

## 株式相互持ち合いの必然性と条件

亀川 雅人

### 1. はじめに

日本の経営のひとつに法人企業間の株式相互持ち合いがある。この特徴は、1970年代はじめには現在とほぼ同じ状況になっており、財閥解体後の個人持ち株比率の傾向的低下とともに進展した現象である。49年に取引所が再開した段階で69.1%であった個人の持ち株比率は漸次低下する。株の買い占めに対抗する旧財閥系グループによる株式持ち合いや、63年7月の株価暴落後、日本共同証券と日本証券保有組合が買い入れた株式の再放出に際し、欧米資本による乗っ取りを警戒して株式相互持ち合いが進展したのである。いずれも、結果として既存経営者の支配権を維持するものとなり、日本的経営がその株式所有構造から経営者支配を確立していたことは明かである。

しかし、個人の持ち株比率は、その後も一貫して低下し、90年には23.1%にまで下げている。資本市場における乗っ取りの脅威が、その防衛策として株式持ち合いを進展させたことは否定できないが、個人持ち株比率の傾向的低下、法人所有比率の継続的上昇を説明するものではない。それらの要因は、株式相互持ち合いの契機であったかも知れないが、その傾向を維持、促進させた要因については別の要素も考えねばならない。

また、この時期の日本的財務の特徴に低い自己資本比率、借入に依存した資金調達が挙げられる。法人による株式相互持ち合いとこうした日本的財務構造との関係は明示的には示されてこなかった。

これらの問題の根底には、金融・資本市場における家計の貯蓄行動が関わっているように思える<sup>1)</sup>。日本の家計は、戦後一貫して安全資産への貯蓄傾向を維持しており、戦前とは異なる

---

1) 論文 [6] において、日本の家計の貯蓄行動と株式相互持ち合いの問題をコーポレート・ガバナンスの関わりにおいて議論した。本稿では、論文 [2] [3] [4] の資本構成と配当政策の問題を株式相互持ち合いの観点において分析することにより、企業財務と金融・資本市場の構造との関わりを分析する。

貯蓄パターンを示している。これが戦前と戦後の日本の金融・資本市場および企業財務の違いとなって現れると考える。また、こうした企業を取り巻く財務環境は、企業の業績評価となる自己資本利益率や資本構成および配当政策といった財務特質と相互に関連を有しており、株式持ち合いと日本的金融システム、日本企業の自己資本利益率や資本構成および配当政策を各々独立に論じて、問題を十分に解明することはできない。横並びの自己資本利益率、収益性とレバレッジの逆相関といった実証研究の結果は、株式相互持ち合いと関連があるかも知れないのである [12] [14] [22]<sup>2)</sup>。

本稿は、最終的な資本供給者である家計の貯蓄行動によって、株式持ち合いや日本的金融システムを説明する。そして、こうした資本供給の構造的特質が日本企業の資本構成や配当政策といかなる関わりを有しているかを吟味し、株式相互持ち合いが経営権の維持などの政策的意図とは別に、金融・資本市場の構造上の必然性を有していたこと、そして、その条件となる株主資本利益率の均等化が金融・資本市場に参加する経済主体の行動によって形成されたことを明らかにする。

## 2. 株式相互持ち合いと貯蓄構造

先に述べたように、株式所有の個人持ち株比率は戦後一貫して低下傾向にある。49年の5月に取引再開後、69.1%であった個人の所有比率は、翌年には61.3%に低下、金融機関が9.9%から12.6%へ、事業法人が5.6%から11.0%へ増加させている [8]。この時期に、安定株主工作は一般化していたといわれるが、同時に考察しなければならないのは8月からの株式市場の崩壊である。財閥関係株の多くを所有していた従業員株式保有が激減し、また、財閥関係株の処分に関わった証券会社の持ち株比率も、株価下落による証券会社自体の経営悪化により、49年の12.6%から53年には7.3%にまで低下せざるを得ない状態となっていた。そして、この年に独占禁止法の大改正により、金融機関の株式所有は5%から10%に引き上げられている [11]。

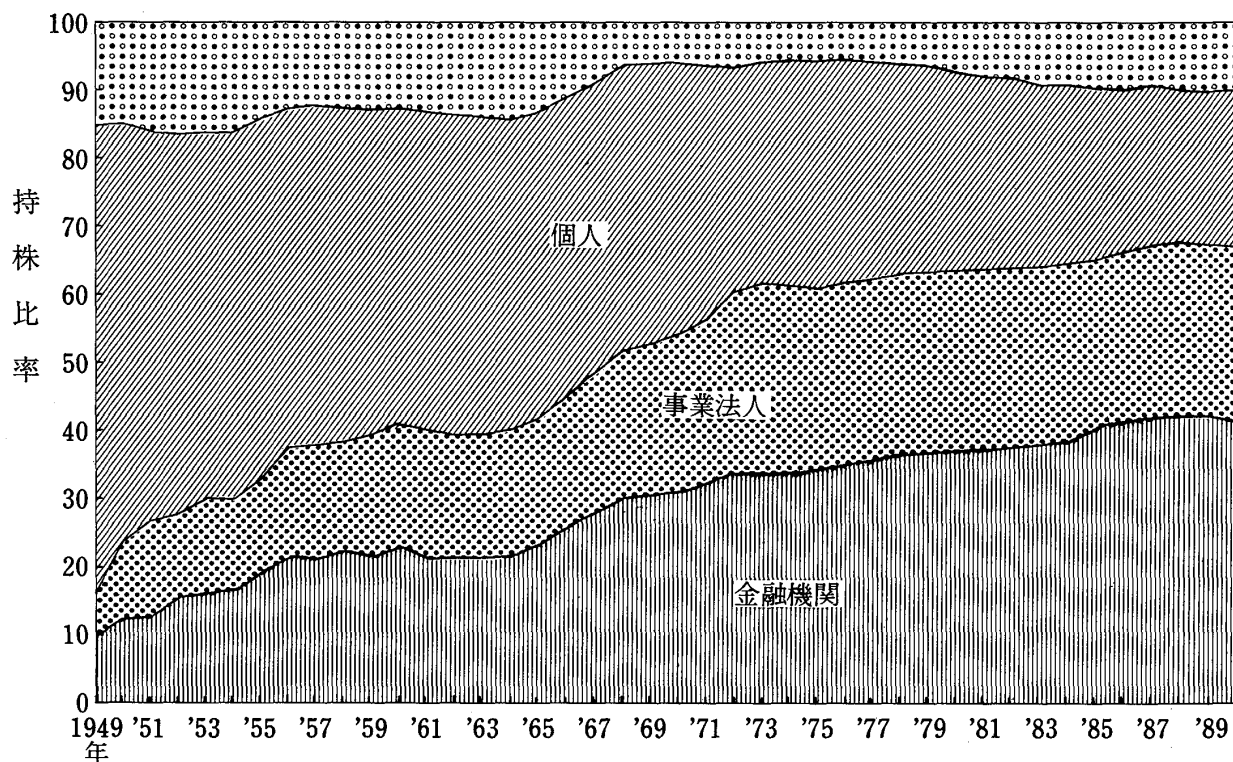
51年5月には証券投資信託法の成立により、投信が個人投資家に受け入れられるようになっており、51年の5.2%にはじまり、52年6.0%、53年6.7%、54年7.0%と順調に個人投資家を取り込んでいく。しかし、それも54年の株価下落時までの短い期間でしかなかった。70年代前半には法人による株式相互持ち合いというわが国特有の株式所有構造を形成するわけであるが、

