

## 戦後日本企業の株式所有構造<sup>\*1</sup>

—安定株主の形成と解消—

宮島 英昭<sup>\*2</sup>

原村 健二<sup>\*3</sup>

江南 喜成<sup>\*4</sup>

### 要 約

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」）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。

しかし、このような成長志向的な仕組みは、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、モラルハザードを誘発する条件となったとされ、90年代に入って、日本企業の所有構造は大きく変化しつつある。

本稿の課題は、安定株主関係の中心を占める金融機関と事業法人間の株式保有に焦点をあて、次の2つの問い、すなわち、(1)安定株主化の急進展局面（1965—74年）においては、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なぜ株主の安定化が進展したのか、(2)安定株主の解消局面（1989—99年）においては、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しているのか、という2つの問いに答える点にある。

分析結果のエッセンスは以下のとおりである。

- (1) 1965—74年では、金融機関（メインバンク）は、①モラルハザードをとまなう安定株主化の依頼と、②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年代後半の安定株主化が、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。しかし、金融機関（メインバンク）が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、1964—69年の局面のみに見出され、1969—74年の局面では確認できない。
- (2) 1989—99年、特に90年代後半の局面では、金融機関は、①収益が著しく低いか、ある

\* 1 本稿は、日本金融学会2002年度秋季大会（於、関西学院大学）及び財務総合政策研究所で報告した論文を修正・再構成したものである。本稿の作成にあたっては、岡部光明氏、土居丈朗氏から有益なコメントを頂いたほか、蟻川靖浩・尾身祐介・黒木文明・新田敬祐・中東雅樹の諸氏から貴重なアドバイスを頂いた。また、稲垣健一・牛窪賢一両氏からデータ作成にあたって、また、齊藤直氏には推計にあたって助力を得た。記して感謝申し上げる。なお、本稿に示された意見はすべて執筆者個人に属し、財務省あるいは財務総合政策研究所の公式見解を示すものではない。

\* 2 財務総合政策研究所特別研究官、早稲田大学商学部教授

\* 3 前財務総合政策研究所主任研究官、現金融庁監督局総務課課長補佐

\* 4 前財務総合政策研究所研究員、現(株)損害保険ジャパン

いは、逆に相対的に高い企業、②銀行貸出が少ない企業、③当該銀行株の売却が多い企業の株式を売却し、逆に①' 収益が中程度に低く、②' 銀行借入にいぜん依存し、③' さらに銀行株の売却が少ない企業の株式保有を継続したことが確認された。1997年以降進展した株式持合いの解消は均等に進展したわけではなく、金融機関と事業法人の合理的な選択の結果、①持合いを持続させる企業群と、②持合いの解消が進展する企業群に分化したと見ることができる。また、この分析結果は、銀行の株式保有のポートフォリオがシステマティックに劣化したことを含意している。

## I. はじめに：問題の所在

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一つと言われるメインバンクと企業、及び、企業間の「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, 1994, Odagiri 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、すなわち、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みは、1980年代以降のバブル経済期には、一転して過剰投資の促進と、モラルハザードを誘発する条件になったと見ることができる（宮島・蟻川・齊藤 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、90年代の企業行動や効率性に重大な影響を与えている。米澤・宮崎（1996）は、先駆的に安定株主の存在が経営の効率性に対して負、外国人の株式保有比率が正の影響をもつことを報告した。また、宮島・新田・齊藤・尾身（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を見出し、個人所有の増加は効率性には

負（フリーライド問題の発生）、大株主の増加は正であることを解明した。

しかし、近年、活発となった企業統治構造の分析の文脈のなかで、急速に変化する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、必ずしも多くない。本稿の主題は、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と、銀行の取引先維持のインセンティブによって形成されたのか、そうであるとすれば安定株主化にともなう経営者のモラルハザードの可能性はいかに処理されたのか。他方、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「株式持合い」が解消しているのか<sup>1)</sup>。本稿では、これらの一連の問題に接近するために、安定株主化の中心を占める、金融機関と事業法人との「株式持合い」に焦点を合わせ、株式保有の決定要因を、金融機関・事業法人双方の主体的選択の問題として分析することを課題とする。

ところで、後に改めて触れるように、戦後日本企業の所有構造の変化は、1949-55年の旧財

1) この点は、砂川（2002）が理論的観点から注目している。

関係企業を中心とした安定化の進展、1955-64年の相対的な安定、1965-74年の全面的な安定化の進展、その後、90年代初頭までの相対的な安定、そして、90年代以降の安定化の解体と特徴づけられる。このうち、本稿では、所有構造が大きく変化した2つの局面、即ち、株式所有構造の安定株主化の局面（1965-74年）と、近年の安定株主化の変容の局面（90年代以降）に焦点を合わせて、その決定要因に関する分析を試みる。

以下、本稿は次のように構成される。第Ⅱ節では、戦後日本の株式所有構造の長期動向を概

観して、本稿が焦点をあてる2つの局面の歴史的な位置を確認する。第Ⅲ節では、日本企業の所有構造の特徴とされる安定株主に関して、これまでの理解を簡単に整理し、定量分析のデータ・サンプルを解説する。第Ⅳ節-第Ⅴ節は、本稿の中心部分であり、まず、第Ⅳ節は、安定株主化が進展した1964-74年の株式所有構造の変化の決定要因を分析する。第Ⅴ節の課題は、1990年代以降の所有構造の決定要因の分析である。第Ⅵ節は、分析結果の要約とその含意の検討にあてられる。

## Ⅱ. 戦後日本の株式所有構造の長期動向：2つの焦点

日本企業の所有構造の大きな特徴は、高い株式分散度、低い経営者持株比率、高い金融機関・事業法人の株式保有比率などに見出すことができる<sup>2)</sup>。以下、本節では、こうした日本企業の株式所有構造の特徴がどのように形成されていったのかについて長期動向を概観する。

しばしば利用される保有主体別持株比率の状況（図1）を見ると、株主所有構造の変化の過程から、①1949-55年、②1956-64年、③1965-74年、④1975-89年、⑤1990年以降の5つの時期に区分することができる。

以下、金融機関の保有と事業法人等の保有の合計を「安定保有」とみなすこととする<sup>3)</sup>。

[1] 1949-55年：戦後の改革期の財閥解体を中心とする一連の措置によって株式所有の強制的な再配分が実施され、大株主（財閥家族と持株会社）が一掃されるとともに、個人株主が大幅に増加した。低い経営者の株式保有比率と、分散した株式保有構造の出発点はこの戦後改革の局面で与えられた。一方、企業経営者は、株式市場の攪乱的な影響に対処するために、安定株

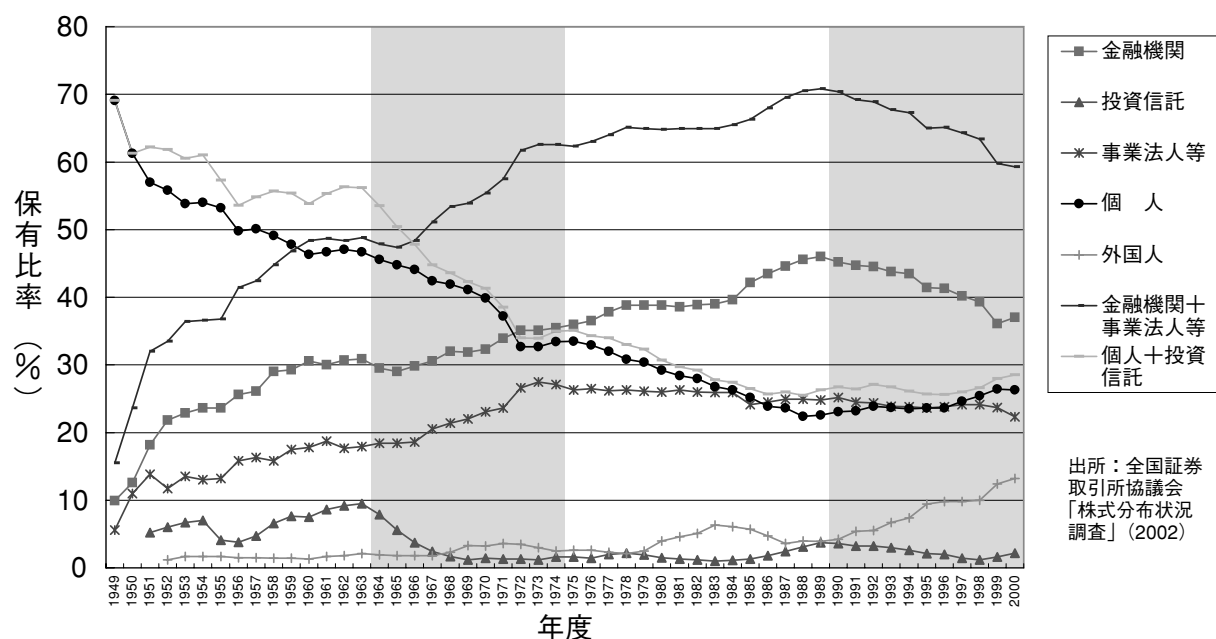
主化を試みた。「株主が経営者を選ぶのではなく、経営者が自らに友好的な株主を選ぶ（橋本1996）」という法人名目説的な株式会社の原則からいえば転倒した安定株主化が始まったのである。とくに財閥本社の解体の結果、株式が大幅に分散した旧財閥系企業が系列金融機関を中心に株式の買集めを積極的に行った。また、制度的には、2度にわたる独占禁止法の株式保有制限の緩和はこの動きを加速させた。（宮島2003：8・9章）。この結果、金融機関の株式保有比率の急増や事業法人等の株式保有比率の増加により、安定保有比率は23.6%（1950年）から36.8%（55年）へと増加した。

[2] 1956-64年：金融機関、事業法人等の株式保有比率の伸びが鈍化し、安定保有比率は、41.7%（1956年）から47.9%（64年）への増加にとどまっている。この時期は、例外的に投資信託が伸張した時期であり、個人の株式保有比率が急減しているが、個人と投資信託の株式保有比率を合計した家計ベースの株式保有比率はほとんど変化していない。旧3大財閥系企業を

2) より詳しい概観は、宮島・原村・江南（2003）を参照。

3) より詳しい概観は川北（1995）、高野（1996）。

図1 株式所有構造の推移（単位数ベース）



出所：全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」（2002）

除けば、経営者が友好的な株主を選択するという動きはいったん停滞した（宮島 1996）。

[3] 1965-74年：金融機関、事業法人等の株式保有比率が急増したことにより、安定保有比率は、47.4%（1965年）から62.6%（74年）へと大きく増加している。この時期は、株価維持のために設立された株式買取機構による保有株式売却があり、その多くは発行企業の関係企業や金融機関への安定株主層に売却された（川北 1995）。また、資本の自由化にともなう外資による敵対的買収を回避するために、企業とメインバンク間、企業間の安定保有が急速に進展した。制度的にも商法の改正を通じて、経営者の安定株主化を促進する措置が取られた。

[4] 1975-89年：金融機関の株式保有比率は引き続き増加しており、事業法人等の株式保有比率はやや減少しているものの、安定保有比率は、62.3%（1975年）から70.8%（89年）へと増加している。この増大は、主として金融機関の株式保有比率の増大による。この時期は、銀行に対して時価ベースのエクイティファイナンスによる増資が認められたこと、自己資本比率規制（BIS規制）合意などにより、銀行による大量

のエクイティファイナンスによる増資が試みられ、銀行の増資→取引企業による引受→銀行の取引企業の発行株の購入という形で、株式の保有が積極的に行われたとされている。

[5] 1990-2000年：これまで比較的安定的であった所有構造は、1990年代に入ると大きな変化を開始した。金融機関の株式保有比率が減少したことに加え、事業法人等の株式保有比率も減少を続けたことにより、安定保有比率は、70.8%（90年）から59.3%（2000年）へと減少している。この時期は、バブル経済の崩壊にともなう株価の低迷、企業の経営環境の悪化、それに引き続き銀行の不良債権問題等により、特に金融機関が保有株式の売却を継続的に進めたとされている。他方、この時期には投資信託は一貫して低調なものの、これまで低水準であった外国人の株式保有比率が大きく増加している。

以上から、1990年代の変化が、戦後の日本企業の歴史の中では、60年代後半に匹敵する大きな変化であることが確認できよう。そこで、焦点は、以下の2点に求められる。① 60年代後半以降、なぜ日本企業では、金融機関・事業法人の保有の増大が進展したのか。② 90年代以

降、なぜ、外国人株主が増加し、安定株主化が 解消したのか。

### Ⅲ．安定株主問題への接近

2つのパズル 安定株主とは、これまでの標準的な理解に従えば、発行企業との間で、友好的な企業内部者として株式を保有する株主、言い換えれば、経営が著しく悪化しない限り（例えば、無配）、非友好的な第3者、とくに敵対的な乗っ取り屋、グリーンメーラーに対して株式を売却しないという暗黙の契約を結ぶ株主と定義できる（シェアード 1995、岡部 2002）。

ところで、安定株主の存在は、これまで日本企業の成長志向的な行動を支える一つの条件と理解されてきた<sup>4)</sup>。安定株主の存在により、経営陣は、敵対的買収の脅威を逃れ、株主からの近視眼的な圧力に制約されることなく、長期的な視野に立つ経営上の意思決定が可能となった（Abegglen and Stalk 1985, Porter 1994, Odagiri 1992）。さらに、これが終身雇用制による従業員へのインセンティブづけや、メインバンク制による経営モニタリングなどと補完的に機能し、企業活動を効率的にしたというのである（Aoki 1988, Aoki and Patrick 1994, シェアード 1995, 岡部 2002）。

しかし、その反面、持合い株主などは、株式を長期安定的保有しながらも、Voice を行使しない（できない）ため、経営者のエン trenchメントを助長する可能性が高い（Weinstein and Yafeh 1998, Morck and Yeung 2001）。Voice の行使を事実上放棄した安定株主は、他の株主の経営に対する発言力を弱め、経営者の支配力を高める。この場合、Morck *et al.* (1988) や Burkart *et al.* (1997) が注目してきた経営者の株式集中保有による企業支配よりも、モラルハザードは深刻になる場合すらある。なぜなら、大

量に自社株を保有する経営者にとって、過度の私的便宜の追求は、直接、自らの損失となるが、十分に安定株主化をすすめた企業の専門経営者にとって、私的便益の追求にともなう損失を、一切負担する必要が無いからである。過度の株主の安定化は、インサイダーコントロールの潜在的可能性をともなう。そして、1980年代後半のバブル期の発生と、90年代前半の長期停滞の一つの要因がしばしばこの点に求められてきた。実際、別の機会に試みた推計によれば、80年代後半には、金融機関の株式保有が高い企業ほど、過剰投資の傾向のあること（Horiuchi 1995, 宮島・蟻川・齊藤 2001）、また90年代に入って、安定株主比率が高い企業ほど、TFP で測った効率性が低い傾向にあるとの結果が確認されている（宮島・新田・齊藤・尾身 2002）。

