

株式持合いの構造と経営戦略

東 忠 尚

1. はじめに

わが国の経済システムを特色づける表現として、安定した日本的経営、優秀な官僚主導に支えられた業界保護、忠誠心旺盛で働き蜂の従業員、そして親企業の傘下でひたむきに頑張る中小企業などなどの言葉が書き連ねられてきた。

このうち、安定した日本的経営を形成しているものとして、終身雇用制、年功序列賃金体系、企業内組合に加え、メインバンク制をバックとする安定したファイナンス・システム、グループ企業間、系列企業間の緊密な連携、とりわけ部品・原材料の安定的な仕入れと長期継続的な販売を保証する取引慣行などが挙げられている。さらに、経営者が企業買収や株主からの圧力を回避し、比較的自由度の高い経営に専念している、つまり経営主権を掌握していることも経営の安定に大きく与っているものといつてよからう。

このような日本的経営を支える長期安定的な取引関係、メインバンク制、経営者主導のコーポレート・ガバナンスなどの要素を大きく束ね、グループ企業間、系列企業間の結束を高めているのが、株式の相互持合いの構造である。換言すれば、株式持合いによる安定株主づくりこそが、日本的経営なるものを形成し、大きな力を発揮する基盤を提供してきたといつてよい。

日本的経営は一時世界的に脚光を浴び、日本経済の成功の鍵ともてはやされたこともあったように、それを支えた株式持合いにはそれなりに多くの優位な点を有していることも事実である。しかし、その反面で、市場の閉鎖性ないし競争制限的に作用しているうえ、株主総会の形骸化を招くなどの弊害も強く指摘されている。日米間の貿易摩擦問題、投資摩擦問題の論理的に帰着するところに株会持合いの存在があることは否めないところである。

本稿では、わが国特有の株式持合いがなぜ発生したのか、また企業はなぜ株式持合いに走るのかを検討したうえ、株式持合いがいかなるメカニズムを通じて企業経営、国民経済に作用しているのか、その論理構造を明らかにし、併せて今後の展望を論述したものである。

2. 株式持合いの実情

まず最初に、わが国における株式持合いの実情についてみておこう。株式持合いとは、「企業が相互に株式を保有しあうこと、あるいはいくつかの企業がグループを形成して、A社はB社の株式、B社はC社の株式、そしてC社はA社の株式を、というように循環的に株式を持合う現象で

表1 株式持合い比率の推移

年度	金融機関 (除投信) (a)	銀行・ 信託銀行	生 保	損 保	その他金融	事業会社 (b)	法人合計 (a + b)
1949	9.9					5.6	15.5
50	12.6					11.0	23.6
51	13.0					13.8	26.8
52	15.8					11.8	27.6
53	16.3					13.5	29.8
54	16.7					13.0	29.7
55	19.5					13.2	32.7
56	21.7					15.7	37.4
57	21.4					16.3	37.7
58	22.4					15.8	38.2
59	21.7					17.5	39.2
60	23.1					17.8	40.9
61	21.4					18.7	40.1
62	21.5					17.7	39.2
63	21.4					17.9	39.3
64	21.6					18.4	40.0
65	23.4					18.6	42.0
66	26.1	11.8	9.2	3.3	1.8	18.6	44.7
67	28.2	12.8	10.3	3.5	1.6	20.5	48.7
68	30.3	13.5	10.8	3.7	2.3	21.4	51.7
69	30.7	13.8	11.0	3.9	2.0	22.0	52.7
70	30.9	14.0	11.1	4.0	1.8	23.1	54.0
71	32.6	15.1	11.3	4.4	1.9	23.6	56.2
72	33.8	15.7	11.3	4.6	2.3	26.6	60.4
73	33.9	16.2	11.1	4.6	2.0	27.5	61.4
74	33.9	16.3	11.2	4.6	1.8	27.1	61.0
75	34.5	16.4	11.5	4.7	1.9	26.3	60.8
76	35.1	16.8	11.8	4.8	1.7	26.5	61.6
77	35.9	16.9	12.2	4.9	2.0	26.2	62.1
78	36.6	17.4	12.4	4.9	2.0	26.3	62.9
79	36.9	17.6	12.3	4.9	2.1	26.1	63.0
80	37.3	17.7	12.5	4.9	2.2	26.0	63.3
81	37.3	17.7	12.6	4.9	2.2	26.3	63.6
82	37.7	18.0	12.7	4.9	2.2	26.0	63.7
83	38.0	18.3	12.7	4.8	2.1	25.9	63.9
84	38.5	18.9	12.7	4.8	2.2	25.9	64.4
85	40.9	20.3	13.5	4.5	2.6	24.1	65.0
86	41.7	21.4	13.3	4.4	2.6	24.5	66.2
87	42.2	21.9	13.2	4.3	2.8	24.9	67.1
88	42.5	23.1	13.1	4.2	2.1	24.9	67.4
89	42.3	23.0	13.1	4.1	2.1	24.8	67.1
90	41.6	22.5	13.2	4.1	1.8	25.2	66.8
91	41.5	22.7	13.2	4.0	1.6	24.5	66.0
92	41.3	23.0	13.0	4.0	1.3	24.4	65.7
93	40.8	23.3	12.7	3.8	1.2	23.9	64.7

(注) 単位数ベース、%

(出所) 証券団体協議会「株式持ち合いの現状と課題」1994. 8. 2

ある¹⁾と、一般に定義されている。

企業の保有する株式には、純粋な資産運用（投資）をを目的とするものと、政策的な意図に基づいて保有するものに大別される。したがって、厳密な意味での株式持合いは後者に限定されるべきであろう。つまり、企業が他企業の株式を保有する意図が金銭的利益以外のメリットをねらいとして、相手方の株式を保有しあうものである。

ただ、こうした定義に基づく正確なデータは存在しない。そこで、一次接近法として、証券団体協議会では、「株式分布状況調査」（全国証券取引所協議会）に掲載されている金融機関（投信を除く）と事業法人の株式保有比率を合計した計数²⁾を株式持合いとして捉えている（表1）。

これによれば、株式持合い比率はここ二十年来、60%台を維持していることになる。しかし、この数字は単なる法人保有比率にすぎない。法人の株式保有には前述したように純粋な収益確保をねらった投資も相当含まれているので、これをもって株式持合い比率とみなすのは、いささか乱暴なくらいがある。

そこで、株式持合いの関係をより厳密に解釈して、東証一部上場企業間で、お互いに株式を保有し合っている比率（相互保有比率）をみたのが表2である。これによれば、93年3月末の持合い比率は23.5%になっている。1985年3月末の22.6%と比べて若干上昇しているものの、ほとんど横這いで、相互持合いは極めて安定した状況にあるものといつてさしつかえない。

ただ、この数字には前述したように、グループ企業間のA社→B社→C社→A社といった連鎖的な持合い関係は含まれていないこと、また一部上場企業の相互保有にのみ限定されていること、さらには相互会社組織である生命保険会社が、その所属するグループ企業の株式を政策的に保有している分は除外されていることなどから、実態よりかなり低目に抑えられていることも事実である。したがって、政策意図に基づく株式の持合いの比率は、一般に3割程度といわれているのが、常識的な線であろう。

そもそも、株式持合いには、グループ各社が対等の関係で株式を持合う「水平型」、メインバンクである銀行を中核とする「放射線状型」、あるいは親企業が系列の下請け企業と株式を持合う「垂直型」など、さまざまな形態ないし結合関係がある。しかも、それはそれぞれの資本関係、取引関係、融資関係、さらには人的つながりなどから複雑な構造が形成しているので、単に数字を追うのみではその全貌を解明することはできない。

表3は、その実態の一部を解明する手掛りとして、三菱グループを採り上げてみたものである。これは三菱系各社が、1991年末に相互に株式を保有し合っている状況をマトリックスで表わしたものである。これからも読み取れるように、三菱系各社は、発行総株式数の20～50%にわたって相互に保有し合っている。しかも、その比率は1988年度末と比較しても殆んど変化していないことから分かるように、持合い関係は長期継続的に維持されているものとみられる。さらに、この表には同グループ系の金融機関である明治生命が、株式会社組織でないために除外されている。同社も三菱系各社の株式を政策的にかなり保有しているすを勘案すれば、三菱グループの資本面を通じる連携関係は同表にみられる以上に一層強固なものであるといえよう。また、三菱