---

2) 若杉教授は、論文 [22] において日本企業の資本構成に関わる意思決定を横並びの目標自己資本利益率を管理するための手段と位置づけ、その実証研究をされた。この実証研究の結果に、収益性に対しレバレッジが逆相関になることも明らかにしている。

水野教授の論文 [12] も、実証の結果として高収益企業が低レバレッジを選好することを示したが、そのような行動の理論的説明は解明されていない。また実証研究では根津氏の [14] もある。拙稿 [4] も、簡単な実証を行い、同様の結果を得ている。

図-1



[8] より作成。

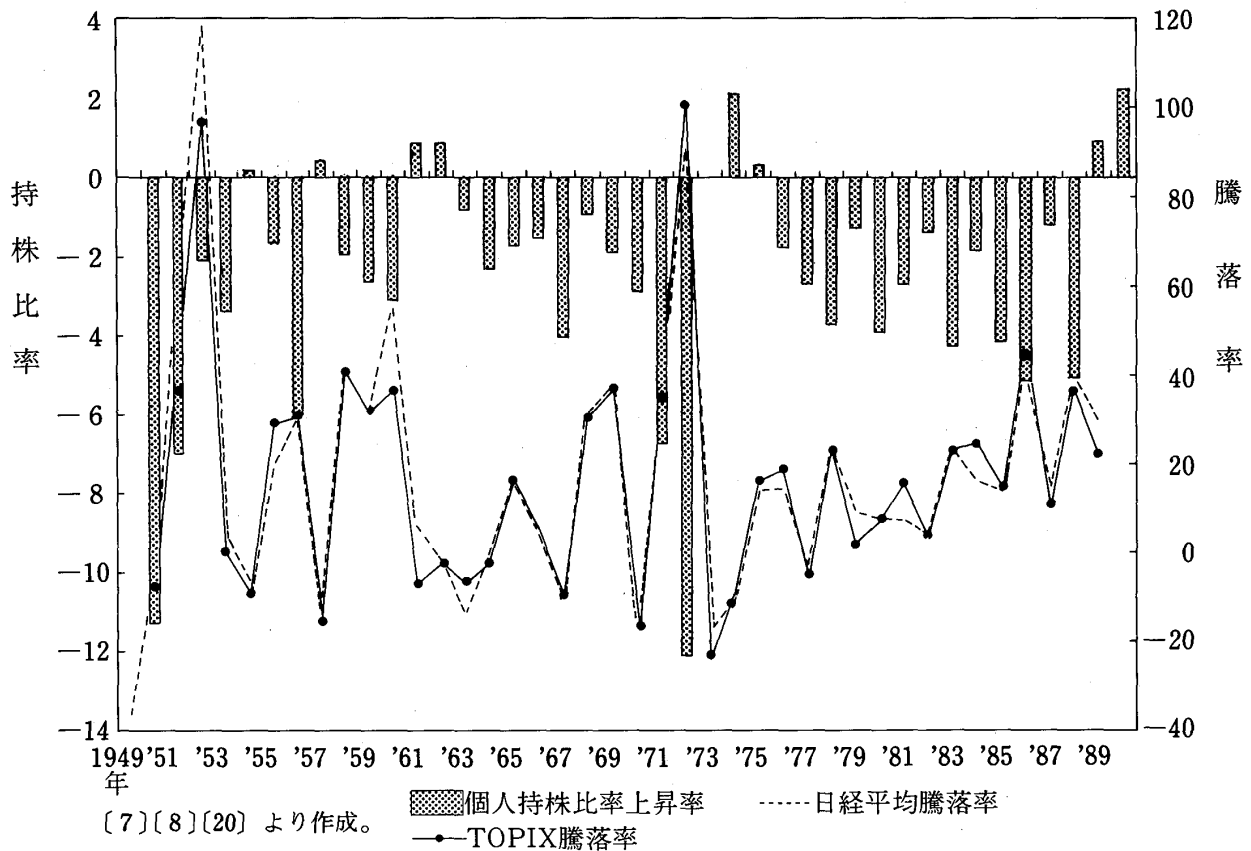
この頃には個人持ち株比率は32~3%に下落し、事業法人が26~7%に、金融機関が33~4%に増加させている [8] (図-1)。

それでは、個人投資家が株式市場離れを起こす原因は何であろうか。個人株主の株式市場離れが法人持ち株比率の上昇を引き起こしたといえるのであろうか。個人投資家の退出の原因に株価の下落を挙げることがある。株価の下落が株式投資の危険性を認識させ、個人投資家を市場から撤退させたというのは説得力があるように思える。だが、株価下落がどの程度影響を及ぼしているのかは明かではない。そこで、個人持ち株比率の増減と TOPIX および日経平均株価の騰落率を図示 (図-2) してみよう [7] [8] [20]。

個人持ち株比率の増減率と TOPIX の騰落率は相関係数  $-0.4548$ 、日経平均とは  $-0.4056$  という結果であった。結果は事前の期待とは逆であった<sup>3)</sup>。つまり、株価が上昇すると個人持ち株比率が減少するという関係が示されたことになる。個人の持ち株比率と株価の間には逆相関があるという実証研究は他にもある [19]。東証一部上場企業のクロスセクション分析と時系列分析が行われ、個人投資家は、株価が上昇する時に持ち株比率を低下させているということをはほぼ確認している。つまり、株価下落は、個人投資家の株式市場からの撤退を意味していない

3) 両変数の回帰分析では、決定係数、 $t$  値ともに統計的に意味あるものではなかった。

図-2



ことになる [21]。

しかし、もともと個人が市場から撤退したからといって、法人がこれに代替参入するということにはならない。株価下落は、法人にとっても危険であり、金融機関でない事業法人が個人投資家と異なる市場観を抱く理由はない。事実、株式総数増加率と個人持ち株数増加率の間には相関係数0.8558という高い正の相関がみられる (図-3)<sup>4)</sup>。

