

神田秀樹責任編集・財団法人資本市場研究会編

『徹底討論 株式持ち合い解消の理論と実務』

(財経詳報社, 2001年2月)

小 林 和 子

『徹底討論 株式持ち合い解消の理論と実務』とは本のタイトルとしてはやや長く、ある種の違和感を否めないところがある。しかし、前書きを読めばこのタイトルが本書の成り立ちを良く示していることがわかる。1冊の本が作られるには、書き下ろしとすでに活字になっているものを取りまとめる方法があり、また最初から文章として書かれたものか、講演や報告、あるいは対話や討論の形をとったものかの区別がある。本書は「報告プラス討論」形式を活字にしたものを、一書にまとめて作られた。タイトルの初めにつく「徹底討論」はこの成り立ちを直接に示したことになる。

株式持ち合いの静かなる解消は1980年代から始まっていた。業種により企業によっては株式持ち合いの形で非効率的な投資を温存しておくことができなくなっていたからである(相互持ち合い株式は持つ側の企業にとっては虚構の投資であり、市場に売却して初めて現実の資金回収となる)。上場企業約2000社のごく一部がこうした行動を静かに行っている分には市場に波風は立たない。しかし相当数の企業がほぼ同時に継続してこうした行動をとったとすれば、市場には大きな売り圧力となる。その最初の大き

な波動がきたのが1998年で、このときには経団連の株式保有機構案等が出された。その後の過程で銀行側からの持ち合い解消売りが大きいことが確認され、2001年には銀行保有株式の買い上げ機構案が考えられている。本書はこの間の2000年4月に財団法人資本市場研究会が発足させた「株式持ち合い解消等に関する研究」をテーマとした「資本市場研究委員会」の討論成果である。8回にわたる研究会の成果はそのつど資本市場研究会の発行する『月刊資本市場』に掲載された(同誌 No. 179～No. 186)。研究会参加者が法律・経済の研究者、会計学者、実務家にわたることから、「理論と実務」の語が入ったものであろう。さて「持ち合い解消の理論と実務」とはなにか。

本書の構成と内容

『月刊資本市場』への掲載は複数の報告と討論がまとめられた例もあるが、本書は各報告とそれについての討論を1章としてまとめた全13章に、付論が付けられたものである。「発刊にあたって」によれば、報告の順序とは異なり、テーマごとに以下のように6分類される。

1. 株式持ち合いの現状と歴史的背景(第1

章, 第2章)

2. わが国の株主構造 (第3章, 第4章)

3. 株式持ち合いの問題点 (第5章)

4. 株式持ち合いの解消が各方面に与える影響 (第6章, 第7章, 第8章)

5. 会計的, 法的側面からのアプローチ (第9章, 第10章, 第11章, 第12章)

6. まとめ (第13章)

各章のタイトルと執筆者は以下の通りである。

第1章 株式持ち合いについて 淵田康之
(野村総合研究所)

第2章 株式持ち合いの歴史的形成要因と今後における問題点 三宅一弘 (みずほ証券)

第3章 わが国の株主構造と将来展望 高森正雄 (東京証券取引所)

第4章 株式持ち合い構造の変化 中野充弘
(大和総研)

第5章 株式持ち合いの問題点 米沢康博
(横浜国立大学)

第6章 持ち合い株式の市場売却が株式市場に与える影響 丸淳子 (武蔵大学)

第7章 株式持ち合い解消が日本の企業経営に与える影響 竹下智 (野村證券)

第8章 投資家の観点から見た株式保有: リスク・リターンの関係から 川北英隆
(日本生命保険)

第9章 会計的に見た株式持ち合いの影響と解消方法 秋葉賢一 (朝日監査法人)

第10章 株式の相互保有と会社法 藤田友敬
(東京大学)

第11章 株式の保有に関わる法の規制—独占禁止法を中心に— 小塚莊一郎 (上智大学)

第12章 ドイツにおける株式相互保有の法規制と実態 神作裕之 (学習院大学)

第13章 株式持ち合いとその解消: まとめ
神田秀樹 (東京大学)

—付論— いわゆる「金庫株」の解禁と会社法 藤田友敬 (東京大学)