しかし、上記の見方が的確であるとするれば、先の問いはより具体化され、われわれは、以下の深刻なパズルに直面していることとなる。

第1に、1980年代後半に安定株主化が、過剰投資の一因であったことを考慮すれば、安定株主の形成局面に関して、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、安定株主化が進展したのか。

他方、第2に、安定株主化の主要なモチーフが乗っ取りの脅威の緩和にあったことを重視すれば、急速な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1990年代の局面で、なぜ安定株主化が急速に解消しているのか。

以下では、このパズルを解くために、1964—74年の局面と90年代の局面にズームインする。

4) また、リスクシェアリングの側面もこれまで強調されてきた。Nakatani (1984) Aoki (1988) Khanna and Yafeh (2002)

データとサンプル ところで、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。

- ① 銀行と事業法人との間における株式の相互保有
- ② 事業法人間における株式の相互保有
- ③ 生・損保による金融機関・事業法人株式の一方的保有

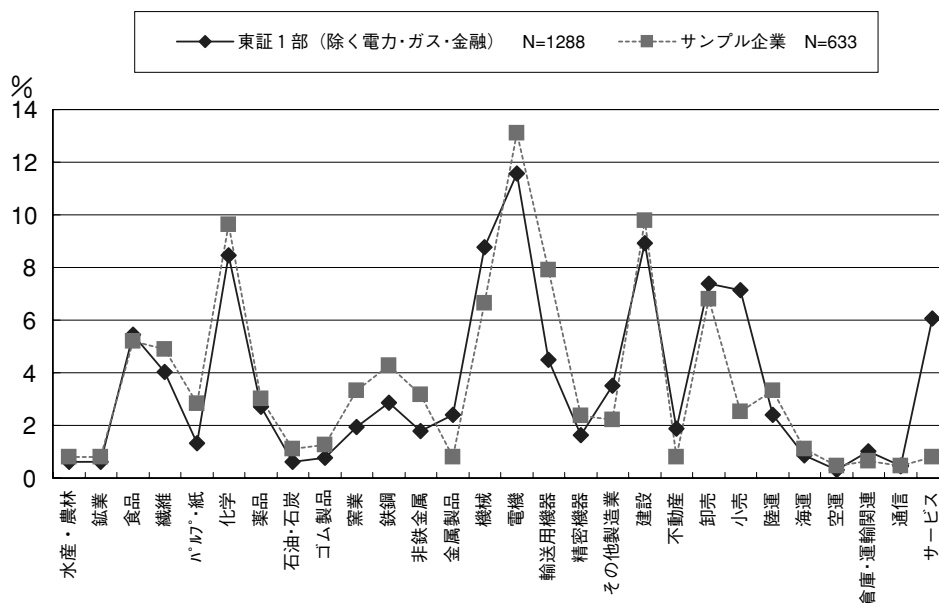
安定株主の問題に接近するためには、本来、それぞれの株式の「持合い」関係を厳密に確定しなければならない。しかし、この関係を確定するには膨大な作業を必要とし、しかもデータの利用可能性が制約されている安定株主の形成期に関してはその作業自体が事実上不可能である<sup>5)</sup>。そこで、本稿では、一次的接近としての非金融事業法人の所有構造に焦点をあて、「安定株主」、すなわち Voice、及び Exit の行使を

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、とくに金融機関の選択（株式投資）行動の決定要因の分析を試みる。言い換えれば、株主安定化が安定的な均衡となるプロセスと、逆に安定株主化の解消が一部で合理的となるプロセスを、主として金融機関側の主体的選択に焦点をあてて解明するのが、以下の課題である。

なお、株式保有比率に関するデータは、東洋経済新報社の『企業系列総覧』、日本経済新聞社の『会社年鑑』のデータ等から得ている<sup>6)</sup>。金融機関、事業法人の株式保有比率は保有主体別株式保有比率の公表値を用い、信託銀行、生・損保、個人、外国人の大株主の各項目に関しては、上位10（20）大株主のデータを用いて計算した<sup>7)</sup>。

サンプルとしては、東証1部上場企業のうち

図2 サンプル企業の業種別分布



5) 宮島・黒木 (2002), 宮島・黒木 (2003) は、ニッセイ基礎研究所がこれまで蓄積してきた持合いデータを用いて、1990年代についてより厳密な分析を試みている。  
 6) 詳しくは、データ附録参照。  
 7) 安定株主を、Voice と Exit の行使の放棄を暗黙に契約した株主とした場合、親会社は、他の金融機関・事業法人とは、Voice を行使する点で異なる可能性がある。そこで、非金融事業法人が20%以上保有する企業を除く場合の推計も試みたが、以下で報告する結果と大きな違いはないので、ここでは報告しない。

1990年3月期における売上高500億円以上の大企業を対象とした。なお、金融、電気・ガスの業種の企業については、株式所有構造が他の業種と大きく異なることから分析対象から除外している。

安定株主化の進展期である1964—74年に関しては、①64年度末と、74年度末、及び中間年である69年度末を対象とした。例えば、出発点である64年度の株式所有構造は、64年4月から65年3月の値である。②安定株主の解体局面に関しては、89年度末と99年度末、及び中間年であ

る94年度末をとった。1989年度末のサンプル企業は、633社、製造業454社(71.7%)、非製造業179社(28.3%)であり、64—74年のサンプルは、この母集団から遡及した。同期には設立されていないか、未上場の企業があるためサンプルは減少し、64年度末で、526社、74年度末で520社である。産業分布は図2の通りとなっており、2000年末の東証1部上場企業の業種分布と比較した結果、特段の業種の偏りは見られない<sup>8)</sup>。

## IV. 安定株主化の進展局面（1964—74年）

### IV-1. 期初の所有構造とその同質化

1964年前後の日本企業の所有構造を確認しておこう。第1に、この時点の日本企業の資本構成は負債比率が高く、負債の大部分が借入であった点で同質的であった。その背景には、高度成長前半の企業投資が借入依存の傾向を強め、企業・銀行間の安定的関係、いわゆるメインバンク関係も普及していた。銀行の株式保有は、まだ高い分散を示したものの、企業のメインバンクの借入依存度は高く、しかも安定していた(宮島 1996)。

しかし、第2に、当時の日本企業の株式所有構造の分散は大きかった。旧財閥系企業グループのメンバー企業のように、すでに安定株主化の進展した企業が存在する一方で、投資信託の保有比率の高い企業もあった。この時点では、企業間の株式所有構造は、相対的に分散が大きかった点が注意されるべきである。

こうした構造から出発して、1964—74年には以下の変化が生じた。第1に、金融機関、事業法人の保有比率が、並行して増加し、その結果、両者の合計で定義された安定保有比率も顕著に

増加した。表1は、金融機関・公共部門を除く点、また大企業の平均値である点で、前述の図1と異なるが、傾向はほぼ同一である。

第2に、金融機関、事業法人、両者の合計である安定株主の標準偏差は、一貫して低下している。この点の変動係数で見ればより明確であり、分散の縮小は金融機関、事業法人でとくに著しい。安定株主化が一斉に進展したのである。1974年の安定株主比率は58.8%に達し、64年から15%上昇していた。しかも、74年には、ほぼすべての日本企業(95%)の安定株主比率が、44%から74%の範囲に分布することとなり、これは、23%から58%の範囲に分布していた64年の構造からの大きな変化であった。日本企業の株式所有構造がこの時期に同質化したことが確認できる。すなわち、60年代後半の安定株主化は日本企業の株式所有構造の同質化、ないし60%前後の安定株主比率への収斂をともなっていた。

ところで資本自由化が日程にのぼった1960年代後半は、6大企業グループの形成の時期といわれる(岡崎 1992)。そこで、6大企業グループメンバ

8) 小売業、サービス業の分布比率が小さくなっているが、これらの業種は相対的に売上高が小さい企業が上場しているためである。

戦後日本企業の株式所有構造

表1 株式所有構造（1964—74年）

a) サンプル平均

		安定株主 保有比率	金融機関 保有比率	銀行	保険会社	法人 保有比率	個人 保有比率	外国人 保有比率
1964	平均(%)	40.1	23.1	3.8	14.4	18.1	49.8	1.3
	標準偏差(%)	18.8	17.0	5.5	11.1	17.1	21.3	7.0
	変動係数	0.47	0.73	1.44	0.77	0.94	0.43	5.58
1969	平均(%)	52.0	27.4	7.9	19.3	22.5	45.5	2.7
	標準偏差(%)	17.6	15.4	7.9	10.8	18.1	19.1	7.4
	変動係数	0.34	0.56	1.00	0.56	0.81	0.42	2.72
1974	平均(%)	58.8	32.4	10.7	18.6	26.3	37.7	2.2
	標準偏差(%)	15.7	15.2	8.4	9.5	17.3	16.1	7.0
	変動係数	0.27	0.47	0.78	0.51	0.66	0.43	3.16

b) 6大企業集団社長会メンバーと独立系企業

(単位%)

	社 長 会	安定株主 保有比率	金融機関 保有比率	銀行	保険会社	法人 保有比率	個人 保有比率	外国人 保有比率
1964	社長会旧（旧3大財閥系）	43.1	33.0	5.8	19.0	17.5	37.6	1.9
	社長会以外のサンプル平均との差	4.1	13.3	2.6	6.7	-1.4	-15.2	1.1
	社長会新（芙蓉・三和・第一勧銀）	44.2	36.2	5.5	23.3	14.4	40.2	2.9
	社長会以外のサンプル平均との差	5.2	16.6	2.2	11.0	-4.5	-12.6	2.0
	社長会合計（6グループ系）	43.8	35.1	5.6	21.8	15.5	39.3	2.6
	社長会以外のサンプル平均との差	4.8	15.4	2.3	9.5	-3.4	-13.5	1.7
1969	社長会旧（旧3大財閥系）	53.8	32.5	11.2	18.5	23.1	38.4	4.3
	社長会以外のサンプル平均との差	3.0	7.7	4.2	0.9	-0.3	-9.2	2.0
	社長会新（芙蓉・三和・第一勧銀）	56.8	38.2	10.3	27.3	17.6	38.8	3.7
	社長会以外のサンプル平均との差	6.0	13.4	3.3	9.7	-5.8	-8.8	1.4
	社長会合計（6グループ系）	55.7	36.2	10.7	24.2	19.5	38.6	3.9
	社長会以外のサンプル平均との差	4.9	11.4	3.6	6.6	-3.9	-9.0	1.6
1974	社長会旧（旧3大財閥系）	57.3	36.9	13.9	18.1	24.5	33.6	3.1
	社長会以外のサンプル平均との差	-1.2	6.6	4.2	0.4	-2.8	-5.5	1.3
	社長会新（芙蓉・三和・第一勧銀）	61.3	41.4	14.6	23.3	21.3	32.2	3.9
	社長会以外のサンプル平均との差	2.8	11.2	4.9	5.5	-6.1	-6.9	2.1
	社長会合計（6グループ系）	59.9	39.9	14.4	21.5	22.4	32.6	3.6
	社長会以外のサンプル平均との差	1.5	9.6	4.7	3.8	-5.0	-6.5	1.8

(注) 1964年のサンプル企業は、590社、69年は602社、74年は620社。



戦後日本企業の株式所有構造

表2 上場企業の増資と発行方法

	合計 (10億円)	株価指標	対名目 GNP 比	株主割当	公募	第三者割当	新株引受権 の権利行使
1964	531.4	95.6	1.80%	98.8%	0.7%	0.6%	0.0%
1965	117.4	91.7	0.36	97.6	0.1	2.3	0.0
1966	211.6	109.9	0.56	95.6	0.7	3.8	0.0
1967	202.1	110.5	0.45	95.8	2.4	1.8	0.0
1968	314.7	119.0	0.60	96.2	3.0	0.7	0.0
1969	506.5	151.1	0.82	88.2	10.9	0.9	0.0
1970	681.2	163.4	0.93	79.0	20.3	0.8	0.0
1971	537.0	180.0	0.67	76.2	15.6	8.2	0.0
1972	1041.4	282.4	1.13	27.3	63.9	8.9	0.0
1973	939.3	362.5	0.83	36.6	60.2	3.2	0.0
1974	544.0	307.3	0.41	44.8	51.0	4.2	0.0
1975	1001.1	312.1	0.68	77.1	22.1	0.8	0.0
1976	676.7	347.5	0.41	26.5	72.2	1.3	0.0
1990	3792.4	2178.0	0.86	21.8	52.1	8.3	17.9
1991	807.7	1843.2	0.17	27.0	15.6	12.8	44.6
1992	419.9	1359.6	0.09	26.3	1.0	24.3	48.4
1993	822.8	1525.1	0.17	5.8	0.9	18.3	75.0
1994	835.7	1600.3	0.17	1.1	16.3	28.6	53.9
1995	588.4	1378.9	0.12	16.2	5.6	27.2	50.9
1996	1535.0	1606.4	0.30	22.0	19.9	14.2	43.8
1997	938.7	1397.4	0.18	7.8	13.6	39.4	39.2
1998	1069.4	1178.1	0.21	0.0	26.6	65.1	8.3
1999	3078.3	1388.6	0.60	0.0	12.1	79.4	8.5

(出所) 東京証券取引所「証券統計年報」(2002)

注1. 優先株の発行は除いた。

注2. TOPIX は年平均。1968.1.4=100

注3. 名目 GDP は、1979年までは63年基準の SNA, 80年以降は93年基準の SNA を使用した。

一企業とそれ以外の企業（独立系企業）を比較すると、表1bの通りである。

注目されるのは、第1に、金融機関の株式保有比率が独立系よりかなり高く、他方事業法人の株式保有比率は却って低い。前者の特徴は、企業集団が、融資系列を中心としたという通常理解と整合的であろう。後者は、独立系企業の事業法人の株式保有比率が、親会社の株式保有比率によって規定されているのに対して、6大企業集団は、中心機関をもたない横断的結合であるために生じた特徴である。

第2に、より注目すべき点は、企業集団と独立系企業との格差が縮小している点である。たとえば、企業集団メンバー企業の金融機関の株式保有比率は、1964年では企業集団系以外のサンプルに比べて15.4%ポイント程高かったが、その差は69年に11.4%ポイント、74年には9.6%ポイントに縮小している。また、個人の株式保有比率でみるとこの関係はさらに明確であり、64年に13.5%であった格差は、74年に6.5%ポイントにまで縮小した。つまり、64年の時点では、旧3大財閥系企業に代表されるように企業

