

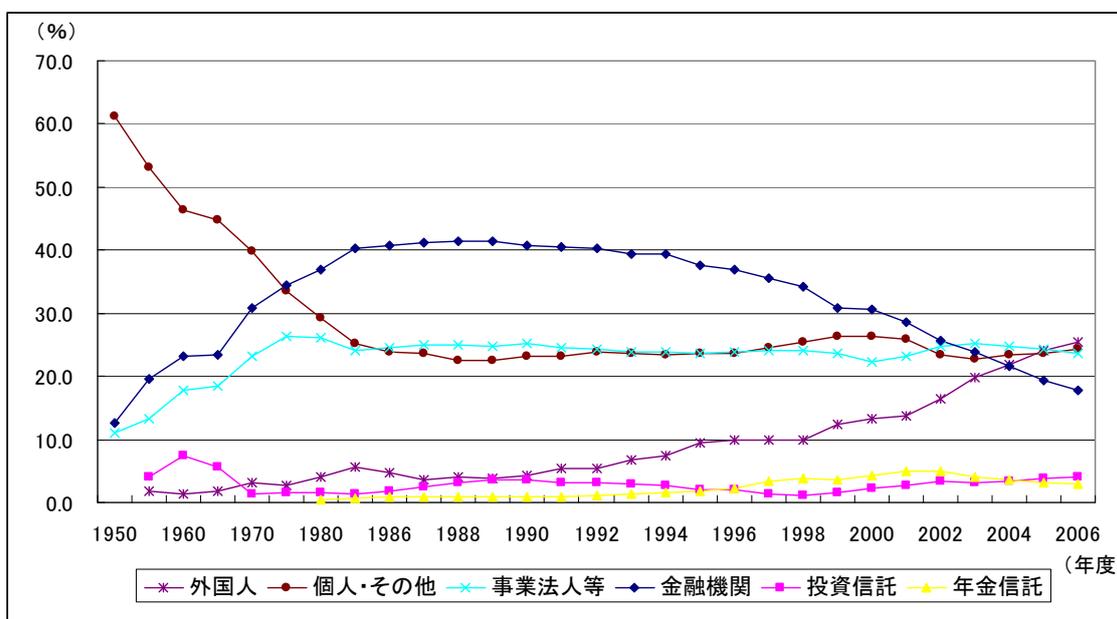
第3章 基礎的資料

I. 金融資本市場や企業ガバナンスのあり方の変化

1. 証券市場における所有者別持株比率の推移

近年の所有者別持株比率について見ると、外国人投資家の保有比率が1980年代終わり頃から順調に上昇している点が目立ち、2006年には全体の4分の1を超え、最大のシェアを占めるに至っている。国内投資家では、個人投資家は1980年代終わりまでほぼ一貫して低下し、その後はほぼ横ばいであったが、最近では小幅ながら上昇している。一方、事業会社は、1970年代半ばまで上昇し、その後はほぼ横ばいであったが、最近では緩やかに減少している。また、金融機関は、1980年代終わりまでほぼ一貫して上昇し、90年代以降は低下に転じている。投資信託は近年わずかに上昇する傾向が見られ、年金信託は2000年代始め頃をピークに減少している。

(図表 3-1) 所有者別持株比率（単元数ベース）の推移



〈最近5年間の推移〉 (%)

	2002	2003	2004	2005	2006
外国人	16.5	19.7	21.9	24.1	25.4
個人・その他	23.4	22.7	23.4	23.7	24.4
事業法人等	24.8	25.1	24.8	24.3	23.6
金融機関	25.7	23.8	21.6	19.3	17.7
投資信託	3.4	3.2	3.4	3.9	4.0
年金信託	5.0	4.1	3.5	3.1	2.9