表2 東証1部上場の持合い比率（相互保有比率） (%)

	85年3月	86年3月	87年3月	90年3月	91年3月	92年3月	93年3月
東証1部	22.6	22.4	22.4	23.0	23.5	23.7	23.5
建設	19.8	19.5	19.9	20.7	21.8	21.5	21.4
住宅不動産	28.7	26.4	25.6	26.5	27.0	26.1	26.8
建設資材	25.6	25.5	25.3	26.5	26.3	25.9	25.9
繊維	20.7	21.9	22.9	23.3	23.6	24.3	24.8
紙・パルプ	21.9	22.7	22.7	26.4	26.9	26.3	27.4
化学	19.7	19.8	19.6	22.4	24.5	24.8	23.9
鉄鋼	19.7	19.9	21.5	22.4	22.3	23.3	21.2
非鉄・電線	17.5	17.6	17.1	17.4	19.4	19.8	20.4
機械	23.6	23.3	23.2	24.0	23.8	24.4	25.2
電機・精密	17.2	17.6	18.4	17.9	18.2	18.8	18.8
造船・重機	22.4	22.8	21.4	21.1	21.3	21.4	21.1
自動車	29.6	29.7	27.7	28.5	28.8	28.9	29.7
医薬品	19.3	20.2	21.0	22.5	23.0	22.6	22.6
水産・食品	21.8	22.1	21.7	23.4	24.2	23.5	23.5
商社	37.8	36.4	35.3	34.6	34.7	34.4	35.1
消費	17.8	18.2	18.7	20.5	20.8	20.4	20.6
石油・石炭	18.1	17.0	15.5	20.2	21.1	20.5	20.1
情報・通信	19.9	21.0	21.0	21.7	20.2	19.7	19.8
運輸	20.7	19.9	19.2	19.7	19.0	19.0	19.2
公益	8.2	9.0	9.3	11.8	12.1	12.3	12.5
金融	28.5	27.5	27.2	25.9	26.9	26.9	26.6

(株数ベース)

(出所) 野村総合研究所「株式持ち合いの状況調査」1994年1月4日

系金融機関の同グループ各社に対する融資比率も、やはり20～50%に達している。メインバンク制と株式持ち合いが密接不可分な関係にあることが理解できる。

なお、最近株式持ち合いが崩れているとの説もある。例えば、証券団体協議会³⁾では表1から、持ち合い比率のピークであった1988年度末の67.4%から、1993年度末の64.7%に低下し、その後1994年度に入ってから金融機関、事業法人の売り越し傾向にあることをもって、その証左としている。確かに、バブル崩壊後の収益の悪化や不良債権の償却などから、手持ち株式の売却は進んでいるのも事実である。しかし、企業保有の株式処分の多くは、純粋投資分の取崩しであること、また背に腹を替えられずに株式持ち合い分の処分も一部にみられるが、その多くは、益出し（簿価の低い株式を一旦売却して実現益を出した後で買い戻す）方法をとっていて、政策的保有分の減少はさほど大きいものではないように見受けられる。株式持ち合いは、後述するように一時的に減少することはあってもわが国特有の企業システムを支える支柱だけに、それほど簡単に崩れていくとは思われない。

3. 企業防衛戦略

戦後、わが国において株式の持合いが急速に進んだ背景には、企業が株式買占めによる乗取りの危機に直面し、防衛に迫られたという事情が出発点としてあった。

戦後から現在に至るまで、企業がM&A（企業の株式取得、買収、以下同じ）に対する防衛ないし抑止策として、株式持合いを意識的に推進していった時期を大別すると、次の三つの時期に区分できるのではないかと考えられる。

第一の時期は、1950年代である。戦後、財閥の解体、過度の経済力集中の排除などを主体とする経済民主化路線に沿って、1947年に独占禁止法が制定された。これにより、持株会社の存在は全面的に否定されるとともに、企業による株式所有は原則として禁止された。また、金融機関による株式保有は発行株式総数の5%に制限されるなどの措置が講じられた。この結果、放出された株式は証券民主化の名の下に個人株主に分散所有された。1949年にあける株式の個人保有分は発行株式総数の69%にまで達した（もっとも、財閥系企業の株式のなかには、役員、従業員名義で所有されたものもあった模様）。

こうした株式の個人分散所有が進んだ段階で、1949年ならびに53年に独占禁止法が改正され、企業の株式所有の原則禁止から、「競争を実質的に制限する場合」および「不公正な取引方法による場合」を除いて、実質的に解禁された。これを契機に、株式の買占めが横行しはじめる。当時の買占めは企業に対して乗取りを口実に株式を高値で買取らせるという、いわゆるグリーンメールが主体であったとされている。その典型的な事件が、1952年に投機師・藤綱久二郎による陽和不動産株の買占めであった。陽和不動産は三菱本社が解体されたとき、その所有する丸の内一帯の土地を引受けた、いわば三菱合資会社の後身会社であった。三菱グループの中核的存在（現在の三菱地所）である同社が、藤綱によって発行株式数の35%を買占められる事態が発生し、三菱グループはその対応に迫られた。当時、陽和不動産としては独自で買戻すだけの資金力はなかったため、三菱グループの各社が共同で株式を引き取っている。これが株式持合いの嚆矢として、一般に紹介されている事例である。しかし、当時は戦後間もなくであり、一般の企業は極端な資金不足に悩まされていた時代であった。したがって、陽和不動産株の買戻し資金の大半は三菱銀行が面倒をみたといわれる⁹⁾。

このように、一般に指摘されている当時の株式持合いの進行は、企業間の相互、対等、同時の関係で進められたというよりは、むしろ銀行主導の下で実現したものである。戦後のわが国の資本主義の一時期を指して「銀行支配」と呼ぶこともあるが、株式持合いにその色彩が濃厚にみられた。この点を三菱グループの持合い状況でみると、より明確である。

すなわち、表4は、三菱銀行、三菱商事、三菱重工による持合い状況を示したものである。まず、三菱銀行による三菱商事株の保有は、1950年以降4～5%の範囲で継続的に取得されているのに対して、三菱商事による三菱銀行株の取得は、1952年の早い時期には0.47%、その後も長

表4 三菱銀行・三菱商事・三菱重工業の株式相互保有比率の推移 (単位：%)

三菱商事			三菱銀行			三菱重工業		
三菱銀行による持株 掲載ナシ、三菱社支配			三菱商事による持株 掲載ナシ三菱社支配	昭和17年 (千代田銀行)	三菱重工業による持株 掲載ナシ三菱社支配	三菱銀行による持株 掲載ナシ 三菱社支配		
掲載ナシ			資料ナシ	26	掲載ナシ	(東日本重工業) 掲載ナシ	(中日本重工業) 掲載ナシ	(西日本重工業) 掲載ナシ
(東西交易)	(東京貿易)	(不二商事)	不二商事による持株			(三菱日本重工)	(新三菱)	(三菱造船)
掲載ナシ	掲載ナシ	掲載ナシ	0.47	27	掲載ナシ	8.38	5.32	5.22
掲載ナシ	掲載ナシ	掲載ナシ	掲載ナシ	28	掲載ナシ	4.67	4.64	4.82
	掲載ナシ		1.04	29	掲載ナシ	4.67	2.68	2.68
	4.00		1.04	30	掲載ナシ	2.67	2.68	2.68
	4.15		1.04	31	掲載ナシ	2.67	2.68	2.68
	4.15		1.04	32	掲載ナシ	2.67	2.68	2.68
					新三菱に よる持株			
	5.20		掲載ナシ	33	1.82	2.67	2.68	2.68
	5.20		1.04	35	1.82	2.67	2.68	2.68
					三菱造船に よる持株			
	5.20		掲載ナシ	37	1.80	1.20	2.70	2.90
	5.20		掲載ナシ	38	1.80	1.20	3.20	3.20
	7.80		1.90	48	3.20		6.30	
	7.66		2.20	53	3.74		5.59	
	5.76		2.20	58	3.46		4.86	
	4.93		1.80	63	3.16		3.96	
				平成				
	4.94		1.73	2年	3.02		3.62	

