

株式は魅力的な投資対象か — 株式市場の構造とその変化・2 —

金融研究部 主任研究員 川北 英隆
研 究 員 田宮 俊治

《要 旨》

1. 「株式は依然として魅力的な投資対象か」。現状を分析するかぎり、その答えは「否」に近かった。
2. 株主の立場からみると、日本の上場企業の平均的な姿は幻滅すべきものである。株主が企業に委託している資金である株主資本は、十分な利益を生み出していない。
3. このような幻滅すべき状況をもたらした背景に、株式持ち合いや安定保有があることは否めない。物言わぬ株主が、企業経営者をして「株主資本のコストは“安い”」と思わせ、それが資本の無駄使いを促す結果となってしまった。
4. 現在、株式持ち合いや安定保有の関係は緩もうとしているのか。その兆しは部分的にみられるが、将来について確たることはまだ言えない。しかし、「会社は誰のものか」（コーポレート・ガバナンス）という議論が盛んになっていることに象徴されるように、企業の幻滅すべき状況に対する株主の批判は次第に厳しさを増してきていると考えられる。
5. 株主の批判は不安定な株価動向に端的に表現されている。現在の株価水準には依然として、株主の希望的観測が織り込まれているものと推量される。したがって、上場企業がそのような株主の希望的観測に応え、株主を意識した経営を行うことが、株式市場の機能を維持していくために不可欠であろう。

注1；本稿は「株式市場の構造とその変化」（ニッセイ基礎研究所『調査月報』、1992年8月）の続編である（本文参照のこと）。また、「141兆円の持合構造の分析」（金融財政事情研究会『週刊金融財政事情』、1992年10月12日）、証券不況とバブル崩壊（日本評論社『経済セミナー』、1993年1月）、「株式安定保有の形成と現状」（日本証券アナリスト協会『証券アナリストジャーナル』、1993年6月）、「市場参加者の行動変化——機関投資家」（日本証券経済研究所『証券市場及び証券業の将来像に関する研究会報告書』、1993年8月）などの内容を踏まえるとともに、それらに示した持合比率などの集計結果を修正している。

注2；主に、「2. 株式持ち合いと安定保有の分析」は田宮が担当し、残りを川北が担当した。とりまとめは川北が行った。

目次

- | | |
|----------------------|------------------------|
| 1. はじめに | 3. 株式安定保有とコーポレート・ガバナンス |
| 1-1. 本稿の問題意識と目的 | 3-1. 何故、コーポレート・ガバナンスか |
| 1-2. 日本の株式市場の歴史的な特徴 | 3-2. 事業活動の収益性と効率性 |
| 2. 株式持ち合いと安定保有の分析 | 4. まとめ——モデルによる企業評価 |
| 2-1. 分析の範囲 | 4-1. 株価モデルについて |
| 2-2. 株式持ち合いと安定保有の状況 | 4-2. シミュレーションの結果 |
| 2-3. 株式安定保有と投資収益率の関係 | 4-3. 結語 |
| 2-4. 銀行の貸付と株式保有の関係 | |
| 2-5. 株式持ち合いと安定保有のまとめ | |

1. はじめに

1-1. 本稿の問題意識と目的

株式は依然として魅力的な投資対象か、これが本稿の基本的な問題意識である。

1989年末にいわゆるバブル^(注1-1)がピークに達するまでは、株式の投資収益率がきわめて高かったため、黙って株式に投資し保有してさえすれば儲かった。しかし、バブルは崩壊し、株式投資は大きな痛手を被った。手遅れにならないうちに、もう一度目を見開いて株式市場と株式投資を冷静に見つめ直してみようということである。

昨年(1992年8月)、ニッセイ基礎研究所『調査月報』で、「株式市場の構造とその変化」を掲載した。そこでの目的は、戦後の株式市場の歴史的な流れと、それが現在の株式市場をどのように特徴づけてきたのか、さらには、それがバブルの形成と崩壊にどのように関係していたのか、明らかにすることにあった。

「株式市場の構造とその変化」の基本的な問題意識も、本稿と同様、株式の投資魅力についてで

あったことに違いはないが、株式持ち合いの現状や、投資対象としての株式の価値というようなテーマについてあまり言及することができず、将来の調査・研究課題として残されていたことも事実である。そして、それらの残された課題を扱うのが、本稿の主たる目的である。

もう少し具体的にいえば、本稿では次のようなことを対象として扱う。

- a. 株式持ち合いもしくは安定保有^(注1-2)の全体像を把握する。また、旧財閥系企業群での持ち合いや安定保有の状況、銀行と企業間の持ち合いもしくは安定保有と金融取引の関係など、様々な視点から株式保有構造の調査を行う。
- b. 株式持ち合いや安定保有が株価形成に与える影響について分析を行う。
- c. コーポレート・ガバナンスの視点からみた株式持ち合いや安定保有の役割と、株式の価値について分析する。

最後に、将来の株式市場についていくつかの私見を提示する。

注1-1：本稿では1985～89年をバブル期もしくはバブル形成期と称する。また、1990年以降をバブル崩壊期とする。

注1-2：本稿では、株式持ち合いとは、「純粹の株式投資以外の目的を持って相互に株式を保有している状態のこと」をいうが、データの制約などから実際には「相互に株式を保有していることが客観的データで確認できる状態のこと」をいう場合がある。また、安定的な株式保有とは、「株式持ち合いを含めて、純粹に株式投資をする目的以外の目的を動機として株式を保有すること」をいう。また、それぞれを単に、持ち合い、安定保有ということもある。

1-2. 日本の株式市場の歴史的な特徴

本論に入る前に、「株式市場の構造とその変化」で述べた内容のうち本稿と関係の深い部分、すなわち戦後の株式市場の歴史的な流れと、その中で形成された保有構造の特徴について簡単にまとめておきたい。