集団を形成する企業は、他の企業に比べて有意に安定株主化が進んでいたが、1964-74年にこの差が縮小したと見ることができよう。この点でも安定株主化は、企業集団メンバーと独立系企業の株式所有構造における同質化を意味した。

最後に、この時期の安定化の進展が、発行を通じて進展したのか、それとも流通市場で発生したのかという問題に、増資発行形態から接近する。表2によれば、株価の低迷した1965-68年の増資は低調であり、68年までは株主割当が増資方法の大部分を占めていたから、この時期の所有構造の変化は、主として流通市場で発生したと推定される。いうまでもなく、株主割当は一定の基準日における株主に対して所有株数に応じて新株引受権を与える方法であり、既存株主の持株比率を維持するために株式所有構造に影響を与えないからである。

そして、この流通市場を通じた株主安定化に重要な役割を演じたのがよく知られているように証券不況前後に株価対策を目的として設立された株式買取機構であった。1950年代半ばから、一貫して上昇を続けた株価は、61年7月をピークに下げ基調に転じ、その後上下を繰り返した後、63年7月に急落した。これに対して、生命保険会社の株式買い出動、銀行に対する証券金融についての弾力的措置の要請、銀行による株式買い出動等の相次ぐ株価対策が行なわれたが、いずれも効果はなかった。このため、株式の受給バランスを急速に回復するためには、半ば公的に市中の株式を肩代わりし、凍結すべきであるという議論が高まり、64年1月に日本共同証券が、翌65年1月には日本証券保有組合が設立され、株式の買入れを進める一方、株価の低迷局面において株式の保有を継続した。その後、山一証券の経営危機（65年5月）を経て、65年12月に株価が底を打つと、日本共同証券が凍結

していた保有株式の売却を始めることとなった。

この時点で、両株式買取機構の保有株式は市場全体の5%程度に達し、市場に一度に放出されると株式市場に大きな影響を与えかねないとの懸念から、市場への売却は市場動向を見ながら漸次売却するとの方針がとられた。また、その売却の初期段階には、株式の発行会社の意向を尊重して、銀行、生命保険会社、取引先企業などの安定株主層に証券会社のバイカイ（付け合わせ）という手法が多用され、売却株式の半分以上が安定株主に「はめ込まれた」（川北1995）。このようにこの時期には株式買取機構の保有株の売却が株式安定化に寄与した<sup>9)</sup>。

他方、株価の回復した1969年以降には、安定化は、発行市場を通じて実現された。表2の通り、69年以降、増資が増加し、並行して公募増資が増加し、増資額が1兆円を超えた72年には、公募発行増資が株主割当を上回った。もっとも公募増資は、不特定多数の人に新株引受権を与える方法であり、株式所有構造に影響を与えることになる。そこで、各企業は「親引け」といわれる慣行を通じて友好的な第三者に引受を依頼した<sup>10)</sup>。図1によれば、72年に金融機関の保有比率に小さなジャンプがあるが、このジャンプは、時価発行増資分を金融機関が引き受けたために発生したと推定される。

#### IV-2. 安定株主化のインセンティブ

以上に要約した1960年代後半から70年代前半の株式保有構造の変化の要因に関しては、これまで、次の諸点が指摘されてきた。

① 敵対的乗っ取りの脅威 65年前後には株価が低下し、投資信託の解約が進んで、資本自由化が日程に上り、外国企業の日本進出が憂慮された。安定株主による保有は、企業がメインバンクや関係企業に、日本共同証券等の株式買取

9) 両機構は、1966年から1971年の始めまでの期間、継続的に保有株式の売却を行った。1969年1月日本証券保有組合解散、1971年1月日本共同証券解散。以上の経過は、『日本証券保有組合記録』（1969）、『日本共同証券株式会社社史』（1978）より。

10) 詳しくは、川北（1995）参照。

機構放出株の引受を依頼することにより進展した(川北 1995)が、その背後にあったのは、投資信託解約の進展、外資の自由化にともなう敵対的買収の脅威であった。

② 企業集団の形成 また、この時期は、6大企業集団の形成された時期であり、旧3大財閥系企業集団に加えて、芙蓉・三和・第一の社長会が結成され、これが安定株主化の進展を支えた。

そこで、第一次的な接近として、以上の見方がどの程度システムティックに妥当するかをテストするために、以下の簡単な推定式を推計する。

$$\Delta\gamma_t = F(\gamma_{t-1}, PBR_{t-1}, SIZE_{t-1}, KEI_{t-1}, IND) \quad (1)$$

ここで、 $\Delta\gamma$ は、金融機関と事業法人の株式保有比率の合計として定義された安定保有比率の2期間の差である。 $PBR$ は、企業価値/純資産(総資産-負債)であり、乗っ取りの潜在的可能性の代理変数である。推計では、期間平均値、及び期初の企業価値/純資産をそのまま利用する推計と、それを期間中の $PBR$ が一度でも1以下をとった場合に1を与えるダミー変数に代えた推計を試みた<sup>11)</sup>。 $SIZE$ は、総資産の対数値、 $KEI$ は、企業集団への帰属を示すダミー変数であり、旧3大財閥メンバー企業に1を与えるダミー変数( $KEI\_O$ )、富士(芙蓉)、第一(勧銀含む)、三和系に1を与えるダミー変数( $KEI\_N$ )に分解できる。

(1)式で、敵対的買収が行われる可能性を表す指標は、①資産規模( $SIZE$ )、②株価純資産倍率( $PBR$ )、③初期時点の安定保有比率の水準

表3 安定株主化( $\Delta\gamma$ )の決定要因(1964-69年, 1969-74年)  
パネル1

	1964-69年		1969-74年	
	係数	t 値	係数	t 値
$C$	-0.260*	-1.797	0.396***	3.529
$\gamma(-5)$	-0.350***	-8.848	-0.498***	-17.877
$PBR$	0.007	1.290	0.001	0.371
$SIZE(-5)$	0.023***	3.115	-0.005	-0.956
$KEI\_O$	-0.007	-0.256	-0.035*	-1.678
$KEI\_N$	0.007	0.330	-0.004	-0.252
産業ダミー	Yes		Yes	
$adj.R^2$	0.204		0.446	
観測数	471		482	

(注) 産業ダミー変数のうち、有意水準20%を基準(以下、係数と括弧内の数字はP値を示す)とした場合、1964-69年の推計では、通信0.308(.016)、輸送用機器0.175(.027)、パルプ・紙0.162(.071)、繊維0.140(.077)、鉄鋼0.141(.083)、水産・農林0.131(.188)、ガラス・土石製品0.134(.118)、化学0.120(.122)、機械0.121(.130)、電気機器0.114(.147)、海運0.146(.167)、食料品0.103(.192)の12業種で正の関係が認められた。しかしながら、1969-74年の推計では、わずかに鉱業(.064)で負の関係が認められるのみである。なお、\*\*\*は1%水準で、\*\*は5%水準で、\*は10%水準で有意であることを示す。

11) 期初のPBRが1以下の企業のみダミーを与える変数による推計も行ったが、結果はほぼ同じであるので以下報告しない。

戦後日本企業の株式所有構造

パネル 2

	1964-69年				1969-74年			
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
<i>C</i>	-0.395***	-2.635	-0.224	-1.562	0.322**	2.352	0.396***	3.519
$\gamma(-5)$			-0.346***	-8.797			-0.497***	-17.862
<i>STDUM</i> (-5)	0.111***	6.652			0.115***	8.865		
<i>PBR</i>	0.008	1.349			-0.001	-0.365		
<i>DPBR</i>			-0.048**	-2.555			-0.001	0.031
<i>SIZE</i> (-5)	0.020***	2.690	0.023***	3.180	-0.015**	-2.307	-0.005	-0.942
<i>KEI_O</i>	-0.013	-0.434	-0.008	-0.293	-0.032	-1.279	-0.035*	-1.683
<i>KEI_N</i>	-0.010	-0.452	0.008	0.350	-0.010	-0.540	-0.005	-0.290
産業ダミー	Yes		Yes		Yes		Yes	
<i>adj.R</i> <sup>2</sup>	0.148		0.213		0.193		0.446	
観測数	471		471		482		482	

$\gamma$  安定保有比率=金融機関の株式保有比率(金融機関-信託)+事業法人の株式保有比率  
*STDUM*  $\gamma$ が33%以下の場合に1をとるダミー変数  
*PBR* 乗っ取りの危険度の代理変数。期中の*PBR*。  
*PBR* =  $V / (A - Debt) = V / Networth$  (純資産)  
*V*: 企業価値 ( $N \times P$ ), ここで, *A* は, 資産(簿価), *Debt* は負債, *N* は発行株, *P* は株価。  
*DPBR* 期間中に*PBR*が1度でも, 1以下をとった場合に1を与えるダミー変数。乗っ取り回避のために安定株主化が行われたとすれば, 符号は正であることが期待される。  
*SIZE* 総資産(時価)の対数値。  
*KEI\_O* 旧3大財閥系社長会メンバーに1を与えるダミー変数  
*KEI\_N* 富士(芙蓉), 第一(勸銀含む), 三和系の社長会メンバーに1を与えるダミー変数。  
 \*\*\*は1%水準で, \*\*は5%水準で, \*は10%水準で有意であることを示す。

( $\gamma_{t-1}$ ), の3つの変数である。安定株主化進展のひとつの要因が, 経営者の潜在的乗っ取りの脅威を緩和する点にあるとすれば, 資産規模が小さい企業, 企業価値が過少評価されている企業(株価が相対的に低い企業), 安定保有比率がそもそも低い企業では, 安定保有比率を増加させるインセンティブが強いと考えられる。*KEI* は, 経営者が安定株主化をする場合のコストを引き下げることから,  $\gamma$ に対して正, 逆に64年時点で, 企業集団のメンバー企業がすでに安定株主化を実現していれば, 負であることが期待できる。

推計サンプルの基本統計量は附表に, また, 1964-74年のモデル(1)の推計結果は, 表3に要

約されている<sup>12)</sup>。

第1に, 産業ダミーは, 表3(パネル1)に注記されているように, 1964-69年では, 複数の産業部門で有意であり, とくに製造業の企業が組織的に安定株主化を試みたという見方が確認される。パネル1によれば, もっとも産業ダミーの安定株主化に対する効果が大きいのは輸送用機器(自動車)であり, 推計結果は他の変数を一定とした場合, 自動車部門の企業は他の産業の企業に比べて13%安定株主化が進展したことを示している。その他に紙・パルプ, 繊維, 電機, 鉄鋼, 非製造業では通信などの産業ダミーの係数が, 有意に正である。その意味では, 資本自由化のショックが一部の産業で強く意識

12) サンプルから, 事業法人の株式保有比率が20%以上の企業を除く推計も試みたが, 結果は同一であった。

され、経営者の安定株主化の努力を促したという見方は、システマティックに支持される。しかし、このように幾つかの産業ダミーの係数が有意な水準をとるという結果は、1969-74年の推計では消失した。

第2に、初期時点の安定保有比率も有意に負であった。推計結果は、1964年の安定保有比率が、平均(40.1%)より1標準偏差(20.3%)低ければ、69年の安定保有比率は期初の安定保有比率が平均的な企業の上昇に比べて6.6%高いことを示しており、これは、1964-69年の安定保有比率の上昇率9%の7割強にあたる。また期初の安定保有比率が33%以下に1を与えるダミー変数 *STDUM* を追加しても結果は期待通りである(パネル2)。この意味で、個人、あるいは投資信託の株式保有比率が相対的に高かった企業は、安定株主工作に積極的に取り組んだと見ることができる。

第3に、系列ダミーは、旧3大財閥系企業に1を与えたダミーが、1969-74年期中のみ負であり、銀行系3集団のダミー (*KEI\_N*) は、有意な効果を与えていない。安定化は、企業集団を中心として進展したわけではなく、全般的に進展した。他方、*KEI\_O* が負であるという結果は、後述の推計でも確認できる。以上の結果は、旧3大財閥系企業集団のメンバー企業で、60年代後半の時点にはすでに安定株主化を実現していたとの解釈と整合的であろう。

最後に、予想に反して期初の乗っ取りの直接の可能性が、安定保有比率の上昇に対して有意な効果をもったわけではない。1964-69年の変化では、資産規模、および潜在的な乗っ取りの可能性の代理変数 *PBR* の符号は、有意水準は充分でないものの、期待とは逆に正であった。表掲していないが、*PBR* を期中平均から、期初の *PBR* に代えても結果は同じである。さらに期間中に一度でも、*PBR* が1以下をとった場合、つまり、潜在的な乗っ取りの脅威の高い企業に、1を与えるダミー変数 *DPBR* に代えても符号は、期待される符号条件とは逆に負であり、むしろ、*PBR* が1以下の企業の方が安

定保有比率の変化率が小さい(パネル2)。以上、要するに、客観的に見て、直接に買収の可能性のある企業の安定保有比率が有意に上昇したわけではない。

#### IV-3. 金融機関の株式所有行動

推計モデル 以上、「乗っ取りの脅威」の実態を解明してきた。ところで、既述の通り、1965-69年の安定株主化は、株式買取機構保有株の放出株の関係機関への「はめ込み」を通じて実現された。しかも、その際、安定株主化の保有の中心は金融機関であった。そこで、次に、経営者が株式の保有を依頼したとき、なぜ金融機関は、引受に応じたのかを検討する。ところで、前項の企業経営者の安定株主化行動には、①株価を引き上げて、相対的に乗っ取りを困難とし、併せて株主の安定化をはかる。②経営的な努力を回避したまま安定株主化を実現して、外部の圧力を緩和し、経営の安定をはかる、という二つの可能性がある。そこで、安定株主化に応じた金融機関側が、この2つのタイプの可能性をもつ株式保有依頼を的確に識別できたかに注目する。推定されたのは、以下のモデルである。

$$\Delta FIN(\Delta BANK)_t = F(FIN(BANK)_{t-1}, AVQ_t, SIZE_{t-1}, DAR_{t-1}, SHMB_{t-1}, MBR_{t-1}, DIST_t, KEI_{t-1}) \quad (2)$$

$\Delta FIN$  は、金融機関の株式保有比率の2期間の差であり、各社の公表する保有主体別持株比率の金融から、信託銀行分を除いて作成した。また、金融機関は、銀行と生・損保の合計であり、生・損保の株式保有比率 *INS* は、大株主名簿(10大株主)から集計し、銀行の株式保有比率 *BANK* は、*FIN* から *INS* を除いて求めた。10大株主名簿の集計値である *INS*、*BANK* は理想的な数値からはほど遠いが、現時点では、これ以上に精度の高い数値をつくるのは困難であり、一時的接近としては許されるだろう。最後の *KEI* は、企業集団ダミーである。