※2001年度から単元数ベース。

※金融機関は投資信託、年金信託を除く（ただし、1978年度以前については、年金信託を含む）。

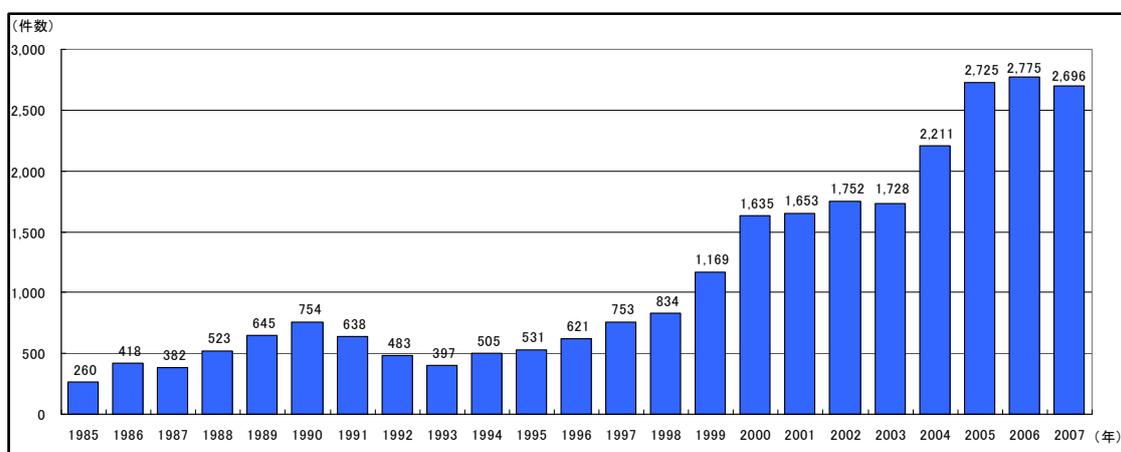
※2004、2005年度は㈱ライブドアを除いている

(出所) 全国証券取引所「平成18年度株式分布状況調査」(2007)

2. M&A件数、金額の推移

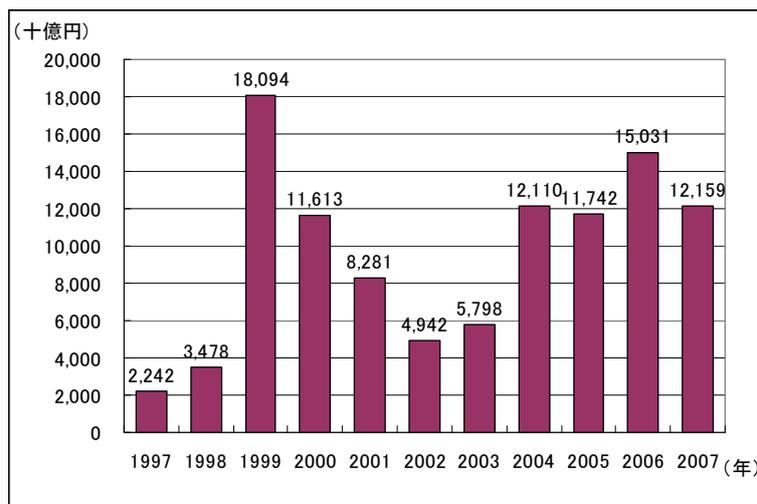
2007年に日本企業の関係したM&A件数は2,696件で、過去最高を記録した2006年と比較すると2.8%の減少となっており、2003年以來4年ぶりに前年を下回ったが、なお高水準で推移している。金額ベースでは、12兆2,778億円で、前年を約2兆8,000億円下回った。2006年は、日本たばこ産業（JT）による英ガラハーの買収（2兆2,530億円）、ソフトバンクの米ボーダフォン日本法人買収（1兆9,172億円）など、大型の海外投資案件が目立ったが、2007年は対外投資が減少する一方で、対日投資が増加する傾向が見られることが特徴である。2007年の金額1位は、米シティグループによる日興コーディアルグループ買収で9,200億円であり、最大の海外投資はエーザイによるMG Iファーマの買収で4,338億円であった。

