



株式持ち合いについての覚書

加護野, 忠男

(Citation)

国民経済雑誌, 203(5):1-9

(Issue Date)

2011-05

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/81008336>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/81008336>



株式持ち合いについての覚書

加 護 野 忠 男

国民経済雑誌 第203巻 第5号 抜刷

平成23年5月

株式持ち合いについての覚書^{*}

加 護 野 忠 男

小論では、日本で見られる株式持ち合いがコーポレートガバナンスに果たす積極的な役割を考える。株式の持ち合いは、流通株式の削減、経営者の相互認証、経営者の相互監視を通じてより効果的なガバナンスを可能にし、株主の利益にもつながること、また長期的なコミットメントを持つステークホルダーに対しては、短期的な利益を求めるアクティビストの圧力を和らげるとともに、株主のモラル・ハザードの出現を押さえるという機能を果たしている。

キーワード 株式持ち合い、書かれざる契約、相互認証、相互監視

はじめに

上場企業同士の株式の持ち合いに対する市場管理者や金融監督当局の目が厳しくなっている。持ち合いの実態と目的を開示させるという方向での規制が強化されつつある。また、IFRS（国際会計基準）の強制導入という形で、時価主義会計が導入されると、持ち合いが維持できなくなる可能性がある。株式の時価の低下は企業の利益（包括利益）を減少させる可能性があるからである。これらの規制の動きを見ると、持ち合いは日本の悪弊であるかのように見えてしまう。持ち合いは本当に悪しき慣行なのだろうか、持ち合いが悪しき慣行であるとすれば、この慣行はこんなに長期間にわたって続かなかったであろう。何度も消え去りそうになって息を吹き返している。そこに何らかの合理的な存在理由があるからこそこんなに長く続いたはずである。小論では、持ち合いは、さまざまなステークホルダーにとってばかりか株主にとってもメリットがあるということを議論しよう。

1 持ち合い

1.1 書かれざる契約

そもそも持ち合いとは何か。その厳密な定義はきわめて難しい。株式の保有なのだが、少なくとも、株式の保有によってリターンを得ることを目的とした純粹投資ではないということは確かである。株式を所有することの目的は別にある。表面的に見ると、持ち合いの主たる目的は、長期保有の安定株主をつくること、経営陣を支持してくれる株主をつくるこ

との二つである。

しかし、投資リターンが全く期待されていないわけではない。最小限のリターンあるいは損失回避は期待されている。株価が低下した時あるいは業績の悪化でそれが予想されそうな時は、保有側から被保有企業への問い合わせという形で株主としての不満が伝えられる。あるいは、業績が低下しそうなときには、被保有企業は、保有企業への事情説明という形で責任を明確にし、対応策を説明することが多い。

持ち合いは、明確な契約書を交わして行われるのではなく、経営者間の暗黙の了解をもとに行われる慣行である。この暗黙の了解の内容がどのようなものを特定するのは難しい。経営者によって微妙に解釈は違うだろう。了解の内容を具体的に特定できない、あるいは特定しないほうがよいと考えられているから、暗黙の了解あるいは書かれざる契約という形になっているのである。さまざまな解釈の違いはあっても、先の目的を考えれば、暗黙の了解は次の二つのことについての共通理解を含んでいるのがふつうである。

第一は、株式保有期間に関する了解である。保有期間は定められていないのがふつうである。言い換えれば、期間は無期限である。しかし、永遠とは考えられていない。企業の寿命は有限であるし、環境条件が変われば保有を続けられないかもしれないという了解もある。しかし、予期されない状況が起こって株式保有が困難になるまでは株を持ち続けるという了解はある。また、予期せぬ事態が起こって保有を続けることができず売却せざるを得ない場合には、相手方の事前の承諾を得るという了解もある。後に述べるように、数年前にこのような予期されない事態が実際に起こった。銀行の持ち株に法的な制限が加えられるという事態である。

第二は、議決権の行使に関する了解である。株主総会での議決権は経営陣を支持する方向で行使するという了解である。この場合も、無条件に経営陣を支持するというのではない。経営陣に重大な過失や怠慢がある場合には反対する議決権が行使されるかもしれない。あるいは持ち合いが解消されるかもしれない。