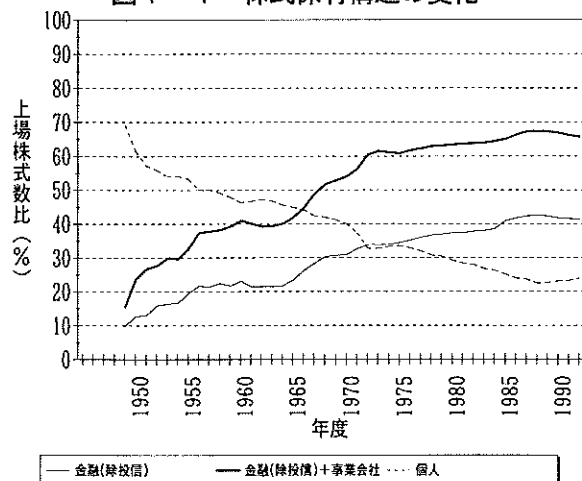
一言でいえば、安定的な株式保有構造は3つの段階を経て形成されてきたこと、その過程でエクイティ・ファイナンスが“安い”資金調達としての評価を上場企業から得てきたことである。

1-2-1. 第一段階（戦後～証券不況期）

戦後の株式市場は、「証券民主化運動」、1948年の証券取引法公布・施行、49年の証券取引所再開によって幕開けした。

財閥解体^(注1-3)によって放出された株式の多くは「民主化」の名の下に個人株主の保有となった。また株式売買は、終戦直後から店頭市場で再開されていた^(注1-4)が、証券取引法の施行や証券取引所取引の開始によってその公正性の確保が図られたのである。以上は、資金調達市場としての株式市場の役割を確立し、その発展を促すための措置であった。

図1-1 株式保有構造の変化



注1-3：終戦の年、1945年にGHQは財閥解体を指令した。

注1-4：集団取引と呼ばれていた。

注1-5：制度的にも、1949年と53年の2度にわたり、独占禁止法による株式保有制限規定が緩和されるというように、持ち合いの行いやすい環境が形成されていった。

注1-6：たとえば、1965年には日経平均株価1000円が心理的な防衛ラインとされた。

さて、その当時の株式の保有構造をみると（図1-1）、1949年には個人が69%を占めていた。しかしその後、金融機関（主に銀行、生保）や事業会社の株式買い入れの結果、個人の保有比率は急速に減少し、1956年には50%を割った。

このような保有構造の変化の背景には、戦後の混乱期に株価を支えるため、金融機関に対して買い入れが要請されたこともあるが、より重要なのは意識的に株式の安定化が進められたことである。つまり、安定化率が低いという保有構造の隙に乘じ、株式の買い占めが頻発したことに對抗するため、旧財閥系の企業群を中心に、株式の相互保有（つまり持ち合い）が進められた。いわば、経営権の安定を指向した株式の安定化が試みられたのである。^(注1-5)

旧財閥系を中心とする株式の安定化は1960年頃まで強化された。これが株式の安定保有構造形成の第一段階で、金融機関と事業会社の保有する株式の割合は40%を超えた。株式の多くの部分が、いわゆる法人株主によって保有されるという構造の基礎が形成されたのである。

1-2-2. 第二段階（証券不況期～第一次石油危機）

第二段階は証券不況期から始まる。

1965年の山一証券の経営危機に象徴される証券不況は、その後の株式市場の構造に直接、間接に大きな影響を与えたエポックであった。それだけに重要な制度改革や構造変化が多くあるが、株式保有構造に関していえば、日本共同証券や日本証券保有組合という「株式買い支え機関」が市場に導入された点を特筆すべきであろう。

これらの買い支え機関は、需給によって株価の維持を図ろう^(注1-6)という組織で、証券会社はも

もちろん、銀行をはじめとする金融機関も設立に参加した。買い支え機関によって緊急避難された株式は当時の発行済株式の5%に達した。それらの株式は、証券不況期を脱した株式市場に再度放出されたわけだが、実際には大部分が金融機関や事業会社という安定株主にはめこまれたのである。

さらに、1965年以降、証券不況からの回復期はまた、資本の自由化^(注1-7)が推進される時期と重なっており、アメリカをはじめとする欧米先進国の資本が日本の企業を乗っ取るのではないかという危惧が漂っていた。このため、買い支え機関が放出する株式はもちろんのこと、それ以上に株式安定化の一段の強化が図られ、海外資本からの防衛態勢が整えられたのである。この意味で、株式の安定保有構造形成の第二段階も、第一段階と同様、経営権の安定を指向した時期であったことに変わりない。

なお、先の図1-1によると、1965年からの10年弱の間に、金融機関や事業会社の保有する株式の割合が証券不況期の前よりも約20%上昇し、合計で60%と、過半数を超えたことがわかる。これはまた、経営権の安定という目的がほぼ達成されたということでもある。

この時期に形成された株式市場の特徴として、もう一つ指摘しておく必要があるのは、時価発行増資が定着したことである。時価発行増資はさらに、その後の転換社債や新株引受権付社債をまじえた資金調達、いわゆるエクイティ・ファイナンスへと発展した。重要なことは、上場企業がエクイティ・ファイナンスを“安い”資金調達手段として認識し、かつそのような資金調達が利用できるということを一種の特権と感じ始めた点である。

さらにこのことは、エクイティ・ファイナンスをより一層“安い”資金調達とするために、株価に注力しなければならないという意識の高まりへ

と向かわせた。つまり、株価対策という観点からも、株式安定化に着目するようになったのである^(注1-8)。証券不況期の買い支え機関に期待された株価対策という役割が、広く安定株主に要請されたと考えてもいいだろう。

1-2-3. 第三段階（第一次石油危機～バブル形成期）

第一次石油危機（1973年）を経て、安定的な株式保有構造の形成は第三段階を迎えた。先の図1-1をみると、それまでは金融機関と事業会社がともに株式保有比率を上昇させていたのに対して、第一次石油危機以降は、事業会社は保有比率を上昇させておらず、金融機関だけが安定化の強化に貢献していたことがわかる^(注1-9)。

高度成長が終わって投資機会が減ったこともあり、企業は借入より安い資金調達を指向し、エクイティ・ファイナンスが上場企業の主要な資金調達手段となっていった。それとともに、第二段階で意識され始めていた株価対策がより鮮明に、経営上の重要な課題にもなってきた。

つまり、この第三段階での株式安定化の目的は、それまでの経営権の安定だけではなくていたということである。“安い”資金を調達し、より多くの事業利益を計上することが目的だったといってもいい。それだけに、何らかの理由によってエクイティ・ファイナンスが事業利益の増加に寄与しなくなると、第三段階で強化された安定保有部分は存立基盤を失い、脆くなる。その部分を将来にわたって安定的に保有する理由に乏しくなるからである。

