

# 戦後日本企業の株式所有構造：安定株主の形成と解体

早稲田大学 宮島英昭

財務省 原村健二

## <報告要旨>

### 1 はじめに

日本の高度経済成長を支えてきた日本型経済システムの1つといわれる、メインバンクと企業及び企業間の株式の安定保有（いわゆる「株式持合い」）が、バブル崩壊以降、急速に変化している。

株式持合いは、かつて日本的経営を支え、成長志向的な企業行動を支える制度的条件となったと理解されてきた（例えば、Abegglen and Stalk 1985, Porter 1992）。安定株主化の進展が株価最大点から乖離した成長率の選択を可能とし、また利益に非感応な配当政策、（安定配当政策）の条件となった。しかし、こうした成長志向的な仕組は、1980年後半以降のバブル経済期には、一転して過剰投資の促進と、モラルハザードの誘発する条件となった（宮島・蟻川・斎藤 2001）。しかも、1990年代に入ると、それまで比較的安定的であった日本企業の所有構造は、大きく変化し、その変化した所有構造は、1990年代の企業行動や効率性に大きな影響を与えている。先駆的には、米澤・宮崎（1996）は、安定株主の存在が経営の効率性に対して負、外国人の保有比率が正の影響をもつことを報告した。また、宮島他（2002）は、以上の事実に加えて、個人所有比率と大株主の増加に近年の所有構造のいまひとつの特徴があること、またこの個人所有比率の上昇は効率性には負（フリーライド問題の発生）と、大株主は正であることを解明した。

### 2 問題の所在

しかし、近年活発となった企業統治に関する構造分析の文脈のなかで、所有構造が企業行動に与える影響の分析が、大きな進展を示しているのに対して、所有構造の決定要因の分析は著しく少ない。本報告の主題は、企業統治構造の分析の一環として、この所有構造の決定要因の問題に、主として安定株主に焦点を当てながら接近することである。安定株主化はなぜ進展したのか、しばしば指摘される通り、乗っ取りを回避する経営者の選好のために形成されたのか、もし、経営者の外部株主の圧力からの回避に主たる要因があるとすれば、なぜ、乗っ取りの危機が上昇した1990年代に、持合いが解消しているのか。本稿で、これらの一連の問題に接近するために、株式安定化の中心を占める金融機関と事業法人間の持合いに焦点をあて、各主体の株式保有の決定要因を定量的に分析することを課題とする。

ところで、戦後日本企業の所有構造の変化は、1949-55年の法人化の進展、1955-64年の相対的な安定、1965-74年の安定化の急進展、1975-90年代初頭までの相対的な安定、1990年代（特に後半）以降の変化である安定株主の解消と特徴づけられる。そこで、本稿では、所有構造が大きく変化した2つの局面、即ち、上記のとこの局面をとり上げる。そこで、解明されるのは、次の2つのパズルである。

安定株主化の急進展局面（1965-74年）に関して、なぜ、企業経営者のモラルハザードの可能性があるにもかかわらず、株主の安定化が進展したのか。

現在の安定株主の解体局面（1989-99年）に関して、株価の低下と外国人株主の進出という乗っ取りの可能性が潜在的に上昇しているにもかかわらず、なぜ安定化の解消が進展するのか。

### 3 分析の手法

安定保有には、以下の3つのケースが存在しているといわれている。

銀行と事業法人との間における株式の相互保有

事業法人間における株式の相互保有

金融機関（銀行、生損保）における事業法人の株式の一方的保有

しかし、～の厳密な確定は作業的にも不可能であるため、本稿では、一次的接近としての非金融事業法人の所有構造に焦点をあて、既述の安定株主、すなわち Voice、及び Exit の行使を相対的に放棄する株主を、金融機関（除く投資信託）と、事業法人の合計と捉え、とくに金融機関の株式所有行動の決定要因の分析を試みた。

具体的には、1964-74年及び、1989-99年のそれぞれの期間について、サンプル企業の金融機関の株式保有比率の2期間における差分（注）を被説明変数として用い、期初の金融機関の株式保有比率、総資産の対数値、企業の期待収益の代理変数としてのトーピンのQの期間平均値、負債/総資産比率、メインバンクからの借入/総資産比率等を説明変数として用いて分析を行なった。なお、分析のサンプルは、東証1部上場企業のうち1990年3月期における売上高500億円以上の大企業（金融、電気・ガス）633社（製造業454社（71.7%）、非製造業179社（28.3%））であり、株式保有比率に関するデータは公表データを用いた。

（注）1964-74年の分析については、それぞれ、1964年と69年及び69年と74年の2期間の差分を、1989-99年の分析については、1989年と94年及び94年と99年の2期間の差分を被説明変数に用いた。