この二種類の了解をもとにお互いの株式を持ち合うというのが持ち合いである。この了解は文書に書かれていないから、相手側にこの了解が共有されているかどうかを客観的に確かめる方法はない。持ち合いの状況を開示せよとの要求に対して、どの株式保有が持ち合いに当たるか、と考えあぐねている経営者も少なくないのはこのような事情による。

日本の産業社会にはこのような暗黙の了解をもとにした書かれざる契約が多い。終身雇用、企業間の長期的取引もこのような暗黙の了解をもとにしたものである。持ち合いは、後に述べるように、暗黙の契約だからこそできる約束である。しかし、この了解はまったく不透明なものではない。世間の常識という緩やかなルールには従っている。

1.2 持ち合いの成立と変遷

持ち合いは日本独特の慣行である。持ち合いは、もともとは旧財閥系企業の間で始まったものと見ることができる。戦後すぐの日本では持株会社が法的には許容されていなかった、敗戦直後に本社を強制的に解体されてしまった旧財閥グループ企業が互いの紐帯を強めるために生み出した慣行が持ち合いであった。この持ち合いの進展は、事業法人与都市銀行の株式所有比率の上昇に反映されている。戦後証券市場が再開された昭和24年の事業法人の持ち株比率は5.6%にすぎないが、10年後の昭和34年には17.5%とほぼ3倍になっている。都市銀行を中心とした金融機関の持ち株比率も、24年の9.9%から34年にはほぼ3倍の29.3%になっている。

その後、持ち合いの幅は拡大していく。資本自由化に伴って起こりうる海外企業による買収への防衛手段として、持ち合いが行われることになった。その新しい持ち合いネットワークには、旧財閥系企業だけでなく、戦後設立された企業をも含め、多くの企業が参加した。

新しいタイプの持ち合いネットワークの中核となったのは都市銀行であった。大きな都市銀行は、顧客開拓の一環として多くの企業をそのネットワークに引きこんでいった。その後も銀行と事業会社の持ち株比率は上昇を続け、事業会社の持ち株比率は増加を続け、事業会社の持ち株比率のピークは昭和48年の27.5%、銀行（都市銀行並びに地方銀行）の持ち株比率のピークは昭和60年の21.6%である。

1.3 持ち合いと書かれざる契約

しかし、バブル崩壊後の金融危機で銀行が、リスク資産である持ち合い株の売却を迫られたために、持ち合いはいったん解消されることになった。最近では、持ち合いが再び復活しつつある。銀行と事業会社の持ち株比率はいったん下がった後、再び上昇傾向にある。最近の持ち合いは銀行を中心としたものではなく、取引相手、戦略的連携関係にある企業間、経営者同士の信頼関係のある企業間でお互いの株を持ち合うという形ですめられている。平成21年末の都市銀行・地方銀行の所有比率は、ピーク時の7分の1の3.1%にまで低下している。これに対して事業会社の所有比率は、昭和48年のピークに近い24.5%という水準を維持している。

最近の持ち合いの目的ははっきりしないが、経営者同士の暗黙の了解のうえに成り立っているという意味で昔のものと変わらない。その暗黙の了解とは、上で述べたように、二つの内容を持っている。まず、所有期間に関して大きな事情の変化がない限り相手先企業の株式を保有し続けるという理解である。また、その株式を、相手先企業の承諾なく売ることはいないという理解もある。それだけではなく、議決権行使に関しても、経営陣を支持するように行使するという理解もある。これらの了解は無条件に守られるのではなく、相手の経営に