注1-7；海外資本が自由に日本へ直接投資できるようにしようという措置。

注1-8；理論上、持ち合いや安定化は株価に影響しないとされる。しかし、上場企業は需給関係を通じた、とくに比較的短期の株価対策に関心があった。

注1-9；図1-1の太い実線と細い実線の間隔が開いていない。

2. 株式持ち合いと安定保有の分析

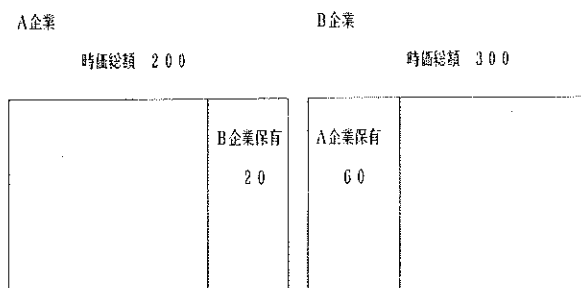
2-1. 分析の範囲

株式の持ち合いや安定保有は一般的に、企業買収を困難にすることで経営の安定を図ったり、コストの“安い”エクイティ・ファイナンスを実現するため、強化されてきた。戦後、株価は順調に上昇し、株式持ち合いや安定保有を行っている法人は、含み益を増加させることができたため、何ら株式保有に疑問をいただく必要もなかった。しかし、1990年に始まったバブル崩壊とその後の株価の低迷により、株式の含み益が減少し、株式保有を再考する必要性が生じてきているのではなからうか。

株式持ち合いや安定保有に関して、経済的背景やその変化については「3. 株式安定保有とコーポレート・ガバナンス」で考えることとし、ここでは主に、以下のような4つの観点から、持ち合いや安定保有の状況それ自身について分析しておきたい。

- 株式持ち合いや安定保有の現状はいかなるものか。
- 「株式持ち合いが崩れはじめている」という声をよく耳にするようになったが、実際はどうか。
- 株式持ち合いや安定保有と、株式投資収益率などとの間には、何らかの関連性があるのか。

図2-1 持ち合い比率などのイメージ



- A企業が保有しているB企業の株式と、B企業が保有しているA企業の株式が持合株式である。
- 市場全体がA企業とB企業だけで構成されているとすれば、持合比率は16%になる。
 $(20+60)/(200+300)=0.16$
- 安定保有株式や安定比率についても同様である。

d. メインバンク機能と株式持ち合いとは関連性があるのか。つまり、銀行貸出と株式持ち合いの相互関係について分析する。

なお、この項の分析で用いる言葉は次のように定義する（図2-1）。

- 「持合株式」；相互に株式を保有していることがデータで確認できる場合、その保有している株式を指す。
- 「持合比率」；「持合株式」の時価が、持ち合い関係にある各々企業の（あるいは市場の）時価総額全体に占める割合をいう。
- 「金融機関」；とくに指定しないかぎり、銀行（信託銀行を除く）、生命保険会社を指す（損害保険会社などは、安定保有の分析に対する影響が少ないと考えられたので、原則として除外した）。
- 「事業会社」；「金融機関」、損害保険会社、その他金融、証券会社以外の、国内の民間法人を指す。
- 「安定株式」；持合株式に加え、金融機関が保有している株式と、事業会社が保有している金融機関の株式を原則として指す。
- 「安定比率」；「安定株式」の時価が、安定保有関係にある各々企業の（あるいは市場の）時価総額全体に占める割合をいう。

2-2. 株式持ち合いと安定保有の状況

まず、株式市場全体と特定の企業群について、株式持ち合いと安定保有の現状について分析する。

2-2-1. 分析の範囲とデータのカバレッジ

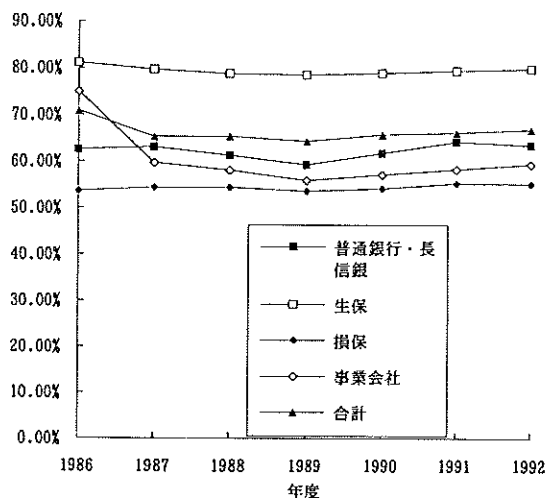
株式持ち合いなどに関する客観的な出来合いのデータがないので、様々なデータを加工して推計するしかない。そこで、ここでの持ち合いなどに関する分析がどのようなデータに基づくのか、またそのデータの限界がどこにあるのかを示しておくことが、技術的ではあるが、有益であろう。

分析は東京証券取引所（東証）の上場企業を対

象とし、基礎データとして有価証券報告書（有価証券明細表）と大株主データを用いた^(注2-1)。これらのデータでは、金融機関や事業会社が保有している株式の一部分しか把握できないため、どの程度の割合を把握できているのか、いわゆるカバレッジが問題になる。

そこでまず図2-2で、ここで用いたデータのカバレッジを示しておく。これによれば、全体のカバレッジは65%前後である。内訳をみると、生命保険会社のカバレッジが80%程度と高く、事業会社は60%弱と少し低い^(注2-2)が、普通銀行・長信銀も約60%をカバーしている。また、カバレッジはバブル期に低下し、バブル崩壊後に少し上昇している。要するに、持ち合いなどに深くかかわっている先については、60%以上のカバレッジがあると考えてよさそうである。