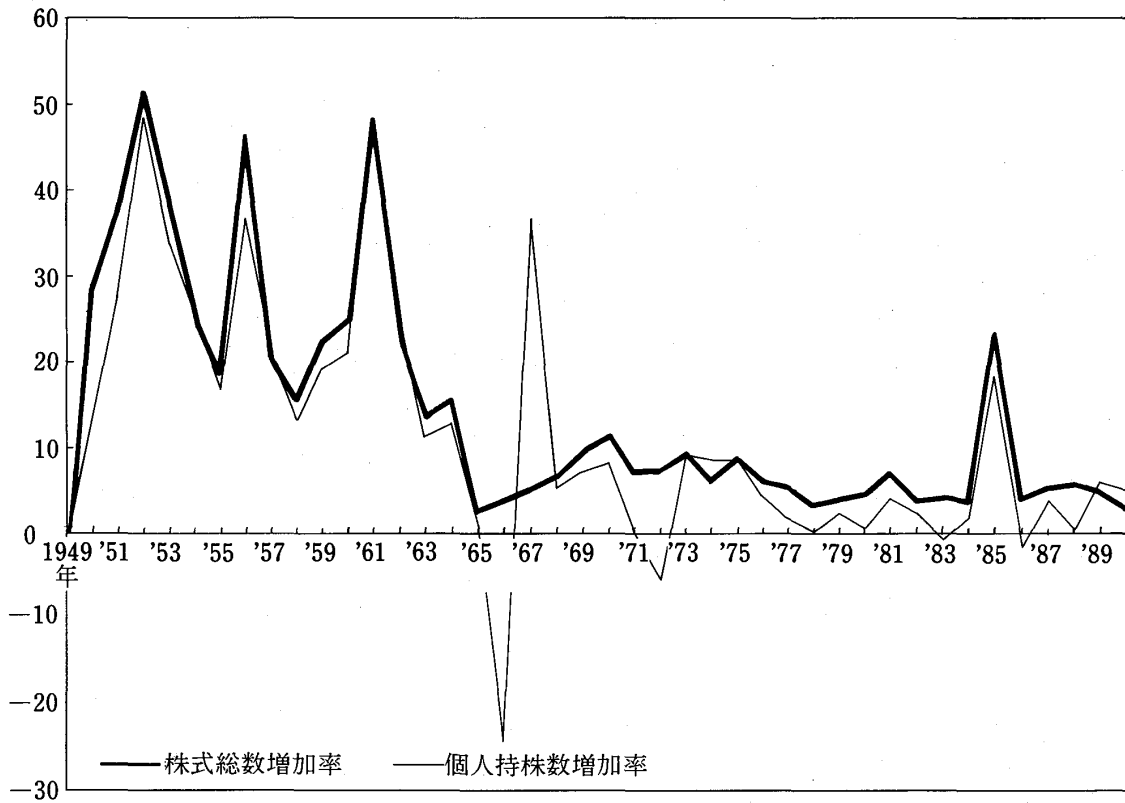
また、株式総数増加率とTOPIX変動率の間には0.2806、個人持ち株数増加率とTOPIX変動率の間には0.1425といずれも低い正の相関がある。

たとえ、経営権を目的とした投資であっても、法人相互持ち合いが継続的に維持されるためには、株価の安定もしくは上昇が不可欠であろう。日本の株式市場は、英米独に比較して高い投資収益率を獲得してこなければ法人所有は維持できなかったに違いない [6] [18]。それでは、個人投資家はなぜ市場から撤退したのであろうか。個人投資家のみが短期的な投資視野であったのか。

問題は、個人持ち株比率の低下が、絶対量における個人投資家の撤退を意味していないこと

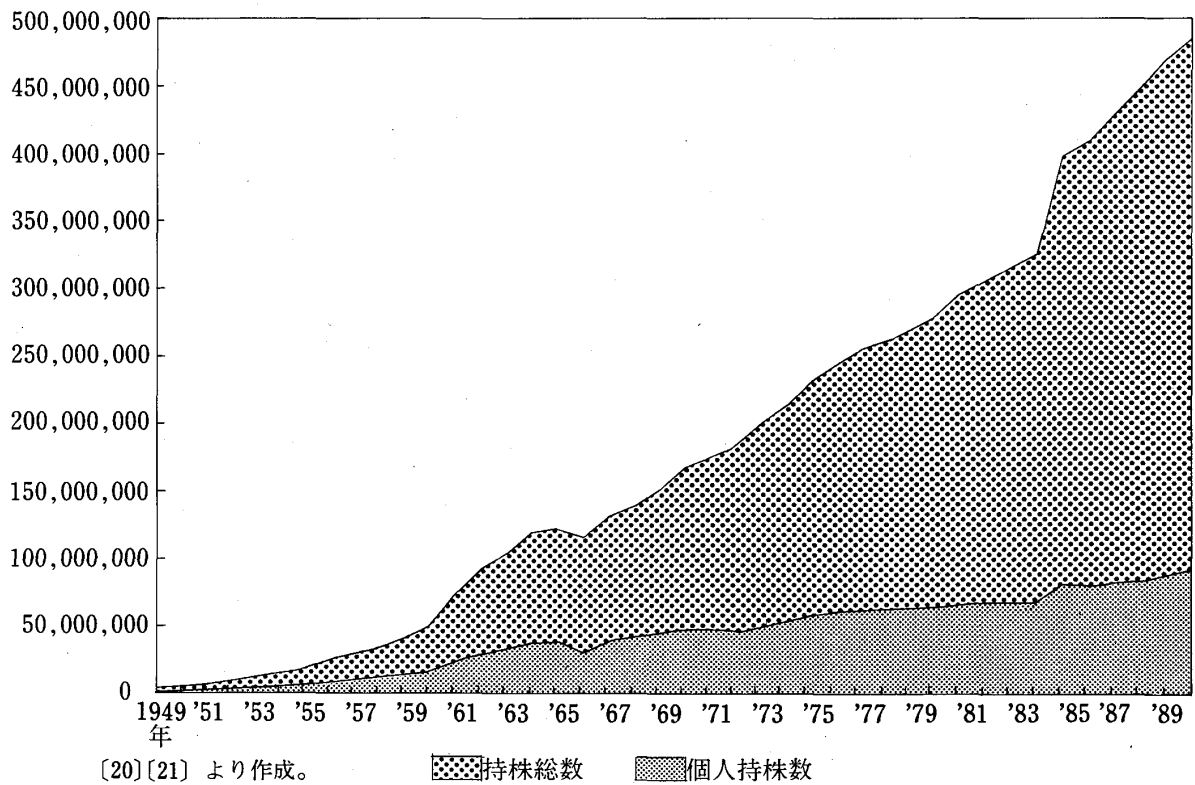
4) 決定係数0.726, t値9.913と高い値を示す。

図-3



[8] より作成。

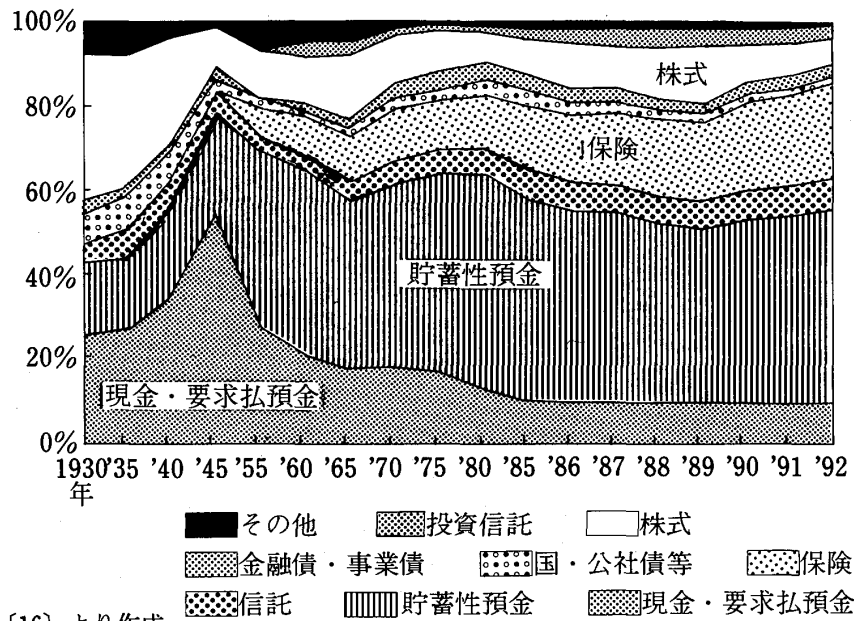
図-4



[20][21] より作成。

持株総数 個人持株数

図-5



である。個人持ち株数は、49年度の14億単位から93年度の1,008億単位まで年率10%で成長しており、株式総数がこれを上回る20億単位から4,257億単位という年率12.65%のスピードで成長したことに問題があるのである [21] (図-4)。