以下, 各章の報告の内容 (R) と, ディスカッションの論点 (D) をまとめておく。

第1章 株式持ち合いについて R: 世界の経済・産業が急速に変化する中で他の国々では盛んな企業M&Aが日本で少ない要因の1つに持ち合いがある。持ち合いの現実的解消について個別企業に任せておくのが良いか, パブリック・ポリシーとして何らかの方策を実行したほうが良いのかが, 1つの論点になろう。D: 各委員の問題意識展開のうへ, 座長から問題点を3つに整理して提示された (持ち合いの是非論を検討するかどうか, もつ場合・もたない場合の各論を検討するかどうか, 株式所有構造の変化の方向性)。

第2章 株式持ち合いの歴史的形成要因と今後における問題点 R: 間接金融優位体制の下で達成された高度経済成長, その中核に存したメインバンク体制の担保として持ち合いが形成される。低成長下の現在では持ち合いは実情に合わなくなっているが, 持ち合い解消が進みにくい要因がある (株式市場における解消需要のミスマッチ構造, 株主総会における議決権集中難, 解消促進策の消極化)。D: 保険会社の持分を純投資と政策投資にどう配分するか。持ち合いを進めるよりも解消のほうが

困難だと思われる。日本経済の資源の再配分(M&A)のためには持ち合い解消を進めたほうが良い。持ち合い形成時に特定株主割り当てだったとすれば、解消時にも特定者からの買い取りでないと進まないのではないか。

第3章 わが国の株主構造と将来展望 R: 最近の株主構造の変化を見ると、投資単位金額の引き下げ、すなわち株価の低下が個人株主の増大につながっていることは間違いが無い。今後の方策も投資単位金額の引き下げ、投資信託商品の多様化、税制面からの個人投資家優遇等になろう。D: 株式流通市場に対しては持ち合い株式の売却もその他の株式売却も同じに受け止められる。子会社上場の将来性について。

第4章 株式持ち合い構造の変化 R: 持ち合い比率は1980年代半ばにピークをつけ、以後は急速に下がっており、99年度の上場会社で約32%である。事業法人と銀行の持合解消はかなり進んでおり、今後は事業法人同士の持ち合い解消が問題になろう。D: 個人投資家は株価が下がったから買うのか、情報不足で買った後に下がったのか。この10年間で外国人保有が非常に増えたが、今後投信等が続くかどうか。

第5章 株式持ち合いの問題点 R: 株式の持ち合いは株価水準に関しては中立的という検証結果が出ている。PERの分母のEPSは過小に評価されるので、持ち合いによりPERは大きくなる。持ち合いは、銀行の健全性および企業のコーポレート・ガバナンスに与え

る影響のほうが問題になる。メインバンクを持っている企業はトービンのqに対してマイナスの影響あり。D: 短期的には株価の形成には相当需給が影響するのではないか。銀行は独禁法の強化、BIS対策、不良債権処理等の特殊な条件下で持ち合い解消売りをしてきたが、現状ではリスク管理意識がかなり高まっている。マーケット・インパクトを避けようという意識はある。

第6章 持ち合い株式の市場売却が株式市場に与える影響 R: 株式分布状況を絶対数で見ると増資新株の相互持ち合いが多かったろうこと、また多くは生産性に関与したものではなかったことがわかる。個人株主比率の減少は各国共通だが、日本ではこれを補ったのが機関投資家ではなく企業の相互持ち合いだった。これを再び個人(投信)のリスクに置き換えるには相当量の資産運用産業の成長が必要であろう。また株式交換による解消も考慮されて良い。D: 投信がなぜうまくいかないか。日本の投信が中～短期投資に向いたのは、他方で生命保険が格好の長期投資として存在したからではないか。

第7章 株式持ち合い解消が日本の企業経営に与える影響 R: トヨタ自動車の具体例で戦後の株主構造の変遷と相互持ち合いの進展を見る。上場会社の相互持ち合いは、理論的な資本の空洞化とは別に、時価総額を実際よりも大きく見せていることになるのではないか。東京株式市場で実際に投資できる部分の比率(浮動株比率)は65%に過ぎない

ことを重視すれば、外国人は他の市場に逃げるかもしれない。銀行も事業会社も時価会計の全面適用で持ち合い解消が決定的になろう。持ち合い解消は企業経営者に対して大きな抑制力になろう。D：会計の面では、益出しクロス問題は理屈ではない取り決めになっている、配当可能利益の片道ルールもどうしようもない、全面時価評価がすべてにおいてよいのか等の問題がある。買収に対する防衛制度は実例が出てくれば早く成立するのではないか。