（図表 3-2） M&A件数の推移



（出所） ㈱レコフ「MARR2008年2月号」

（図表 3-3） M&A金額の推移



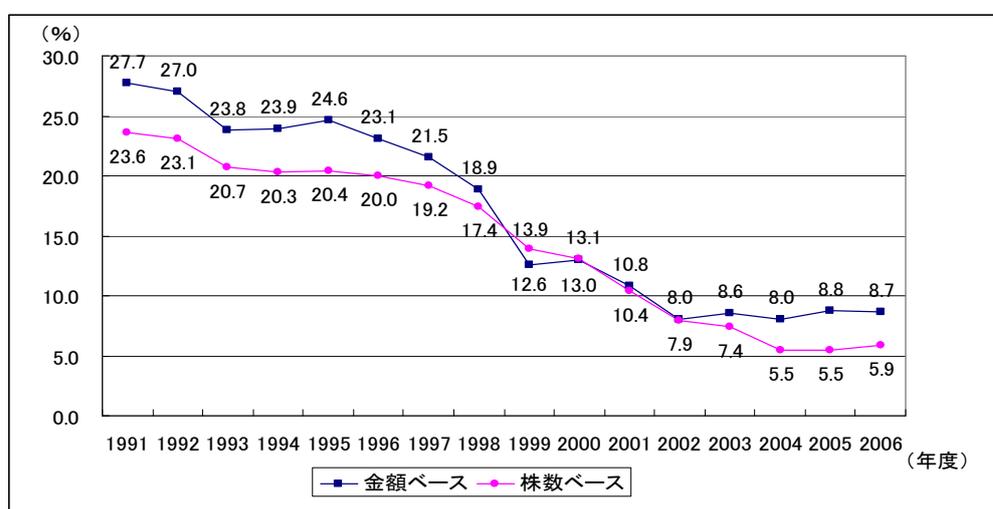
（出所） ㈱レコフ「MARR2008年2月号」

3. 株式持ち合い比率の推移

大和総研の調査によると、株式持ち合い比率はバブル期以来低下傾向であり、金額ベースで見ると、1991年度（27.7%）から2006年度（8.7%）で約3割の水準となっており、株数ベースで見ると、1991年度（23.6%）から2006年度（5.9%）で2割強の水準となっている。しかし、直近の動きを見ると、金額ベースはほぼ横ばいだが、株数ベースではわずかながら上昇が見られる。その要因としては、事業会社の対銀行との持ち合いは減少しているが、銀行、事業会社ともに事業会社を相手とした持ち合いが増加していることが挙げられる。

株式持ち合い件数及び金額を見ると、2005、2006年にはっきりと増加しており、株式持ち合いを強化する企業がここに来て増えている様子がうかがわれる。中でも、鉄鋼企業を中心に製造業でそのような動きが顕著であり、アジアの有力企業と連携を強める動きも本格化している。