これは、家計の可処分所得の上昇と法人のそれとが成長率や税制の影響によって異なっていたためであろう。貯蓄の主体として、個人よりも法人が適していたことになる。

こうした傾向は、必ずしも日本のみの特徴ではない。米国においても個人が直接保有する株式の割合は低下傾向にある。60年代に40%台であった金融資産総額に占める有価証券の割合は、73年から74年にかけての成長株の大暴落を経て劇的に変化し、80年代の終わり頃まで20%台で推移する。この過程で定期性預金等の比率が若干上昇するが、顕著且つ趨勢的な増加を示したのは年金基金やミューチュアル・ファンドなどの機関投資家向け金融資産の構成比である。有価証券の比率は80年代後半から再び上昇傾向を持つが、これに代替したのは定期性預金の減少であり、現在、米国で発行されている普通株の50%以上が機関投資家によって保有されている [9] [15] [17]。

これに対し、日本の家計貯蓄は株式から定期(貯蓄)性預金へシフトした。わが国の家計貯蓄の構成比を見ると、60年44.2%、70年43.9%、80年51.3%、90年43.8%と高い水準にあるのに対し、株式の比率は、60年11.0%、70年11.66%、80年7.3%、90年でも8.9%にすぎない。時価表示で示されたこれらの数値は、株価上昇を勘案すればその意味が理解できよう。ちなみに、35年の貯蓄性預金は16.9%でしかなかった [16]。戦時下および戦後の金融統制が証券市場の発達を抑制し、銀行の影響力を大きなものとした可能性は否定できない。しかし、いずれにせよ、家計の貯蓄構成比に占める株式の割合は高くなり、個人貯蓄は株式市場より安全な定期

性預金を選好したのである [6] (図-5)。

これは機関投資家向け金融資産に占める保険のシェアが高いことから伺える [17]。

### 3. 株式相互持ち合いとリスクの負担構造

以上のように、日米ともに、個人投資家は自らの判断で直接株式を購入するという貯蓄手段を相対的に減らし、銀行や保険その他の機関投資家を介する間接的投資手段のウエイトを相対的に高めてきたことになる。彼らは、リスク（の評価）を回避し、証券投資のための情報コストや分散投資などに必要な取引コストを節約するため、専門的な仲介機関の利用が賢明であると判断したのである。株式投資の学習効果は、個人投資家を市場から排除し、機関投資家がこれに代替したのであるが、その学習の結果は、貯蓄手段の選択に関して日米で相違を見せた。それは企業の投資需要や個人投資家の資産状況などを踏まえた金融・資本市場の歴史的・制度的枠組みの相違であるが、米国が株式市場への直接投資を目的とした機関投資家の役割を重視したのに対し、日本では銀行や保険がこれを担うことになった。

しかし、株式投資は、将来の不確実な生産予測に対するリスクの負担であるから、株式市場への資本参加者が絶対量で増加しても、所有構成比において相対的に減少すれば、一部の経済主体にリスク負担が集中することになる。証券投資を目的とした米国の機関投資家は、基本的には個人がリスクの負担者であることに変更がない。つまり、機関投資家を介して、多くの経済主体がリスクを分散しているのである。これに対し、日本の場合は、定期性預金の比重が圧倒的に高い。低金利と元本保証の組み合わせで、リスクの負担を銀行や保険といった金融機関に託したのである。

それゆえ、日本の金融機関は、リスクを引き受けない担保重視の貸付資本供給者とリスク・テーカーである株主として一人二役を演じることになる。しかし、表向きの役柄が貸付資本の供給者であっても、重要なのはリスク負担者としての役回りである。というのは、同一企業に対する一人二役は、リスクの分散にはならない。貸付にリスクがなくとも、財務リスクの形態により株主へリスクを転嫁しているためである。メイン・バンクがリスク負担と引換に、経営に介入するのは当然なのである。貯蓄の多くが銀行などの預金形態を選択している現状は、直接市場に参入する個人投資家や投資信託等を除き、基本的にかんがりのビジネス・リスクを金融機関が負担していることを意味している。

しかしながら、金融機関の持ち株比率は制限されているため、表面上は高い所有比率を示さない。銀行は、高度経済成長期の旺盛な資本需要のさなか、事業法人への融資を介して関連企業の株式取得を行ったと見られる。事業法人から見ると、内部金融率が100%未満の時期に、設備投資に必要な資本以上を銀行より借り入れ、これを株式に投資していたのである。こうした資金循環により、金融機関は直接ではないが間接的に株式購入を行ったことになり、表面上

(図-6)

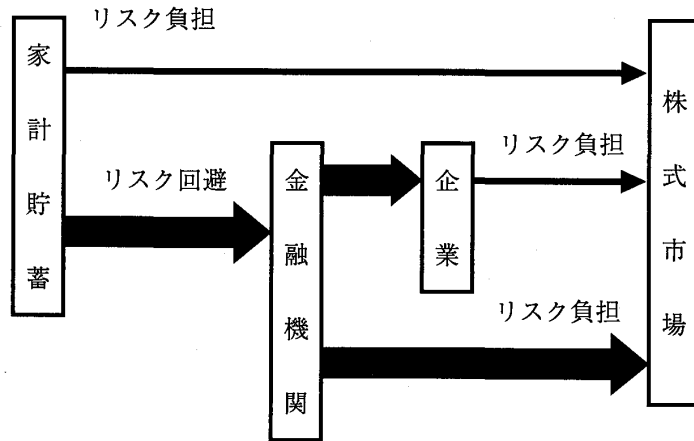
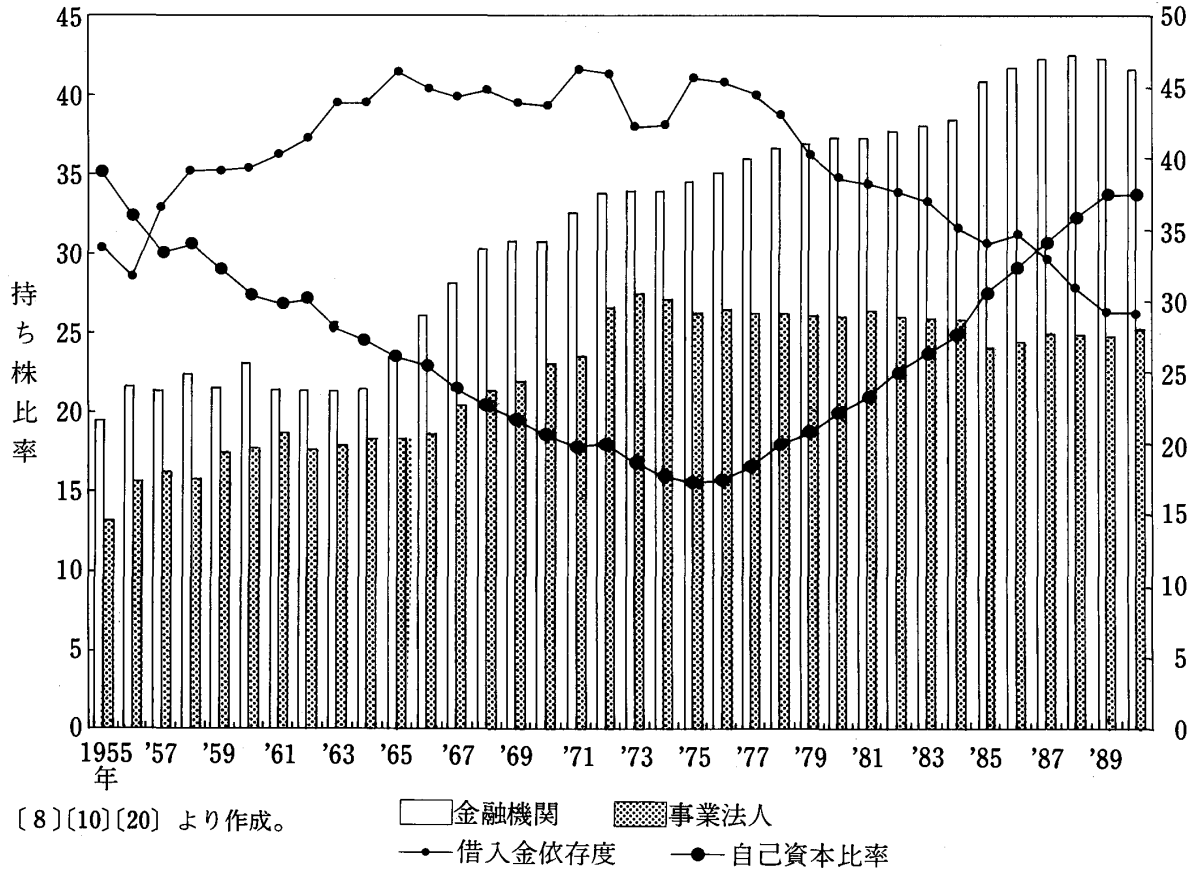