表1 所有者別持株比率の推移（東京証券取引所統計より）

（単位：社，％）

年度	会社数	政府・地方 公共団体	金融機関	a. 都銀・ 地銀等	b. 信託 銀行	a+bのうち		c. 生命保険 会社	d. 損害保険 会社	e. その他の 金融機関	証券会社	事 業 法人等	外 国 法人等	個 人・ その他
						投資信託	年金信託							
昭24	677	2.8	○ 9.9	—	—	—	—	—	—	—	◎ 12.6	○ 5.6	—	◎ 69.1
25	713	◎ 3.1	12.6	—	—	—	—	—	—	—	11.9	11.0	—	61.3
26	714	1.8	18.2	—	—	5.2	—	—	—	—	9.2	13.8	—	57.0
27	770	1.0	21.8	—	—	6.0	—	—	—	—	8.4	11.7	○ 1.2	55.8
28	774	0.7	22.9	—	—	6.7	—	—	—	—	7.3	13.5	1.7	53.8
29	783	0.5	23.6	—	—	7.0	—	—	—	—	7.1	13.0	1.7	54.0
30	786	0.4	23.6	—	—	4.1	—	—	—	—	7.9	13.2	1.7	53.2
31	789	0.3	25.6	—	—	3.8	—	—	—	—	7.1	15.8	1.5	49.8
32	789	0.2	26.1	—	—	4.7	—	—	—	—	5.7	16.3	1.5	50.1
33	789	0.3	29.0	—	—	6.6	—	—	—	—	4.4	15.8	1.4	49.1
34	786	0.2	29.3	—	—	7.6	—	—	—	—	3.7	17.5	1.4	47.8
35	785	0.2	30.6	—	—	7.5	—	—	—	—	3.7	17.8	1.3	46.3
36	1,274	0.2	30.0	—	—	8.6	—	—	—	—	2.8	18.7	1.7	46.7
37	1,447	0.2	30.7	—	—	9.2	—	—	—	—	2.4	17.7	1.8	47.1
38	1,538	0.2	30.9	—	—	◎ 9.5	—	—	—	—	2.2	17.9	2.1	46.7
39	1,584	0.2	29.5	—	—	7.9	—	—	—	—	4.5	18.4	1.9	45.6
40	1,578	0.2	29.0	—	—	5.6	—	—	—	—	5.8	18.4	1.8	44.8
41	1,561	0.2	29.8	15.5	—	3.7	—	9.2	3.3	1.8	5.4	18.6	1.8	44.1
42	1,554	0.3	30.6	15.2	—	2.4	—	10.2	3.5	1.6	4.4	20.5	1.8	42.4
43	1,551	0.3	32.0	15.2	—	1.7	—	10.8	3.7	2.3	2.1	21.4	2.3	41.9
44	1,559	0.3	31.9	15.0	—	1.2	—	11.0	3.9	1.9	1.4	22.0	3.3	41.1
45	1,584	0.2	32.3	15.4	—	1.4	—	11.1	4.0	1.8	1.2	23.1	3.2	39.9
46	1,602	0.2	33.9	16.3	—	1.3	—	11.3	4.4	1.9	1.5	23.6	3.6	37.2
47	1,631	0.2	35.1	17.0	—	1.3	—	11.3	4.6	2.3	1.8	26.6	3.5	32.7
48	1,684	0.2	35.1	17.4	—	1.2	—	11.1	4.6	1.9	1.5	◎ 27.5	3.0	32.7
49	1,706	0.2	35.5	17.9	—	1.6	—	11.2	4.6	1.8	1.3	27.1	2.5	33.4
50	1,710	0.2	36.0	18.0	—	1.6	—	11.5	4.7	1.9	1.4	26.3	2.6	33.5
51	1,719	0.2	36.5	18.2	—	1.4	—	11.8	4.7	1.8	1.4	26.5	2.6	32.9
52	1,723	0.2	37.8	18.9	—	2.0	—	12.2	4.8	2.0	1.5	26.2	2.3	32.0
53	1,707	0.2	38.8	19.5	—	2.2	—	12.4	4.9	2.0	1.8	26.3	2.1	30.8
54	1,723	0.2	38.8	19.5	—	1.9	0.5	12.3	4.9	2.1	2.0	26.1	2.5	30.4
55	1,734	0.2	38.8	19.2	—	1.5	0.4	12.5	◎ 4.9	2.2	1.7	26.0	4.0	29.2
