



**コメント：
加藤貴仁「利益供与禁止規定
と株式持合い」**

**RIETI企業法セミナー
2009年2月
宮島英昭
早稲田大学商学学術院
RIETI/WIAS**

加藤論文の貢献

- 持合いの規制：
 - 1) 持合い、規制されるべきか？
「Not 株式価値の向上」 =
経営者の私的便益追及・Entrenchment
敵対的買収防衛策
 - 2) 利益供与禁止で持合いを規制できるか = Novel
直接は不可能
株主のインセンティブの純化

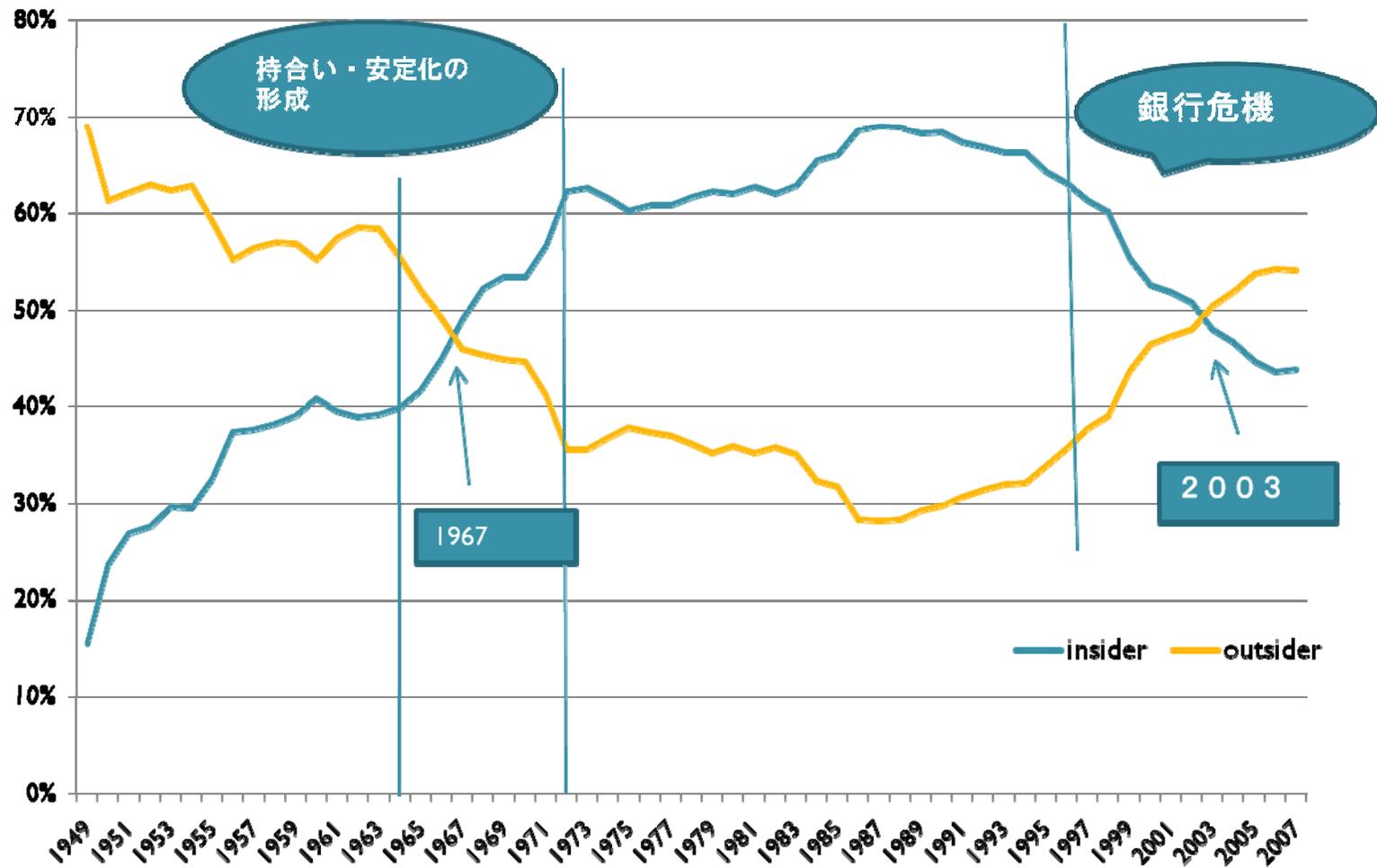
株式所有構造・持合の現状 1

株式所有構造の長期動向