図-7

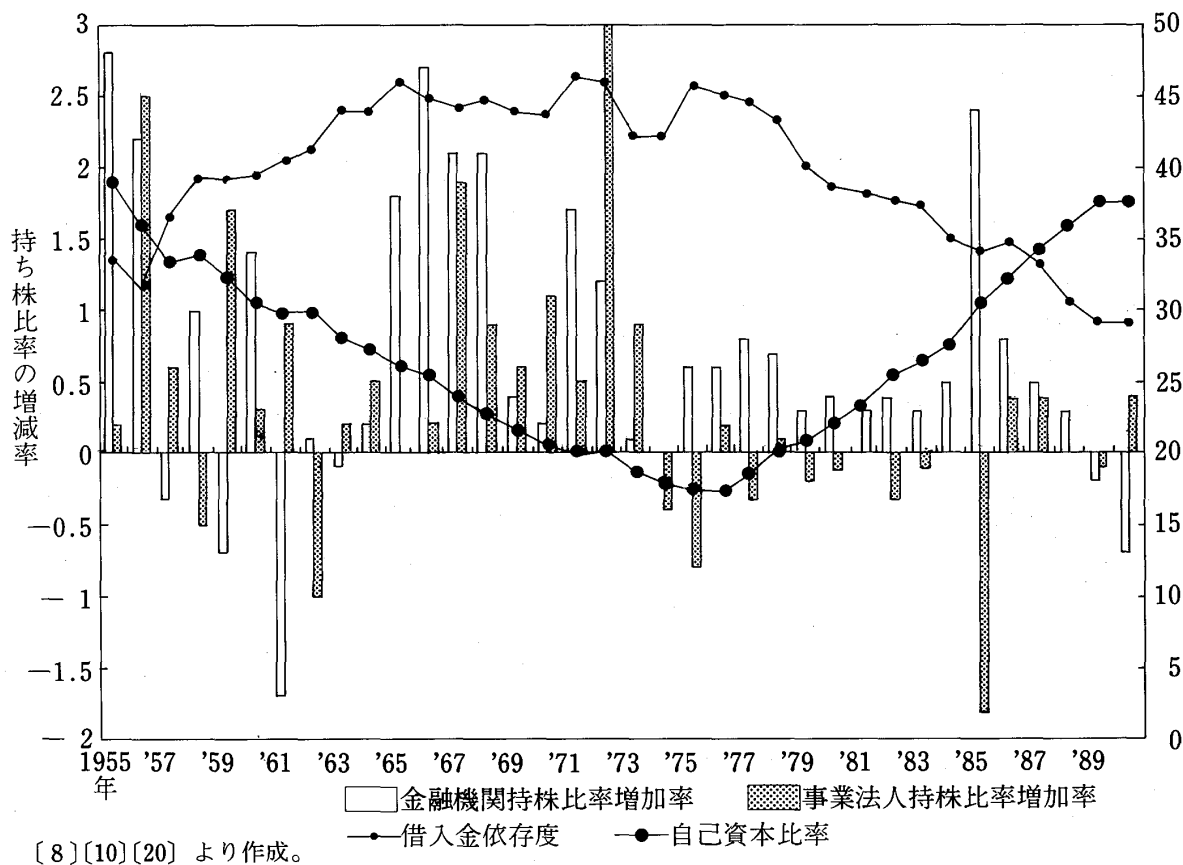


の株主リスク以上のリスクを株式持ち合いにより負担することになったのである (図-6)。もちろん、事業法人にとっては、名目金利以上の負担を強いられたことになるが、自らの事業リスクを分散すると同時に経営権の安定を獲得できたのである。