説明変数のうち、*AVQ* は、トービンの *q* の

期間平均値であり、将来の成長期待を含む企業の収益性の代理変数である<sup>13)</sup>。*DIST*は、経常利益が、期間中（5年間）に一度でもゼロをとった場合に、1を与えるダミー変数であり、企業が金融危機に直面しているか否かを示す変数である。*DAR*、*SHMB*、*MBR*は、期初の企業・銀行関係の強さを示す変数である。*DAR*は負債（＝借入＋社債）／総資産比率と定義される。ところで、*DAR*は、通常、デフォルトリスクの代理変数として利用されるが、ここでは、当時、社債／総資産の平均値は2.2%である点を考慮して、企業の金融機関への依存度を示すと解釈する。*SHMB*は、メインバンクの株式保有比率、*MBR*は、メインバンクからの借入／総資産で定義された企業のメインバンクに対する借り入れ依存度である。これらの変数を用いて以下テストを試みるのは以下の3つの推論（empirical conjectures）である。

H<sub>1</sub> 貸出しの最大化を追求する金融機関の株式保有比率は、期初の融資関係の強さによって決定される。

これまで、多くの研究は、金融機関が株式保有依頼に応じたのは、それ以前との融資関係・持株関係が強かったためと指摘してきた。この見方が、正しければ、*DAR*、*MBR*の符号はいずれも正である。

H<sub>2</sub> 金融機関の株式保有は、顧客企業の倒産リスクによって決定される。

金融機関は、単に期初の取引関係のみでなく、デフォルトを回避するという制約条件のもとで、貸出最大化に主として重点をおいて行動すると想定するのが合理的であろう。この場合、*DIST*の係数は有意に負であることが予想される。

H<sub>3</sub> 金融機関は、顧客企業の監視者を担うた

め、株式保有の決定は、顧客企業の期待収益によって決定される。

企業経営者の安定株主化行動には、①株価を引き上げて、相対的に乗っ取りを困難とし、同時に株主の安定化をはかる。②経営的な努力を回避したまま安定株主化を実現して、外部の圧力の緩和のみをはかるという二つの可能性がある。金融機関は、事前のモニターを通じて、保有依頼がいずれであるかを判断しなければならない。もし、金融機関が、この経営努力をともなう保有依頼と、経営努力を欠く保有依頼を的確に識別し、さらに保有後も顧客企業をモニターしたとすれば、*AVQ*の符号は正であることが予想される。

これまでの研究では、H<sub>1</sub>が、暗黙のうちに念頭におかれ、H<sub>2</sub>、H<sub>3</sub>の意味で、銀行・メインバンクが合理的な行動を取ったか否かを明示的に考慮してこなかった。また、株式保有行動について、銀行と生・損保の差も明示的に検討されていなかったが、この推計を通じて、この空白に接近することができよう。推計結果は表4に要約されている。注目されるのは以下の点である。

**金融機関** 第1に、*DAR*は、一貫して正であった。1964-69年の推計では、期初の*DAR*が平均（26.6%）より、1標準偏差高ければ、金融機関の保有比率の変化は、1.25%大きい（コラム2）。また、メインバンクの借入れ依存度*MBR*は有意でないものの、期初メインバンクの保有比率*SHMB*は金融機関の保有比率の上昇に有意な意味をもった。金融機関の株式保有の上昇は、H<sub>1</sub>と整合的に期初の取引関係に規定されていた。

第2に、金融機関の株式保有比率は、H<sub>2</sub>の予測する通り、1964-69年、69-74年ともに金融危機を示すダミー変数に、有意に負に感応している。このダミー変数の効果は、64-69年よ

13) ROAの期間平均値に代えた推計も試みたが、大きく結果は異なるないので、報告しない。

表4 金融機関の所有構造の決定 (1964-74)

パネル1：被説明変数・金融機関の保有比率の変化 ( $\Delta FIN$ )

	1964-69年				1969-74年			
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
<i>C</i>	-0.127	-1.307	-0.363***	-3.058	0.021	0.237	-0.069	-0.827
<i>FIN</i> (-5)	-0.280***	-9.164	-0.319***	-7.456	-0.268***	-10.111	-0.295***	-10.238
<i>AVQ</i>	0.127***	4.453	0.177***	5.640	-0.023	-0.870	-0.013	-0.495
<i>SIZE</i> (-5)	0.000	0.084	0.008	1.426	0.008**	2.070	0.010**	2.577
<i>DAR</i> (-5)	0.085**	2.076	0.121**	2.451	0.068**	2.207	0.072**	2.315
<i>DIST</i>	-0.030**	-2.313	-0.041***	-2.855	-0.042***	-4.094	-0.040***	-3.873
<i>KEI_O</i>	-0.017	-0.965	-0.037*	-1.746	-0.007	-0.456	-0.011	-0.729
<i>KEI_N</i>	0.019	1.354	0.008	0.488	-0.005	-0.389	-0.010	-0.839
<i>SHMB</i> (-5)	—	—	0.483**	2.403	—	—	0.326**	2.428
<i>MBR</i> (-5)	—	—	0.008	-0.399	—	—	-0.012	-0.551
産業ダミー	Yes		Yes		Yes		Yes	
<i>adj.R</i> <sup>2</sup>	0.219		0.271		0.221		0.233	
観測数	506		310		519		502	

パネル2：被説明変数・銀行の保有比率の変化 ( $\Delta BANK$ )

<i>C</i>	-0.218***	-2.873	-0.307***	-3.160	0.027	0.362	-0.085	-1.234
<i>BANK</i> (-5)	-0.299***	-8.148	-0.320***	-5.823	-0.433***	-13.811	-0.506***	-14.890
<i>AVQ</i>	0.094***	4.268	0.124***	4.912	0.008	0.377	0.027	1.266
<i>SIZE</i> (-5)	0.010***	2.629	0.011**	2.374	0.003	0.923	0.007**	2.009
<i>DAR</i> (-5)	0.029	0.903	0.052	1.325	0.021	0.844	0.018	0.746
<i>DIST</i>	-0.031***	-3.132	-0.029**	-2.530	-0.015*	-1.873	-0.017**	-2.104
<i>KEI_O</i>	-0.057***	-4.253	-0.048***	-2.924	-0.010	-0.820	-0.017	-1.499
<i>KEI_N</i>	0.006	0.577	0.004	0.359	-0.007	-0.757	-0.011	-1.255
<i>SHMB</i> (-5)			0.311*	1.855			0.544***	4.979
<i>MBR</i> (-5)			-0.006	-0.433			-0.025	-1.434
産業ダミー	Yes		Yes		Yes		Yes	
<i>adj.R</i> <sup>2</sup>	0.249		0.268		0.362		0.399	
観測数	474		289		483		473	

パネル3：被説明変数・生保・損保の保有比率の変化 ( $\Delta INS$ )

<i>C</i>	0.120**	2.290			-0.207***	-4.594		
<i>INS</i> (-5)	0.085*	1.831			-0.117***	-4.783		
<i>AVQ</i>	-0.036**	-2.232			-0.018	-1.270		
<i>SIZE</i> (-5)	0.003	1.060			0.011***	5.689		
<i>DAR</i> (-5)	-0.033	-1.462			0.008	0.510		
<i>DIST</i>	-0.013*	-1.763			-0.005	-1.029		
<i>KEI_O</i>	0.013	1.335			-0.016**	-2.065		
<i>KEI_N</i>	0.010	1.338			0.004	0.758		
産業ダミー	Yes				Yes			
<i>adj.R</i> <sup>2</sup>	0.110				0.362			
観測数	486				483			

*FIN* 金融機関の株式保有比率 = 株式保有主体別調査の金融機関の株式保有比率 - 信託銀行・大和銀行の信託勘定 (10大株主名簿)

*BANK* 銀行の株式保有比率 (= *FIN* - *INS*) = 金融機関の株式保有比率 - 生保・損保の株式保有比率

*INS* 生保・損保の株式保有比率 (10大株主名簿)

*AVQ* 期間中のトービンの  $q: Q = (V + Debt) / A$

*SIZE* 総資産 (時価) の対数値。

*DAR* 負債 (= 借入 + 社債) / 総資産

*DIST* 経常利益が期間中に一度でもゼロ以下をとった場合, 1 を与えるダミー変数。

*KEI\_O* 旧3大財閥系社長会メンバーに1を与えるダミー変数

*KEI\_N* 富士 (芙蓉), 第一 (勧銀含む), 三和系の社長会メンバーに1を与えるダミー変数。

*SHMB* メインバンクの株式保有比率

*MBR* メインバンク融資額 / 総資産

\*\*\*は1%水準で, \*\*は5%水準で, \*は10%水準で有意であることを示す。

り、69-74年期の方が大きい。金融機関は業績の悪化した企業の保有依頼に応じないか、その株式を売却したことを意味する。

第3に、1964-69年における金融機関の株式保有比率の変化は、*AVQ* に正に感応しており、金融機関は、将来収益の高い企業に投資した。この結果は表掲していないが、期初の*Q*に代えても同様である。以上の結果は、金融機関が取引先企業からの経営努力をともなう保有依頼と、経営努力を欠く保有依頼を識別し、さらに保有した企業をモニターしたという*H<sub>3</sub>*の見方と整合的であろう。しかし、69-74年には、そうした関係は消失した。

機関投資家（生命保険・損害保険）ところで、表4パネル1の推計の金融機関は、銀行と生・損保の合計であり、両者は異なった行動原理をとる可能性がある。そこで、以下ではこれを銀行の株式保有比率と、機関投資家（生・損保）の株式保有比率に分解する。ただし、既述の通り、いずれの変数も、10大株主名簿に依存し、とくに銀行の株式保有比率は金融機関の株式保有比率から機関投資家（生・損保）の株式保有比率を差し引いて作成している点で精度には限界がある点は、注意を要する。この金融機関の株式保有比率を、銀行と生・損保に区分すると以下の点が注目される。

第1に、1964-69年の銀行の株式保有比率は、*AVQ* に有意に正、*DIST* に負に感応した。64-69年における金融機関保有比率の変化の*AVQ* に対する強い感応が、主として銀行の保有行動によってもたらされていることが確認できる。

他方、第2に、機関投資家（生・損保）の株式保有比率の変化は、*DIST* に対して負であるものの、*AVQ* に対しても負である。有意水準が充分ではないが機関投資家（生・損保）は、投資先企業の収益性を的確に判断できないか、

または、銀行とは異なる行動原理で投資行動をとったと見てよからう。

メインバンク ところで、以上の分析は、ある企業の発行株の保有主体として、銀行部門・保険会社を1部門として扱ってきた。しかし、実際、銀行部門の保有比率は、複数の銀行の保有比率の合計であり、その際もっとも重要な役割を演ずるのはメインバンクである。そこで、最後に、メインバンクの株式保有決定の問題に接近する。ところで、1964-69年のサンプル企業のメインバンクの株式保有比率の2期間の差( $\Delta SHMB$ )の分布は、第1四分位0、第2四分位（中央値）も0.9%にとどまり、分布の偏りが大きい<sup>14)</sup>。そこで、被説明変数に、 $\Delta SHMB$ を直接利用するのは避け、メインバンクの株式保有比率の2期間の差( $\Delta SHMB$ )のうちサンプル企業の中央値より大きい値をとる企業に1を与え、それ以外を0とする離散量の変数 *SHMB 1* を作成し、これを被説明変数として、Probit モデルを利用して推計を試みた。また、サンプル企業の第3四分位より大きい値をとる企業に1を与えるダミー変数 *SHMB 2* を被説明変数とする推計も試みることによって、推計結果の頑強性をチェックした<sup>15)</sup>。推計結果は表5に示されており、主な結論は以下のとおりである。

第1に、1964-69年におけるメインバンクの株式保有の選択は、*AVQ* に正に、金融危機を示すダミー変数に負に感応し、いずれも5%水準で有意であった。そのマグニチュードは、*SHMB 1* の場合、2標準偏差で測ると、12.0% ( $0.36 \times 0.336$ ) となり、*SHMB 1* の確率（期間中に顧客企業の株式保有を増加させる確率）50%の2割以上にあたる。他方、金融危機ダミー *DIST* の限界効果は16.2%であり、この規模も無視できない。また、より株式保有比率の上昇の大きい *SHMB 2* で見ると、同様の計算に

14) 同様に、サンプル企業の1969-74年のメインバンクの株式保有比率の分布状況を見ると、第1四分位0.0%、第2四分位（中央値）0.8%である。

15) 被説明変数にメインバンクの株式保有比率の2期間の差( $\Delta SHMB$ )を用いた推計を試みたが、*AVQ* や *DIST* との間に有意な関係が見られなかったため、ここでは報告を省略する。