56	1,749	0.2	38.6	19.0	—	1.3	0.4	12.6	4.9	2.1	1.7	26.3	4.6	28.4
57	1,771	0.2	38.9	19.2	—	1.2	○ 0.4	12.7	4.9	2.2	1.8	26.0	5.1	28.0
58	1,790	0.2	39.0	19.4	—	○ 1.0	0.4	12.7	4.8	2.1	1.9	25.9	6.3	26.8
59	1,806	0.2	39.6	19.9	—	1.1	0.5	12.7	4.8	2.2	1.9	25.9	6.1	26.3
60	1,833	0.8	42.2	◎ 0.2	—	1.3	0.7	◎ 13.5	4.5	2.6	2.0	24.1	5.7	25.2
61	1,881	0.9	43.5	16.1	○ 7.1	1.8	0.9	13.3	4.4	2.6	2.5	24.5	4.7	23.9
62	1,924	0.8	44.6	15.9	8.4	2.4	1.0	13.2	4.3	◎ 2.8	2.5	24.9	3.6	23.6
63	1,975	0.7	45.6	16.3	9.9	3.1	1.0	13.1	4.2	2.1	2.5	24.9	4.0	◎ 22.4
平 1	2,030	0.7	◎ 46.0	16.4	10.3	3.7	0.9	13.1	4.1	2.1	2.0	24.8	3.9	22.6
2	2,078	0.6	45.2	16.4	9.8	3.6	0.9	13.2	4.1	1.8	1.7	25.2	4.2	23.1
3	2,106	0.6	44.7	16.3	9.7	3.2	1.0	13.2	4.0	1.6	1.5	24.5	5.4	23.2
4	2,120	0.6	44.5	16.2	10.0	3.2	1.1	13.0	4.0	1.3	1.2	24.4	5.5	23.9
5	2,161	0.6	43.8	16.0	10.1	3.0	1.4	12.7	3.8	1.2	1.3	23.9	6.7	23.7
6	2,211	0.7	43.5	15.9	10.6	2.6	1.6	12.2	3.7	1.1	1.1	23.8	7.4	23.5
7	2,277	0.6	41.4	15.4	10.1	2.1	1.8	11.2	3.6	1.2	1.4	23.6	9.4	23.6
8	2,339	0.5	41.3	15.1	10.8	2.0	2.3	10.9	3.4	1.0	1.1	23.8	9.8	23.6
9	2,387	0.5	40.2	14.6	11.1	1.4	3.3	10.2	3.3	1.0	0.8	24.1	9.8	24.6
10	2,426	0.5	39.3	14.0	11.7	1.2	3.8	9.4	3.2	1.0	◎ 0.7	24.1	10.0	25.4
11	2,472	0.5	36.1	12.8	10.9	1.6	3.6	8.3	2.9	1.2	0.9	23.7	12.4	26.4
12	2,587	0.4	37.0	11.5	14.3	2.2	4.3	7.6	2.8	0.8	0.8	22.3	13.2	26.3
13	2,656	0.4	36.2	9.4	16.6	2.7	4.9	6.7	2.7	0.7	0.8	23.2	13.7	25.9
14	2,661	0.3	34.1	7.0	◎ 18.5	3.4	◎ 5.0	5.6	2.4	◎ 0.7	0.9	24.8	16.5	23.4
15	2,679	0.3	31.1	5.7	17.4	3.2	4.1	4.9	2.3	0.8	1.1	25.1	19.7	22.7
16	3,698	0.1	17.6	2.7	9.9	2.2	2.1	2.6	1.2	1.2	0.8	18.4	15.0	48.1
17	3,783	○ 0.1	17.5	○ 2.1	10.5	3.8	2.2	○ 2.0	○ 0.9	1.9	1.9	20.4	20.5	39.6
18	3,885	0.2	23.3	3.5	13.6	3.9	2.7	3.6	1.6	1.0	1.8	23.8	24.6	26.4
19	3,897	0.2	23.3	3.5	13.7	3.9	2.8	3.7	1.6	0.8	1.5	24.8	◎ 24.7	25.5
20	3,803	0.2	25.5	3.6	15.8	4.1	3.0	3.8	1.5	0.8	1.0	25.2	21.5	26.6
21	3,694	0.2	23.9	3.1	15.1	3.6	2.8	3.5	1.4	0.8	1.5	24.5	22.5	27.3