(注)「掲載ナシ」とは8および10大株主表にリストされていないという意味である。
資料：山一証券株式会社「株式会社年鑑」および東洋経済新報社「企業系列総覧」の各年版より作成。
(出所)坂本恒男「株式持合いの史的分析和都市銀行支配」

らく1%台の保有にとどまっていた。次に三菱銀行による三菱重工株の取得は、すでに1952年から5%超に達しているのに対して、三菱重工による三菱銀行株の取得は、1958年以降からである。

つまり、この時期における株式の持合いは銀行主導の下で非対称的な形で進められたもので、現在のように相互、対等の関係にはなっていなかった。むしろ、前述したようにA社→B社→C社→A社といった連鎖的な持合いを、銀行を頂点としてグループ企業間で実施せざるをえない状況にあった。

株式持合いが変貌し、一段と強化された第二の時期は、1960年代半ばから1970年代初頭にかけてである。わが国は、1964年にOECDに加盟すると同時に、その規約に従って資本の自由化に踏み切った。当時、資本自由化を第二の黒船襲来と呼び、わが国企業は強い危機感を抱いた。経営基盤、国際競争力に劣っていたわが国企業が、外国資本の進出によって経営権が奪われ、市場

が支配されることを恐れた。そこで、旧財閥グループの再結集のみならず、富士銀行、第一勧銀、三和銀行などの銀行が中核となり、友好取引先を糾合して新興企業集団が形成されている。また外国資本と競合する自動車、造船、鉄鋼業などにおいては業界の再編成が進められ、さらには部品供給メーカーに対する系列関係が強化された。これら一連の要めとなったのが株式持合いによる安定株主づくりである。特に、外資の進出が予想された自動社、石油、総合商社、通信などの業種では、安定株主工作が急ピッチで進められた。

この時期、株式の集中は二つのチャンネルを通じて行われている。ひとつは共同証券ならびに証券保有組合が保有する株式の放出を通じるものであった。1965年の証券恐慌の際に株価維持対策の一環として、両社は株式買上げ機関として設立され、市場全体の5%程度の株式を買上げ凍結していた。その後、1966～71年にかけて市況が回復したのを見計らって凍結株式は漸時放出されたが、その際、関連企業が放出株式の受け皿として積極的に引受けた。両社が放出した株式の5～7割は安定株主づくりに使われたといわれている⁹⁾。

第二は、資本・業務提携による業界再編成を促すために、商法280条を改正し特定の第三者への割当増資を取締役会の決議のみで実施できる措置が講じられたことである。これにより第三者割当増資が増加し、株式の持合いは一段と進展した。また、70年代には時価発行の公募もはじまっている。一応公募形式をとったものであるが、発行会社と関連の深い特定企業、個人に事前割当する「親引け」方式が採られていたこともあって、安定株式づくりはこの面からも進められている。

表5は、この時期における六大企業集団の株式持合いの比率をみたものである。これからも分かるように、特に1962年から74年にかけて、すでにグループ化の完了していた住友グループを除けば、持合い比率を軒並み上昇させている。安定株主工作が一段と進展した時期であったことがうかがわれる。そして、資本自由化が完了した1973年以降の持合い比率はほぼ横這いである。

株式持合いの進行の第三期は1980年代に入ってからである。特に、1985年以降、わが国の債権

表5 六大企業集団の株式持合い比率の推移

(単位%)

	三井	三菱	住友	芙蓉	第一勧銀	三和
1962年9月	8.80	17.30	20.13	10.49	10.14	7.58
1964 9	10.31	17.86	19.83	11.31	9.44	10.81
1966 9	10.52	16.81	18.43	11.17	10.85	9.07
1968 9	12.34	17.74	20.42	14.55	15.84	10.64
1970 9	14.14	20.71	21.83	15.26	17.19	11.18
1972 9	16.14	24.55	23.45	17.68	15.24	11.73
1974 9	17.37	26.57	24.71	19.10	16.90	13.01
1987 3	18.03	25.34	24.51	18.22	14.59	10.90
1974/1962	5.83	3.64	1.72	5.12	4.35	4.61
1987/1974	0.30	-0.38	-0.07	-0.38	-1.17	-1.41

資料 経済調査協会「系列の研究」。

(出所) 伊藤邦雄「株式持合い—その螺旋型ロジック・シフト」

大国化を背景に、銀行融資の急増、エクイティ・ファイナンスの大量発行などから企業の手持ち流動性が膨む一方、安定株主の低下が生じる懸念が出はじめた。それに乗じてアメリカで盛行している敵対的な M&A が、わが国でも頻繁に行われる雰囲気醸成された。M&A を仕掛けられた企業は 1970 年代後半だけでも、千代田化工建設、ディーゼル機器、宮地鉄工、西華産業、丸善、京都銀行、宝酒造、アサヒビール、高島屋など数十件に及んでいる。その後 1980 年代に入ってもその勢いは衰えず、マスコミを賑わしたものを挙げてもミネベアの三協精機株の取得、秀和による伊勢丹、松阪屋、さらに忠実屋、いなげや株の取得、このほか、住友銀行による関西相互銀行の合併策、ピケンズによる小糸製作所株の取得などが有名である。これらの敵対的な M&A の殆んどは、買収のターゲットになった企業に対する親会社あるいはメインバンクの支援、従業員組合の抵抗などに合ってつぶされている。以上、わが国における株式持合いの歴史が、M&A に対する企業側の防衛策であることが理解できる。そこで、株式持合いが企業防衛に果している役割について吟味しておくことが必要であろう。株式会社の運営が、基本的に資本の多数決の原理に基づいて成立している以上、企業の買収、乗取りは本質的に避けられないところである。資本主義社会では、M&A が容認され、自由に行われていることがむしろ市場の効率性と健全性を表現している賜物とみてさしつかえない。欧米では、非効率な経営が行われ、会社資源の有効活用を怠っている企業に対して M&A が仕掛けられ、新たな経営者によって経営刷新が実行されることは、むしろ望ましいものとみる見解が支持されている。

しかしながら、わが国では戦後、数多くの企業合併が実現しているが、その殆んどが企業グループ内における合併、あるいは救済型の吸収合併など友好的な M&A が中心であって、敵対的な M&A そのものの数は少なく、しかも成功した例は稀少である。これには、わが国の社会風土に敵対的な行為を忌避する雰囲気が極めて濃厚であるという事情にもよろうが、それ以上に企業の安定株主工作による企業防衛策が浸透している面が大きく作用しているものと思われる。

本来、資本の論理による企業防衛策には持株会社方式による発行株式の支配、あるいは企業による自己株式の取得という手段が用意されている。しかしわが国の場合、前者は独占禁止法の建前から禁止され、また後者の自己株式の取得については欧米では容認されているものの、わが国では長年にわたって商法上禁止されてきた。最近一部解禁されることになったが、種々の弊害を考慮して限定的にしか認められていない。そこで企業としては M&A に対抗する手段として安定株主工作を必要とせざるを得なかった。つまり、戦前の持株会社ないし自社株取得に代替する手段として、戦後に株式持合いが登場することとなる。メインバンク、ないし親企業が中核となって、相互ないしグループ企業間あるいは系列企業間の連鎖的持合い関係が形成され、長期継続的に維持されてきた。日本的企業システムを構成する重要なファクターとしての役割を担ってきた。

本来、敵対的 M&A は非効率経営の企業を対象として行われる。企業経営が非効率であれば、当該企業の株式の市場評価価値は、潜在的な価値を下回る。そこに M&A がつけ込む動機が存在する。そこで企業防衛に関する限り、株式持合いには株式の支配権を掌握し、株主総会を無力

化することによって、M&Aの防止をはかる機能と、株式持合いによって高株価を維持し、本来ならば生じるであろう市場価値と潜在価値のギャップを解消し、M&Aの動機を和げる機能とがある。