表 5 メインバンクの所有構造の決定 (1964-74) : Probit 分析

パナール 1 : 1964-69年		被説明変数 : SHMB 1				被説明変数 : SHMB 2				
	係数	t 値	限界効果	係数	t 値	限界効果	係数	t 値	限界効果	
C	-1.658	-0.895	-0.507	-1.382	-0.848	-0.423	-0.480	-0.237	0.108	0.060
SHMB (-5)	-21.948***	-5.649	-6.713	-22.045***	-5.684	-6.749	-18.029***	-4.168	-18.439***	-4.280
AVQ	1.186**	2.000	0.363	1.156**	1.976	0.354	1.102*	1.909	1.049*	1.844
SIZE (-5)	0.089	0.941	0.027	0.073	0.913	0.022	-0.085	-0.832	-0.118	-1.346
DAR (-5)	-0.226	-0.247	-0.069	-0.253	-0.278	-0.077	0.983	1.059	0.950	1.028
MBR (-5)	0.176	0.393	0.054	0.182	0.404	0.056	0.491	0.994	0.510	1.018
DIST	-0.528**	-1.993	-0.162	-0.523**	-1.981	-0.160	-0.492*	-1.668	-0.135	-1.629
KEL_O	-0.150	-0.441	-0.046	Yes	Yes	Yes	-0.245	-0.629	-0.067	-0.034
KEL_N	-0.043	-0.158	-0.013	Yes	Yes	Yes	-0.124	-0.433	-0.034	-0.034
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseud R <sup>2</sup>		0.284		0.283			0.183		0.181	
観測数		270		270			270		270	
正值		144		144			72		72	
<p>SHMB 1 ΔSHMB &gt; 0.0091 (中央値) の場合, 1 を与えるダミー変数。                  SHMB 2 ΔSHMB &gt; 0.0216 (第4分位) の場合, 1 を与えるダミー変数。                  SHMB メインバンクの株式保有比率                  AVQ 期間中のトーパーの対数値。                  SIZE 総資産(時価)の対数値。                  DAR 負債 (= 借入 + 社債) / 総資産                  MBR メインバンク融資額 / 総資産                  DIST 経常利益が期間中に一度でもゼロ以下をとる場合, 1 を与えるダミー変数。                  KEL_O 旧 3 大財閥系社長会メンバーに 1 を与えるダミー変数。                  KEL_N 富士 (芙蓉), 第一 (勤銀含む), 三和系の社長会メンバーに 1 を与えるダミー変数。                  ***は 1%水準で, **は 5%水準で, *は 10%水準で有意であることを示す。なお, メインバンクを変更した企業はサンプルから除いた。</p>										
パナール 2 : 1969年-74年		被説明変数 : SHMB 1				被説明変数 : SHMB 2				
	係数	t 値	限界効果	係数	t 値	限界効果	係数	t 値	限界効果	
C	1.943	1.319	0.603	2.547**	2.163	0.794	2.588*	1.834	0.672	0.777
SHMB (-5)	-19.114***	-2.409	-5.936	-19.234***	-8.089	-6.000	-19.502***	-7.063	-5.064	-5.155
AVQ	0.479	0.455	0.149	0.435	0.961	0.136	-0.233	-0.490	-0.060	-0.065
SIZE (-5)	-0.071	0.065	-0.022	-0.106*	-1.909	-0.033	-0.124*	-1.766	-0.032	-0.038
DAR (-5)	-1.010*	0.546	-0.314	-1.020*	-1.872	-0.318	-0.680	-1.172	-0.177	-0.184
MBR (-5)	0.235	0.383	0.073	0.228	0.594	0.071	0.266	0.696	0.069	0.072
DIST	-0.173	0.183	-0.054	-0.179	-0.984	-0.056	-0.005	-0.016	-0.001	-0.001
KEL_O	-0.398	0.260	-0.124	Yes	Yes	Yes	-0.062	-0.987	-0.068	-0.068
KEL_N	-0.057	0.205	-0.018	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
産業ダミー	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Pseud R <sup>2</sup>		0.269		0.265			0.250		0.248	
観測数		497		497			497		497	
正值		265		265			138		138	
<p>SHMB 1 ΔSHMB &gt; 0.0075 (中央値) の場合, 1 を与えるダミー変数。                  SHMB 2 ΔSHMB &gt; 0.0186 (第4分位) の場合, 1 を与えるダミー変数。</p>										

より、その規模が、顧客企業の *AVQ* の場合、10.1% ( $0.30 \times 0.336$ )、*DIST* の限界効果が13.5%であることが確認できる。*SHMB 2* の選択確率は25%であるから、その効果は、それぞれ、4割、5割以上に達することがわかる。既述の通り、64–69年には、銀行部門が、顧客企業からの保有依頼について、経営努力をともなう保有依頼と、経営努力を欠く保有依頼を適切に識別する一方、業績の悪化した企業に対して、保有依頼に応じない、もしくは売却する行動が確認されたが、表5の推計結果は、銀行部門の中でも、特に中心的な役割を演じたのはメインバンクであることを示唆する。この意味でメインバンクは他の金融機関からの委託されたモニターであった。

しかし、第2に、以上のメインバンクの顧客企業の株式保有の選択が、倒産リスク、期待収益に有意に感応するとの関係は、いずれも1969–74年の時期には明確に見られなくなった。*DIST* の係数は符号条件こそ満たすものの、有意水準は充分ではない。また、*AVQ* を被説明変数とする推計では、*SHMB 1* と *SHMB 2* で符号が異なり不安定である。メインバンクのモニターとしての機能は後退したとみてよからう。

既述の通り、これまでの研究では、高度成長期後半の安定株主化の中心であった金融機関の株式保有の上昇が、主としてそれ以前の貸し出し関係によるものと理解されてきた。しかし、本節の分析によれば、金融機関、あるいは、銀行部門は、期初の貸出面での取引関係のみでなく、企業のデフォルトの可能性と、収益性を考慮して、取引企業からの保有依頼、増資引き受け依頼に対応したとみることができる。しかも、とくに株式買取機構保有株の放出の局面（1964–69年）で、企業の期待収益を的確に識別したのは、メインバンクであり、その意味でメインバンクは他の金融機関から委託されたモニターでもあった。こうした理解は、Aoki and Patrick (1994) の提示した見方に新たな実証的根拠を与える一方、近年、影響力を強める高度成長期にすらメインバンクの経営の規律における役割を否定する Weinstein and Yafeh (1998)、堀内・花崎 (2000) の見方と対立的である。しかし、メインバンクのこの役割は、歴史的に一回的であったことも重要である。1969年以降は、メインバンク、あるいは、銀行部門の株式保有行動は、収益面の考慮が後退することとなるのである。

## V. 安定株主の解消局面（1989–99年）

### V-1. 期初の所有構造とその分化・多様化

本節では、株式所有構造が大きな変化を示し始めた、1990年代の変化を検討する。まず、90年代の初期条件として、次の点をあらかじめ確認しておこう。

第1に、1980年代の規制緩和の結果、企業が戦後初めて社債と借入れとの自由な選択が可能となり、それを背景に、80年代末には企業・銀行関係がかつての長期的・安定的なメインバンク関係から急速に変化した。一方で既に負債比率が低く、その負債も社債に主として依存する企業群と、他方で負債比率が高く、その負債を

もっぱら借入に依存する企業群に分化していた（宮島・蟻川 1999）。しかし、第2に、こうした企業金融面でのドラスチックな変化にもかかわらず、日本企業の株式所有構造は、90年の時点では、いまだ比較的同質的であった。図1によると、90年3月期のサンプル企業の安定株主の保有比率は70.8%、個人株主は22.6%であり、他方、外国人は4.6%にとどまった。所有構造は、高度成長期末期よりもむしろ安定株主の比重の高い状況にあった。

次に、表6を利用して1990年代のサンプル企業の株式所有構造の変化を確認しておく。主な

戦後日本企業の株式所有構造

表6 株式所有構造

a) サンプル平均

		安定株主 保有比率	金融機関 保有比率	銀行	保険会社	法人 保有比率	個人 保有比率	外国人 保有比率
参考 1974	平均(%)	58.8	32.4	10.7	18.6	26.3	37.7	2.2
	標準偏差	15.7 0.27	15.2 0.47	8.4 0.78	9.5 0.51	17.3 0.66	16.1 0.43	7.0 3.16
1989	平均(%)	64.9	39.1	11.4	27.7	26.5	21.2	4.6
	標準偏差	10.9 0.17	12.5 0.32	7.1 0.63	8.8 0.32	15.1 0.57	8.8 0.42	7.1 1.54
1994	平均(%)	62.9	38.6	11.4	27.1	24.8	22.2	7.4
	標準偏差	11.2 0.18	12.1 0.31	7.0 0.61	8.4 0.31	15.1 0.61	9.8 0.44	8.1 1.09
1999	平均(%)	56.0	32.6	9.4	23.1	23.9	28.5	9.4
	標準偏差	12.4 0.22	11.6 0.36	6.1 0.65	8.4 0.36	16.2 0.68	13.6 0.48	11.0 1.18

b) 6大企業集団社長会メンバーと独立系企業

(単位%)

	社 長 会	安定株主 保有比率	金融機関 保有比率	銀行	保険会社	法人保有 比率	個人保有 比率	外国人保 有比率
参考 1974	社長会旧(旧3大財閥系)	57.3	36.9	13.9	18.1	24.5	33.6	3.1
	社長会以外のサンプル平均との差	-1.2	6.6	4.2	0.4	-2.8	-5.5	1.3
	社長会新(芙蓉・三和・第一勧銀)	61.3	41.4	14.6	23.3	21.3	32.2	3.9
	社長会以外のサンプル平均との差	2.8	11.2	4.9	5.5	-6.1	-6.9	2.1
	社長会合計(6グループ系)	59.9	39.9	14.4	21.5	22.4	32.6	3.6
	社長会以外のサンプル平均との差	1.5	9.6	4.7	3.8	-5.0	-6.5	1.8
1989	社長会旧(旧3大財閥系)	64.6	41.4	13.3	28.1	23.2	20.2	4.6
	社長会以外のサンプル平均との差	-0.5	3.5	2.7	0.9	-4.9	-1.4	0.4
	社長会新(芙蓉・三和・第一勧銀)	64.2	44.8	14.3	30.5	19.4	19.5	6.5
	社長会以外のサンプル平均との差	-0.9	7.0	3.6	3.4	-8.7	-2.1	2.2
	社長会合計(6グループ系)	64.3	43.6	13.9	29.7	20.7	19.8	5.8
	社長会以外のサンプル平均との差	-0.8	5.8	3.3	2.5	-7.4	-1.9	1.6
1994	社長会旧(旧3大財閥系)	61.8	41.6	13.4	28.2	20.2	21.6	8.1
	社長会以外のサンプル平均との差	-1.5	4.3	2.7	1.6	-6.4	-0.8	1.2
	社長会新(芙蓉・三和・第一勧銀)	61.0	44.1	14.4	29.7	16.9	21.0	10.2
	社長会以外のサンプル平均との差	-2.3	6.8	3.7	3.1	-9.7	-1.5	3.3
	社長会合計(6グループ系)	61.3	43.2	14.1	29.2	18.0	21.2	9.5
	社長会以外のサンプル平均との差	-2.0	5.9	3.4	2.6	-8.6	-1.2	2.6
1999	社長会旧(旧3大財閥系)	55.0	35.4	11.3	24.2	19.6	24.1	13.1
	社長会以外のサンプル平均との差	-1.7	3.9	2.5	1.4	-6.1	-5.1	4.7
	社長会新(芙蓉・三和・第一勧銀)	52.9	36.8	12.1	24.7	16.1	26.6	13.6
	社長会以外のサンプル平均との差	-3.7	5.3	3.3	2.0	-9.5	-2.6	5.2
	社長会合計(6グループ系)	53.6	36.3	11.8	24.6	17.3	25.7	13.4
	社長会以外のサンプル平均との差	-3.0	4.8	3.0	1.8	-8.3	-3.4	5.1

(出所) サンプル企業633社より作成。

特徴は以下の通りである。第1に、事業法人はわずかな減少にとどまっているが、金融機関の株式保有比率の変化は大きい。時系列的には、89年から94年の変化は相対的に小さいが、94年から99年には、大きく低下（6.0%）している。その結果、安定保有比率の低下は著しく、99年の安定保有比率56%は、74年の水準58.8%を下回る。この10年間に安定保有は大きく後退した。

第2に、この安定保有の低下と並行して増大したのは、よく知られているように外国人の株式保有であった。外国人の株式保有の平均値は、1989年の4.6%から99年の9.4%まで上昇した。しかも、外資系金融機関の投資行動は、大企業に集中する傾向があるため、規模の大きい企業では、この傾向はさらに著しかった（宮島 2002）。

第3に、この安定株主の減少は、外国人にのみ吸収されたわけではなく、図1のとおり1990年代後半には、個人の株式保有比率が上昇していた。この傾向は、サンプル企業ではさらに明確であり、個人の株式保有比率は、89年の21.2%から99年の28.5%に上昇した。

最後に、株式所有構造の企業間の分散も拡大している。1989年には、日本企業の大部分（サンプルの95%）は、安定株主の株式保有比率が、54%から75%、個人の株式保有比率が、13%から30%、外国人の株式保有比率も最大10%程度という範囲に分布していた。しかし、99年になると、安定株主の株式保有比率は、44%から68%、逆に個人は、15%から42%、そして外国人投資家によって20%以上保有される企業もまれではないという構造に分化した。安定株主の解体は、日本企業の株式所有構造の分化・多様化をともなったのである。

他方、6大企業グループメンバーの株式所有構造がそれ以外の企業（独立系企業）と有意に異なるか確認しておく、次の諸点が注目される。

第1に、1990年3月時点では、企業グループ系企業は、全サンプルに比べて、金融機関の株式保有比率がやや高く、事業法人の株式保有比率がやや低いという、74年と共通の特徴をもっていたが、90年代の10年を経ることによって、金融

機関の株式保有比率の格差が縮小し、事業法人の株式保有比率の格差が拡大したため、安定保有比率で見ると、全サンプルに比して有意に低くなった。6大企業グループメンバー企業とは、安定株主化が進展した企業という通念は、安定株主を金融機関と事業法人の株式保有比率の合計で定義すると、もはや成立しない。

他方、第2に、企業グループ系企業は、外国人の株式保有比率が高く、逆に個人株主が相対的に少ないという特徴があった。2000年、6大企業グループの中心である銀行が4行に統合されたが、それ以前に株式所有構造に関してすでに固有の特徴を失っていた。

## V-2. 外国人株主の増加とその決定要因

では、1990年代に入ってなぜ、株式構造がこのように変化したのか。とくに、資本自由化の時期（60年代後半）の安定株主化の形成に関してその主要な要因が、経営者の乗っ取り回避・株価安定にあったという通説的理解を受入れれば、現時点で解かれるべきパズルは、株価の低迷と資本市場のグローバル化が進展した1990年代に、なぜ安定株主化が解消したかという問いである。企業経営者に外部（株式市場）からの介入を回避する（いわゆるエンタレチメントの）強いインセンティブがあるとすれば、介入の可能性の高まった90年代になぜ安定株主化は解体したのか。まず投資部門別株式売買高を整理した表7を利用して、この点に接近する。

先行したのは、外国人保有の増加であった。バブル期の株価の上昇の結果、国際分散投資を展開する海外機関投資家にとって、日本株は割高であったが、皮肉なことに、1990年以降の株価の低下の結果、海外機関投資家の日本株の組み入れが増加した。表7の通り91年から外国人投資家の日本への進出が進展し、投資信託が株価低下のなかで売り越しに転ずる中で重要な買い越し主体となった。外国人投資家の投資行動には、いわゆる home country bias があり、規模が大きく、資本市場の評価の高い歴史の古い企業が購入された（村瀬 2001、胥 2002）。以