（注）1. 昭和60年度以降は、単位数ベース、13年度から単元数ベース。平成16年度以降は、ジャスダック証券取引所上場会社分を含む。

2. 昭和60年度以前の信託銀行は、都銀・地銀等に含まれる。

3. ◎は最高、○は最低記録。

4. 平成16年度～18年度における急激な増減について

平成17年度調査まで調査対象会社となっていた（株）ライブドア（4753）による大幅な株式分割の実施等から、平成16年度調査から単元数が大幅に増加し、（株）ライブドア1社の単元数が集計対象会社全体の単元数の相当数を占めることとなったため、平成16年度～18年度の数値は、その影響を受け大きく増減している。

誤りがあると見なされれば、了解に反した行動がとられることもありうる。その条件を事前に特定できないから契約書は取り交せないのである。終身雇用や長期的な取引関係と同様、そこからの離脱がありうるが、その条件を事前に特定できないから書面の契約書にはできないのである。

2 持ち合いの効用

2.1 持ち合いの規制

持ち合いを規制しようとする動きの背後には、持ち合いは日本の悪弊であるという常識、少なくとも株主の利益にはならないという常識がある。持ち合いをしている企業の一部の経営者の側にも、後ろめたい気持ちがある。ほんとうに持ち合いは悪弊なのだろうか。以下では、持ち合いは株主の利益につながらないのかどうかを冷静に考えることにしよう。

2.2 持ち合いと株主の不利益

たしかに、持ち合いは株主の利益に反すると思われる側面もある。まず、持ち合いは、株主の必須の権利である議決権を形骸化させる恐れがある。株式は、その所有者に、利益分配を受ける権利、清算後の残余財産の分配を受ける権利と並んで、株主総会で議決権を行使する権利という三つの権利を与える証券である。このうちの第三の権利が形骸化すれば、株主の権利が侵害されることになる。とくに、持ち合い株式の比率が高まれば、持ち合いに参加していない株主の権利は侵害されてしまう。持ち合い株の比率が過半数を超えている場合には、一般株主の議決権はないと考えてもよいほどだ。

第二に、持ち合いは、市場における価格形成をゆがめる可能性がある。市場では、それぞれの参加者が自己の利益だけを考えて行動する場合に、もっとも正しい価格が形成される。それ以外の目的を持つ参加者が入ってくると価格がゆがめられる可能性がある。

第三に、かつて二木雄策教授が指摘されたことだが、持ち合いは配当の過剰支払いをもたらす可能性がある（二木、1970）。それが株主にとってデメリットかどうかは議論の余地があるが、配当政策をゆがめる可能性は否定できない。

このような欠点がある一方で、持ち合いは、株主にもメリットを与える。

2.3 流通株の削減

持ち合いが株主に与えるもっとも明白なメリットは、流通株の削減という効果である。流通株が削減されることによって、株価の上昇の可能性は高まる。これは自社株買いと同じような効果である。持ち合い株は一種の金庫株だと考えることができる。金庫株との違いは二つある。

一つは、議決権が消滅しないこと。これは株主にとってマイナスにもプラスにもなる。マイナスは、上で述べたように議決権が形骸化することである。しかし、持ち合いパートナーが議決権を行使することによってより効果的なガバナンスが行えるようになる可能性がある。

第二は、配当の支払いが行われること。その結果、資金の流出が起こる。しかし、これは相手企業から配当の流入によって相殺される。しかし、相手企業からの配当は当該企業の利益を増大させるから、それが回りまわって配当の過剰支払いになる可能性は存在している。このような過剰支払いが株主の利益になるかどうかは議論の分かれるところである。

モジリアニ&ミラー流の議論（1961）であれば、配当政策は株主にとって中立である。しかし、ジェンセン流の議論（1986）であれば、配当支払いは、経営者のモラル・ハザードを抑える効果があり、株主の利益になる。しかし、後に述べるように、株主の有限責任を考えれば、配当の過剰支払いは株主のモラル・ハザードにつながる可能性もある。配当の過剰支払いは、有限責任の株主にとっては利益になるが、他のステークホルダーのリスクを高める可能性がある、配当の過剰支払いが長期的に株主の利益にとってプラスかマイナスかは、今後権検討されるべき問題である。