もちろん、株式持合いのみで企業防衛が果せたわけではない。第一に、前述したメインバンクによるバックアップも欠かせない。ここで、メインバンクの役割をみると、M&A防止に力を貸すだけではない。株主ならびに債権者の立場から、企業情報を掌握し、一般株主に代って企業の経営を監視する機能を果している点も強調されなくてはならない。株式持合いによってM&Aの防止に成功した企業は、冷徹な資本の論理が貫徹されず、往々にして非効率経営を温存しがちであるからである。

第二に、長期雇用システムをバックとする従業員の企業に対する忠誠心と、それに裏打ちされた協力的な企業内組合、さらには経営者をバックアップする従業員持株会などが、外部の攻撃に対する抑止力として働いている点も大きい。つまり、株式の持合いはメインバンク制、長期雇用制度などと絡み合って、企業防衛も実現してきた。極めて日本の現象のひとつとってよかろう。

4. 営業戦略

欧米社会と比べ、わが国の企業行動を特徴づける要因をいくつか挙げることができる。

まず第一に、経済取引のなかで企業間取引の割合がすこぶる高い点である。卸売取引を企業間取引とみなすと、少々古い数字であるが、1970年代半における小売業販売額に対する卸売業販売額の倍率は4倍に達している⁸⁾。当時、アメリカ(1.6倍)、イギリス(1.9倍)、フランス(1.2倍)、西ドイツ(1.7倍)に比べると、圧倒的な高さである。もちろん、重化学工業化が進めば、迂回生産に伴う原材料などの中間財取引の割合が増加すること、またわが国特有の複雑な流通機構の存在が企業間取引をふやしていることもあるが、わが国企業の場合、欧米に比べてそれ以上に外部化を押し進めてきたという事情がある。自動車メーカーを例にとると⁹⁾、1988年におけるGMの生産台数515万台、従業員75万人に対して、トヨタは397万台、6.5万人、したがって、トヨタの1台当り生産に要する従業員数は、GMの10分の1にすぎない。これは、もちろん生産性の差というよりも外注率の高さによるものである。GMの内製率は7割であるのに対して、トヨタは3割程度といわれている。ここに、わが国特有の下請問題が発生する下地がある。

第二の特徴は、企業の行動原理が欧米に比べてかなり異なっている点である。欧米の企業の場合には利潤の最大化が第一義的に求められているのに対して、わが国企業の場合には利潤の追求もさることながら、売上高至上主義とそれに伴うシェアの維持、拡大にかなりの腐心が払われている。このことが、長年にわたり横並び意識を駆り立て、成長至上主義経営を生んできたものといえよう。

第三は取引形態に関する点である。欧米における企業間の取引は、一般にワルラス流の競売買取引が主体である。不特定多数の売り手と不特定多数の買い手が価格、品質、サービスを競い

合って、最も有利と思われるオファーとビッドに交渉が成立し、契約が締結される。それは一回限りの自己完結型の取引、つまりスポット取引であることが多い。これに対して、わが国における企業間の取引は、相対（あいたい）取引が主体である。価格、品質、サービス競争の前に、緊密な取引相手先があり、長期継続的な取引関係を締結している。両者間は信頼関係で結ばれていて、ある時点における取引で損得が生じた場合には、将来の取引あるいは別の取引でそれを補填し合うといった「カシーカリ」の関係によって成り立っているといわれている。

以上のように、わが国企業の営業活動をみた場合には、販売の促進、あるいはシェアの維持・拡大のための取引先の確保、またそのために原材料、半製品、製品など仕入れ商品の安定的供給先の確保を優先し、それに多くの利点を見出してきた。こうした取引形態はとりもなおさず、相互の信頼関係を基盤に、取引先と緊密な長期継続的な取引を維持することを意味する。これは欧米企業の取引にみられるような、取引のつど、最も有利な条件の相手先を見出し、詳細な契約を交わして、一回限りの取引を完結させるシステムと際立った違いがみられる。

長期継続的な取引では、取引のつどに生じる交渉—契約—実施に至る取引費用（transaction cost）を軽減することができること、仕入れ先、販売先が確保されているがゆえに事業の安定が保証されていること、取引先間で情報を共有し市場調査、製品開発などの面で長期的戦略が樹てやすいことなどの利点があることはいうまでもない。

しかし、こうした日本のシステムはあくまで信頼関係のうえに成り立っているもので、相手企業が不当に高い価格をつけたり、劣悪製品を供給したり、納期を遵守しないなど、不誠実な行為を行わないことを前提にしているうえ、「カシーカリ」はなんらかの形で、清算することを暗黙に諒解し合っているものである。ただ、日本のシステムの運営に当って、信頼と協調が必ず遵守されるという保証はない。そこで、こうした信頼関係をコミットする手段として株式持合いが進められてきた。1960年代以降、財閥系のほか新興グループ間、あるいは系列関係で持合いが強化されたのも、営業基盤の安定強化をねらいとするものであった。

もちろん、企業としてはより有利な取引に走ることは当然の行為であり、株式の持合いが行われていようとも、企業間あるいはグループ企業間の協調に束縛されているわけではない。しかし、その行為がグループ企業間の信頼を裏切りものであった場合には何らかの報復を覚悟しなければならない。

いま、企業間取引を単純化し、取引商品の品質と価格から相互の関係をみることにしよう。

表6は、品質と価格の組合せをマトリックスで表わしたものである。ヨコ欄に品質をとり、優（高品質）、劣（劣悪品質）に二分し、タテ欄には価格をとり、高（高価格）、低（低価格）に分ける。

ここで、A欄は高品質—高価格の組合せである。企業同士が友好・対等の関係にある場合にみられる通常の取引である。仕入れ側の企業とすれば、若干の高価格には目をつぶり、高品質の保証と安定供給を受けるメリットを重視するであろう。もちろん、納

表6 企業間取引の条件

		品質	
		優	劣
価格	高	A	D
	低	B	C

入側の企業にしてみれば、価格保証のメリットを享受する一方、将来の取引を含めて、納期、サービスさらなる品質の向上、独占納入など非価格面でカンを返し、高価格購入の恩義に報いることになる。わが国の長期継続取引にみられる一般的パターンである。

仕入れ側の企業にしてみれば、高品質—低価格（B欄の取引）をとったほうが、一回限りの取引であればより合理的である。欧米で支配的なスポット取引がこれに相当する。ただ、この場合の取引者同士は対等がクールなビジネス関係であって、別に友好、非友好とは関係ない。したがって、株式持合いをするメリットもなければ、その必要もない。持合い関係は自然解消の途を辿るものと思われる。わが国では、こうした合理的行動をとる企業は一般的に一匹狼とみられて数は少ない。スポット取引のなかには価格は安い、買ってみたら品質が悪いというC欄のような取引（劣悪品質—低価格）が混入することもありうる。わが国の商取引では、こうした弊害を避ける意味からも長期継続的な関係が重視されている。また、親企業が下請け企業に対し納入価格面で厳しく締めつけると、C欄の取引のような事態を招くこともある。この場合、親企業は株式の持合い等の関係を利用して、下請企業の挺子入れないし救済に乗り出し、場合によっては解体、吸収することもありうる。系列関係の株式持合いは、友好的であると同時に力関係の相違から支配—被支配の関係がむしろ強化されているからである。

一方、D欄のような取引（劣悪品質—高価格）が発生したとすれば、納入側の企業が非効率生産ないし低生産性の状態に陥っているか、あるいは裏切り行為に出た場合のいずれかである。前者の場合には、メインバンクなりグループ企業によって挺子入れがはかられ、場合によっては救済、吸収合併などの措置を講じるか、あるいは倒産の浮き目をみることになる。

一方、D欄のような取引（劣悪品質—高価格）が発生したとすれば、納入側の企業が非効率生産ないし低生産性の状態に陥っているか、あるいは裏切り行為に出た場合のいずれかである。前者の場合には、メインバンクなりグループ企業によって挺子入れかがはかられ、場合によっては救済・吸収合併などの措置を講じるか、あるいは倒産の浮き目をみることになる。