図2-2 持合分析用データのカバレッジ



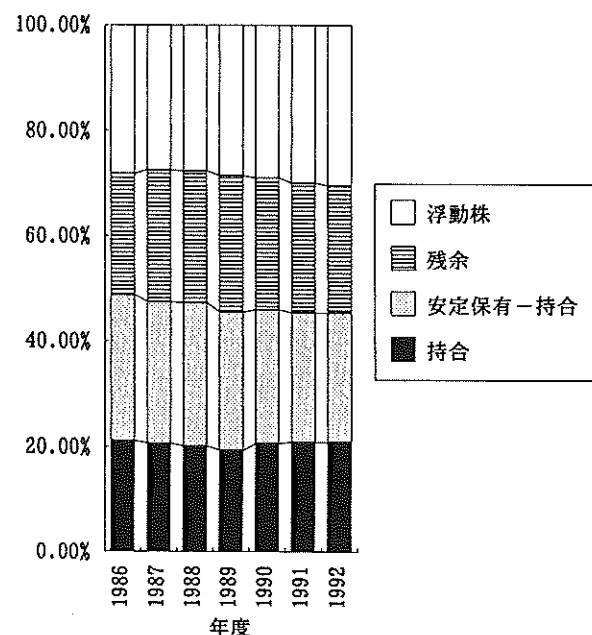
なお、銀行など金融機関のデータは、大株主名簿を基準にしているため、その名簿に記載されていない株式の保有が把握できないので、カバ

レッジを低める。とくに資金量の小さい金融機関の場合にその可能性が高い。一方、事業会社の場合も、少数の株式保有の場合は有価証券明細表に一括してディスクローズされるため、把握できないことになる。

2-2-2. 市場全体の持ち合いと安定保有

株式持ち合いと安定保有の全貌を示すと、図2-3のようになる。

図2-3 株式保有構造の概要



(注) 安定保有には信託銀行の保有株を含まない。
浮動株とは、個人、投資信託、海外投資家、政府の合計。
残余とは、安定保有と浮動株以外の部分。

なお、ここでの安定比率は最初の定義と少し異なり、銀行および生損保の保有している株式時価総額について、全国証券取引所協議会が発表している「株式分布状況調査」で示されたこれらの機関の全株式保有額で代替することにより、計算している^(注2-3)。つまり、データのカバレッジが完

注2-1：対象企業の範囲は東京証券取引所に上場している企業である。各企業の保有株式については、事業会社は有価証券報告書に基づく。一方、金融機関の場合、有価証券報告書でのディスクロージャーが個別銘柄にまで及ばないため、東洋経済新報社の大株主データから逆算して算出した。つまり、A企業の大株主にB銀行の名義がある場合、B銀行はA企業の株式を保有しているとするわけである。なお、信託銀行が保有している株式について、それがどの勘定に属するのか（たとえば、証券投資信託勘定の株式なのか、年金信託勘定の株式なのか）を明確に区別できなかったため、分析では原則として全株式を持ち合いなどから除外した。また調査期間は、1985年度からである。

注2-2：有価証券報告書を提出していない非上場企業の保有株式は把握していない。

注2-3：銀行と生損保が保有する株式のすべてを安定保有だとみなすことになる。なお、その他金融、証券会社についてはデータで確認できた株式保有額と株式被保有額を安定保有に加えているが、影響はあまり大きくない。

全でない分を、他の統計で補った形になっている。

さて、この図によれば、1986～92年度の株式持ち合いと安定保有について、次のことがいえよう。

- a. 1992年度の持合比率は20.9%であり、86年度の21.1%とほぼ同水準にある。推移をみると、バブル期にはわずかに低下しているが、1990年の19.3%をボトムにして回復している。なおバブル期の持合比率の低下が、データのカバレッジが低下したためか、エクイティ・ファイナンスによる新規の株式供給に持ち合いが追いつかなかったためなのかは不明である。
- b. 現在の安定比率は45.4%であり、86年度の48.8%よりも3.4%ポイント低下している。推移をみても、現在のところ回復の兆しはない。これは、持ち合い以外の安定保有が一貫して低下してきており、1992年度には86年度に比べて3.2%ポイント（持ち合い以外の安定保有の1割以上に相当する）低下した結果である。
- c. 個人、海外投資家、証券投資信託の保有比率（図2-3の「浮動株比率」部分）が上昇しており、これが安定保有を少し弱める方向に働いている。ちなみに、1992年度の浮動株比率は30.5%であり、86年度に比べて2.3%ポイント上昇している。
- d. 一方、事業会社が保有する株式のうちデータがカバーしていない部分と、信託銀行（証券投資信託を除く）の保有部分には、持ち合いなどに分類すべきものが含まれている。これを考慮すれば、実際の安定比率は50%を超えているものと考えられる。

なお、別途、持ち合い状況などの推移の分析を補完する目的で、バブル崩壊以降、個別金融機関がどのような銘柄を売買していたのかを計測してみた。結果だけを述べておくと、都銀上位行で株式を売却している（株主名簿で持ち株数が減少している）ケースはあまり多くみられなかった。一方、都銀下位行の場合、上位行に比べると売却し

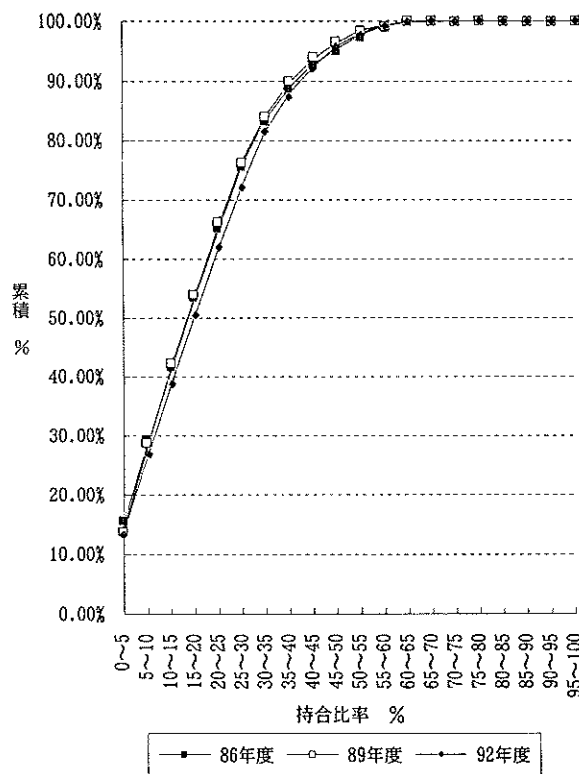
ているケースが多くみられた。一方、生命保険会社の場合、一部の会社にかなりの銘柄を売却している例があった。

