

Are cross shareholdings of Japanese corporations dissolving?

Evolution and implications

慶應義塾大学 岡部光明

本報告では、従来から日本経済の大きな特徴の一つとされてきた事業会社間あるいは事業会社と金融機関の間における「株式持合」に焦点をあて、まず 1987-99 年におけるその動向を統計的に明らかにするとともに、その動向の背景を論じる。次いで、株式持合のそうした動向が日本経済システムに対して持つ意義、若干の将来展望、そして関連する公共政策の課題、などを議論する。

分析の結果、(1) 発行済み株式全体に占める持合株式の比率は 1990 年代を通して継続的な低下を示していること、(2) その理由は、持合株式の利回りの低さ、株式保有リスクに対する認識の強まり、企業財務の透明性向上を求める新会計基準の導入(1999-2001 年度)などにあること、が判明した。

とくに、非金融企業(事業会社)では、保有する銀行株式の売却を顕著に進めてきており、その結果、事業会社と銀行との関係が次第に弱まってきている。こうして売却された株式を取得しているのは、主として海外の投資家や日本の機関投資家である。一方、事業会社相互間での株式持合はほとんど減少していない(株式の安定保有比率はむしろ上昇している)。これは、企業の事業形態再編ないし産業組織再編成が株式持合によって進行していることを示唆している。

持合解消の影響としては、まず株式市場にとっては、市場の流動性向上、およびそれに伴う株価形成の円滑化がある。また、コーポレート・ガバナンスの面では(1) 外国人投資家や国内機関投資家による株式取得が進むことによって、米英型の企業経営(ROE重視)の色彩が強まること、(2) 持合株式の市場放出による企業合併・買収(M&A)の容易化から、資本市場による企業の規律づけが強まること、などが予想される。さらに、金融システムに対しては、資本市場の深化・効率化、M&Aの活発化にともない、従来の「日本ドイツ型」(相対型モデル・内部者モデル)が次第に「英米型」(市場型モデル・外部者モデル)の色彩を強める可能性がある。そして雇用面でも、経営効率を重視する株主が増加することは企業外部からの経営者登用を増加させるので、雇用者にとっては長期就業の動機が減少し、雇用流動化が進展することが予想される。

これらは、従来日本経済を特徴づけてきた長期取引関係(系列関係、メインバンク関係、長期雇用)の重要性を低下させるものであり、したがって日本の経済および金融システムは、今後は多少とも英米型の経済金融システムの性格を強める方向に変化して行こう。こ

の変化は、企業経営を効率化させる一方、革新誘発型金融システムへの移行を意味するので、日本経済にとって総じて望ましい方向であると評価できる。

持合解消にこれまで作用してきた諸要因から判断すると、持合解消傾向は今後とも継続する可能性が大きい。そして、この間にあっては、公共政策の面では、機関投資家の役割向上に見合う制度整備、純粹持株会社形態の利用促進、企業のステークホルダーの株式取得促進（従業員持株制度やストック・オプション制度の拡充）などが課題である。

なお、本報告論文（下記[1]。図表を含め全体で46ページ）は、インターネットから全文を簡単に入手できる。

参考文献

- [1] Okabe, Mitsuaki, "Are Cross Shareholding of Japanese Corporations Dissolving? Evolution and Implications," Nissan Institute of Japanese Studies Occasional Paper, No. 33, Oxford University, 2001. (<http://www.nissan.ox.ac.uk/>)
- [2] 岡部光明 『株式持合と日本型経済システム』、慶應義塾大学出版会、2002年1月。

コメント： 岡部光明氏「Are cross shareholding of Japanese corporations dissolving?」

宮島英昭（早稲田大学・財務総合政策研究所）

本論文の貢献は、近年の株式所有構造の変化に関するデータを整理し、その変化をもたらした要因と、所有構造変化の意味を包括的に検討した点にある。以下では、主張された論点に即して、今後の検討課題を整理する。

（１）90年代の所有構造の変化をいかに特徴づけるか。

たしかに、持ち合い、安定株主の減少、金融機関の減少が進展し、外国人が増加しているが、同時に個人株主の増加、浮動株の増加があり、また大株主（block holder）の所有比率の増加が進展しているのも、近年の大きな特徴であり、この点を的確に位置付ける必要があるのではないか。

（２）持合の解消・株式所有構造の変化はなぜ進展したか。

a) 金融機関の事業法人株売却と、事業法人の金融機関株売却の進展、その要因としての利回りの低さ・株式保有のリスクに対する認識の強まりが指摘されている。この指摘自体は正しいと思われるが、この要因で持ち合いの解消がどの程度説明できるか。例えば、金融機関の保有比率の変化は、何によって決定されているのか、収益の低い企業の株式を本当に売却しているのか、金融危機の結果、売却できないといった関係はないのか。金融機関の貸出しと株式保有の間にはどのような関係があるのか。こうした問題は、今後検討すべき問題として残っている。

b) また、持合解消を説明する図 6 のループはどの程度成立しているのか、今後厳密に検討される必要がある。強調されているのは、事業会社による持合株（銀行株）放出 銀行、事業法人株売却 機関投資家保有株上昇 voice の圧力であるが、それと別のループ、すなわち、事業会社による持合株放出 銀行、事業法人、低収益企業株の売却 + 個人保有/浮動株増大 エイジェンシ - 問題の継続とフリ-ライダー-問題の発生の可能性もある。また、事業法人の株式保有行動も検討される必要がある。変化が少ないとすれば、安定化のコアとなり続けるし、そのことがどのような意味を持つかも検討される必要がある。

（３）持合解消の効果

株式市場・株主の圧力が相対的に上昇し、株価形成円滑化・雇用流動化の促進を通じて英米型への接近が主張されている。しかし、日本企業は、いまだ経営者が実効的支配（effective control, または real authority）をもっているのではないか。例えば、日本企業は、現時点でも、経営者が望ましい株式保有構造、望ましい株主を決めているのではな

いか。また、企業統治構造に関連する一連の改革は、外部環境の変化に対する内部者のイニシアティブに基づき、株主の直接のイニシアティブに基づく、乗っ取りのメカニズムや、株主の直接の Voice に基づくものではないのではないかと。こうした特徴をともなう変化を、たんに英米型への接近と特徴づけてよいだろうか。

同様に、雇用が流動化、企業外部からの経営者の登用が指摘されるが、賃金制度は変化しているものの、長期雇用の慣行は大きく変化していないし、経営者交代に関する日産の事例は例外的である、むしろ、賃金制度の変更・経営者の選抜慣行の変化を、長期雇用を基礎とする日本型企业システムの自己改革として重視すべきではないか。

(4) 解消効果に関するシナリオがやや楽観的でないか。

報告では、持合が解消した場合、マイナスが発生する側面への注意がやや弱いように見える。例えば、持合によるリスクシェアリングの解体は、企業の投資行動が、負債によって過度に制約され、正の投資機会を持つにもかかわらず投資計画が実現されないという debt overhang の可能性がある。また、持合の解消が、機関投資家・個人小株主・浮動株の増加をもたらしているとするれば、近視眼的な市場の圧力の結果、企業経営が短期性の‘畏’に陥る可能性も否定できない。

以上