後者が一匹狼の企業（スポット取引）であれば、次回以降の取引は停止される。しかし、当該企業がグループ内企業ないし、株式持合い関係のある企業であれば、いささか話は厄介になる。一般論として、株式を保有するという事は、当該企業をチェックする二つの選択権を有することを意味する。ひとつは、株式を売却するという退出の行為に出ること（それによって株価の下落を招くこと）、ふたつは株主総会において議決権を行使することである。いま、ある企業グループで、A社がグループ内のB社に対して非協調的な行為を働いたとすれば、第一の選択によれば、B社株を売却することになる。A社もそれに対抗して当然B社株を売却する。この場合、同じグループ内のC、D、E社はB社株を買い支える一方、A社株を売り浴びせることにより、A社株は暴落せざるをえない。また、第二の方法を活用すれば、B社以下のグループ各社は、A社の株主総会で議決権を行使し、経営者の交替を迫ることも可能である。このように、株式の持合いは信頼関係を裏切らないように相互牽制の機能を果しているため、一種の人質を取り合っていることに相当するといわれる¹⁰⁾。つまり、株式の持合いは、営業基盤の強化、緊密な取引先の確立

に資する機能を持つと同時に、その協調関係を破棄する敵対行為に対する抑止力としての機能を果している。日本の企業システムを支えるファクターのひとつといわれるゆえんである。

5. 財務戦略

企業が株式持合いを進めてきた理由のいまひとつに、財務効果への期待も大きかった。

まず最初に1949年のシャープ勧告による税制改正が、企業の持株比率を高める誘因となったといわれる。シャープの基本理念は法人擬制税に基づいている。つまり、税金の基本は個人所得税であり、法人税はあくまで個人所得税の前取りにすぎないとの見解に立つ。したがって、法人株主の段階での受取り配当に課税することは、その法人の株主である個人の受取り配当に対する課税と合算して二重課税になることになる。このことから、1949年の税制改正により、法人の受取り配当は益金不算入の措置がとられた。企業の株式保有が税制上優遇される結果となり、株式持合いを有利に進めていくきっかけともなった。

しかし、株式持合いを積極的に推進していくインセンティブとして働いたのは、高株価対策であろう。1970年代後半以降、エクイティ・ファイナンスの主流が公募による時価発行増資に移行するにつれて、また1985年以降の大量のエクイティ・ファイナンスを消化する意味からも高株価維持を必要とした。

企業としては、エクイティによる資金調達をはかるためには、株価を一定水準以上に保持しておくことが求められる。しかし一方で、エクイティの発行それ自体は株価を引下げる要因として働く。この両者の矛盾を解決する手段として株式の持合いが使われた。もちろん、エクイティ発行前における高株価維持のための株式購入は、株価操作として禁じられている。そこで、株式の持合いは安定株主として恒常的に株式を購入・保有することによって、株価維持を達成する。次に、エクイティ発行後の株価下落を防止するために、相互に新規発行分を引受けることによって目的が達成される。1980年代後半の大量のエクイティ発行が可能であったのは、株式の供給超過要因を株式持合いによって吸収し、株価下落を防止することに成功し、さらなる新規発行を可能ならしめた。もちろん、こうした倍々ゲーム的エクイティ発行は、当時の過剰流動性の存在や株価の右肩上り信仰といったセンチメントに裏づけられた面もあったが、株式の持合いを主軸に展開されていったことはいままでのない。

エクイティ発行は、資金調達を目的とするが、他方で買い手のほうに購入資金を必要とする。この場合、A、Bの両社が同時、同額、同条件で増資し、相互に相手側の新規発行分を引受けるとすれば、資金調達効果はないが、他方購入資金も必要としない。単にペーパーの相互交換にとどまるので、理論的には無限大に砂上の楼閣を積み上げていくことは可能であろう。ただ、この場合でも副次的効果が生じる。ひとつは、発行株式数が増加したにもかかわらず、株価になんら影響を及ぼさないこと。ふたつには、貸借対照表上において、貸方の払込資本金と、借方の投資有価証券の項目が増加し、自己資本比率を引上げる効果を持つ。

また、相互持合いに合意しているA、B両社の増資の時期がずれた場合、先行して発行した企業は、ずれた期間分だけ発行代金を入手し運用可能というメリットを享受できる。

エクイティ・ファイナンスの魅力は、なんといっても低コストである点である。例えば、現在主流を占めている時価発行増資は額面をかなり上回る株価で発行されている一方で、配当支払いは額面を基準に算出されている。このような配当利回りの極端な低水準は、本来なら他の金融資産との間で金利裁定が働き、株価の下落、配当利回りの上昇を招くはずである。しかし、長年にわたる株価の上昇とそれに基づくキャピタル・ゲインを含めた総合収益率に支えられてきたため、低配当利回りのデメリットは無視されてきた面もある。しかし株式持合いの関係はこの点をさらに強めてきた。つまり、持合いはお互いに高配当を要求することの無意味さを認識し、低配当に甘んじてきた面も大きい。こうした低配当に伴う発行コストの低さを可能ならしめたのは、株式の持合いによる配当の受取りと支払いの相殺効果と同時に、持合い関係の企業がお互いに相互信頼の下で、「サイレント株主」として行動しているからである。

なお、株式の持合いが株価水準になんらの影響を及ぼさないという議論が一部で唱えられているが¹¹⁾、果してそうだろうか。

この点については、株価決定のプロセスを二つの面からアプローチしてみることにしよう。まず最初に、株価は需給関係によって決定されるという現実的な立場からみてみることにする。いま、株式の持合いが全くない状態から出発しよう。A社とB社が相互に株式を持合うことにして、相手方の株式を市場で購入すれば、供給サイドの事情が不変であるかぎり需要超過が生じて、株価が上昇するのは自明の理である。次に、A、B両者とも持合い分の株式を長期保有することとし、売却を考えないならば、市場においてA社株ないしB社株に対する需要が増加しても、供給サイドからの売却は少なく、株価は持合いがない状態に比して上昇することになる。これを図1でみると次のとおりである。タテ軸に株価、ヨコ軸に株式数をとる。 V_T はA社の総発行株式数である。株式の供給曲線は右上りとなるが、 V_T を超えて株式の売却は不可能である。したがって、 V_T に近づくにつれ、価格弾性値は無限大になる。それを表わしたのが S_0 曲線である。一方、A社株に対して $V_T - V_R$ 分だけ持合いが行われ、長期塩漬け状態にあるとすれば、A社株の実際の供給可能量は V_R となる。したがって、A社株の供給曲線は S_1 曲線で表わされる。そこで、需要曲線Dに変化がないと仮定すれば、持合い関係のない状態の場合の均衡価格は P_0 であるが、持合いが行われている場合には P_1 にならざるをえない。

次に、株価の決定が将来の予想配当を予想収益率で割引いた現在価値、つまりファンダメンタルズによって決定されるとした場合ではどうか。A社とB社が株式を同額だけ相互に持合っていて、配当支払額も同額と仮定すると、両者が配当を相互に受払うことから相殺されて影響は一見ないようにみられる。しかし、配当の受取りは、当該企業にとっては利益計上される一方、配当の支払いは利益処分の扱いになる。したがって、持合いは利益処分の扱いになる。したがって、持合い比率が高く、それに伴う配当の受取りが増加すれば、配当の支払いがそれによって増加しても、株価を上昇させる要因として働く。

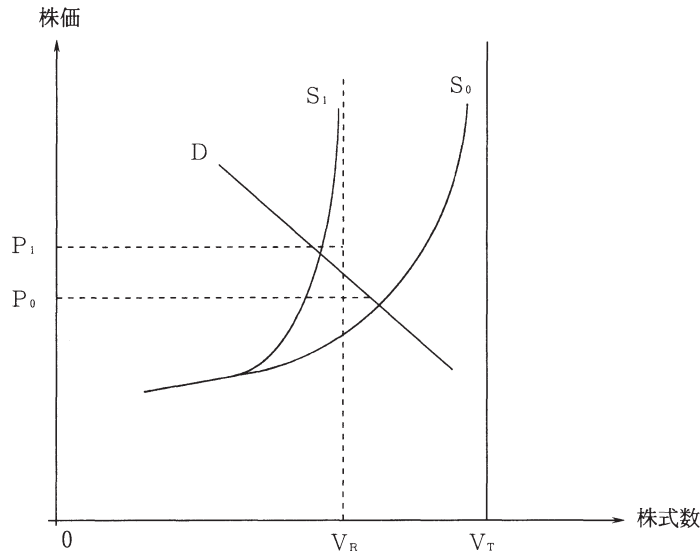


図 1

このことから、本来の株価収益率（PER）を算出するには、分子の発行済株式時価総額から持合い相当分を控除し、また分母の利益額からは持合いに基づく配当額を差し引く必要がある。