（図表 3-4） 株式持ち合い比率



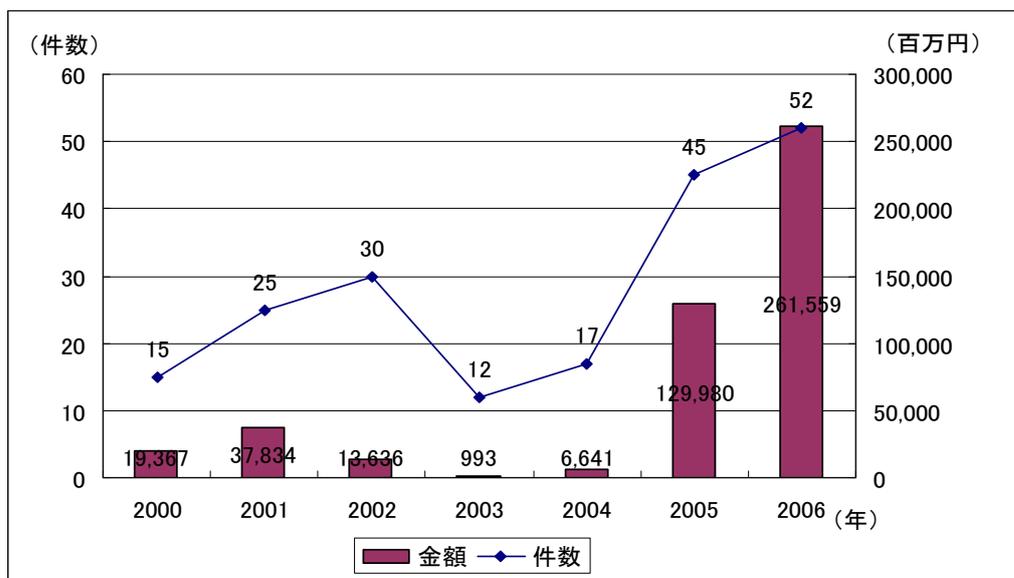
※持ち合い比率は、銀行を含む上場企業が保有する持ち合い株式の市場全体に対する比率。

※株数は単元数ベース（2000年度以前は単位数ベース）。

※2004、2005年度は(株)ライブドアを除いている。

（出所）伊藤正晴 [2007] 「強化が続く事業会社の株式持ち合い、銀行も強化へ」（大和総研資本市場調査部）より作成

(図表3-5) 株式持ち合い件数と金額合計の推移



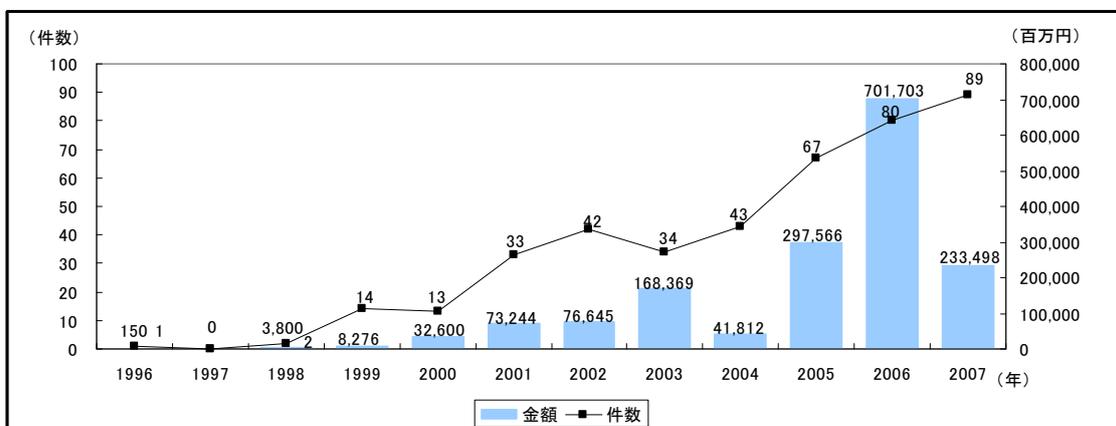
※株式持ち合いは、企業が相互に株式を取得し合うことを合意したうえで、その内容が公表された案件。金額は、日本企業（日本企業同士の持ち合いの場合は規模の大きい方）が持ち合いに投じた金額の合計。