### 4 安定株主化の急進展局面（1965-74年）における分析結果から得られたもの

株価の低下、資本自由化にともなう敵対的買収の可能性の上昇を背景に、1960年代後

半の企業経営者は、安定株主化を試みた。その際、これまで看過されていた点として、本稿で提議した問題は、潜在的な脅威に直面した企業経営者は、企業のファンダメンタルを向上させ、潜在的な乗っ取りの脅威を逡巡させる努力と並行して安定株主化を依頼する場合と、そうした努力を欠いてもっぱら取引先に安定株主化を依頼するという2つの可能性があり得たが、この外部から識別困難な2つの可能性を、安定株主化を依頼する企業に貸出し面でコミットしていた都市銀行（メインバンク）は、モラルハザードをとまなう安定株主化の依頼と 経営の効率性の改善をとまなう安定株主化の依頼を的確に識別していたことが確認された。このことが、60年代の後半の安定株主化の進展が、経営者のモラルハザードという潜在的なコストを顕在化させることなく進展した理由として考えられる。

また、期待収益の高い企業の株式保有をシステムティックに増加させるという関係は、推計では、1964-69年の局面のみに、しかも、都市銀行のみ見られたことが確認された。このことは、第1に、近年の主張にもかかわらず、メインバンクが、事実上の委託されたモニターとして、重要な経営の規律の役割を担ったこと、しかし、第2に、メインバンクのこの役割は、歴史的には比較的限られた局面でのみ明確に確認され、安定株主化が一定の水準に達したのちは、こうした事前的な規律づけの機能は後退したことを意味した。

## 5 安定株主の解体局面（1989-99年）における分析結果から得られたもの

他方、安定株主化の解体局面に関しては、まず、1980年代に企業・銀行関係が変化していたのを前提に、外国人投資家が増大したことが株式所有構造の変化のトリガーとなった。外国人保有を中心とした機関保有は、規模が大きく、相対的に高い収益を維持し、格付けの高い企業で上昇したが、こうした企業群では、ROE、投資収益を重視した資金運用に対する潜在的圧力が上昇した。さらに、金融危機が表面化した1995年を境に、事業法人にとって金融機関株保有の継続が、保有リスクと投資リターンの点で、非合理性を強め、この問題は、97年の金融危機以降深刻化した。その場合、重要な点は、銀行株の売却は、流動性が悪化して含み益の実現が必要となった企業のみでなく、資金面で銀行への依存が小さく、銀行に依存した安定株主化の必要が小さく、さらに、外国人投資家の株式保有比率の高い企業で進んだことが確認された。このようにして、事業法人の金融機関株式の売却が進展したが、97年末の金融危機以降、都市銀行の事業法人売却が本格化し、不良債権の償却原資の確保、BIS規制への対応、さらに2000年に入ると銀行の法人株保有自体に対する規制が強まっていった。その際、重要な点は、金融機関の株式保有の決定が、保有企業のうち、a) 収益が著しく低いか、あるいは、逆に相対的に高い企業、b) 銀行の貸し出しが少ない企業、c) 当該銀行株の売却が多い企業の株式を売却

し、逆に a' ) 収益が中程度に低く、b' ) 銀行借入れにいぜん依存し、c' ) さらに銀行株の売却が少ない企業の株式の保有を継続したことが確認された。

このように、安定株主の解体、持合いの解消が注目される 2000 年度末には、これまで同質的であった日本企業は、金融機関と事業法人の「合理的な」選択の結果、一方で、持合いを持続させる企業群と、他方で、解消が進展する企業群に分化した。現在「持合い解消」が注目されているが、解消は、日本企業全体に関して均等に進展するのではなく、急速に進展する企業群と、むしろ、企業・銀行双方で持合いを合理的選択として継続する企業群に分化した。

## 6 今後の企業行動・政策的対応への含意

持合いを維持する企業群は、それを解消する内生的インセンティブが乏しい。金融危機に直面するか、実際にデフォルトして保有銀行株の売却が不可避とならない限り、収益性が低い企業で、かつ期初に銀行との資金・株式保有関係の強い企業の経営者に、収益率が低下し、保有リスクの上昇した銀行株売却のインセンティブは内生的に発生しない。この状況が維持されれば、当該企業の資本市場の低い評価は継続し、機関投資家や格付けの圧力が加わらない。1990 年代について、企業パフォーマンスが、機関投資家の保有比率に正に感応的、安定株主比率に負に感応的という関係については、ほぼ一致した認識が形成されている点を考慮すれば、期初に収益性が低く、かつ銀行との資金・株式保有関係の強い企業では、経営者の合理的な選択として持合いが維持され、その結果、経営の規律が十分に働かず、さらに低い経営の規律に伴う低パフォーマンスが、持合いの継続の条件となるという関係が形成された。本稿の分析結果は、1990 年代後半には、こうした企業統治にとって問題を含む関係が日本企業の一部で均衡として継続したことを示唆する。このことは、何らかの政策的手段を通じて持合いを継続する企業群の均衡を変化させることが不可欠なことを意味する。銀行の株式保有制限(04 年 9 月期)はこの意味でも重要な措置であり、その厳格な施行が望まれる。