本来（持合い前）の株価収益率を $\overline{\text{PER}}$ 、実際（持合い後）の株価収益率を PER で表わすと、両者の関係は次のように表わされる。

$$\begin{aligned} \overline{\text{PER}} &= \frac{\text{発行済株式の時価総額} \times (1 - \text{持合い比率})}{\text{利益総額} - \text{持合い株式の配当総額}} \\ &= \text{PER} \times \frac{1 - \text{持合い比率}}{1 - \text{持合い比率} \times \text{配当性向}} \quad \dots\dots (1) \end{aligned}$$

(1)式の右辺の分母は、当然のことながら分子より大きいので、 $\text{PER} > \overline{\text{PER}}$ が成立する。つまり、持合いによって株価収益率は本来あるべき値より高く表わされることになる。

そこで、持合い前の株価を P_0 、一株当たり利益を E_0 で表わし、持合い後の株価を P_1 、一株当たり利益を E_1 とすると、(1)式は次のとおりになる。

$$\begin{aligned} \frac{P_0}{E_0} &= \frac{P_1}{E_1} \times \frac{1 - \text{持合い比率}}{1 - \text{持合い比率} \times \text{配当性向}} \\ P_1 &= P_0 \times \frac{E_1}{E_0} \times \frac{1 - \text{持合い比率} \times \text{配当性向}}{1 - \text{持合い比率}} \quad \dots\dots (2) \end{aligned}$$

ここで、配当の受取りは利益に計上される一方、配当の支払いは換金に算入されないため、

$$\frac{E_1}{E_0} > 1$$

また、3項で

$$\frac{1 - \text{持合い比率} \times \text{配当性向}}{1 - \text{持合い比率}} > 1$$

であるから、 $P_1 > P_0$ が導き出される。つまり、持合いによって株価水準は引上げられることになる。

6. 企業統治戦略

わが国における株式の持合いは、発生史的ないしその後の発展の過程からみると、企業買収に対する抑止策、あるいは取引基盤の安定・強化といった企業戦略の中核として機能してきたことは、すでにみてきたとおりである。しかし、それが市場の合理性を超えてまで、例えば市場価格よりも若干割高でも友好企業から部品を購入するなどの行動をとるパターンが定着している背景には、株式持合いに伴う特殊なコーポレート・ガバナンス（企業統治）が成立していることと無縁ではない。

企業の経営規模が大型化し、かつ高度複雑・専門化するにつれ、いわゆる「所有と経営の分離」は避けられない現象である。すでに、バーリとミーンズの名著「近代株式会社と私有財産」で所有と経営の分離が近代資本主義社会の姿として唱えられている。ただ、彼らの主張は株式会社の規模が拡大するにつれ、株式所有が分散化されるので、より少数の株式所有によって企業を支配できるうえ、場合によっては、経営者は株式を保有せずに企業を支配することも可能であるとみた。しかし、戦後のアメリカでは機関投資家の株式保有のシェアが上昇し、株式分散による経営者支配論は成立しなくなる。古典的名著であるバーナムの「経営者革命」をはじめ、わが国では伊丹敬之氏の人本主義企業モデル、小宮隆太郎氏の労働者管理モデルなど企業支配をめぐる多くの議論が交わされてきた。

しかし、いずれの議論においても、株式会社の支配関係は所有者である株主が依頼主（プリンシパル）として、代理人（エージェント）である経営者に経営を委ねるという基本概念が底流にある。ただ、依頼関係の在り方が欧米とわが国ではかなりの違いがみられる。しかも、それに株式持合いが複雑に絡んでいて、彼我の株式会社の態様に大きな差異がみられることに注視すべきであろう。

ここで、各国の実情をみると、アメリカでは、株主が自らの代理人として取締役（director）を選任する。取締役のなかには多くの社外取締役が含まれている。取締役会は株主の意向に沿って企業の最高経営方針を決定する。これを受けて執行役員（executive officer）が業務を執行する。その場合、会長ないし社長（chief executive officer）が取締役を兼任することはあっても、他の執行役員は取締役の地位には就いていない。経営の意思決定と執行は職能的に分離されている。

ドイツの場合は監査役会が強大な権限を有している。とくに従業員が2000名を超える企業の監査役会は、株主代表と従業員代表が同数で構成されている（500名超、2000名以下の場合には3分の1を従業員代表）。そして、執行にあたる取締役を選任するとともに、取締役会を監督する機能を果している。

一方、わが国の戦前の制度では、株主総会が最高意思決定機関として存在し、取締役はその執行者にすぎなかった。しかし、1950年の商法の改正により、株主総会で取締役を選任すると同時に、取締役会を最高意思決定機関と位置づけ、代表取締役がそれを執行する体制がとられた。そして、その監視役として監査役がおかれている。つまり、アメリカと同様に意思決定機関と執行機関を形式上分離する体制がとられたわけであるが、現実はこのように機能していない。

まず第一に、取締役は株主総会で選任され、平等の権限を有しているにもかかわらず、わが国の殆どどの企業では、会長、社長、専務取締役、取締役という階層序列が存在している。なお、こうした呼称は商法上の規定に基づくものでなく、企業の定款によって定めたものである。

第二に、代表取締役以下の取締役の殆どが執行部門を担当し、決定と執行を兼ねる体制がとられている。しかも上記の取締役会の序列がそのまま執行機関におけるヒエラルキーを構成している。

第三に、取締役ならびに監査役の候補を決めるのは取締役会であるが、社長の事実上の指名であり、株主総会はそれを殆んど無条件で受け入れている。

以上のように、代表取締役である社長が取締役、監査役を選ぶという人事権を把握するほか、意思の決定と執行権を掌握するというオールマイティーの存在にあるのが現実の姿である。そして、株主総会、取締役会、監査役会のいずれもが、社長の行動を牽制する機能を果していない。社長は次期の後継者を自らが指名して会長に昇格するが、権力を温存しつつ院政を敷く例は数多くみられる。というよりは、そのほうがむしろ常態のようである。このことから、わが国の経営者の立場をオーナー・マネージャーと呼ぶ者もいる¹²⁾。

このような権力の社長集中と牽制機構不在というわが国特有の企業統治システムは、本来の株式会社を歪めているものの、プラスの面があることも否めない。欧米にみられるように、短期的利益を要求する株主の意向に逆って、長期的視野に立って経営戦略が樹てうること、またそれに備えて配当を低く抑えて内部留保を厚目に積みうること、株主の利益にこだわらず、従業員の処遇（賃金、福利厚生のほか、昇進の途など）を重視し、モラルの昂揚と忠誠心の向上をはかりうることなどが挙げられている。こうした利点をむしろ強調して、日本型経営システムの優位性を唱く論議も、かつては多くみられた。

ところが、経営を誤った場合、このシステムには牽制する機能が働かないという重大な欠陥もっている。欧米では、経営に対する審判は一般にウォールストリート・ルールが働くといわれる。つまり、経営不信に対しては、株式の売却（exit）による株価の低落、あるいは株主総会における議決権の行使である。

わが国では、余程のことがないかぎり、このルールが機能することはない。株主総会が形骸化

し、取締役会が社長の独演会になり、監査役会がスリーピングボードと化しているがゆえに、個人株主が思い余って最近では株主代表訴訟という極端なケースに走らざるをえない状況をつくり上げている。なぜ、わが国特有のコーポレート・ガバナンスが現出しているのだろうか、換言すれば、株主、取締役、執行機関、監査役のそれぞれの役割で装備されたはずの株式会社制度において、わが国だけが社長の経営権独立が保持されているのはなぜだろうか。こうした体制を形成している根幹のひとつに、株式持合いのシステムがあることを指摘せざるをえない。