2-2-3. 株式持ち合いと安定保有の分布

各企業毎にみると、持合比率や安定比率はどのような状況にあるのだろうか。

まず、持ち合いについてみてみよう。図2-4-1、図2-4-2はそれぞれ、1986年度、89年度、92年度時点での持合比率の分布とその推移を示したものである。

図2-4-1 持合比率の分布(累積パーセント)

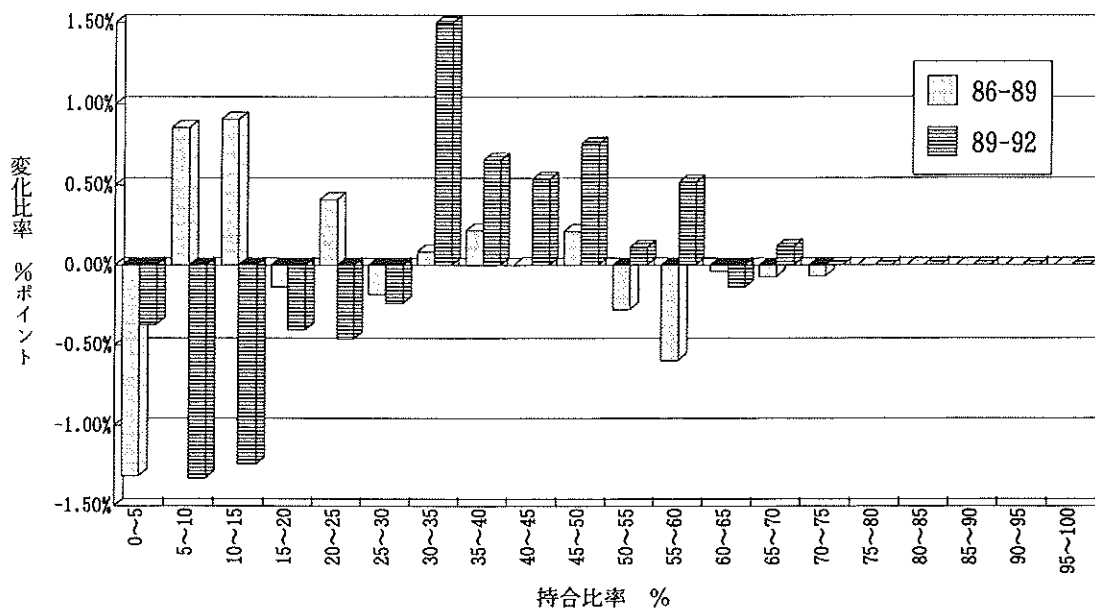


(注) 累積%とは、特定の持合比率以下の企業数が全体の何%を占めているかを示す。

これによれば、次のことがいえよう。

- a. 1986年度から89年度にかけて、持合比率は少し弱まるように推移している。つまり、持合比率の高い企業の割合が少し低下し、5～15%の企業の割合が上昇している。
- b. 1989年度から92年度にかけて、持合比率は強まっている。30%以上の持合比率の企業の割合

図 2-4-2 持合比率分布推移



(注) 1986年度から89年度、89年度から92年度にかけての、各持合比率の分布率の増減幅を示している。

合が上昇し、それ以下が低下している。

次に安定保有についてみてみよう。持ち合いの場合と同様、1986年度、89年度、92年度時点での安定比率の分布とその推移を示すと、図2-5-1、図2-5-2のようになり、次のことがいえそうである。

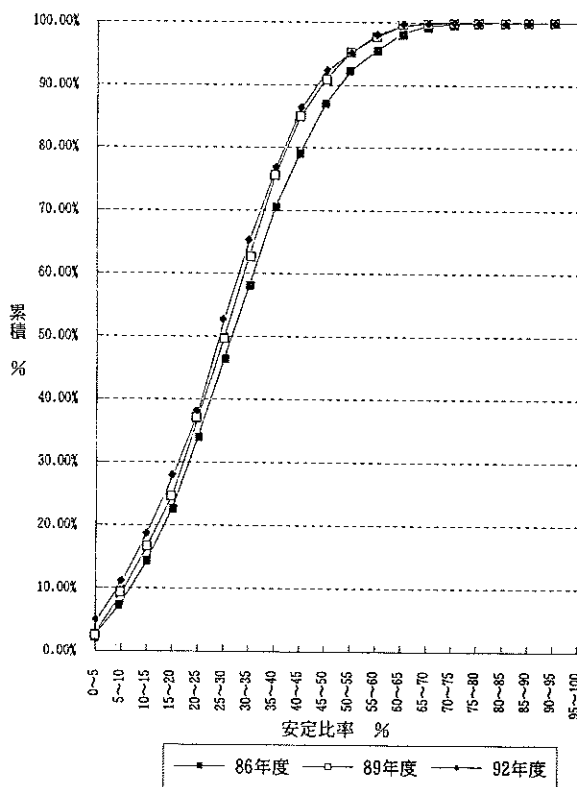
- a. 1986年度から89年度にかけて、安定比率は全般的に弱まるように推移している。つまり、安定比率の高い企業の割合が低下し、安定比率が45%よりも低い企業の割合がおしなべて上昇している。
- b. 1989年度から92年度にかけても、わずかに安定比率が弱まる方向に推移している。つまり、20~40%という平均的な安定比率の部分では25~30%付近を除いて分布割合が低下しているし、また、より安定比率の低い企業の割合が上昇している。