1990 年代の株式所有構造の変化、持合いの解消は、銀行の株式ポートフォリオの劣化を含意している。銀行が、金融危機が発生した 1997 年以降、保有株式のうち成長性の高い企業(高いトービンの Q)の企業を売却しているという本稿の分析結果は、銀行の株式保有ポートフォリオが著しく劣化したことを意味する。銀行が、事業法人株の売却の局面で、期待収益率の高い企業の株式を売却したという本稿の分析結果は、1997 年以降には、その保有株式のポートフォリオもシステマティックに劣化したことを示唆する。この結果は、現在重要な問題となっている銀行株式取得機構による銀行保有株の買取りや日本銀行による銀行保有株の買取りにあたって、考慮すべき重要な前提であろう。

## < 討論者からのコメント >

慶應義塾大学 岡部光明

1. 本報告は、日本型経済システムの基底にある株式の安定保有（ないし株式持合）に焦点をあて、その形成および崩壊の要因に関して計量経済学的な説明を試みたものである。従来は、それらの要因が専ら定性的に記述されるに止まっていたので、本報告はこの点で新しい貢献といえる。
2. 本報告が指摘する論点は多岐にわたるが、とくに興味深いのは次の諸点である。すなわち（1）1990年代において銀行は、その保有株式のうち業績が悪い企業の株式だけでなく良い企業の株式も売却し、結果的に凡庸な企業の株式だけを保持する結果になっていること、（2）銀行（メインバンク）のモニタリング機能は、時期的にも銀行業態別にも極めて限定的だったこと、（3）持合を解消させる要因は、事業会社では相対的に銀行よりも強いこと、（4）生損保の株式保有動機は銀行とは異なるものであったこと、などである。
3. 一方、疑問点ないしさらに考慮する余地のあることがらとしては、次の諸点がある。
  - 1) 1960年代後半に銀行との間で株式の安定保有化に奏功した企業（事業会社）と、そうでなかった企業は、それぞれその後どのようなパフォーマンスを示したと理解できるのか。つまり、本報告の結果によれば「良い企業」は、銀行による選別過程を経て安定保有関係に入ることができたはずであるが、従来の研究によれば「株主が安定化している企業のパフォーマンスは相対的に悪い」というのが一般的な知見である（例えば米澤・宮崎 1996、Nakatani 1984）。この「矛盾」はどう説明できるか。
  - 2) 「乗取りの脅威」に対する企業経営者の行動パターンとして、報告では「経営改善努力（株価引き上げ）を行って相対的に乗取りを困難化する行動」を一つのケースとして想定しているが、この捉え方には無理が伴うように思われる。なぜなら、株価が上昇すれば結果的には確かにそのような効果を持つが、企業が乗取り防止という意図のもとに事前的にそのような行動をしたとは考えにくいからである。
  - 3) 「安定保有には3つのケースがある」と記述されているが、実はもう一つの（4番目の）重要なケースがある。それは金融機関と金融機関の間の相互株式保有（とくに生損保による銀行株の保有）である。その規模は、発行済み株式全体の安定保有の中でも相当大きな比重を占めている。

- 4) 「安定保有」の定義が、一般に認識されている場合よりもやや広義にすぎる。また本報告では「安定保有」と「株式持合」を同義に近い意味で使用している場合が少なくないが、両者はより明確に概念規定をしたうえで使い分けるのが適切であろう。
- 5) 本報告では「高度成長期のモニターは都市銀行だけであった」との主張がなされている点への疑問。計量分析では「全銀行」が対象であるが、なぜ「都市銀行」だけがモニターといえるのかについて、根拠の積極的提示が必要であろう。

< 討論者からのコメントに対する回答 >

- 1) これまでの研究は、70年代から80年代において、企業の保有株式のストックベースにより、パフォーマンス等との関係を分析したものがほとんどである。他方、本稿における分析は、60年代後半において、安定保有比率の変化率(2時点間の差分)を被説明変数として、企業のパフォーマンス等との関係を測定したものであり、これまでの研究とは、研究の対象の時期、分析手法ともに異なる。したがって、これまでの研究との結論が両立する可能性も考えられる。
- 2) 企業が潜在的な乗っ取り防止のため、事前的に経営改善による株価の引き上げを行うような経営行動を行う可能性が全く排除されるものではないと考える。
- 3) 「金融機関相互の株式の安定保有」が我が国の株式所有構造の大きな特徴であることはご指摘の通りであるが、これは金融機関自身のガバナンスの問題であり、本稿の取り扱う「金融機関と事業法人間の株式安定保有の決定要因」の分析の範囲外である。
- 4) ご指摘のとおり、「株式持合い」は「安定保有」の一形態であり、概念規定を加えた上で、使い分けをする等により対応したい。
- 5) ご指摘のとおり、本稿における分析の対象は「全銀行」であり、本稿の「都市銀行」の記述について「銀行」と修正することにより対応したい。