表7 投資部門別株式売買高（全国）

（3市場ベース：東京・大阪・名古屋，単位：100万株）

年	合計			証券会社	個人	投資信託	外国人	事業法人	保険会社	長銀・都銀・地銀
	売付け	買付け	差引き	差引き	差引き	差引き	差引き	差引き	差引き	差引き
1990	125,253	125,361	108	94	1,467	851	-1,805	780	118	-1,222
1991	94,030	94,982	952	-163	-2,159	-1,323	4,146	-1,593	369	1,429
1992	71,912	72,467	554	-102	159	365	228	-1,002	-172	1,306
1993	89,153	89,859	705	-109	-1,024	-580	1,297	-1,960	-45	3,060
1994	92,894	93,725	831	-148	-1,842	-1,726	4,968	-2,061	-634	1,739
1995	103,520	103,932	411	116	614	-1,251	3,356	-1,303	-2,020	-313
1996	108,918	109,517	598	-90	-1,101	-1,020	2,472	-1,313	-519	1,017
1997	112,241	112,102	-138	409	4,398	-1,580	-1,153	-152	-1,497	-1,382
1998	118,066	117,791	-274	323	4,098	-518	-2,091	-1,251	-1,848	-1,855
1999	150,259	149,877	-381	373	2,625	-389	7,228	-2,280	-2,467	-2,415
2000	167,396	167,370	-26	396	942	1,029	-728	-1,828	-722	-1,506

（出所）東京証券取引所「証券統計年報」（2002）

上の点を確認するために、次の簡単なモデルを推計する。

$$\Delta FOR_t = F(FOR_{t-1}, AVQ_t, SIZE_{t-1}, BON_{t-1}, DAR_{t-1}, DIST_t, IND) \quad (3)$$

ここで  $FOR$  は、外国人の株式保有比率、 $AVQ$  はトービンの  $q$  の期間平均値、 $SIZE$  は総資産の対数値、 $BON$  は社債／（借入＋社債）で計算された負債の社債依存度である。他に負債比率、金融危機ダミーが導入されている。推計結果は、表8に要約されている。この簡単な推計によっても、外国人の株式保有比率の変化が、規模に正、成長機会（トービンの  $q$ ）に正、負債比率に負、社債依存度に正、金融危機ダミー（ $DIST$ ）に負に有意に感応的であることが確認できる。とくに  $q$ 、 $DIST$  に対する感応度は、90年代後半にさらに強まっている。つまり、外国人株主は、成長性が高く、デフォルトリスクが小さく、負債の社債依存度が高く、かつ規模の大きい企業への投資を進めた。

### V-3. 安定株主の解消 I：事業法人の金融

#### 機関株式の売却

こうした外国人株主の増加は、日本企業の経営者に株主、ないしROEを重視した経営を求め、これまで安定的に進められていた「株式持合い」の再検討を迫る圧力となった。また高格付け取得のためには、健全な財務構成が要求され、これが、有価証券投資の見直しの重要な契機となった。しかも、1995年半ばからの株価低落局面で、一部金融機関の破綻、住専問題を背景として、銀行株の低下はTOPIXの低下幅を上回り始めた。95年秋の大和銀行事件で、銀行株の価格訂正が発生し、これまでTOPIXと同調していた銀行株の価格動向に構造変化が生じたのである（Ito and Harada 2000）。そしてこのタイミングは、銀行間短期資金市場でジャパンプレミアムが発生した時期と符合する（Peek and Rosengren 2001）。

図3によれば、1995年以降、銀行株とTOPIXの乖離が拡大し、こうした事態は、図4に掲げたように、銀行株保有が保有側にとってTOPIX以上の投資収益率を生んだ安定株主の形成期とは対照的であった。銀行株の保有の利回り低下、

表8 外国人株主の所有構造の決定（クロスセクション）

被説明変数：外国人保有比率の変化

	1989-94年				1994-99年			
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
<i>C</i>	-22.388***	-7.129	-22.446***	-7.160	-39.053***	-9.600	-38.991***	-9.600
<i>FOR</i> (-5)	-0.005	-0.168	-0.014	-0.464	-0.062	-1.597	-0.072*	-1.847
<i>AVQ</i>	2.181**	2.198	2.369**	2.377	6.082***	5.861	6.202***	5.973
<i>SIZE</i> (-5)	1.786***	9.956	1.881***	10.039	2.051***	8.403	2.145***	8.575
<i>DAR</i> (-5)			-0.028*	-1.719			-0.031*	-1.661
<i>BON</i> (-5)	1.971***	3.257	1.618**	2.536	0.729	0.929	0.260	0.312
<i>DIST</i>	-0.839*	-1.960	-0.664	-1.511	-2.178***	-4.102	-1.980***	-3.645
産業ダミー	YES		YES		YES		YES	
<i>adj.R</i> <sup>2</sup>	0.226		0.228		0.304		0.306	
観測数	588		588		564		564	

*FOR* 外国人の株主保有比率=外国人株式保有比率(株式保有主体別調査)-外国事業の株式保有比率(大株主名簿)

*AVQ* 期間中のトービンの  $q$  :  $Q = (V + Debt) / A$

*SIZE* 総資産(時価)の対数値。

*DAR* 負債(=借入+社債)/総資産

*BON* 社債/負債(=社債+借入)

*DIST* 最終利益(税引後利益)が期間中に一度でもゼロ以下をとった場合、1を与えるダミー変数

\*\*\*は1%水準で、\*\*は5%水準で、\*は10%水準で有意であることを示す。

図3 業種別株価の推移(1992年12月=100)

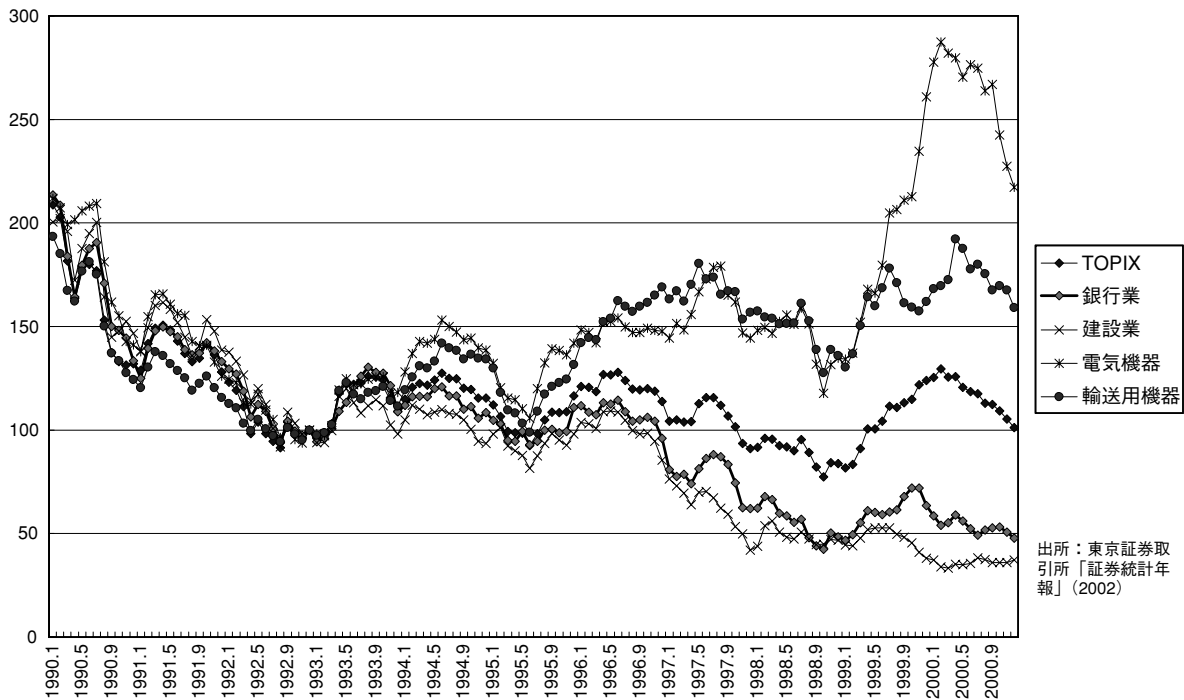
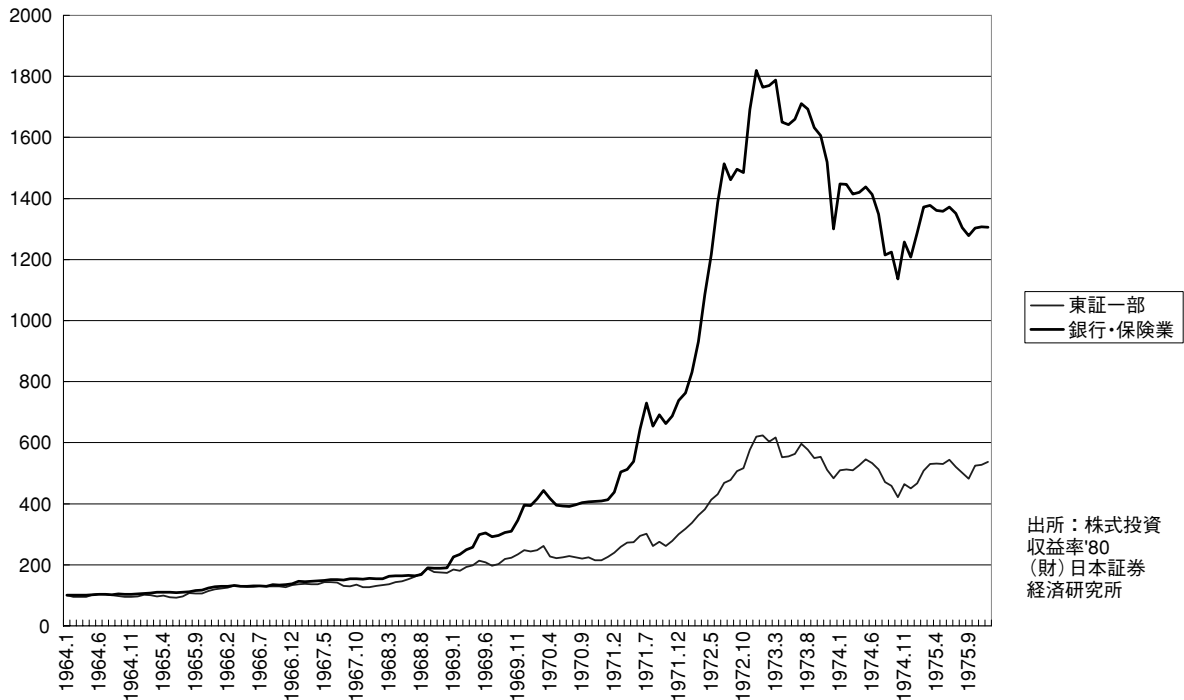


図4 株式投資収益率（64年1月=100）



保有リスクの上昇が明らかとなったこの局面で、企業にとってはじめて銀行株の保有が財務上の選択問題として浮上したとみてよい。

さらに、こうした事業法人の金融機関株の売却に関する選択の重要性は、北海道拓殖銀行（97年11月）、山一証券（97年11月）、日本長期信用銀行（98年10月）、日本債券信用銀行（98年12月）の破綻を経て、大手15行への公的資本増強（99年3月）にいたる97年末から99年初頭の株価低落局面でさらに上昇した。ジャパンプレミアムの拡大、都市銀行の格付の引き下げが続き、銀行株とTOPIXとの乖離は一段と拡大した。その結果、銀行株保有の低利回りと高リスクは深刻となり、他方、連結財務諸表制度の導入や、時価会計導入の具体化は、企業に保有銀行株の処分に関する選択を強く迫ることとなった。

もっとも、保有株の売却は、銀行側の対抗的な売却、つまり「株式持合い」の解消につながるから、企業経営者にとって重大な決断であった。筆者のうちのひとりには、別の機会に、この事業法人の銀行株保有の選択の分析を試みた（宮島・黒木 2002, 2003）。東証1部非金融事

業法人を対象としたその分析結果によれば、事業法人の銀行株の売却は、流動性が悪化して株式処分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展した。つまり、一方で、外国人投資家の投資対象となった企業は、相対的に高株価を維持し、潜在的な乗っ取りの可能性を回避するために、金融機関を中心とする「持合い」株式の処分を開始した。逆に、他方で、外国人投資家の投資対象となることが少なく、相対的に成長性の低い企業は、潜在的な乗っ取りの可能性が上昇する中で、金融機関株の保有を継続した。そして、この関係は、前者がすでに資本市場で資金調達しているのに対して、後者が資金面でもいぜん金融機関に依存しているという資金調達面での関係によって増幅された。

#### V-4. 安定株主の解消 II：金融機関の事業法人売却

こうして金融機関株を中心に事業法人の株式売却が進展する中で、金融機関も、株式売却を進めた。先行したのは保険会社であり、1995年以降大幅な売り越しに転じ、さらに、金融危機が深刻化した97年以降も高い売り越し水準を維持した(表7)。特に90年代末には機関投資家の受託者責任が強調され、生命保険をはじめとする機関投資家の投資行動が変化したといわれる。

さらに、1991-97年に買い越し主体であった銀行部門も金融危機に直面した97年から大幅な売り越し主体に転じた。不良債権の償却原資の確保、BIS規制への対応、さらに、時価会計の導入にともなう株式ポートフォリオの見直しなどが、その要因としてこれまで指摘されてきた。さらに、銀行の事業法人株式保有に対する批判も高まった。自己資本の2倍にのぼる株式保有が株価の変動を介して、貸し出し行動に過度の影響を与えるというのである。こうして、97年以降、銀行の事業法人売却が進展した。97年末の金融危機は、日本企業の所有構造に関しても重要なターニングポイントであった。では、金融機関側の投資行動は、いかに理解することができるか。この点に接近するために第4節の(2)式を修正した次の計測式を推計する。

$$\Delta FIN(\Delta BANK)_t = F(FIN(BANK)_{t-1}, AVQ_t, SIZE_{t-1}, DAR_{t-1}, BOR_{t-1}, DIST_t, MBR_{t-1}, IND) \quad (4)$$

ここで、 $\Delta FIN(\Delta BANK)$  は、金融機関(銀行)の株式保有比率の2期間の差である。他方、説明変数も、基本的に(2)式と同じであるが、負債調達が大幅に社債にシフトしたことを考慮して、 $BOR$ (負債の借入依存度(借入/借入+社債))を追加した。これが $MBR$ と並んで期初の企業・銀行関係を示す代理変数である。他方、 $DAR$ (負債(借入+社債)/資産)は、通常通りデフォルトリスクの代理変数と想定

する。なお、(2)式の $SHMB$ は、どの企業もほとんど5%前後で格差がないので除去した。以下でテストされる仮説(empirical conjunctures)は、前節と同じである。念のため確認しておく。

$H_1$  貸し出しの最大化を追求する金融機関の株式保有比率は、期初の融資関係の強さによって決定されている。

$H_2$  金融機関の株式保有の決定は、顧客企業の倒産リスクによって決定される。

$H_3$  金融機関は、顧客企業の監視者を担うため、株式保有の決定は、顧客企業の期待収益によって決定される。

推計結果は、表9に要約されている。

第1に、銀行部門の株式保有は、銀行との取引関係を示す $BOR$ には有意な感応を示していない。しかし、この結果は、(4)式の推計では、5期前の借り入れ依存度を採用しているためかもしれない。そこで、この点を改善した結果を示す。