以上の2つの図の結果は、図2-3の結果とほぼ同じである。

なお、ここでの安定比率は「2-1. 分析の範囲」で定義したとおりのものであり、先の図2-3に比べて範囲が狭い。このため、図2-5-1

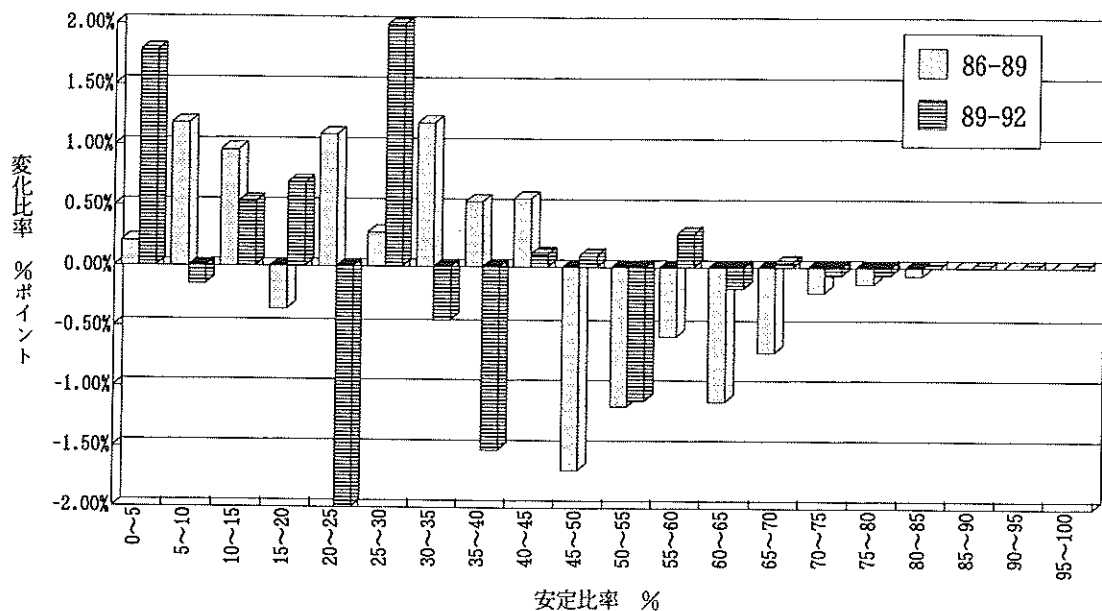
の安定比率を平均すると図2-3よりも低い数値になる。

図 2-5-1 安定比率の分布
(累積パーセント)



(注) 累積%とは、特定の安定比率以下の企業数が全体の何%を占めているかを示す。

図 2-5-2 安定比率分布推移



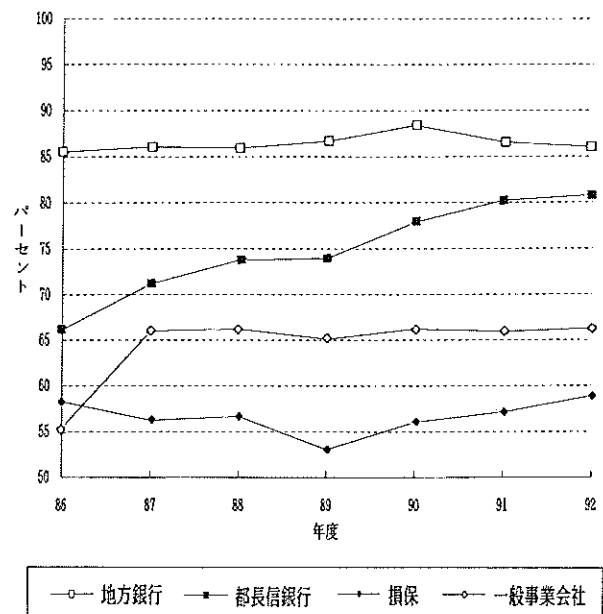
(注) 1986年度から89年度、89年度から92年度にかけての、各安定比率の分布率の増減幅を示している。

次に、図 2-6 は、都市銀行・長信銀、地方銀行、損害保険会社、事業会社について、それぞれが保有している株式の時価（保有株式時価総額）と、保有株式時価のうち持ち合い状態にある株式の時価（持合保有株式時価総額）との比率を示している（つまり、「持合保有株式時価総額／保有株式時価総額」である）。

これによれば、次のことがわかる。

- 銀行が保有している株式の大部分が持ち合いのための保有であり、現状では 80% 以上に達する。
- また、都市銀行・長信銀の場合、この比率が上昇傾向にある。とくにバブル形成期に顕著である（注 2-4）。
- 事業会社のこの比率は銀行よりも少し低いが、それでも 65% 強に達している。損害保険会社

図 2-6 保有株式時価総額に占める持合株式時価総額の割合



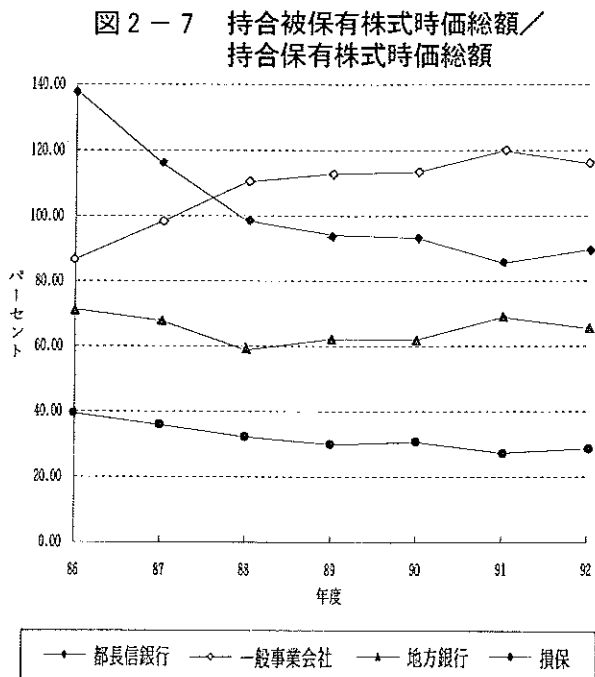
注 2-4 ; この要因については、

- 都市銀行・長信銀が、既に持ち合い関係にある事業会社の株式を買い増しをして、持ち合いの強化を図った（この結果、データ上、持ち合い関係が判明するようになった）、
 - 都市銀行・長信銀と持合関係にある事業会社が株式の買い増しをして持ち合いの強化を行った（この結果、データ上、持ち合い関係が判明するようになった）、
 - 都市銀行・長信銀が一方的に株式を保有していた事業会社の株式（もしくは持合関係にあったとしても事業会社の持ち株が銀行に比べて少ない状態にあった事業会社の株式）を売却して安定保有株の整理を行った（この結果、データ上、銀行が株式を保有していない形になった）、
- ということが考えられる。しかし、図 2-6 で事業会社の持ち合いのための株式保有割合が上昇していないこと、また先述したように銀行の株式売却がさほど顕著でないことからすれば、a の要因がもっとも現実の姿に近いと考えられる。

もこの比率は60%程度ある。

- d. もしもデータのカバレージが高くなるとすると、とくに、事業会社の保有が確認されている銀行株については「銀行もその事業会社の株式を保有しており、持ち合い関係にある」と新たに確認される可能性があるため、持ち合いのための株式保有比率はさらに高くなると考えられる（注2-5）。