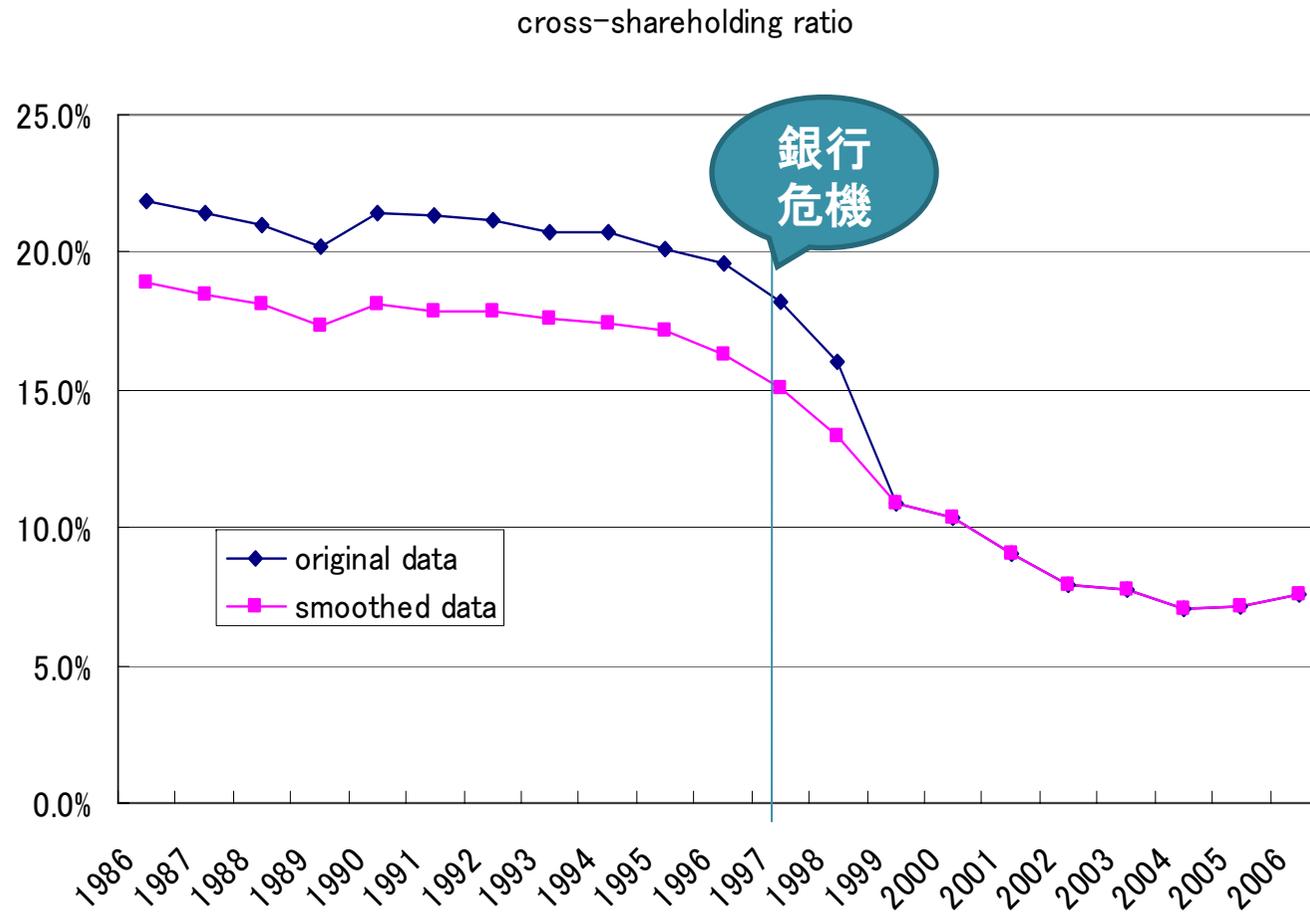
- Franks, Mayer and Miyajima (2008) Insider = 事業法人 + 銀行 (+ 生損保) + 経営者 = **加藤・純粹投資目的以外の株主**
- Outsider = 機関投資家 (投資信託・年金基金 + 外国人 + 個人) = **加藤・純粹投資目的の株主**
- Insider 所有、持合 = 1997年から急速に解体
- 2003年 Insider と Outsider の逆転
- 外国人保有の増加：
90年：4.7%、95年：10.5%、
00年18.8%、06年28.0%