株式持ち合い比率の推移を自己資本比率および借入金依存度の動きと重ねてみよう (図-7) (図-8)。



図-8

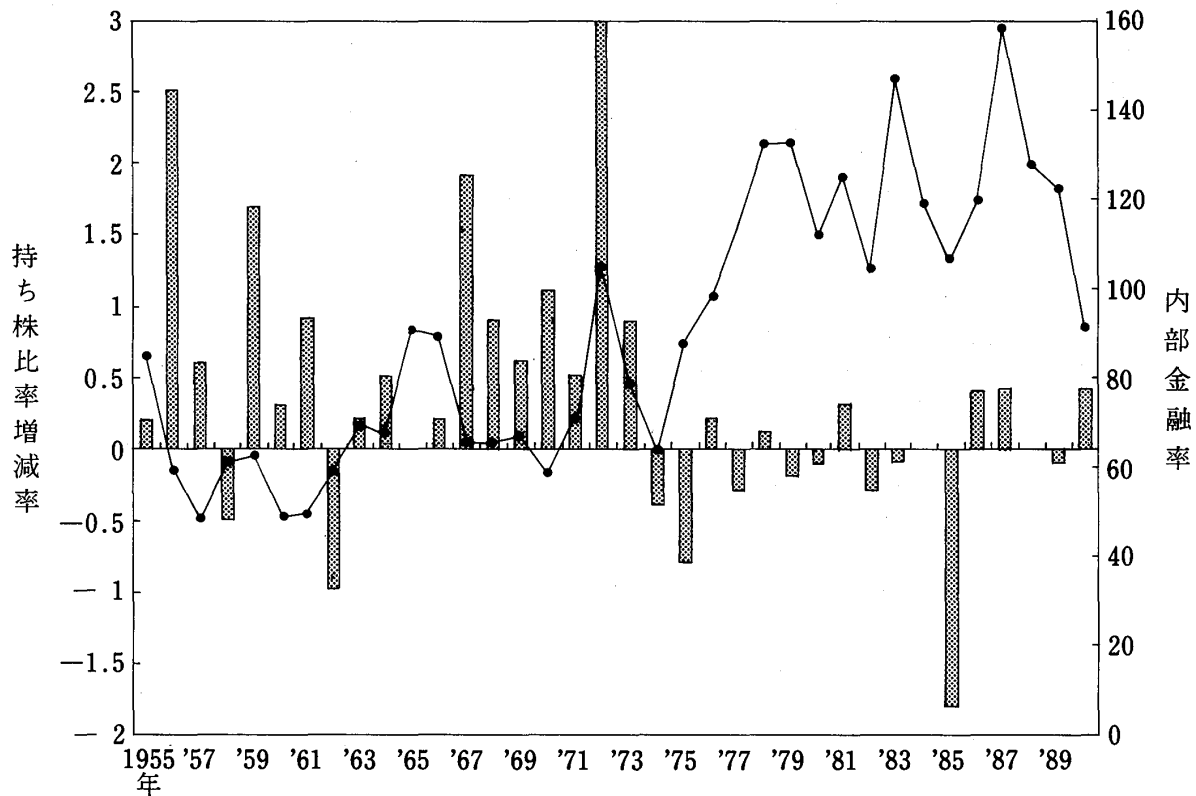


戦前の35年に61.5%を占めていた自己資本比率は55年には38.9%に低下し、その後70年代の半ばまで下がり続ける。自己資本比率とは逆相関にある借入金依存度は、55年の33.7%から75年までに45.7%に上昇し、自己資本比率は17.3%にまで低下している。企業の借入金依存度の上昇は、銀行依存度の上昇である。銀行による株式所有比率の増加と合いまって、日本的金融システムといわれるメインバンクシステムを形成することになる。

このシステムのもとでは、企業の借入金依存度が上昇し、自己資本比率を低下させることにより銀行と事業法人が株式相互持ち合いに参画することになる。しかし、70年代の半ばを境に自己資本比率は上昇に転じ、借入金依存度は低下し始める。安定成長期に移行し、企業の内部金融率が恒常的に100%を越え、企業の銀行離れが顕在化し始めるのである。90年までに借入金依存度は29.0%に低下し、自己資本比率は37.6%に上昇した。この事態は、設備投資のための借入依存度を低下させただけでなく、銀行からの借入資本を利用した事業法人による株式取得の割合を減少させることになった(図-9)。

これは個人の持ち株比率が傾向的に低下し続け、90年には23.1%にまで下がったのに対し、事業法人の比率にこれを相殺する上昇が見られないことから分かる。70年代なかごろより事業法人の持ち株比率は若干低下し、25.2%に止まっているのである。

図-9



[8][10][20] より作成。

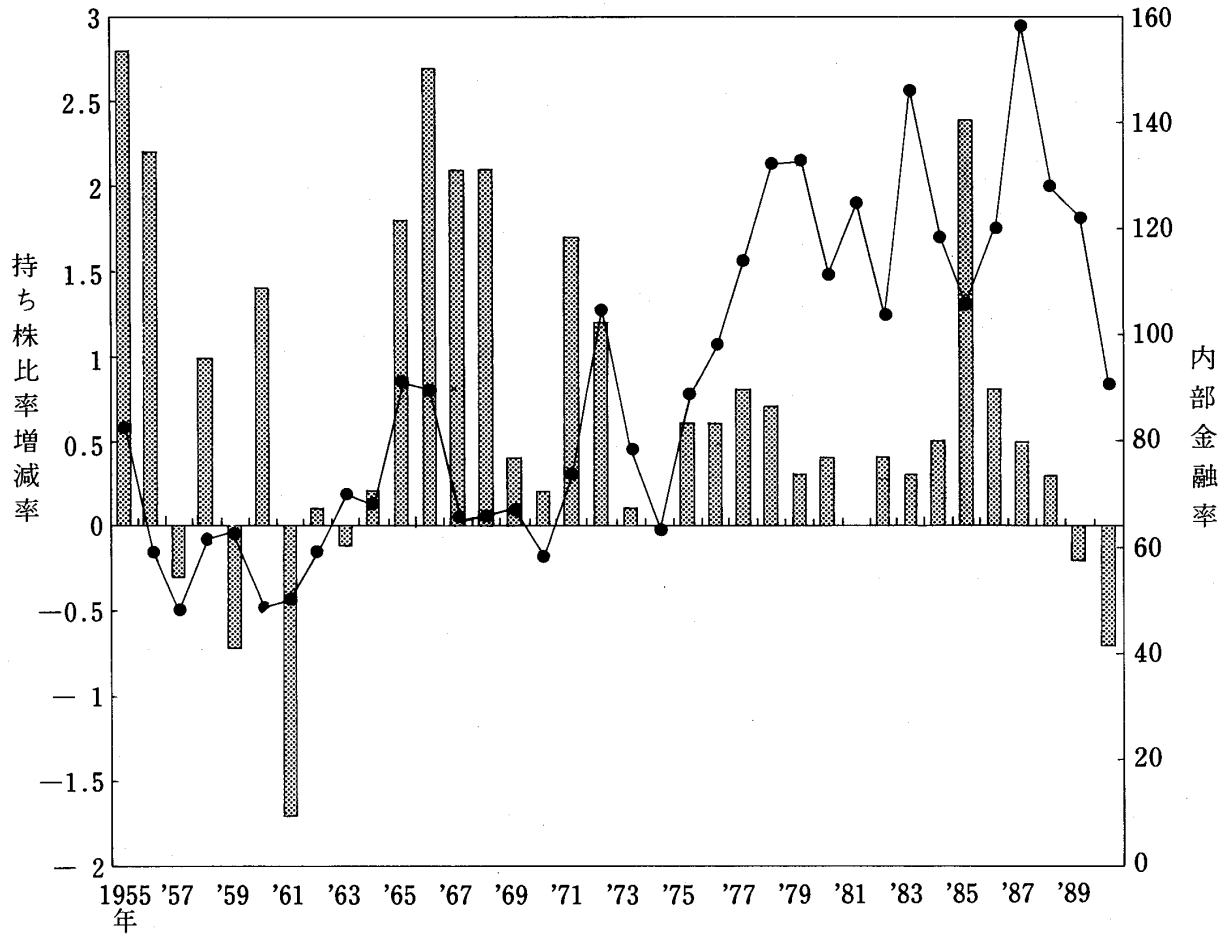
■ 事業法人持株比率増減率      ●— 内部金融率

にもかかわらず、法人持ち株比率はその後も上昇し続けている。すなわち、この時期の法人持ち株比率の上昇は、専ら金融機関に起因していることになる(図-10)。

金融機関は、この比率を41.6%にまで上昇させており、個人の持ち株比率の低下を相殺する役割を担っている。企業の銀行離れにもかかわらず、家計の貯蓄行動に変化がみられないため、銀行や保険には多額の資金が流入し、借入需要のない資金が株式市場に向かったことになる[8][10][20]。

要するに、株式市場に参入する多くの資本は、銀行を中心とした金融市場を媒介に個人貯蓄を配分する管理された構造に規定されていたことになる。それは、貯蓄構造と金融市場のシステムが企業の資本構成に影響を及ぼしていることをも意味している。企業は成長期に他人資本依存度を高め、低成長期にはこれを低めたわけであるが、この選択は、金融・資本市場が完全であれば無差別なはずである。しかし、株式相互持ち合いと資本構成との関わりは、こうした経済成長問題に限定されるものではない。産業別、企業別に資本構成を選択しなければならないシステム上の問題があるのである。