企業による株式保有は、当該企業を代表して代表取締役社長に議決権が帰属する。株式を持合うということは、相互信頼、協調関係を暗黙の諒解の下で成立しているから、株主総会で相手方の経営陣に不利な議決権を行使することはしない。もし、それを行使すれば相手方から報復を受けるという不利益を蒙るからである。言い換えれば、議決権を相互にスワップしているのと同様の関係が成立している。特に、持合いが二社の相対の関係よりも、グループ企業間の連鎖的持合いになっているため、相互牽制が一層効果を発揮しているものといえよう。

株式持合いの関係により、社長は白紙委任状の提供を受けるわけであるから、企業の全権を掌握することができる。もちろん、経営者が重大なミスを犯し、グループ企業間における評価を落した場合、逆にグループ企業は自己防衛上持合い関係を使って、社長の追い落すことも稀には行われる。

ところで、株式の持合いがM&Aに対抗する手段として行われた措置であったことは前述したとおりである。敵対的な企業買収には、企業側の強い抵抗や株主の高値売りなどから巨額の資金を必要とする。そこで、アメリカで考案された手法のひとつとして、LBO (Leveraged Buy Out) が登場した。1982年にウィリアム・サイモンとそのグループがギブソン・グリーティング・カード会社の買収の際に用いられたもので、同社の現有資産を担保に金融機関から8000万ドルの資金を調達し、自己資金100万ドル(サイモンの出資額は33万ドル)と合せて8100万ドルで買収に成功した。買収後は同社株の50%を公開したところ、予想外の人気がついて1億4000万ドルで売却、さらに残りの株式も転売し、合計2億9000万ドル入手している。金融機関借入を返済したあと、多額の利益を確保した。サイモン自身は一連の取引で、33万ドルの資金で6600万ドルを手にしたといわれる。世間でいわれる「サイモンの魔術」であり、まさにレバレッジの原理をマネーゲームで展開したわけである。

アメリカにおける1980年代のM&Aは、LBOの盛行から巨額な買収劇が繰り返られることになるが、一方経営者側は買収者側のLBOを逆にとり、自社保有の資産を担保に資金を調達して自社株を買占める行動も目立ちはじめた。メトロ・メディア社(ラジオ・テレビ放送会社)の経営者であったジョン・クルージーが、同社の株価が57ドルから20ドルに下落した機会をとらえ、自社の買収をはかったケースが有名である。同社買収資金14億5000万ドルを金融機関借入で賄ったが、買収成功後、同社各部門を切り売りし、数十億ドルの資金を入手したといわれる(世にいう「クルージーの衝撃」)。これはMBO (Managed Buy Out) と呼ばれる。

株式の持合いは、言ってみれば経営者が自己資金を使わずに株式を交換することによって成立

し、経営権のイニシアティブを掌握する仕組みであることから、一種のMBOとみなせないことはない。しかし、MBOは資金を調達したうえ顕示的に買収を行うのに対して、株式持合いを通じる経営権の掌握は陰微的であり、権限・責任の所在があいまいな形で行われているところに問題の所在がある。

7. 株式持合いの問題点

わが国において株式持合いが発生し定着したのには、それ相応の背景なり事由があったし、またそれなりのメリットを享受してきた。しかし反面、それに伴う弊害も大きく、多くの問題を投げかけている。

第一に、株式会社の本質にかかわる点である。いま、A社の資本金1億円をB社が引受ける一方、B社の資本金1億円をA社が引受ければ、両社の資本金は単に株式というペーパーを交換するだけで、理論的に無限大に膨張していくことも可能になる。本来、資本金は当該企業の資産に見合うべきものであるが、このような形で持合いが進めば、株式資本は空洞化していかざるをえない。つまり、持合いによる株式の空洞化は資本金の概念を歪め、資本充実の原則に反することになる。しかも株式持合いに伴って、白紙委任状のサイレント株主が多数を占め株主総会を形骸させていること、社外流出とくに配当性向を低く抑えること、さらには経営者が株式の所有なくして経営権を掌握するといういわばオーナー・マネジャーとして振るまうことを可能にするなどの派生的問題も生じている。これらは近代資本主義社会が標ぼうする（したがって、商法が規定する）株式会社制度とは全く異質な形態である。

第二は、株式市場の機能を歪めている点である。企業は時価発行増資を実行するために、高株価の維持に迫られる。当初M&A防止のための安定株主工作が、近年では高株価維持のための安定株主工作に重点が移行しているきらいがある。そして時価発行増資の際に需給バランスを崩さず価格維持をはかるには、友好先に相当程度の引受けを要請せざるをえない（いわゆる「親引け」）。持合い関係が一段と濃密化し、長期継続的に保持されなければならない事情があった。こうした友好関係によりつくり上げられた株価は、本来の市場メカニズムに基づく株価水準とは異質のものである。つまり株式持合いによって、企業のファンダメンタルな価値が市場価値として株価に反映しない。恣意的に高株価を維持することは、株価操作として違法行為である。ただ、安定株主工作で長期保有の形をとっているため形式的には違法ではないが、本来の株価水準を底上げしていることは事実である。持合いによって株価形成が歪められるとすれば、市場メカニズムを通じて実現するはずの資源の有効配分も損われることになる。また、株式市場の機能が阻害されれば、企業経営の非効率化をチェックする機能が失われることになりかねない。

第三の問題点は、株式持合いが競争制限的に作用している点である。前述したように、持合いによって企業買収の危険から解放されるとともに、経営者は株主の圧力を回避し経営権を掌握しうる状況の下では、非効率経営を牽制するメカニズムは働かない。しかも、営業基盤に関しては

グループ企業間、系列企業間での取引においては相互の默契の下で長期かつ安定的かつ閉鎖的な取引が維持されてきた。いわゆる「なれ合い経営」は相互にサイレント株主であり、優先取引先としてもたれ合っている。それはとりもなおさず、部外者あるいは新規参入者を排除するシステムをつくり上げている。この点、アメリカでは独占禁止法によって、競争を実質的に制限することになる場合には他の企業の株式取得は禁止されているし、取締役の利益相反規制が厳しいため、株式の持合いを利用して長期的な取引関係を結ぶことは行われていない。

第四は上記と関連して、株式持合いが対外摩擦をおこしている点である。わが国の経常黒字基調の定着とともに、わが国の経済システムに内在する非関税障壁が他国の批判の対象としてクローズアップされてきた。1990年6月25日発表の「日米構造問題協議最終報告書」のなかで、「系列関係の存在は、一定の合理性を有する側面もあるが、同時に、グループ内取引を選好させ、対日直接投資を阻害し、また反競争的取引慣行を生起させる側面を有するとの見方もある」と指摘している。

株式持合いに伴うグループ企業間あるいは系列企業間の融和は、メンバー同士の取引を優先させるという市場の閉鎖性を惹起し、また部外者による株式取得を困難にしていることは紛れもない事実である。日米間の貿易摩擦、投資摩擦を惹き起している根源といって差しつかえない。

8. おわりに

冒頭で述べたように、株式の持合いはわが国特有の現象であり、わが国独特の企業システム、取引慣行を形成する根幹的役割で演じてきた。このような確固たる株式持合い現象は欧米ではみられないところであり、また社会的にも法上も認められていない。ちなみに、アメリカにおける株式保有の分布状況（表7）をみると、個人が全体の5割強を保有し、ついで年金基金、投資信託、保険などの機関投資家が4割強を占めていて、企業の保有はほとんどみられない。

したがって、近年わが国にのみ存在する株式持合いに内外から注目されるなど、それを取り巻く環境は昨今極めて厳しいものがあり、またその一部は解消に向っているといわれる。その第一は、バブルの崩壊に伴う長期的不況から企業収益が悪化したほか、銀行をはじめ多くの企業で不良債権を多量に抱えこんでいるため、手持ち株の売却によって益出し、ないし償却財源に回わさざるをえない状況に直面したことはすでに述べたとおりである。