(出所) ㈱レコフ「MARR2007年7月号」

4. MBO件数、金額の推移

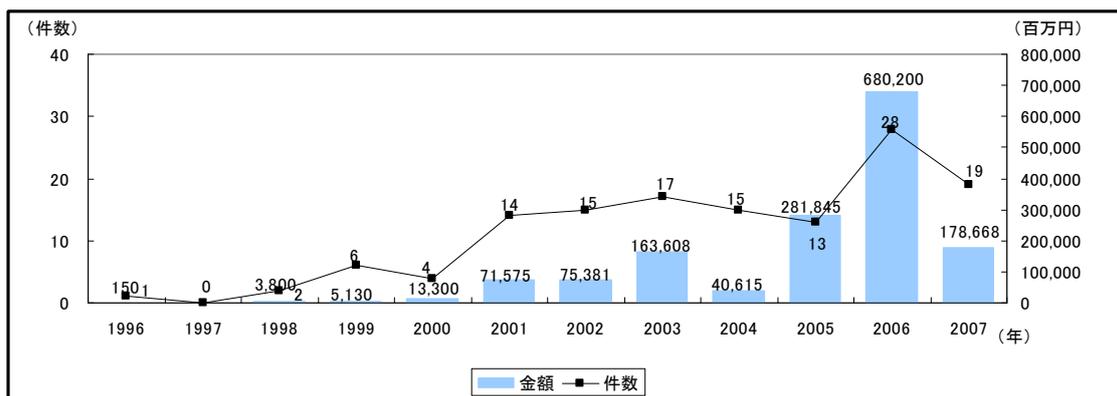
近年MBO件数は上昇傾向にあり、2007年は前年比11.2%増の89件で、史上最高件数を更新している。一方、金額ベースで見ると、2007年は2,335億円となっており、前年の3分の1以下に止まっている。これは、投資会社と組んだ大型のMBO案件が減少していることが背景として考えられる。また、MBOが構造的に抱える利益相反問題が注目され、レックスホールディングスやサンスター等のケースのように、株式の買い取り価格を巡って訴訟に発展するケースも見られるようになった。

(図表3-6) MBO件数と金額の推移



(出所) ㈱レコフ「MARR2008年2月号」

(図表 3-7) 投資会社と組んだMBO件数と金額の推移



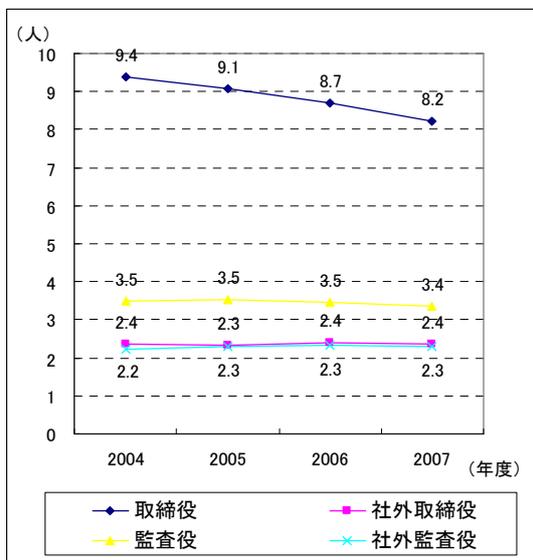
(出所) ㈱レコフ「MARR2008年2月号」

5. 取締役、社外取締役、監査役、社外監査役の人数の推移

取締役、社外取締役、監査役、社外監査役の平均人数の推移を見ると、取締役の人数は一貫して減少しており、取締役会のスリム化傾向が続いている。一方、社外取締役、監査役、社外監査役の人数にはあまり変化が見られない。監査役のうち、概ね3人に2人は社外となっている。

また、社外取締役の参加人数を調査したアンケート結果を2000年と2006年で比較してみると、やはり傾向として大きな差は見られない。社外の目を経営に取り入れたい、経営の透明性を確保したりすることの重要性が言われているが、社外取締役の平均人数については最近5年程度であまり変化が見られないといえる。

(図表 3-8) 取締役、社外取締役、監査役、社外監査役の平均人数の推移 (監査役設置会社)