株式所有構造の長期動向

Insider=事業法人+金融機関（銀行・生保） Outsider=
投資信託・年金・外国人機関投資家・個人、



持合いの動向（ニッセイ基礎研調査）



株式所有構造・持合いの現状2

- 日本企業の分化・多様化 (Miyajima and Kuroki 2007)
- 1990年代以降の自己選択のプロセス
- High Q (高成長可能性・高効率) — Easy to access to capital market — 積極的なガバナンス改革 — 高い機関投資家保有比率 — 持合いの解消
- Low Q (高成長可能性・低効率) — bank borrowing — 積極的な取締役改革 — 低い機関投資家保有比率 — 持合いの相対的な維持

所有構造(2006年度末)

宮島・蟻川、ビジネスレビュー(2008)

表2	資本構成と所有構造					
		平均	標準偏差	第14分位	中央値	第34分位
機関投資家保有比率						
	東証1・2部全企業	24.5	15.7	11.9	22.0	35.2
	時価総額上位500社	44.2	36.8	25.7	37.2	47.5
外国人持株比率						
	東証1・2部全企業	14.8	12.5	5.0	11.6	21.5
	時価総額上位500社	32.1	24.5	15.8	22.9	31.5
安定株主比率						
	東証1・2部全企業	37.4	15.7	26.0	36.4	49.4
	時価総額上位500社	24.2	31.5	19.7	28.8	40.7
持合い比率						
	東証1・2部全企業	8.6	8.5	1.4	6.6	13.1
	時価総額上位500社	7.6	7.8	1.5	6.8	12.3
社外取締役比率(社外取締役人数/取締役会人数×100)						
	東証1・2部全企業	8.7	13.2	0.0	0.0	14.3
	時価総額上位500社	15.4	11.3	0.0	6.7	18.6

Corporate Governance in Japan

(Jackson and Miyajima 2007)