図—10



〔8〕〔10〕〔20〕より作成。

■金融機関持株比率増減率 ●内部金融率

#### 4. 資本構成と株式相互持ち合い

##### (1) 持ち合い条件としての株価

これまでの議論は、株式相互持ち合いに至る金融・資本市場の制度的・構造的問題を指摘した。家計貯蓄の多くの部分が株式市場に向かわず、銀行を中心とした金融機関に流入したことにより、金融機関を介して法人による株式所有構造が形成されねばならなかった。これは銀行や事業法人の経営者にとっては株主支配からの解放であり、経営者支配を確立する条件でもあった。

しかしながら、株式相互持ち合いが進展するためには、株式の価格面における条件も必要であったと思える。周知のように、株価は、株主に帰属する将来収益の質と量を比較考量し、市場の需給を通じて決定する。市場に参加する投資家は、開示された情報にもとづきリスクを評価し、自らの責任で投資決定をしなければならない。しかし、事業法人は株式投資を行うのが本来の目的ではない。情報コストをかけ、投資収益を目的にした株式取得ではなく、むしろ、

経営権の維持に目的を置く政策的投資である。

こうした投資主体が大勢を占めている市場に、リスクに応じた商品の品揃えを増やす必要はない。株式相互持ち合いは、多数の企業間における無差別な商品交換であるから、できる限り同質の株式であることが望まれるのである。これはリスクの負担が取引企業間で同一になること、期待投資収益率の同一化である。つまり、法人相互にとって同程度の損益期待を抱かせることが要請されるのである。それは自己資本コスト、期待自己資本利益率を持ち合い企業相互で均一化することでもある<sup>5)</sup>。

もちろん、このような条件が備わらなくとも、市場が効率的であれば株価はそのファンダメンタルを反映し、リスクに相応した価格形成をおこなう。事前の株式購入段階では、同一金額の株式持ち合いは、まったく等しい条件での公正な交換取引を行ったことにまちがいない。しかし、政策的な投資を行う法人投資家にとって、価格差となるリスクの相違は必要ではなかった。むしろ、安定株主として長期間保有することを目的としているとすれば、持ち合い企業相互のリスク負担が平等であることの方が望ましかったのである。

それでは、株式投資のリスク均一化は可能なのであろうか。また意識的な選択行動の結果であらうか。明らかに、リスクを管理するという事は容易ではない。将来に関する投資家の予想は、経済環境の変化に応じて時々刻々と変化し市場に反映される。市場が効率的であればあるほど、情報に対する反応は即時的であり、リスクを織り込んだ均衡価格はランダムに変動する。これらのリスクは、企業自身の行動に規定されるだけでなく、企業を取り巻く環境にも大きく影響される。それゆえ、企業は、リスクの異なる戦略的投資を抑制し、同一の経営戦略を追求すると同時に、これを可能とする経済環境が備わっていなければならない。つまり、将来予想が比較的安定している経済状態でなければならない。それは、企業のビジネス・リスクが小さく、しかも安定して評価される環境を意味する。

日本の企業環境が、こうした条件を備えていたか否かの判断はむずかしい。その判断材料となるのは、高度経済成長期および安定成長期にわたっての日本企業のパフォーマンスの高さと、これと対照的な資本収益性の低さである。この一見パラドキシカルな事実は、低い利益率を下回る資本コストで、大きな正味現在価値を実現してきたという解釈で十分であらう。低い資本コストは、リスクの低さを表している。欧米企業への catch-up 戦略や下請け企業の存在が大企業のリスクを小さなものにしてきたと推測される。リターンが小さかったのは、それに相応したリスクであったということである [5] [6]。

こうした比較的安定した将来予想に基づく企業環境があつて、株主リスクを同質化するメカ

---

5) 論文 [4] は、この問題を自己資本コストを均一化するための数量調整機構として位置づけたが、その時点では株式相互持ち合いとの関係はまったく意識していなかった。今回は、無意識的な自己資本コスト均一化のための財務選択を株式相互持ち合いを展開するための条件として位置づけ、再度取り上げることにした。

ニズムが機能することになる。しかし、それは意識的に形成されたメカニズムではない。結果としてそうなったというべきものである。以下、この仕組みを見ることにしよう。

(2) 価格調整機能としての資本構成と配当政策

著名なMM命題によると、自己資本コスト ( $k_e$ ) は、ビジネス・クラスに応じて決められる企業の資本コスト ( $k_a$ ) と他人資本コスト ( $i$ )、および自己資本 ( $E$ ) と他人資本 ( $L$ ) によって、以下のように示される [13]。

$$k_e = k_a + (k_a - i) L/E$$

この命題は、レバレッジの利用による財務リスクの負担増加が、自己資本利益率の上昇を相殺するため、資本構成の変更は株主の富に無差別であることを証明している。しかし、ここでは視点を換えて、資本構成の意義をとらえるためにMM命題を利用することにしたい。まず、この式が意味するところは、 $k_a$  と  $i$  が与えられれば、資本構成の変更によって  $k_e$  が決定するというものである。MMが想定する世界では、 $k_a$  や  $i$  が均衡市場におけるリスクやリスク・フリーな利子率に対する価格形成であるため、それ自身時々刻々と変化する。したがって、 $k_e$  を決めるといっても、その決定自体に特別な意味はない。操作性もないのである。

しかし、 $k_a$  が比較的安定しており、 $i$  がある期間価格規制によって一定値をとるとすれば、 $k_e$  を測定することや  $k_e$  を変更することの操作性が与えられることになる。先に述べたように、日本企業のビジネス・リスクが小さく、安定していたとすれば、 $k_a$  は比較的安定した値をとっていたと推測できる。また、規制金利により  $i$  が低位安定していたこともよく知られている。このような状態の下では、自己資本コストを管理するために、 $L/E$  を政策変数として利用することができる。政策変数として利用する立場にあるのは銀行を中心とした金融機関である。

ただし、銀行にとって、自己資本コストの管理目的が明確に規定されていたわけではなからう。ビジネス・リスクの高さを鑑みて、貸出の量を調整するという融資行動が、結果として自己資本コストの分散を抑制し、企業間で均一化する方向に導いたのである。収益の変動が大きい企業は、 $k_a$  が相対的に高くなるため、約定利息を支払うことに対してリスクが大きくなる。銀行サイドからみると受取利息がリスクに晒されることになる。それゆえ、 $L/E$  の比率を低く抑えようとする。

他方、 $k_a$  が低い企業は、高い収益は望めないが安定した収益であるゆえ、銀行は貸出リスクに対して神経質にならず、 $L/E$  を高めることになる。こうした行動は、ビジネス・リスクの高い企業、つまり高い  $k_a$  の企業の  $k_e$  を低め、ビジネス・リスクが低く、 $k_a$  の低い企業の  $k_e$  を高めるように機能することになる。つまり、レバレッジは、 $k_e$  の大きさを拡散するのではなく、収束させる方向に作用しているのである。

また、通常、メインバンクが最大の貸し手となり、他行が不足分を追随融資する形態をとる。これは特定企業の情報入手に最もコストのかからないメインバンクの信用調査に他行が追随することにより、市場の取引コストが軽減されるためである。しかし、そもそも情報開示とその

評価のための制度が整っている成熟した株式市場であれば、こうしたメインバンク機能は問題にならないであろう。先に論じたように、家計貯蓄が直接株式市場へ向かわないため、企業の資本調達手段が偏ったわけであり、株主のリスクを銀行が代替する形態となったのである。この形態では、株主となることと貸付資本の供給者となることのあいだに、大きなリスクの相違はない。メインバンクにとって、出資と貸付に大きな差が存在していなかったことになる。