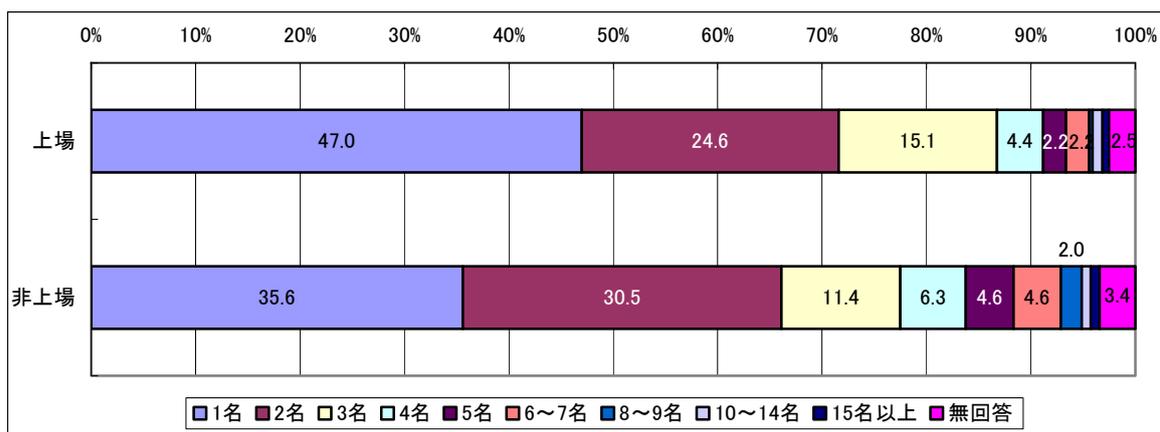
(出所) ㈱日本監査役協会「株主総会前後の役員等の構成などに関するアンケート集計結果」(2004~2008)より作成

〈アンケート調査概要〉

- ・ 調査対象は同協会会員企業。回答状況は下表の通り。

	2004	2005	2006	2007
上場企業	1,280	1,435	1,582	1,618
非上場企業	723	810	1,112	1,393
合計	2,003	2,245	2,694	3,011
回答率	44.8%	47.0%	51.5%	51.1%

(図表 3-9) 社外取締役の参加人数 -2006年-

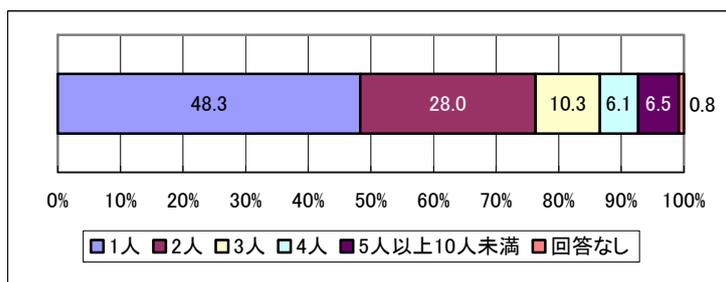


※回答数は上場 317、非上場 351。

(出所) 内閣府委託調査 (株野村総合研究所実施) 「新たな成長に向けた日本型市場システム・企業ガバナンスのあり方についての調査・研究」(2007)

※調査対象は全上場企業(3901社)及び中堅以上の非上場企業(10000社)としており、回答数は上場企業 764社 (回答率 19.6%)、非上場企業 1486社 (回答率 14.9%)。