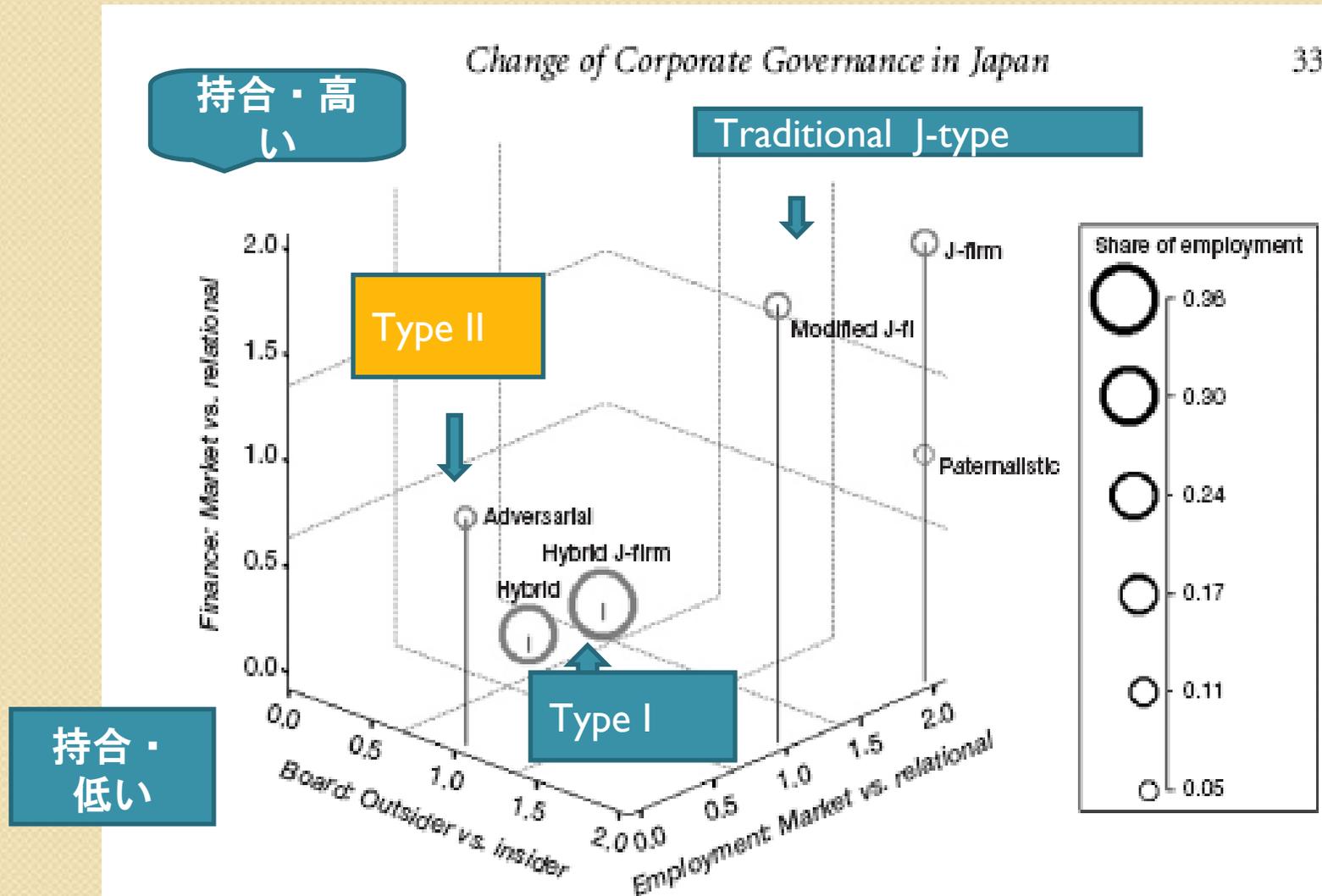
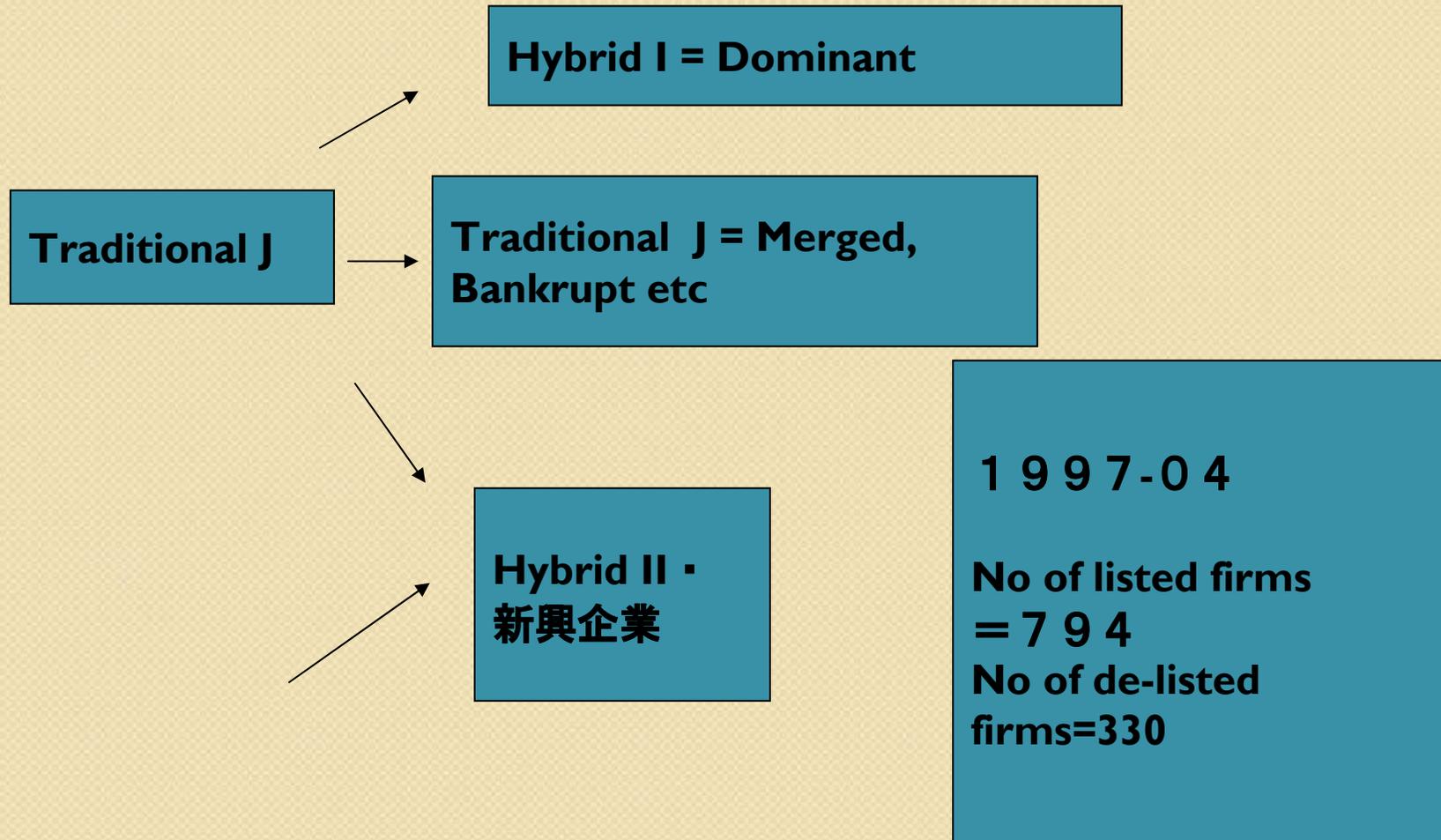


