。

## (事例2) 日本の株主優待の仕組み

### ■株主優待制度とは？

- 企業が株主に対し持株数に応じて自社製品、優待券、サービスなどを提供
- 企業による任意の制度で、日本固有の仕組み

### ■企業が株主優待制度を実施する目的

- 個人投資家の増加
- 株主の自社への理解促進
- 自社製品やサービスのPR
- 株主への利益還元 など

### ■野村インベスターズ・リレーションズ株式会社によるアンケート調査

- 2006年12月～2007年3月にかけて実施、2,281通から回答
- 株主優待制度の内容を見て株式を購入した投資家は75%
- 8割以上の投資家が「優待制度のある銘柄を保有」、近年増加傾向に
- 優待のある銘柄の買い増し意向は、現在の保有状況を問わず強い

## (事例3)個人投資家向けIR

### ■IRとは？

- 企業が株主や投資家に対し、投資判断に必要な企業情報を、適時、公平に、継続して提供する活動で、制度的開示に加え自主的に行う情報提供活動を指す
- 企業は、IR活動によって資本市場で適切な評価を受け、資金調達などの活動につなげられ、株主・投資家も効率的に情報を収集できる

### ■日本IR協議会による2007年度アンケート調査結果(1,151社から回答)

- 全体の96.7%の企業がIRを実施。また、IR実施企業のうち、71.2%が専任部署を設置し、96.2%が経営トップによるIRを実施。
- IR活動の目標は、「適正な株価の形成」が第1位
- IR実施企業のうち、86.1%が個人投資家向けIRを実施(株主向け報告書の充実や株主優待制度の導入など)
- IR実施企業では、「個人投資家向けIRの充実」が最大の課題(58.9%)

## 中国への示唆

### ■必要な個人投資家動向の実態把握

- 個人投資家による株式の保有実態や、個人金融資産の動向を定期的に把握する必要性はないのか？
- 日本では定期的な実態把握が行われている(証券取引所、日本証券業協会、日本銀行(金融広報中央委員会を含む)、個社(野村證券:「ノムラ個人投資家サーベイ」)など)

### ■非流通株の出口戦略としての年金

- 全国社会保障基金(0.81%)、企業年金(0.01%)とともに、個人投資家(51.3%)に比べ、株式市場での存在感が薄い(比率は中国証監会調べ)
- 全国社会保障基金による基本養老保険(個人勘定)の受託運用の対象地域はまだ限定的で、拡大の余地があるのではないか？
- 中国では既に確定拠出型年金を導入済であるが、国有企業の既存の確定給付型年金に関し移行の選択肢を設け、運用の多様化を図っては？

### ■外国人投資家の位置付け

- 日本では外国人投資家の偏重が問題だが、中国では逆に外国人投資家(QFII)の保有比率はきわめて小さく(1.65%)、拡大の余地があるのでは？