第2に、 $H_2$ と整合的に、金融機関株式保有の変化は、十分に有意ではないが $DIST$ に負に感応し、 $DAR$ に一貫して負に反応した。金融機関は、デフォルトリスクの上昇した企業の株式を売却した。また、金融機関の株式保有比率を銀行と機関投資家に分解すると、銀行の株式保有比率の $DIST$ に対する感応度の有意性は1990年代後半に高まる。金融機関、とくに銀行は90年代後半、デフォルトリスクが高いか、極端に業績の悪化した企業を売却した。

第3に、この推計結果の、最も重要で、かつ驚くべき結果は、 $H_3$ とは逆に、金融機関の株式保有比率は $AVQ$ に負に感応していたことである。 $AVQ$ の係数は、1989-94年の推計では、有意ではないものの負であり、94-99年には、金融機関(パネル1)、銀行部門(パネル2)のいずれも5%水準で有意に負である。また、



戦後日本企業の株式所有構造

表9 金融機関の所有構造の決定（90年代）（クロスセクション）

パネル1：被説明変数 金融機関の保有比率の変化（ $\Delta FIN$ ）

	1989-94年				1994年-99年			
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
<i>C</i>	1.641	0.831	1.602	0.719	7.391***	2.815	7.981***	2.810
<i>FIN</i> (-5)	-0.110***	-8.809	-0.116***	-8.157	-0.176***	-9.941	-0.185***	-9.405
<i>AVQ</i>	-0.119	-0.198	-0.071	-0.101	-1.533**	-2.429	-1.923**	-2.543
<i>SIZE</i> (-5)	-0.058	-0.511	0.011	0.080	-0.263*	-1.728	-0.294*	-1.701
<i>DAR</i> (-5)	-0.026***	-2.749	-0.044***	-3.414	-0.034***	-3.080	-0.028*	-1.839
<i>BOR</i> (-5)	0.281	0.726	-0.236	-0.434	-0.416	-0.807	0.052	0.075
<i>DIST</i>	0.233	0.789	0.402	1.226	-0.518	-1.375	-0.471	-1.139
<i>MBR</i> (-5)	—	—	5.855	1.082	—	—	-6.014	-1.195
<i>IND</i>	Yes		Yes		Yes		Yes	
<i>adj.R</i> <sup>2</sup>	0.147		0.161		0.194		0.195	
観測数	588		493		564		494	

パネル2：被説明変数 銀行の保有比率の変化（ $\Delta BANK$ ）

<i>C</i>	4.065***	3.372	4.590***	3.320	4.140**	2.441	4.879***	2.669
<i>BANK</i> (-5)	-0.135***	-9.772	-0.143***	-9.070	-0.171***	-8.109	-0.203***	-8.683
<i>AVQ</i>	-0.630*	-1.735	-0.634	-1.462	-0.832**	-2.072	-1.076**	-2.254
<i>SIZE</i> (-5)	-0.197***	-2.914	-0.208**	-2.597	-0.107	-1.112	-0.139	-1.282
<i>DAR</i> (-5)	-0.015***	-2.644	-0.020**	-2.494	-0.016**	-2.200	-0.012	-1.295
<i>BOR</i> (-5)	0.000	0.000	-0.058	-0.174	-0.299	-0.909	0.019	0.044
<i>DIST</i>	0.239	1.337	0.296	1.471	-0.523**	-2.175	-0.504*	-1.924
<i>MBR</i> (-5)	—	—	-1.216	-0.366	—	—	-2.450	-0.767
<i>IND</i>	Yes		Yes		Yes		Yes	
<i>adj.R</i> <sup>2</sup>	0.221		0.237		0.136		0.161	
観測数	588		493		564		494	

パネル3：被説明変数 生保・損保の保有比率の変化（ $\Delta INS$ ）

<i>C</i>	-2.013	-1.618			3.010*	1.771		
<i>INS</i> (-5)	-0.093***	-9.136			-0.196***	-13.003		
<i>AVQ</i>	0.521	1.381			-0.775*	-1.893		
<i>SIZE</i> (-5)	0.117	1.642			-0.124	-1.247		
<i>DAR</i> (-5)	-0.011*	-1.803			-0.018**	-2.536		
<i>BOR</i> (-5)	0.277	1.140			-0.122	-0.367		
<i>DIST</i>	-0.016	-0.085			-0.003	-0.013		
<i>IND</i>	Yes				Yes			
<i>adj.R</i> <sup>2</sup>	0.133				0.277			
観測数	588				564			

*FIN* 金融機関の株式保有比率＝株式保有主体別調査の金融機関の株式保有比率－信託銀行・大和銀行の信託勘定（20大株主名簿）

*BANK* 銀行の株式保有比率（＝*FIN*－*INS*）＝金融機関の株式保有比率－生保・損保の株式保有比率

*INS* 生保・損保の株式保有比率（20大株主名簿）

*AVQ* 期間中のトービンの  $q$ ： $Q = V + Debt / A$

戦後日本企業の株式所有構造

- SIZE* 総資産（時価）の対数値。  
*DAR* 負債（＝借入＋社債）／総資産  
*BOR* 借入／負債（＝社債＋借入）  
*DIST* 経常利益が期間中に一度でもゼロ以下をとった場合、1を与えるダミー変数。  
*MBR* メインバンク融資額／総資産

\*\*\*は1%水準で、\*\*は5%水準で、\*は10%水準で有意であることを示す。

表10 安定株主解消期の株式所有構造（パネル推計）

被説明変数 金融機関の保有比率の変化 ( $\Delta FIN$ )

	1989-99年		1989-94年		1995-99年	
	係数	t 値	係数	t 値	係数	t 値
<i>FIN</i> (-1)	-0.315***	-27.793	-0.680***	-40.360	-0.500***	-22.633
<i>AVQ</i> (-1)	-0.703***	-6.916	-0.582***	-5.059	-0.982***	-4.012
<i>SIZE</i> (-1)	1.417***	8.720	0.763***	3.015	1.987***	5.187
<i>BOR</i> (-1)	0.243*	1.847	0.348*	1.851	0.627**	2.446
<i>DIST</i> (-1)	-0.236***	-3.330	-0.158	-1.611	-0.243**	-2.381
<i>YD 91</i>	-0.562***	-6.486	-0.140*	-1.959		
<i>YD 92</i>	-1.065***	-11.257	-0.467***	-5.441		
<i>YD 93</i>	-1.208***	-12.564	-0.632***	-7.131		
<i>YD 94</i>	-1.328***	-14.021	-0.843***	-9.744		
<i>YD 95</i>	-2.056***	-20.970				
<i>YD 96</i>	-1.483***	-15.699			0.433***	4.636
<i>YD 97</i>	-2.058***	-20.664			-0.193**	-2.097
<i>YD 98</i>	-2.593***	-24.697			-0.850***	-8.620
<i>YD 99</i>	-2.662***	-24.458			-1.070***	-9.801
<i>adj.R</i> <sup>2</sup>	0.229		0.450		0.226	
観測数	5861		2991		2867	
Hausman 検定量	734.03***		1561.20***		467.81***	

*FIN* 金融機関の株式保有比率＝株式保有主体別調査の金融機関の株式保有比率－信託銀行・大和銀行の信託勘定(20大株主名簿)

*AVQ* 期間中のトービンの  $q$  :  $Q = V + Debt / A$

*SIZE* 総資産(時価)の対数値。

*BOR* 借入／負債(＝社債＋借入)

*DIST* 最終利益(税引後利益)が期間中に一度でもゼロ以下をとった場合、1を与えるダミー変数

\*\*\*は1%水準で、\*\*は5%水準で、\*は10%水準で有意であることを示す。

保険会社のケースでも（パネル3）、10%水準で *AVG* の符号は負である。この計測結果は、金融機関、あるいは銀行部門が、高収益（高い *Q* の）企業の株式を売却する傾向が強いことを意味する。金融危機以降、不良債権問題の深刻化に直面した金融機関は償却原資を捻出するために、高い売却益が予想される高株価の企業

を売却したという見方と整合的であろう。さらに、こうした銀行の株式保有（売却）行動の背後には、高い *Q* の企業は資金調達で銀行に依存する程度が低く、かつ銀行株を売却する可能性が高いという事情があると推定されよう。この結果は、企業・銀行の双方の株式保有の決定要因を持合い関係を特定して分析した宮島・黒

木（2002，2003）によっても支持される。

ところで、以上の推計では、金融機関の株式保有比率の変化は、 $H_1$ の予想するように借入れ依存度に正に感応するという関係を持たなかった。しかし、この結果は、(4)式の推計では、5期前の借り入れ依存度を採用しているためかもしれない。そこで、以下では、(4)式と同様のモデルを用いて、各年の金融機関の株式保有比率を被説明変数とするパネル分析を試みよう。この場合、サンプルは、 $N \times$ 期間となる。計測結果は、表10に要約されている。

表10によれば、金融機関の株式保有比率は、 $AVQ$ に有意に負、 $DIST$ に負、負債の借り入

れ依存度（ $BOR$ ）に正に感応していた。この結果は、前半と後半に分けると後半の方がより明確である。金融機関は、デフォルトリスクの高い企業、あるいは現実に業績悪化に直面した企業だけでなく、高い将来収益を持つ企業を主として売却し、逆に取引関係の強い企業の売却には躊躇した。以上の推計結果の含意は重要である。この結果は、1990年代後半以降、金融機関・銀行の株式ポートフォリオが、負債の借り入れ依存度が高いか、将来収益が低い企業の株式に偏るという意味で静かに劣化したことを示唆するからである。

## VI. 結びに代えて

以上、1960年代後半と、90年代に焦点をあてて、株式所有構造の変化を追跡してきた。最後に分析結果を要約し、分析から引き出される含意を2・3提示しておこう。

[1] 安定株主化の確立期と知られる1960年代後半は、これまで必ずしも注目されてこなかったが、それ以前の相対的に分化した企業の株式所有構造の同質化、より正確に言えば、65%程度の発行株式が取引関係にある金融機関・事業法人に保有されるという構造への収斂と並行していた。他方、90年代に進展する安定株主化の解消は、それ以前の同質的な企業の株式所有構造の分化、多様化をともなっていた。現在の日本企業の株式所有構造は、一方での外国人を含む機関投資家の比重の高い株式所有構造の企業群と、他方でいぜんとして金融機関・事業法人の株式所有構造を維持する企業群とが並存する状況と特徴づけることができる。

[2] 安定株主の進展、株式所有構造の同質化の局面では、次の点が明らかとなった。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、60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が、潜在的な脅威に直面した企業経営者が、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遁減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ことである。この外部から識別困難な2つの可能性を、的確に識別したのが銀行（メインバンク）であった。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銀行（メインバンク）は、①モラルハザードをともなう安定株主化の依頼と、②経営の効率性の改善をともなう安定株主化の依頼を的確に識別した。ここに、1960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秘密があった。

しかも、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、われわれの推計では、1964-69年の局面のみに、しかも、銀行（メインバンク）のみで見られた。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<sup>16)</sup>、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する。

[3] 他方、安定株主化の解消、所有構造の多様化の局面におけるその基本的なロジックは次のように要約できる。

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年の金融危機以降さらに深刻化した。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である。こうして、事業法人の金融機関株式の売却が進展した。

さらに、1997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た。不良債権の償却原資の確保、BIS規制への対応、また、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') 銀行借りにいぜん依存し、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である<sup>17)</sup>。

こうして、安定株主の解体が注目された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、株式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。現在株式持合いの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・銀行双方で株式持合いを合理的選択として継続する企業群に分化しているという認識が重要である。

[4] 以上の分析から次の諸点が今後の企業行動・政策的対応の含意として引き出されるであろう。

第1に、株式持合いを維持する企業群は、それを解消するインセンティブが乏しい。金融危機に直面するか、実際にデフォルトに陥り保有銀行株の売却が不可避とならない限り、収益性が低く、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 (TFP や  $Q$ ) 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株式持合いが維持され、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

16) この見方は、高度成長期の企業統治に関してメインバンクの役割を否定し、むしろ競争による規律の側面を強調する堀内・花崎 (2000)、堀内 (2002) の見方とは異なる。

17) このうち c)、c') の点は、本稿の分析では、明示的に考慮されていないが、宮島・黒木 (2002, 2003) の分析から確認できる。

律にともなう低パフォーマンスが、株式持合いの継続の条件となるという関係が形成されたと見ることができる。本稿の分析結果は、90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、なんらかの政策的手段を通じて株式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の立法化は、この文脈でも重要な措置であり、その厳格な施行が望まれる<sup>18)</sup>。

第2に、1990年代の株式所有構造の変化、株式持合いの解消は、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 $q$ ）の株式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。80年代後半の規制緩和のプロセスで、銀行の貸出先の構成が劣化したことは、別の機会でも明らかとした（宮島・蟻川 1999）。そして、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、97年以降には、その保有株式のポートフォリオもシステム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。

## 附録：データの作成法と資料

I 株式所有構造：各変数は水準（ $SH_{it}$ ）と、その2期間の差が利用されている（ $\Delta SH_{it} = SH_{it} - SH_{it-1}$ ）。

$\gamma$  : 安定保有比率 =  $FIN + COR$

$FIN$  : 金融機関の株式保有比率 = 株式保有主体別調査の金融機関の株式保有比率 - 信託銀行・大和銀行の信託勘定（2010大株主名簿）

$INS$  : 生保・損保の株式保有比率（2010大株主名簿）

$BANK$  : 銀行の株式保有比率 =  $FIN - INS$   
これは、銀行の株式保有比率の最大値となる。

$COR$  : 事業法人の株式保有比率（株式保有主体別調査）

$FOR$  : 外国人の株主保有比率 = 外国人株式保有比率（株式保有主体別調査） - 外国事業の株式保有比率（大株主名

簿）

$SHMB$  : メインバンクの株式保有比率（メインバンクは、『会社四季報』の取引先銀行の最初に掲載されている銀行とした。）

1964-74年の株式保有比率のデータは、日本経済新聞社『経済年鑑』、ダイヤモンド社『経済要覧』、その他資料。1990-99年は、日本政策投資銀行財務データベース、東洋経済新報社『企業系列総覧』による。また、65-74年は、10大株主名簿、90-99年は、20大株主名簿による。