これをもう少し詳細にみるため、図2-7では、持ち合い状態にある場合について、相手企業に保有されている株式の時価総額（持合被保有株式時価総額）と持合保有株式時価総額を比べた。これによれば次のことがわかる。



- a. 銀行の持ち合いの場合、現状では、持合保有の方が、持合被保有よりも多い。都銀・長信銀の場合、持ち合いで保有している株式時価総額の90%程度を、相手企業に保有してもらっている計算になる。
- b. 事業会社の場合は銀行とは逆で、持合被保有の方が持合保有よりも少し多い。持ち合いで保

有している株式時価総額の120%程度を、相手企業に保有してもらっている計算になる。

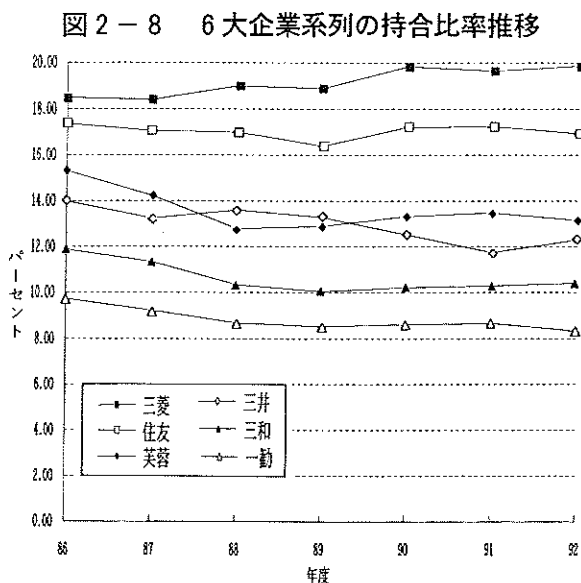
- c. 損害保険会社の場合は保有の方がはるかに多い。
- d. なお、1986年度、87年度について、都銀・長信銀と事業会社の保有、被保有の比率の関係が逆転しているが、この理由は不明である。

2-2-4. 6大企業系列の状況

ここでは、旧財閥系など大手都市銀行の系列にある6つの企業グループ（注2-6）の持ち合いや安定保有の状況が近年どのように変化してきているのかをみる。

まず、それぞれの企業グループ内での持合比率をみる。なお、この持合比率は、グループ企業間で持ち合っている株式時価（グループ間持合株式時価総額）がグループ企業全体の時価総額（グループ株式時価総額）に占める割合として算出した（つまり、「グループ間持合株式時価総額／グループ株式時価総額」である）。また、信託銀行は分母と分子から各々除外した。

結果は図2-8のとおりであるが、これからは次のことがわかる。



注2-5：データのカバレージが上がるにより新たに把握される銀行、事業会社がそれぞれ保有する株式について、持ち合いのための株式保有比率がどの程度であるかは、予断できない。

注2-6：企業群の定義は、三井は二木会、三菱は金曜会、住友は白水会、芙蓉は芙蓉会、三和は三水会、第一勧業は三金会に所属する企業とした。

表 2-1 銀行の系列企業株式の保有比率

第一勧業銀行	富士銀行	さくら銀行	三菱銀行	三和銀行	住友銀行
清水建設 (株)	大成建設 (株)	三井建設 (株)	麒麟堂酒 (株)	大林組 (株)	住友建設 (株)
旭化成工業 (株)	3.26 日清製粉 (株)	三井建設 (株)	三菱レイヨン (株)	4.97 (株)	住友建設 (株)
本州製紙 (株)	3.74 サッポロビール (株)	日本製粉 (株)	三菱製紙 (株)	4.78 東洋建設 (株)	住友林業 (株)
電気化学工業 (株)	5.00 (株) ニチレイ	4.41 東レ (株)	三菱化成 (株)	4.70 積水ハウス (株)	住友化学工業 (株)
昭和製糖 (株)	3.68 日清紡績 (株)	4.98 王子製紙 (株)	三菱五新化学 (株)	4.43 伊藤ハム (株)	住友ペーパークラフト (株)
日本セゾン (株)	4.48 東邦レーヨン (株)	4.95 三井東洋化学 (株)	三菱油化 (株)	4.00 ユニチカ (株)	住友板硝子 (株)
旭電化工業 (株)	4.99 昭和電工 (株)	4.70 電気化学工業 (株)	三菱樹脂 (株)	3.04 帝人 (株)	住友セメント (株)
三共 (株)	4.64 長瀬化学工業 (株)	4.94 三井石油化学工業 (株)	三菱石油 (株)	4.95 徳山曹達 (株)	住友金属工業 (株)
(株) 資生堂	4.90 日本油脂 (株)	5.00 小野田セメント (株)	旭硝子 (株)	4.99 積水化学工業 (株)	住友金属鉱山 (株)
ライオン (株)	4.20 東燃 (株)	4.08 (株) 日本製鋼所	三菱製鋼 (株)	5.00 宇部興産 (株)	住友電気工業 (株)
昭和シェル石油 (株)	4.03 日本セメント (株)	4.97 三井金属鉱業 (株)	三菱マテリアル (株)	4.27 日立化成工業 (株)	住友重機械工業 (株)
横浜ゴム (株)	4.32 日本鋼管 (株)	3.75 (株) 東芝	三菱伸銅 (株)	4.32 田辺製薬 (株)	日本電気 (株)
秋葉セメント (株)	4.17 (株) クボタ	4.92 三井造船 (株)	三菱電線工業 (株)	4.56 藤沢薬品工業 (株)	住友商事 (株)
川崎製鐵 (株)	4.52 日本精工 (株)	4.98 トヨタ自動車 (株)	三菱化工機 (株)	5.00 関西ペイント (株)	住友信託銀行
(株) 神戸製鋼所	3.69 (株) 日立製作所	1.98 三井物産 (株)	三菱電機 (株)	3.47 コスモ石油 (株)	住友海上火災保険
日本重化学工業 (株)	5.00 神電工業 (株)	4.99 (株) 三越	三菱重工業 (株)	3.61 東洋ゴム工業 (株)	住友不動産 (株)
日本軽金属 (株)	3.82 関西電機 (株)	3.88 三井信託銀行	三菱自動車工業 (株)	4.99 大阪セメント (株)	(株) 住友倉庫
古河機械金属 (株)	3.96 日産自動車 (株)	4.57 三井海上火災保険	(株) ニコン	4.73 (株) 神戸製鋼所	
古河電気工業 (株)	3.68 キヤノン (株)	3.62 三井不動産 (株)	三菱商事 (株)	4.93 日新製鋼 (株)	
(株) 新潟鐵工所	4.97 東紅 (株)	4.80 大阪商船三井船舶 (株)	三菱信託銀行	3.16 (株) 中山製鋼所	
井関農機 (株)	4.98 安田信託銀行	3.95 三井倉庫 (株)	東京海上火災保険	4.85 日立金属 (株)	
(株) 住原製作所	4.42 安田火災海上保険	5.00 (株)	三菱地所 (株)	4.49 日立電線 (株)	
(株) 日立製作所	1.98 東京建物 (株)	4.89 (株)	日本郵船 (株)	4.10 エプソン (株)	
富士電機 (株)	4.09 東武鉄道 (株)	3.27 (株)	三菱倉庫 (株)	4.83 (株) 日立製作所	
(株) 安川電機	4.12 京浜急行電鉄 (株)	4.96 (株)		岩崎通商機 (株)	
富士通 (株)	4.64 昭和通運 (株)	13.80 (株)		シャープ (株)	
日本コロムビア (株)	4.61 (株)			京セラ (株)	
川崎重工業 (株)	4.53 (株)			日東電工 (株)	
石川島播磨重工業 (株)	3.54 (株)			日立造船 (株)	
いすゞ自動車 (株)	2.84 (株)			新明和工業 (株)	
旭光化学工業 (株)	5.00 (株)			ダイハツ工業 (株)	
伊藤忠商事 (株)	3.74 (株)			ホーヤ (株)	
兼松 (株)	4.49 (株)			ニチメン (株)	
日商岩井 (株)	4.91 (株)			日商岩井 (株)	
川鉄商事 (株)	2.60 (株)			岩谷産業 (株)	
(株) オリエンタルコーポレー	4.99 (株)			(株) 島屋	
シヨウ					
船角証券	4.90 (株)			東洋信託銀行	
日産火災海上保険	5.00 (株)			オリックス (株)	
大成火災海上保険	5.00 (株)			阪急電鉄 (株)	
日本通運 (株)	4.67 (株)			日本通運 (株)	
川崎汽船 (株)	4.92 (株)			ナベツクスライン (株)	
滋澤倉庫 (株)	4.92 (株)				
(株) 東京ドーム	5.00 (株)				
(株) イトーキ	4.55 (株)				