第8章 投資家の観点から見た株式保有：リスク・リターンの関係から R：個人投資家は機関投資家に投資を委託するメリットあり。機関投資家のうち生命保険会社は株式でリスクをとりすぎであり、ポートフォリオの変更が必要である。公的年金は個人の資産運用の代替だとすると民間証券を相当組み入れてよいことになる。従来のような持ち合いを支持する環境はなくなっているが、具体的にどうなるかは今後の環境次第であろう。D：大規模な機関投資家にはパッシブ運用のメリットは大きい。公的年金を安全資産として認識すれば、個人のオンバランス資産はもっとリスクをとりうる。

第9章 会計的に見た株式持ち合いの影響と解消方法 R：新会計基準では有価証券は保有の意図に応じて分類し評価の基準を変える方向で、持ち合い株式は時価評価で増加した分に見合う項目が（税効果を考慮のうえで）資本勘定に計上される。時価評価により財務指標

が動いて、投資家が判断しなおし、保有し続ける場合と続けない場合を見る。株式の流動化はかなりし易くなった。D：包括ヘッジといってもヘッジ対象は明確に括る。時価会計になると、持ち合い株式を放出する方向に影響すると思われる。

第10章 株式の相互保有と会社法 R：「資本の空洞化」という言葉はあくまで資本を巡る会社法上の計算の仕方との関係で問題になるものである。ルール1は資本金に会社の規模を示すある種の公示機能を求める、2は債権者保護の機能（配当抑制機能）である。子会社による親会社株式取得の禁止は新規株式割当と市場からの取得とが判然とせず、これらのルールとの関連が明確でない。持ち合いの全面禁止等ではなく、実質的に空洞化が生じないように政策的に比率を決める、またある種の財源規制を行うことが妥当ではないか。自分の会社に対するコントロールについても、持株比率と役員兼任等を併せて実質的判断基準を持つべきであろう。現行法は持ち合い株式の解消を何ら妨げていない。解消のための受け皿を無理に探すのは余り健全ではないのでは。D：株式交換の例ではルール1はすでに破られている。ルール1は必ずしも法的に完全に適切ではないので、持ち合いによるある程度の空洞化を許しているとも見られる。株主平等の原則から特定第三者からの引き取りはできない。

第11章 株式の保有に関わる法の規制－独占

禁止法を中心にー R：独禁法には企業結合（市場集中）規制と、特定の市場における競争規制を問題にしないー般集中規制（経済権力の集中規制）とがある。日本の独禁法は米反トラスト法の起源に近い姿を止めているが、企業支配の問題は会社法、証券取引法に委ねてよいのではないか。株式保有規制も事前届出制でよいのではないか。
D：企業支配による弊害の標準的なイメージは利益相反。ボーダレスな競争・合併等には国内独禁法ではいろいろ問題が出ている。

第12章 ドイツにおける株式相互保有の法規制と実態 R：ドイツ法は持ち合いにはかなりの介入を行っている。敵対的買収に対する防衛策として、合意に基づいて持ち合いが進んでいる。会社法上の問題点としては財産の重複、出資の無い経営者の議決権行使、情報取得が内部者取引につながる、保有自体の不透明性、経営者の自由裁量権を縛る等。「特別の相互参加」（過半数参加）では従属会社は支配会社の株式の引受または取得を原則的に禁止される。「単純な相互参加」では一定の株式について権利が制限される（相互保有を25%にまで限定）結果、25%を超えて持ち合う例が非常に少ない。D：日本の議論とは逆にドイツでは相互参加の進展がむしろ株価を低下させる方向に動くといわれる。従来経営者が株価にあまり注意を払わず。株価の低迷は独占力を発揮していないことを意味するか。協働決定制度の関係もあろう。