Figure 1.2 Corporate Governance in Japan: Finance, Board and Employment Characteristics

Historical Evolution

- 1980s

after 1997



株式所有構造・持合いの現状3

- 持合いは、企業パフォーマンスに対して負の相関（宮島、新田、尾身、斎藤 2003、Miyajima and Kuroki 2007、新田、ニッセイレポート）
- 2005年以降、機関投資家の保有比率の高い企業で持合いが復活？
新日鉄のケース
平均的には限定的
中心は、事業法人間

ケース：新日本製鉄

	INST	FRGN	FRFLT	OUT SIDER	ANTEI	CROSS
	機関所有	外国人	50 ^{単元未} 満	外部者	安定	持合
1986	7.6	4.25	20.7	28.3	13.5	6.7
1990	4.8	2.07	26.1	30.9	18.9	9.7
1995	15.8	12.4	23.3	39.0	15.2	6.7
1999	24.7	15.7	23.1	47.8	15.8	6.6
2002	26.3	15.0	24.6	50.9	NA	NA
2004	41.9	24.0	22.8	64.7	16.8	7.2
2006	34.2	20.7	19.4	53.7	20.9	9.5
2007	31.0	18.3	19.3	50.3	29.8	12.6

Hybrid Type I

(トヨタ、キャノン、三菱重工、新日鉄)

- 機関投資家、保有比率の上昇
- 資本（社債）市場による規律づけ
- 環境に適応した機関設計（取締役改革）

- 持合いの規制必要か？
- 経営者の忠実義務＋開示規制で十分？

伝統的日本企業

- 機関投資家の保有比率低い。
 - 資本市場規律・乏しい
 - 取締役改革遅い・外部取締役少ない
 - 経営者のEntrenchmentの可能性
-
- この企業こそ持合いの規制（外部取締役の導入）は不可欠
 - 経営者のentrenchmentの基盤

法的含意

多様化した企業構造に対していかに単一のルールを作るか

- Hybrid Type I ——

株式市場のかく乱的影響 > 経営者（内部者）の私的便益の追及

- Hybrid Type II （新興企業） ——

外部株主の過度の介入 = ? 経営者の私的便益の追及

- 伝統的日本企業 ——

経営者の株式市場のかく乱的影響 < 経営者（内部者）の私的便益の追及

法的含意 2

事業法人の株式保有の規制

上限ルール（銀行）

上場子会社規制、
持合い？（一定の範囲で
上限）

Mandatory Rule vs 原則、
非導入は説明責任。

参考・外部取締役

事業法人の他事業法人株保有
の分布：上場企業—上場企業
（ニッセイ基礎研調査、宮
島・新田 ongoing)

保有比率	保有ケース	%
0-1%	11,701	71.8
1-2	1,898	12.3
2-3	975	6.3
3-4	566	3.7
4-5	612	4.0
Over 5%	302	2.0