II 収益・資本構成指標

$PBR$  : 株価純資産倍率。乗っ取りの危険度の代理変数。

$PBR = V / (A - Debt) = V / Net$

18) ただし銀行等保有制限法改正案成立（2003年7月25日）により、銀行等の株式保有の制限（自己資産（Tier 1）を超える保有を制限）の適用時期が延期（2004年9月末→2006年9月末）となった。

*worth* (純資産)

- V* : 企業価値 ( $N \times P$ ), ここで,  $A$  は, 資産 (簿価),  $Debt$  は負債,  $N$  は発行株,  $P$  は, 株価。
- AVQ* : 期間中のトービンの  $q : Q = V + Debt / A$   
 ただし, 1964-74年の総資産は簿価, 1990-99年の総資産は時価換算。その推計手法については, 宮島・蟻川・齊藤 (2001) 参照。
- ROA* : 総資本利益率: 経常利益 / 総資産 (簿価)
- SIZE* : 総資産 (時価) の対数值。
- DAR* : 負債 (=借入+社債) / 総資産
- BON* : 社債 / 負債 (=社債+借入)
- BOR* : 借入 / 負債 (=社債+借入)
- MBR* : メインバンク融資額 / 総資産
- DIST* : 経常利益が期間中に一度でもゼロ以下をとった場合, 1を与えるダミー変数。
- DIST 2* : 最終利益 (税引後利益) が期間中に一度でもゼロ以下をとった場合, 1を与えるダミー変数。
- KEI\_O* : 旧3大財閥系社長会メンバーに1を与えるダミー変数。
- KEI\_N* : 富士 (芙蓉), 第一 (勧銀含む), 三和系の社長会メンバーに1を与えるダミー変数。
- SUB* : 子会社ダミー 事業法人が首位株主で20%以上の場合, 1を与えるダミー変数

戦後日本企業の株式所有構造

附表1 安定株主の形成期：基本統計量

		Mean	Std.Dev	Minimum	Maximum
(1) 1964年		N=526			
$\gamma$	安定保有比率	0.402	0.188	0.000	0.890
<i>FIN</i>	金融機関保有比率	0.232	0.170	0.000	0.790
<i>BANK</i>	銀行保有比率	0.146	0.108	0.000	0.590
<i>INS</i>	生保保有比率	0.038	0.056	0.000	0.490
<i>PBR</i>	期初のPBR	1.116	0.462	-2.329	3.609
<i>ROA</i>	総資本利益率	0.055	0.043	-0.067	0.244
<i>BON</i>	社債/(借入+社債)	0.023	0.066	0.000	0.487
<i>DAR</i>	(社債+借入)/総資産	0.266	0.122	0.001	0.714
(2) 1969年 (64-69年)		N=465			
$\Delta\gamma$	安定保有比率の増分	0.090	0.161	-0.807	0.639
$\Delta FIN$	金融機関保有比率の増分	0.033	0.107	-0.411	0.579
$\Delta BANK$	銀行保有比率の増分	0.035	0.078	-0.326	0.525
$\Delta INS$	生保保有比率の増分	0.040	0.054	-0.239	0.396
<i>AVQ</i>	トービンの $q$ (5期平均)	1.124	0.168	0.707	1.736
<i>TBR</i>	期初のPBR	1.979	4.273	-4.261	90.623
<i>ROA</i>	総資本利益率	0.061	0.048	-0.126	0.245
<i>BON</i>	社債/(借入+社債)	0.033	0.085	0.000	0.655
<i>DAR</i>	(社債+借入)/総資産	0.280	0.148	0.003	1.301
<i>STDUM</i>	低安定株主ダミー (33%以上)	0.503	0.501	0.000	1.000
<i>DIST</i>	経常利益マイナスダミー (過去5期で1回以上)	0.146	0.354	0.000	1.000
<i>DIST 2</i>	税引後利益マイナスダミー (過去5期で1回以上)	0.138	0.345	0.000	1.000
<i>KEI_O</i>	系列ダミー (旧三大財閥：三井・三菱・住友)	0.090	0.287	0.000	1.000
<i>KEI_N</i>	系列ダミー (銀行系：三和・富士・一勧)	0.161	0.368	0.000	1.000
(3) 1974年 (69-74年)		N=475			
$\Delta\gamma$	安定株主保有比率の増分	0.092	0.146	-0.542	0.870
$\Delta FIN$	金融機関保有比率の増分	0.063	0.089	-0.397	0.438
$\Delta BANK$	銀行保有比率の増分	0.005	0.078	-0.521	0.276
$\Delta INS$	生保保有比率の増分	0.036	0.044	-0.305	0.214
<i>AVQ</i>	トービンの $q$ (5期平均)	1.173	0.141	0.901	1.735
<i>TBR</i>	期初のPBR	1.832	0.913	-1.914	14.720
<i>ROA</i>	総資本利益率	0.040	0.053	-0.572	0.204
<i>BON</i>	社債/(借入+社債)	0.032	0.077	0.000	0.979
<i>DAR</i>	(社債+借入)/総資産	0.306	0.133	0.000	0.979
<i>STDUM</i>	低安定株主ダミー (33%以上)	0.272	0.445	0.000	1.000
<i>DIST</i>	経常利益マイナスダミー (過去5期で1回以上)	0.192	0.394	0.000	1.000
<i>DIST 2</i>	税引後利益マイナスダミー (過去5期で1回以上)	0.128	0.335	0.000	1.000
<i>KEI_O</i>	系列ダミー (旧三大財閥：三井・三菱・住友)	0.088	0.284	0.000	1.000
<i>KEI_N</i>	系列ダミー (銀行系：三和・富士・一勧)	0.160	0.367	0.000	1.000

(2)(3)は表3, 4の推計と同様に異常値を除去している。

戦後日本企業の株式所有構造

附表2 基本統計量：1990年代

		Mean	Std.Dev	Minimum	Maximum
(1) 1989年 N=604					
<i>FIN</i>	金融機関保有比率	0.217	0.093	0.000	0.501
<i>BANK</i>	銀行保有比率	0.114	0.071	0.000	0.410
<i>INS</i>	生保保有比率	0.102	0.047	0.000	0.315
<i>FOR</i>	外国人保有比率	0.046	0.069	0.000	0.658
<i>Q</i>	トービンのQ	1.447	0.522	0.531	4.148
<i>ROA</i>	総資本利益率	0.048	0.034	-0.039	0.439
<i>BON</i>	社債/(借入+社債)	0.464	0.357	0.000	1.000
<i>DAR</i>	(社債+借入)/総資産	0.279	0.150	0.000	0.797
(2) 1994年 (89-94年) N=583					
$\Delta FIN$	金融機関保有比率の増分	-0.011	0.028	-0.184	0.076
$\Delta BANK$	銀行保有比率の増分	-0.007	0.018	-0.142	0.061
$\Delta INS$	生保保有比率の増分	-0.003	0.018	-0.169	0.057
$\Delta FOR$	外国人保有比率の増分	0.042	0.048	-0.261	0.309
<i>AVQ</i>	トービンのQ (5期平均)	1.031	0.210	0.528	1.790
<i>ROA</i>	総資本利益率	0.025	0.033	-0.237	0.410
<i>BON</i>	社債/(借入+社債)	0.409	0.347	0.000	1.000
<i>DAR</i>	(社債+借入)/総資産	0.310	0.169	0.000	0.797
<i>DIST</i>	経常利益マイナスダミー (過去5期で1回以上)	0.235	0.424	0.000	1.000
<i>DIST 2</i>	税引後利益マイナスダミー (過去5期で1回以上)	0.314	0.464	0.000	1.000
(3) 1999年 (94-99年) N=547					
$\Delta FIN$	金融機関保有比率の増分	-0.031	3.953	-28.244	11.292
$\Delta BANK$	銀行保有比率の増分	-0.020	2.694	-17.039	11.292
$\Delta INS$	生保保有比率の増分	-0.010	2.427	-19.394	5.385
$\Delta FOR$	外国人保有比率の増分	0.018	6.890	-51.304	45.693
<i>AVQ</i>	トービンのQ (5期平均)	0.964	0.262	0.466	2.166
<i>ROA</i>	総資本利益率	0.022	0.039	-0.430	0.427
<i>BON</i>	社債/(借入+社債)	0.351	0.343	0.000	1.000
<i>DAR</i>	(社債+借入)/総資産	0.329	0.192	0.000	1.580
<i>DIST</i>	経常利益マイナスダミー (過去5期で1回以上)	0.287	0.453	0.000	1.000
<i>DIST 2</i>	税引後利益マイナスダミー (過去5期で1回以上)	0.554	0.498	0.000	1.000

(2)(3)は表8, 9の推計と同様に異常値を除去している。

参 考 文 献

岡崎哲二 (1992) 「資本自由化以降の企業集団」  
橋本寿朗・武田晴人編『日本経済の発展と企業集団』東京大学出版会。  
岡部光明 (2002) 『株式持合いと日本型企业シ

ステム』慶応義塾大学出版会。  
加護野忠男他著 (1982) 『企業経営の日米比較：代表的企業の戦略と組織』日本経済研究センター。



- 川北英隆 (1995) 『日本型株式市場の構造変化』東洋経済新報社.
- シェアード, ポール (1995) 「株式持合いとコーポレート・ガバナンス」青木昌彦, ロナルド・ドーア編『システムとしての日本企業』NTT 出版.
- 胥鵬 (2002) 「外国人投資家の持株比率の決定要因」『平成13年度ファイナンス・フォーラム発表資料』.
- 砂川伸幸 (2002) 「株式持合いと持合い解消: エントレンチメント・アプローチ」神戸大学 DS2002. 1.
- 高野真 (1996) 「金融セクターを中心に進行する株式持合いの解消」『大和投資資料』11月.
- 日本共同証券財団 (1978) 「日本共同証券株式会社社史」.
- 日本証券保有組合記録 (1969) 「日本証券保有組合記録」.
- 橋本寿朗編 (1996) 「日本企業の戦後的変容」『学術月報』48(4): 402-407.
- 深尾光洋・森田泰子 (1997) 『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社.
- 堀内昭義 (2002) 「メインバンクシステム」貝塚啓明・財務総合政策研究所編『再訪日本型経済システム』有斐閣・近刊.
- 堀内昭義・花崎正晴 (2000) 「メインバンク関係は企業経営の効率化に貢献したか: 製造業に関する実証研究」日本政策投資銀行設備投資研究所『経済経営研究』.
- 宮島英昭 (1996) 「財界追放と経営者の選抜: 状態依存的 (Contingent) ガバナンス・ストラクチュアの形成」橋本寿朗編『日本型企業システムの戦後史』東京大学出版会.
- 宮島英昭 (2002) 「日本的企業経営・企業行動」『再訪日本型経済システム』有斐閣.
- 宮島英昭 (2003) 『産業政策と企業統治の経済史: 日本経済発展のミクロ分析』有斐閣.
- 宮島英昭・蟻川靖浩 (1999) 「金融自由化と企業の負債選択—1980年代における顧客プールの劣化—」『フィナンシャル・レビュー』49: 133-166.
- 宮島英昭・蟻川靖浩・齊藤直 (2001) 「日本型企業統治と『過剰』投資: 石油ショック前後とバブル期の比較分析」(財務省・『フィナンシャル・レビュー』60: 139-168.
- 宮島英昭・新田敬祐・齊藤直・尾身裕介 (2002) 「1990年代日本企業の統治構造と生産性: 統治構造の変容は経営効率の改善に寄与したか」早稲田大学ファイナンス研究所ワーキングペーパーシリーズ, WIFS-02-001.
- 宮島英昭・黒木文明 (2002) 「持ち合い解消の計量分析—複数均衡とポートフォリオの劣化—」『証券アナリストジャーナル』40(12): 30-46.
- 宮島英昭・黒木文明 (2003) 「持ち合い解消の計量分析 Mark II」2003年度, RIETI ディスカッションペーパー, 03-J-014.
- 宮島英昭・原村健二・江南喜成 (2003) 「戦後日本の株式所有構造: 安定株主の形成と解体」財務省財務総合政策研究所ディスカッション・ペーパー, 03-13A.
- 村瀬安紀子 (2001) 「日本の金融機関, 事業法人, 個人, 外国人投資家の株式投資パフォーマンス」『金融経済研究』第17号, 2001年3月.
- 米澤康博・宮崎政治 (1996) 「日本企業のコーポレート・ガバナンスと生産性」, 橋本・筒井編『日本の資本市場』日本評論社.
- Abegglen, J. C. and G. Stalk Jr. (1985), *Kaisha: The Japanese Corporation*, Charles E. Tuttle. (『カイシャ』, 講談社).
- Aoki, M. (1988), *Information, Incentives and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge University Press, (『日本経済の制度分析』筑摩書房, 1992).
- Aoki, M and H. Patrick, eds. (1994), *The Japanese Main Bank System: Its Relevancy for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press.
- Burkart, M., D. Gromb and F. Panunzi (1997), "Large Shareholder, Monitoring, and the Value of the Firm," *The Quarterly Journal of Econom-*

- ics, 112(3) : 693–728.
- Horiuchi, A. (1995), "Financial Structure and Managerial Discretion in the Japanese Firm : An Implication of the Surge of Equity-related Band", in Okabe, M. (eds.), *The Structure of the Japanese Economy*, Macmillan.
- Ito, T., and K. Harada (2000), "Japan Premium and Stock Price : Two Mirrors of Japanese Banking Crisis", NBER, Working paper No. 7997.
- Khanna, T. and Y. Yafeh (2002), "Business Groups and Risk Sharing around the World" mimeo.
- Morck, R. A. Schleifer and R. Vishny (1988), "Management Ownership and market valuation : An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 20 : 293–315.
- Morck, R. and B. Yeung (2001), "Japanese Economic Success and the Curious Characteristics of Japanese Stock Market", paper presented at IMF–Hitotsubashi conference, September.
- Nakatani, I. (1984), "The economic role of financial corporate grouping", in Masahiko Aoki ed., *The Economic Analysis of the Japanese Firm*, Amsterdam, North-Holland.
- Odagiri, H. (1992), *Growth through Competition, Competition through Growth : Strategic Management and the Economy in Japan*, Oxford University Press.
- Peek, J. and E. Rosengren (2001), "Determinants of the Japan premium : actions speak louder than words", *Journal of International Economics*, 53 : 283–305.
- Porter, E. (1992), "Capital Disadvantage : America's Failing Capital Investment System", *Harvard Business Review* 70 : 65–82.
- Porter, E. (1994), *Capital Choices*, Harvard University Press.
- Shleifer, Andrei and Robert Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 94(3) : 461–488.
- Weinstein, D. and Yafeh, Y., (1998), "On the costs of a bank-centered financial system : evidence from the changing main bank relations in Japan", *Journal of Finance*, 53 : 635–672.