2.4 相互認証機能

持ち合いの第二のメリットは、持ち合いネットワークが経営者の相互認証の機能を持っていることである。持ち合い関係に入るに先だって、経営者は、持ち合いの相手側となる候補企業の経営者の評価を行う。これまでによい経営が行われており、今後もよい経営が行われるかどうかを評価し、信頼できる企業とのみ持ち合い関係を結ぼうとする。よい経営が行えない企業と持ち合い関係を持たば、持ち合い関係は持続できないからである。この意味で、持合は、経営者の相互認証をもとに成立するのである。このような相互認証はかなりの信頼性を持っていると考えることができる。一般の株主とは違って、取引関係あるいは戦略的提携関係があり、比較的近い関係にある企業の経営者間での相互評価は、より正確であると考えることができる。互いによりよい情報を持っているし、評価する側もされる側も経営のプロであるから、情報の交換は効果的だし、それをもとに行われる評価は正確である。一般の株主からすれば、信頼できる企業を含む相互認証機構に入っている企業は信頼性が高いと考えることができる。

2.5 相互監視機能

持ち合いの第三のメリットは、相互監視の機能を持っていることである。

持ち合い関係に入ってから、持ち合い関係にある企業の間では相互に継続的な監視が行われている。株式を保有している企業は、株式所有によって利益を上げることは目的として

いない。しかし、株式所有によって損失が生じることは望まない。そのため、相手先企業が適切に経営されているかどうかを継続的に監視している。相手先で適切な経営が行われていなければ、株価が低下し、時価評価が減損する危険があるからである。この監視は、一般の投資家が行うよりもより効果的だと考えられる。そう考えることができるのは、お互いが相手を良く知っているという理由のほかに、相互の情報交換によって問題をより早く見つけ、アーリー・ウォーニングを与えることができるという理由があるからである。このような情報交換が行われるのは、相手の期待にこたえることができない企業が持ち合いのパートナーに経営状態についての情報を提供し、業績を改善するためのアクションを報告するからである。

このような相互監視に際して、市場での評価も参照される。業界についてより豊かな情報を持つ持ち合いのパートナーは、市場評価からより深い意味を読み取ることができる、その意味をもとに、相手企業に適切なアドバイスを与えることができる。一般の株主は、このような経営のプロに評価を委ねることによって監視コストを削減することができるのである。この監視機能は、市場評価を参照しながら親会社が行う上場子会社の監視（吉村，2007）とよく似ている。この監視は、市場だけによる監視や組織的な監視よりもより効果的がある。

2.6 短期志向の株主の圧力を和らげる

以上の効用は、株主にとっての効用である。しかし、他のステークホルダーに注目すれば、持ち合いは、そのほかの重要な機能をいくつか持っている。それが持ち合いの本来の効用といえるかもしれない。その第一は、短期的な視野で会社に圧力をかけてくる株主から会社を防衛するという機能である。会社防衛の機能とよぶべきものである。このような株主の典型は、会社に短期的に株価を上げるような政策をとらせることによって転売益を得ようとする攻撃的株主である。持ち合いで長期保有の株主が存在する場合には、長期保有株主は、これら短期株主の圧力を和らげる役割を果たすことができる。

持ち合いの第二の効用は、会社の長期的な利益とはつながらない経営を行う可能性を持つ敵対的買収者から会社を守るという効果も持っている。これが株主の利益につながるかどうかについてはさらに深い検討が必要である。このような買収防衛は、企業を取り巻く多様なステークホルダーの利益になり、最終的には、株主全体の利益にもつながる可能性がある。日本の多くの企業はこのような短期的株主の圧力を和らげるために買収防衛の手段を準備している。持ち合いは、その手段の一つである。