(図表 3-10) 社外取締役の参加人数 (上場企業) -2000年-



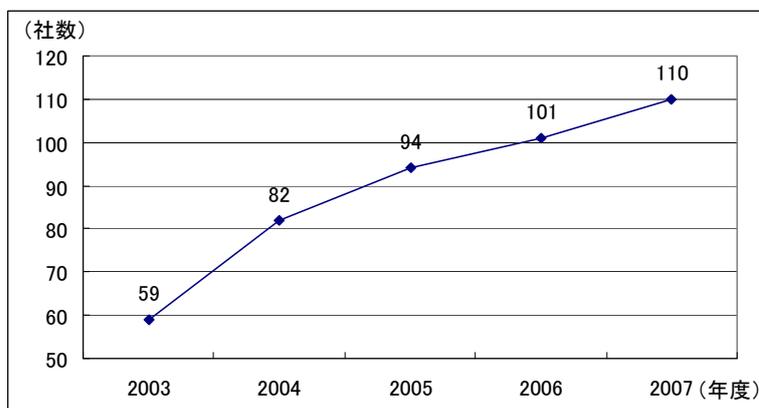
※回答数は 261。

(出所) 榊東京証券取引所 「コーポレート・ガバナンスに関するアンケート調査結果」(2000)より作成

6. 三委員会、監査役会の利用状況

委員会設置会社は、2003年の導入以来、近年に至るまで緩やかに増加しているが、総数としてはまだ少なく、東証上場会社の中で委員会設置会社を選択している会社は2.5%にすぎない。また、委員会設置会社を選択しなくても、任意に報酬委員会等の一部の委員会を設置している会社が、上場企業で約7%存在するというアンケート結果がある。

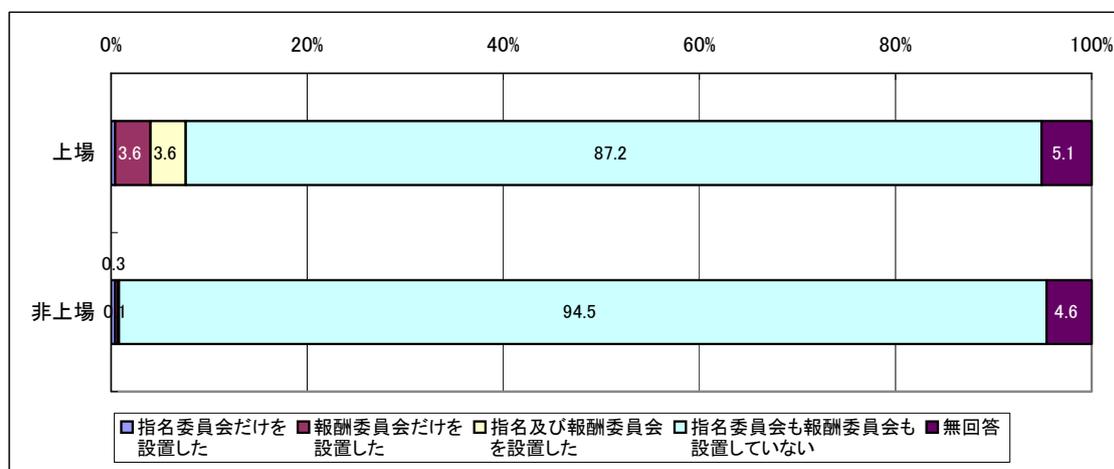
(図表 3-11) 委員会設置会社数の推移



※監査役設置会社に再移行した会社は除く

(出所) ㈱日本監査役協会「委員会設置会社リスト (2007年12月現在)」より作成

(図表 3-12) 一部の委員会だけの設置の状況



※○は一つ。回答数は、上場 742 社、非上場 1363 社。

(出所) 内閣府委託調査 (株式会社野村総合研究所実施)「新たな成長に向けた日本型市場システム・企業ガバナンスのあり方についての調査・研究」(2007)

7. 種類株式を巡る最近の議論

(1) 日本における種類株式の上場制度

2008年1月、東証「種類株式の上場制度整備に向けた実務者懇談会」から、「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」が公表された。今後はこれをもとに上場制度の設計を行うことが予定されている。

○ 「議決権種類株式の上場制度に関する報告書」(2008年1月)における検討

1. 検討対象

(1) 議決権種類株式の類型

- ・ 無議決権株式及び複数議決権株式(議決権の多い株式及び少ない株式)