しかし、追従融資はリスクを負担する融資ではない。メインバンクの融資決定があっても、ビジネス・リスクが高いと見なされている企業に対し追従融資は制限されることになる。メインバンクは、この不足額を追加融資の形態ではなく出資によって補わねばならないこともある。これは他行の融資を集めるためにも必要になる。そして、この行為はEの増加を通じて、高い $k_a$ 企業のL/Eを低めることに導く。

いずれの銀行も、メインバンクとしての立場と協調融資団としての立場の両面をもち、同一の行動基準をとるとすれば、銀行自身が保有する株式のリスクも、銀行間で等しいものとなる。彼らは、成熟した資本市場であれば必要なリスクの差による商品のバラエティーを単一商品に絞り込む行動をとったのである。つまり、自己資本コストの均等化である。それは、既に述べたように、株式投資の期待収益を等しくするものであり、結果として、企業はリスクに関して無差別に株式投資が行えることになる。PERが株式投資の尺度になりえたのも、こうした環境を反映していたのかも知れない。

最後になったが、企業の配当政策もこうした金融・資本市場構造の影響を受けざるをえない。ビジネス・リスクの高い企業は高い自己資本比率を選択し、現在の資本構成比を変更させないように内部留保を確保しなければならない。逆に、リスクの小さな企業は低い自己資本比率で内部留保も多くを必要としない。横並びの安定配当率政策をとることにより、各企業の資本構成比は安定した値を保てることになる。その際、配当性向ではなく、配当率の安定化政策が選択された理由は、額面割当増資を考慮して株式投資あたりの現金収入を同一にし、決算期における会計評価上の均等化を重視したためであろう。一見すると意味のない横並びという行動も、システムとしては重要な役割を演じていたことになる。

事業法人の資本構成や配当政策が、それぞれはまったく無関連に見える法人による株式相互持ち合いを可能にし、日本的金融・資本市場のシステムを形成した要因となっているのである。

## 5. おわりに

戦後、高度経済性長期から安定経済性長期にわたり、家計貯蓄は定期性預金に偏っていた。資本市場志向型の米国と比べ、銀行依存型の金融システムを構築した日本は、銀行の融資行動によって企業の資本構成が規定され、企業間の自己資本コストを均一化するという副次的な結果をもたらした。しかし、それは株式相互持ち合いを支え、進展させる要因ともなったのであ

る。

こうした金融・資本市場の構造は、各経済主体が意識的に選択した結果ではなく、経済的必然性から無意識的に形成されたものと推測される。それだからこそ、これまでは相互の関わりを分析するのではなく、個々別々に研究対象とされてきたのである。たとえば、資本コストと資本構成の関連性、企業評価と配当政策の関連性というように、問題を限定して理論の精緻化が図られたのである。その成果はきわめて大きなものであったが、こうした道具に基づく現実解釈や政策提言には一定の制約が課せられている。理論の前提を十分吟味することなしに問題を独立に取り出してみると、現実の経済事象に関する合理的説明が不可能になる。日本企業の横並びの自己資本利益率や収益性とレバレッジの逆相関という結果は、完全市場に立脚したMM理論を前提にすると不可思議であり、企業及び投資家の金融錯覚という結論になるかも知れない。あるいは、高収益企業がレバレッジを高め、負債の節税効果を強化するというシナリオも否定してしまう。しかし、実はこうした結果も、本稿で論じたように、金融・資本市場のシステムを理解することにより、解釈の仕方如何でMM理論による説明を可能にしているのである。

各経済主体にとって制約条件となるさまざまな要素が、各経済主体の行動選択を規定し、その制約された経済主体の行動によって全体のシステムが構成され、これが再び個を規定する。この現実認識は、制度上の摩擦がない理論と結合することにより、企業及び個人の財務的行動の解釈およびその意思決定にきわめて役立つはずである。

現在、日本企業のビジネス・リスクはこれまでになく大きなものとなっている。これまでの欧米追随型経営から脱却しなければならない経済環境にあって、金融・資本市場の構造改革も進められている。80年代後半からの株価変動は米国を上回り、株式投資がリスクの高いものであることを印象づけてしまった。その結果、個人貯蓄は、再び安全資産へ回帰する傾向を見せている。それは、従来型の家計貯蓄→銀行→企業融資ないし株式投資という形態からの脱却でなければならない。また、経済構造の変化は、横並びの期待収益率を破壊させ、各企業の含み益に差を生じさせ [18]、株式持ち合い解消の引き金になっている。それは新たな市場システムの形成プロセスなのである。

#### [参考文献]

- [1] 天神雄一郎「金融自由化時代の家計の貯蓄行動」『YRI証券月報』No. 552, 94.8.
- [2] 亀川雅人「日本の配当政策—資本構成と所有構造の影響—」『獨協経済』第57号(91, 10).
- [3] 亀川雅人「資本市場の失敗と企業の資本構成」『経営行動』Vol. 7, No. 1 (92.3).
- [4] 亀川雅人「日本企業の資本構成と資本コスト—メイン・バンク・システムに基づく数量調整機構—」『立教経済学研究』第48巻第4号(95. 3).

- [5] 亀川雅人「日本的経営と生産要素市場—金融・資本市場の分析を中心として—」『立教経済学研究』第49巻第1号(95. 7).
- [6] 亀川雅人「日本企業のリスク負担者とコーポレート・ガバナンス」『経営行動』Vol. 10, No. 4 (95. 12).
- [7] 川崎邦夫監修明光証券経済研究所編『データブック日本の株式』東洋経済新報社, 1990.
- [8] 経済企画庁編『平成4年版 経済白書』大蔵省印刷局, 1992.
- [9] 小林俊英「わが国の株式市場の発展における法人投資家の役割」『YRI証券月報』(95. 2).
- [10] 三菱総合研究所『企業経営の分析』1990.
- [11] 宮島英昭「証券民主化再考—コーポレート・ガバナンスの視角から—」『証券研究』Vol. 112 (May 95).
- [12] 水野博志「日本企業の資本構成に関する比較静学分析」市村昭三編『資本構成と資本市場』九州大学出版会, 1990年.
- [13] Modigliani, F. & M. H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol. 48, 1958.
- [14] 根津智治「日米主要企業の資本構成」『経済経営研究』Vol. 12-2, 日本開発銀行設備投資研究所 (91. 7).
- [15] 西村圭子「変貌する米国の個人投資家」『証券投資』(93. 12).
- [16] 野村総合研究所『証券統計要覧』(1971, 80, 86, 94).
- [17] 田端克至・取越達哉「個人金融資産の日米比較」『大和投資資料』第718号 (95. 4).
- [18] 高野真「日本企業の株式保有と含み益経営」『大和投資資料』(94. 3).
- [19] 東京証券取引所調査部「株価水準と個人持ち株比率」『証券』Vol. 25, No. 297, (73. 12), Vol. 27, No. 311, (75. 2), Vol. 27, No. 321, (75. 12), Vol. 28, No. 332, (76. 11), Vol. 32, No. 373, (80. 4), Vol. 35, No. 416, (83. 11), Vol. 42, No. 490, (90.1).
- [20] 東京証券取引所調査部『東証要覧』1994.
- [21] 吉川真裕「個人投資家の株式保有状況」『証券経済』第189号, 日本証券経済研究所 (94. 9).
- [22] 若杉敬明「最適資本構成—理論と実証—」(1)(2)(3)『経済学論集』52-3 (1986. 10), 52-4 (87. 1), 53-1 (87. 4).