

津村英文著

# 『日本株式市場分析』

(白桃書房, 平成11年3月)

小 林 和 子

## はじめに

全国証券取引所協議会が毎年発表する上場株式の分布状況調査で、直近の数字(平成10年度末すなわち平成11年3月末)によると、戦後50年の長期トレンドの過程で持株比率において自己の最高あるいは最低を付けた保有グループが非常に多いことが目に付く。最高を付けたのは信託銀行(11.7%), 年金信託(3.8%), 外国人(10.0%), 最低を付けたのは長銀・都銀・地銀(14.0%), 損害保険会社(3.2%), 証券会社(0.7%)である。津村英文著『日本株式市場分析』が対象とする「法人持株比率」は「金融機関プラス事業法人」であるが、これは63.4%になる。この数字が30%を越えたのは早くも昭和26年度、50%を越えたのは昭和42年度、事業法人の持株比率が最高(27.5%)に達した昭和48年度には63.6%, 金融機関の持株比率が最高(46.0%)に達した平成1年度には70.8%にもなった。昨今の相互持株解消売りがいくらか影響はしているとしても、平成10年度も25年前とほぼ変わりがない高さである。法人持株比率の高さは今もなお日本の株式市場の性格を

決定する重要な1側面である。さてここからどのような性格がもたらされたのであろうか。

## 本書の構成と内容

著者の津村英文氏は野村証券および野村証券投資信託委託在籍時代から一貫して証券分析の分野で業績を積んでこられ、研究者になられてからもすでに30年近い。野村証券入社が1957年、ということは日本経済がほぼ高度成長期のトバ口に立ったあたりから、証券市場、なかんずく株式市場の成長・発展過程を、最初は市場の中に身を置いて、後には市場に密接にかかわる研究者として、つぶさに観察・研究の対象にしてこられた。津村氏の証券アナリスト協会に関わる活動については、研究者ではない多くの方が良くご存じでもあろう。これまでの著書、訳書にも、証券分析の先進国アメリカから学びつつ、日本の証券市場の特殊性にいかに対応していくかが、長年にわたって示されている。

日本の証券市場、とりわけ株式市場の特殊性を端的に示すものを、書評者の個人的見解として試みに上げてみるならば、戦前期と戦後期の市場の断絶、数次にわたる経済の高度成長を背

景にした株価の右肩上がり傾向、証券行政による厳しい証券業者および市場管理、保有構造の法人化現象等であろう。本書は最後の法人化現象を重視し、この観点から日本の株式市場の特性を様々な角度から分析し、総合化したものである。

全11章構成のうち終章を除いてすべて既出論文である。戦後日本の株式市場の全体としての展開を踏まえて、まずこれを時価総額の観点から捉え、その上で第3章から第9章までを法人持株と7つの項目との関連の分析に当てている。第9章のタイトルには法人持株という言葉が入っていないが、内容は法人持株の裏側を見ることにある。新たに書かれた終章はこれらの章全体の結論的考察にあたる。

## 序章 戦後日本株式市場の展開

上場会社の限定、法人持株の普及、間接金融優位の下での限界的資金調達市場性、株式流通市場を中心とする証券業者の発展、——等々の株式市場の日本の特異性の原因はただ1つ「個人資本家の欠如」である。これは戦前・戦後に共通であり、証券会社の体質もほとんど変わらなかった。戦後の日本市場の性格を規定した最大の要因は法人の株式保有の増大だが、本書では法人持株比率を金融機関保有比率プラス事業法人保有比率とする。市場構造の特徴は東京集中、4社寡占、市場リーダーの存在で示される。現在の日本市場はその量的拡大の面においても市場構造の面においても転機に立たされている。

## 第1章 株式時価総額成長の軌跡

国民経済の規模を反映するものとして上場時価総額で株式市場の規模を測る。時価総額の成

長率で1949-1994年を時期区分し、その特徴を成長構成要因(上場会社数、株数、株価)で把握すると、第I期(1949-1961)高成長、株数増大、第II期(1962-1967)踊り場、第3期(1968-1984)株価上昇が最大因、第IV期(1985-1994)上場会社数増・株数増となる。通観して株式時価総額成長の軌跡は日本経済の復興と成長の軌跡であったということができよう。

## 第2章 株式時価総額から見た日本の産業構造

上場株式時価総額の業種別構成比で日本の産業構造の変遷を見る。時価総額で見ることに、1)上場企業に限定される、2)株価が構成要因である、3)株価は極めて浮動的な変数である、というような特殊性があるが、1)上場企業の業種代表性、2)株価=株式の投資価値は株主の立場からする投下資本の配分状態とその効率を示す、3)株価は中期的には構造を表現することが可能であり、実物経済に対する先行指標性もある、と評価する。

## 第3章 法人持株と株価上昇

1989年春時点までをとり、結論としてはマクロ的には法人買いを1つの独立した株価変動要因として認めうるが、ミクロ的には他の要因が優越したり、時間的に拡散する結果、明確には認められないとする。