(2) 上場類型

- ・ 新規公開時における議決権種類株式の上場や既公開の会社が上場株式より議決権の少ない株式を上場させる場合。
- ・ 既公開の会社が上場している株式よりも議決権の多い株式を上場することについては、既に投資している一般株主の利益を守るという観点から、より慎重な検討が必要であることから、検討の対象から除かれている。

2. 議決権種類株式の上場要件

以下の5つの方策の全てが取られている場合には、株主の権利の尊重がなされているものとして、原則としてその上場を認めることとすべきと考えられている。

- i) 既公開会社にあつては、上場株式より議決権の多い株式を上場させる場合に当たらないこと。
- ii) 極めて小さい出資割合で会社を支配するような状況が生じた場合に議決権種類株式のスキームが解消できるような方策がとられていること(例:ブレイクスルー条項、サンセット条項等)。
ブレイクスルー条項:発行済株式総数のうち一定割合(例えば75%)の株式を取得した者が現れた場合、議決権種類株式の構造を解消するスキームをいう。
サンセット条項:議決権種類株式導入の目的が終了した場合、同目的を逸脱した場合若しくは同目的を達することができないことが確定した場合、又はこれらの事由が生じたとみなすことのできる場合に、スキームを解消させる方策(例:目的が終了したか等の判断を株主の意思に委ねるものとして、一定期間経過後に一株一議決権とする株主総会の特別決議等によりスキームの解消を可能とするもの)
- iii) 種類株主間の利害が対立する場面における株主保護の方策がとられていること。
- iv) 支配株主と会社の利益相反取引の場面における少数株主の保護の方策がとられていること。
- v) 新規公開時に議決権の少ない株式を単独上場する場合は、議決権の多い株式の譲渡等の時に、議決権の少ない株式に転換する条項が付されていること。

3. 今後の検討事項

- ・ 既上場会社が議決権の多い株式を発行する場合についての整理

(2) 海外における種類株式の利活用状況

(図表3-13) 議決権種類株式に関する海外の状況

	複数議決権株式	無議決権優先株式	議決権の上限	黄金株
アメリカ	○ (非上場)	○	○ (非上場)	×
イギリス	×	○	○	○
フランス	○ (2倍)	○	○	○
ドイツ	×	○	○	○
イタリア	×	○	○	○
スペイン	×	○	○	○
オランダ	○ (6または3倍)	×?	○	○
スウェーデン	○ (10倍)	×	○	
デンマーク	○ (10倍)	×	○	○
フィンランド	○ (20倍)	○	○	
ノルウェー	×		○	

※○…可能 ×…不可能

(出所) 末永敏和・藤川信夫「コーポレート・ガバナンスの世界的動向」(2004)より作成

アメリカでは、種類株式等の上場制度について、1988年7月Rule 19c-4 (アメリカ証券取引委員会 (SEC)) の制定以降、各取引所で制度の統一化が図られ、現在では、上場会社については、保有株式数や保有期間に基づく議決権制限は原則として禁止されているが、新規公開時に限り種類株式の上場が認められており、実務としても定着している (Google社による複数議決権株式の例)。なお、長期的視点に立った経営と資金調達を両立させる等の目的で、約21%の上場企業が種類株式を利用しているとの調査結果がある (※)。

EUでは、2004年5月に公開買付指令が発効し、複数議決権株式や無議決権株式を一定の場合に無効とするBreak-through Ruleが採用されたが、実際には各国の選択的適用とされており、ほとんどの国が適用していない。また、欧州裁判所では、内容次第で黄金株がEU法に抵触するとの判例も出ている。現在では、複数議決権株式を廃止している国が少なくないが、無議決権優先株式や議決権の上限を設定した株式などは利用されている。

また、EU委員会は2007年10月、「一株一議決権原則が企業のパフォーマンスやガバナンスと相関関係があるとは断定できない」「当該原則のために特段の政策的対応をする必要はない」旨の方針を示している。

※External Study commissioned by the European Commission 「Report on the Proportionality Principle in the European Union」 (2007)