2.7 株主のモラル・ハザードへの対抗力

株主は有限責任である。有限責任の株主は過剰な配分を要求しがちである。余剰資金を会

社に留保しておく、この資金は会社の債務の弁済のために使われてしまう可能性がある。しかし、このお金を株主に配当として支払い株主の手元に置いておけば、このお金は債務の弁済に使われることはない。この結果、株主は会社に対して過剰な配当支払いを要求してしまいがちである。そのことは会社との取引関係にある取引パートナーのリスクを増大させる可能性がある。

アメリカの株主総会では経営者の任免が主たる議題である。それに対して日本では利益処分が株主総会で決定される。日本の会社法のもとでは株主のモラル・ハザードが生じやすい。持ち合いは、このモラルハザードを避けるという機能を果たしている。持ち合い株主は長期保有の株主であるから、会社のリスクを高めることによって損失を被る可能性がある。このような株主は過剰な配当支払いに反対するであろう。この傾向は、取引パートナーが持ち合いの相手方となる場合に特に顕著である。

3 持ち合いのマネジメント

以上のように考えると、持ち合いはより良いガバナンスを実現するための重要な手段であることがわかる。こうした優れた機能を持つにもかかわらず、バブル期の日本企業ではガバナンスがうまく行われなかったのだろうか。

その原因は二つある。一つは、持ち合いパートナー間の対等の関係が崩れてしまったこと。もう一つは、一部の企業、とくに持ち合いの中心となっていた銀行で持ち合い株主の所有比率が大きくなりすぎてしまったことである。まず前者がもたらす問題から考えよう。

持ち合いの相互監視は、パートナー間に対等の関係がある場合に最もうまく機能する。パートナー間にパワーの強弱がある場合には、弱者からの監視がうまく機能しないからである。弱者からの警鐘を強者は無視できるのである。銀行との持ち合いでは、銀行の力が強くなる傾向は否めない。銀行は株を持つだけでなく、貸付金の供給を通じてパートナーに圧力をかけることができる。貸付金を引き揚げられてしまうと、事業会社の存続が危うくなる。このときには、事業会社は銀行に主張できない。相互監視の結果を伝えることができないのである。

バブルの時期の銀行の持ち株比率は20%前後であった。このことは銀行の株式の中で持ち合いパートナーによって所有されていた株式も20%前後あったということの意味している。これだけの比率を持ち合い株主に保有してもらっておれば、市場からの規律付けは働きにくくなる。しかも、銀行は事業会社に対して優越的なパワーを持っている。その場合には、持ち合いパートナーのモニタリングも効果を持たない可能性がある。持ち合いがうまくマネジされていなかったために、持ち合いの監視機能が機能しなかったのである。

このことから持ち合いのマネジメントの二つの課題が明らかになる。第一は、パートナー

間の対等の関係を維持すること。第二は、持ち合いの株式の比率が課題とならないようにすることである。バブル期の経験をもとにすれば、20%がその上限と推測される。かつてバリー&ミーンズは、過半数に達していなくても、20%を超えておれば実質的に少数支配は可能になると考えた。

* この覚書の基本的なアイデアは、同僚の砂川教授との討論から得られたものである。同教授の主張については 砂川他（2008）を参照されたい。また、この覚書で引用した文献も、同教授から教えを受けたものである。とはいっても、あるかもしれない誤りは著者に帰せられるべきものである。

参 考 文 献

- Berle, A. A., and G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan, 1932.
（北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂書店，1968年。）
- Jensen, M. C., “Agency Costs, Free Cash Flow, Corporate Finance, and Take-over.” *American Economic Review*, 76: 323-329, 1986.
- Modgiliani, F., and M. H. Miller, “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares.” *Journal of Business*, 34: 411-433, 1961.
- 砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳『日本企業のコーポレートファイナンス』日本経済新聞出版社，2008年。
- 加護野忠男『経営の精神』生産性出版，2010年。
- 加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久『コーポレート・ガバナンスの経営学』有斐閣，2010年。
- 二木雄策『日本の企業集団：その実態についての基本的分析』神戸商科大学，1970年。
- 吉村典久『日本の企業統治：神話と現実』NTT 出版，2007年。