## 第4章 法人持株と株価水準

株価上昇との関連を対象にした第3章を補完する形で、位置づけられる。元の論文は90年9月発表である。株価水準はPERとPBRの双方でとり、結果としては時系列的変動はともにほぼ時間的トレンドだけで説明が可能である。

すなわち PER と PBR はともに法人持株比率には明確な関係がないとされる。

## 第5章 法人持株と株価の変動性

株価の変動性 (variability) は高低乖離率でとり、持株比率の変化と株価の変動性の変化には連動性がないとする。多くの時期には循環的な増減は看取されるが、傾向的には増減していない。変動性の大きさを変動させる要因も、株価変動要因そのものであって、株式所有分布のような市場構造的要因ではない。

## 第6章 法人持株と株式の市場性

株式の市場性 (marketability) を売買株数回転率と売買代金回転率でみる。両者の変動態様には本質的な違いはない。法人持株比率の変動との関連はほとんどないようだ。時系列的には、少なくとも法人化の進展過程が即市場性の低下過程だとはいえない。横断面的にはいくらかそれを示唆するような結果もある。

## 第7章 法人持株とエクイティ・ファイナンス

時系列的にはトレンドを除くと、株価が所与ならば法人持株が高いときに増資やエクイティ・ファイナンスが大きいとみられるが、その効果は僅かである。いわゆるバブル期には専らムードに支配されたエクイティ・ファイナンスが実行され、経済的には採算のないものだった。

## 第8章 法人持株と配当政策

配当政策に関するリントナーモデル (安定志向と利益比例志向の兼ね合いをモデル化) の検証が行われる。時系列的には日本企業では安定配当志向が非常に強いが、リントナーの想定も

かなり当たっている。横断面では自己資本配当率の構造を明らかにできず、分析の不備、不適切性が反省されている。

## 第9章 信用取引の利用状況

株券に関する信用取引は基本的に個人の投機支援システムである。信用取引の利用率は1971年にピークを示し、以後法人化の進展とともに急低下した。経済全体の資金余剰傾向の継続の下で、信用取引を利用して機関投資家に対抗する個人の逆張りは困難であったことが明らかであろう。信用取引をめぐる個人の行動は概して合理的である。

## 終章 法人持株と株式市場の機能

ここまでの10章を総括して結論的なまとめが出される。

- (1) 戦後期を通じて、市場の時価総額は他のマクロ変数を上回る高い成長を遂げた。法人持株の増加はこの過程と並行したが、段階の連動はなかった。
- (2) 時系列的には法人買いが株価上昇をもたらしたといえるが、横断面的にはいえない。法人持株比率の高い銘柄ほど株価水準が高いともいえない。
- (3) 株価の変動性についてもほぼ同じことがいえる。
- (4) 市場性の低下については、時系列的にはむしろ逆であり、横断面的には時期により弱い影響が認められる。
- (5) エクイティ・ファイナンスの機能低下についても、時系列的、横断面的にともにむしろ逆である。

全体を通じて、法人化の進展と日本の株式市場の一定のパフォーマンスの獲得とは並行して

生じてきた。この「並行」状況の解釈には決定的なものはないが、「法人持株比率の増大による株価の変動性の増大、市場性の低下という常識は誤解であることは明らかになった。」

現在進行形の日本版ビッグバンの過程で、

1) 投資基準の統一化、2) 企業経営に対する市場規律の強化、3) 市場間競争の激化、が一気に進み、本来の市場がつくり出されようとしているが、はたしてうまく行くのか。ブルジョア革命を経験していない日本の個人が独立したブルジョアジーとして行動しうるかどうかが、ビッグバンの成否を決めるであろう。

## 戦後日本市場にとって 法人化とはなにか

書評者は証券市場の歴史を専門とする立場から、これまでも証券関係の著書で歴史性を加味したものについて書評してきた。それらの著書のすべてが正面からあるいは側面から企業間の株式相互持ち合いを取り上げている。取り上げ方は種々様々であるが、多くは企業ないし銀行という日本経済の担い手の側にたって株式相互持ち合いの意味を問うたものである。これに対して本書は、法人持株比率の上昇と「日本株式市場の諸特徴」との関連性を、一貫して回帰分析の手法により解きあかそうとした試みである。大方の論者が考えたとしても実行はできないこの大きな試みを、著者の津村氏はいわば連続論文の形式でわれわれの目前に提出された。大きなテーマにまとめあげらるべき中編論文を何年にもわたって書きつないで来ることは、言うは易く行ふに難い事柄であり、著者の真摯な研究姿勢あってこそ可能なものであったといえることができる。

連続論文形式をとったことにはいささか難点がないではない。とりわけ法人持株比率上昇と個別テーマとの関連を取り上げた3章から9章までは1989年から95年の間に書かれており、すでに10年経っているものもある。すべての章の基盤になる期間が同じではないことになる。起点は同じであるから、終点の違いであるが、戦後40年か50年かは場合によってはかなり大きな差異をもたらそう。基本的な統計数字だけではなく、制度もかなり変わっており、たとえば信用取引はかつては一部の上場株券にのみ関わったものであるが、現在では全上場株券に拡大され、市場取引振興策として位置づけられるがはかばかしく利用されていない。これらをすべて現在時点に引き直して新たな論文とすることは不可能であったろうが、いささかのコメントはあっても良かったかと思う。