第二は、収益環境が不芳であり、かつ株価上昇が見込めない状況の下で、低ROEの要因となっている低配当利回りに対し、鋭い批判の眼が沿がれている。とくに、株式会社組織でない生命保険会社の場合には持合い関係は一方的になっているが、最近における投資収益率の低下に対処して、配当利回りの悪い企業に対して持ち株の買却を示唆して配当政策の変更を迫る動きもみられる。また、わが国の株式に投資しているアメリカの年金基金、例えば世界最大の規模を誇るCALPERS（カリフォルニア州公的職員退職基金）は、わが国企業に対して配当政策や財務内容のディスクロージャーを強く求めているうえ、株主総会において経営者側が提出した議案に反対

表7 米国の株式分布状況

(%)

年	1966	70	75	80	85	89	90
個人	83.5	79.4	70.5	70.8	65.1	55.8	54.4
生命保険	1.3	1.7	3.2	2.9	2.9	3.1	2.9
その他保険	1.7	1.5	1.7	2.1	2.2	2.5	2.6
年金	6.1	7.8	12.7	14.2	15.2	17.4	} 26.5
州地方政府退職基金	0.4	1.2	2.9	2.8	4.7	7.6	
ミューチュアル・ファンド	4.5	4.6	4.0	2.7	4.4	6.3	6.6
外国人	2.0	3.2	4.2	4.0	4.8	6.7	6.4
銀行・その他	0.5	0.6	0.9	0.5	0.8	0.7	0.5
合計	100	100	100	100	100	100	100

(出所) 証券団体協議会「株式持ち合いの現状と課題」1994. 8. 2

投票する行動をとりはじめた。株式持合いのもつ陰湿かつ閉鎖的性格は、今後とも日米構造協議あるいは外国投資家から批判の対象として取り上げられていくものと思われる。

第三は制度改正の措置が講じられた点である。そのひとつは自己株式の取得が制限的ではあるが認められたことである。1980年代後半におけるバブル期に発行された大量のエクイティ・ファイナンスが、その後の環境変化によって、発行企業にかなりの負担になっているところも多く見受けられる。自己株式の取得によって償却が進めば、持合い関係の度合も弱まってきくことも考えられる。また、1990年の商法改正で優先株式の発行が機動的に実施しうることになった。議決権の認められない優先株式の発行が持合いの代替手段となりうることも考えられる。

第四は、わが国企業の取引形態に変化が生じている点である。近年における急激な円高はわが国企業の収益を直撃し、国際競争力を弱めている。各企業ともリストラ、あるいは生産拠点の海外シフトなどの措置を講じているが、その一環として、部品、原材料の調達先を従来の取引先にこだわらず、輸入品を含めて最も安価な先から購入する姿勢をみせはじめた。従来の取引慣行を修正するものである。この動きは部品、原材料にとどまらず、製品間にも波及し、いわゆる価格破壊を生じている。規制緩和の動きと相まって、わが国の複雑な流通機構改変の動きにもつながる可能性が大きい。

以上のように、株式持合いの構造を取り巻く環境は内外ともに大きく変化していくことは疑いの余地のないところである。ならば、株式持合いの構造そのものは崩れ去っていくのであろうか。今後のわが国の企業・経営システムを占う大きな鍵を握っているものと思われるからである。

まず、株式持合いの問題はその形成に大きな役割を果たしてきたメインバンク制の存在と不即不離の関係にある。近年、ディスインターメディエーションの流れが強まっているなかで、企業の銀行離れの現象は確かに生じている。しかし反面、金融の自由化に伴い、銀行の総合金融業務への進出（従来の預貸金・為替業務に加え、国際金融業務、証券業務、各種フィ・ビジネス、投資顧問業務、情報サービス、金融派生商品の取扱いなど）のほか、系列企業、従業員取引の拡大な

ど取引先企業のファイナンスを総合的に取込む、いわゆる囲い込み体制をとるとともに、個人に対しても住宅ローンのほか、給与振込み、公共料金等の自動引落としなどを通じて家計メイン化をはかっている。一方、利用者にとっても取引コストの軽減、情報入手の観点から一行取引への傾斜を強めているなどメインバンクの利点は高まっていて、その体制は容易に崩れるものとは考えにくい。

また、系列企業についても、親企業の部品調達先の変更や生産拠点の海外シフト、あるいは円高に伴う賃金コストの上昇などからみて、従来の安定した取引関係を維持していくことはかなり難しい状況に追い込まれていることも事実である。しかし、わが国の下請け企業は幾度か試練を乗り越えてきた実績を示してきたが、今回も中小企業はME化を中心に合理化対策に取り組んでいるうえ、親企業と歩調を合わせて海外に生産拠点を移すなどの対策を講じている。したがって、系列に伴う安定供給のメリットと、親企業と下請け企業協働による研究開発の推進、情報の交換などのメリットを生かして国際競争力の強化に努めていくものと思われる。系列・下請けのワンセット主義（親企業の外注率が高いがゆえに）はわが国産業構造のコアをなすもので、容易に崩れるものではない。

さらに、わが国の経営者の立場からすれば、株式持合いの関係を挺子に経営権を掌握し、企業買収の脅威や株主の経営介入圧力を回避し、長期安定的な経営基盤を維持するというメリットを享受してきた。経営者は持合いをわざわざ解消し、現在掌握しているコーポレート・ガバナンスを放棄することを予想することは甚だ難しい。

このように、株式持合いには多くの問題点を蔵しながらも、日本的産業システム、企業システム、そして経営システムを支えてきた。したがって、同システムが崩壊しないかぎり、それを束ねてきた株式持合いが解消されることはなからう。むしろ、その弊害を除去し、時勢に応じた変貌をとげつつも、利点を死守しながら生き残っていくものと考えられる。

近年のバブル崩壊後、株式持合いの取崩しが進んでいると指摘されているが、確かに第1表でみるように、法人持株の割合は1989年3月末の67.4%をピークにその後漸減し、94年3月末には64.7%と、2.7ポイントの低落をみせている。しかし、第2表でみるように、厳密な意味での持合い関係（東証一部上場企業間の株式相互保有比率）は、1985年以降むしろ漸増気味に推移している。このことから分かるように、株式持合いのハード・コアの部分は依然として企業間で堅持されているものとみてよからう。

経営者としては、わが国経済、企業経営の置かれた立場を認識するとともに、日本的企業・経営システムに対する内外の批判を受けとめ、株式持合いをオープンな形に変貌させていくものの、その利点を確保する体制をしたたかに死守していくものと思われる。それが彼らにとって有利な日本的企業・経営システムを存続させていく途だからである。

（参考文献）

- (1) 堀内昭義「日本における資本市場の機能」（西村清彦・三輪芳朗編「日本の株価・地価」第8章，1990年4月，東京大学出版会），198頁

- (2) 証券団体協議会「株式持合いの現状と課題」1994年8月2日, 35頁
- (3) 証券団体協議会「同上」45頁
- (4) 大槻文平「私の三菱昭和史」1987年, 東洋経済新報社, 85～88頁
- (5) 坂本恒夫「株式持合いの史的分析和都市銀行支配」(日本経営財務研究会編「現代経営財務の構造分析」平成5年, 中央経済社), 165～168頁
- (6) 証券団体協議会「同上」23頁
- (7) 伊藤邦雄「株式持合い—その螺旋型ロジック・シフト」(伊丹敬之ほか編「日本の企業システム」1993年, 有斐閣), 156頁
- (8) 奥村 宏「法人資本主義」1984年, 御茶の水書房, 178頁
- (9) 奥村 宏「会社本位主義は崩れるか」1992年, 岩波書店, 60頁
- (10) 伊藤邦雄「M&A と株式持合の本質」金融ジャーナル, 1989年12月号, 13頁
- (11) 小林孝雄「株式のファンダメンタル・バリュー」(西村清彦ほか編「日本の株価・地価」1990年, 東大出版会), 297～305頁
- (12) 伊藤邦雄「株式持ち合い, 同上」175頁