第13章 株式持ち合いとその解消：まとめ

R：1. 考え方を「株式市場論」（株価への影響、株式量、持ち合いの解消は資金調達になるか等）と「制度論」（会計、法制、税制）に分けて整理する。2. 実態（持ち合いの合理性、現在起きているのは相互の売却か等）を知る。3. 持ち合い解消の在り方（持ち合いの是非論、解消のための受け皿論議等）を考える。4. まとめとして、第1に解消を促進・奨励すべきだとまではいえない。第2に、大量のエクイティ・ファイナンスが行われたのなら、大量のエクイティ消却がなければおかしいのではないか。第3に、持ち合いと解消について会社法にある非対称性を若干緩和して、解消・消却をしやすいとしても良いのではないか。第4に、したがって会計制度や税制の在り方について提言等はできないのではないか。
D：日本ではなぜ持ち合いをする（した）のか。持ち合いという行為そのものよりも日本のマネーフローの構造に問題がある。短期的な需給に集中するのではなく、こういうときこそ中長期的にすべきことをすべきではないか。

ー付論ー いわゆる「金庫株」の解禁と会社法

金庫株解禁のファイナンス的意義はあまりはっきりしない。解禁するならば、自己株式に関する諸ルールの見直しが必要。金庫株について最も徹底した立場をとるアメリカ模範事業会社法ではすでに「金庫株」概念は無く「授権されたが未発行の株式」とする。日本法へこれを導入する場合、日本法全

体との整合性を考えるべきであろう。

持ち合い解消の理論と実務とは

内容の紹介にすでにかかなりの行数を費やしたが、13章に及ぶ報告とさまざまな分野の専門家達によるディスカッションのすべてを適切に要約することは不可能である。報告とディスカッションという形式については、本書の成り立ちからして不可避ではあるが、通読する前には果たして良いかどうか、いささか否定的な予想をしていた。しかしこれはなかなか良かったという結論である。研究会を重ねるにつれ、参加者が共通にもつ認識の基盤が広がり、厚みを増したからであろう。また、会計、法制、税制等について（税制はやや手薄としても）、それぞれの専門家が入っていることが、議論の全体を経済専門家みの場合より格段に拡大したといえる。欲をいえば、発行者側、持ち合いを行っている事業会社あるいは銀行の側の参加者が欲しかった。生命保険は投資家あるいは資産運用者としての発言になり、持ち合いの片側にはならない。そして、このこと（持ち合いの当事者を欠くこと）が、本書に対する最終的評価にもつながると思われる。

株式持ち合いの定義と量的評価、解消の実態等については、報告の中で、あるいは巻末資料を通じて、非常に大きなバックグラウンドの中で位置付けることができる。これらを共通の認識基盤とした上で、持ち合い解消についての積極論と消極論とも言うべき論議が繰り広げられる。持ち合いの形成過程と解消過程は非対称的であるとする認識と、対称的に解消させればよいのではないかという議論はかみあわない。責任編集者の最後のまとめがかなり明確に言っていることに評者はほぼ賛成する立場であるが、

結論としては持ち合い「解消」を積極的に促進すべき論拠は無く、「解消の理論と実務」という本書の課題は、読み終わった時点では意味を持たないのではないかという感想を持った。持ち合いの解消というものが法的・制度的に規定される部分が少ないとすれば、その実際は持ち合い当事者の自由に委ねられる。このことを理論家と実務家の議論の裏側で浮かび上がらせたのが、本書の効用であろうと思う。

持ち合いの解消がこのような性格を持つのは、当然ながら持ち合いの形成が同じ性格を持つからではないか。持ち合いの形成の歴史性（財閥の規定性、証券恐慌後のはめこみ、資本自由化に対応する安定株主作り等）は随所に触れられているが、戦前期の日本の銀行はその初期から株式を保有してきたことに注意を促したい。免許制株式会社として出発した国立銀行は、当初から株式会社金融を行い、増資払込資金を融資し、株式担保金融を増やし、貸出先が傾けば買収して株式保有を増やした。大きな事業会社も合併買収で昭和10年代にはかなりの株式保有が確認されている。銀行も事業会社も他社株式保有の長い歴史があるところに、戦後の持ち合いが、意図的な同時同額ではなく、そのときときにはある種の経済合理性を持つ形で、少しずつ積み重ねられていった、と理解するのが自然ではないか。その上に、エポックメイキングな歴史性が浮き出てくるのではないか。

最後に、本書が刊行された後になって、銀行保有株式の棚上げ機構、及び銀行の株式保有禁止論議が出てきた。前者は短期的あるいは中期的な議論、後者は長期的な金融構造の改革につながる議論である。評者としては後者の展開に大きな興味を寄せている。

（当所理事・東京研究所主任研究員）