回帰分析という手法自体は書評者の専門外であるが、大方の結果がはかばかしい「有意」にならないことをどう考えるべきなのか。「特段の連動性はない」という評価が何回かなされているが、——素人の議論であることをお断りした上で——これが求めうる最良の分析結果であるとするならば、むしろ分析が終了したところから、すなわち計測的な分析ができない部分にこそ、問題の所在があるのではないかとも思う。もともとが非合理的な行動であるとすれば、計測的な分析には限界があるだろう。

事業会社と銀行の株式の相互持ち合い、および相互生命保険会社による一方的株式保有は、もともと意識的な経済行為、明確な経済合理性を持った行為として積み重ねられてきたわけではない。ある一時点におけるグループ維持、取引先維持というような政治的判断、場合によっては「仕方ない」という判断、たまたま資金余

剩があってなされた軽い判断、等が長年にわたって積み重ねられてきたものである。こういう実態を重視すれば、時系列的分析の、とりわけ初期、前半期には精密な成果を望むことはできないのではないか。また横断面においてもどの年次をとるかがかなり影響するであろう。

どうも合理的とはいいがたい、しかし全く非合理であるとも断定しがたい、個別の小さな経営判断の結果がとりわけ前半には多かったのが、相互持ち合いという分野ではないだろうか。あえてこのようなことをいうのは、戦後半期の株式発行は株主割当額面発行であり、すでに株主である取引先法人や銀行にとって株式割当は半ば強制的な性格を持ったからである。そして、公募時価発行に転換した後半期には企業系列・グループ維持のための対応がやはり半ば強制的な性格を持つことになった。バブル崩壊後は、公募時価発行の事実上の中止下に第三者割当が持ち合いを進めた。これらの結果として、持ち合い株式は、1) グループ維持のための、あるいは安定株主構成維持のための、底辺を形成する「固い」保有、2) 自社株と交換して償却可能な保有、3) 市場の価格を見て市場で売却し、現金化したい保有（虚構の投資の現実の回収）、の3部分に分かれると思われる。

なお、法人持株そのものを前面に出したわけではない、いわば前段の議論である第2章の時価総額からみた産業構造分析が、非常に興味深かったことは特記しておきたい。

## 証券市場における個人とは ブルジョアジーか

法人持株を主たる対象にした著者の裏側の関心は、日本の個人資本家（イコール投資家とは

いえない？）の弱さ、いやその「不在」にある。その原点は「日本にはブルジョア革命がなかった」ところにまで遡って把握されている。フランス革命のようなブルジョア革命（新興市民階級が旧体制を打倒）が日本になかったことは確かであるが、ではそのフランスが典型的な証券市場の発展国であったわけでもない。ブルジョア革命と個人投資家の関連にはもう少し媒介項が必要だと思われる。

日本の明治維新が「ブルジョア革命ではない」とされる論拠は「ブルジョアジー＝絶対王政を倒して成立した意識的市民層、がない」ことである。しかし、資本主義的経済発展を制約する諸要素が基本的に取り払われれば、最低限のブルジョア革命は達成されたと考えることもできる。書評者はその立場に立つが、この場合、相当な資産を保有して自ら事業者となるか、あるいは他者の事業に投資する意識的市民は、層としては成立していない。代わって、まずは国家が事業者・投資者として登場し、次いで旧支配者層の一部、やがて新たな支配者層と、新たな資産家層が登場する。日本の場合にはさらに第2次世界大戦によって、これらの戦前型資産家層が崩壊し、その後に「弱体な」個人投資家がようやく浮かび上がった。零細資金しか持たない大衆投資家、貯蓄の代わりに証券投資を勧奨される零細市民がブルジョアであるわけがない。あるいは旧財閥家族に属する一部の個人はここでいうブルジョアに該当したであろうが、かれらは財閥解体でほとんど消失した。

こういう歴史を見た上で、著者の真意はどこにあるといえるか。第1に、発行市場で、とりわけ新規産業の、将来性はあるが現在資金の無い企業に投資する、個人資本家がいらない。第2

に、流通市場で、法人化・機関化に対抗しうる資金と自己責任を持った個人投資家がいらない。どちらも事実であり、容易に変わる条件はないであろう。金融・証券ビッグバンを契機に個人投資家（とは限らず機関投資家にもであるが）に自己責任が問われることによって、個人投資家の性格転換が促されているが、その自己責任はやはり大衆投資家としての資金の範囲に止まるものであろう。一部の、相当程度の資産を保有する個人投資家（メリルリンチ社によれば富

裕な資産家とは金融資産100万ドル以上の保有者である）はすでに日本の株式市場を越えて世界のあらゆる市場に直接参加しうる時代である。個人投資家を変えることによって日本市場に影響を与えることは困難な時代になっているのではないか。間接投資をする零細個人投資家を糾合し、代表する機関投資家が自己責任をまっとうすることが先決ではないか、という気持を否めない。

（当所東京研究所主任研究員）