(注) 保有比率は各企業の発行済株式数に対する比率で1992年度の状況。

- a. 三菱と住友の持合比率が他のグループよりも高い。一方、三和グループと第一勧業グループの持合比率は低く、後者は10%を割っている。
- b. 三菱の持合比率は上昇しているが、他のグループの持合比率は頭打ち、もしくは低下気味である(注2-7)。
- c. 上場企業全体の持合比率は「2-2-2、市場全体の持ち合いと安定保有」でみたように20%程度であったが、三菱や住友はグループ間だけで、ほぼそれに近い状態を確保している。
- 個別企業の状況をみておくと、三菱と住友の場合、グループによる持合比率が10%以下の企業はそれぞれ1社ずつしかなく、結束の強さがうかがえる。他方、三和、第一勧業では、グループによる持合比率が10%以下の企業が多く、5%以下の企業もみられる。とくに、第一勧業の場合、この傾向が強い。

次に、各グループの核である銀行の持ち合いの状況をみておく。

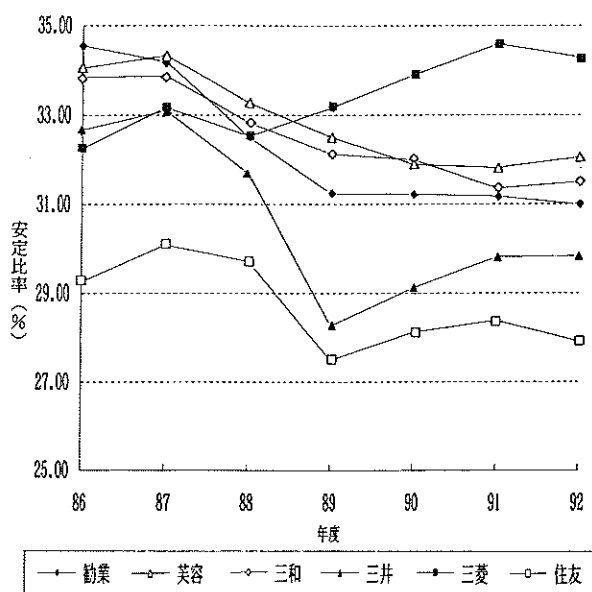
まず、銀行の株式がグループによってどの程度持たれているかを示しておく、1992年度において、富士銀行21.4%、三菱銀行19.8%、三和銀行18.3%、第一勧業銀行14.4%、住友銀行13.2%、さくら銀行12.0%となっている。グループによる持合比率の推移をみると、三菱銀行で強化されている以外は、強化が頭打ち、ないしは低下を示している。

他方、銀行がグループ企業の株式をどの程度保有しているかは、表2-1で示したとおりである。各銀行とも、相当な割合の企業に対して、独占禁止法上の上限値である5%の保有に近い状態にあることがわかる。

最後に、図2-9で各グループの株式安定保有の状況をみておく。これによれば、三菱を除いて、安定比率は低下気味であること、安定比率の水準はほぼ30~35%であるが住友だけが少し低い、

ということが示されている。

図2-9 6大企業系列の安定比率推移



2-3. 株式安定保有と株式投資収益率の関係

以上では、持ち合いや安定保有が相当の大きさで株式市場の構造として組み込まれていることと、少しばかり緩みはみられるが、大部分が依然として堅持されていることを示した。

では、持ち合いや安定保有は株式などの投資収益率に影響を与えているのだろうか。次にこの観点から、持合比率や安定比率と投資収益の関係について分析を行う。

具体的には、益利回り(1株当たり税引後利益/株価)、PBR(株価/1株当たり株主資本。ここでの分析では、PBRの逆数=1/PBR、を用いた)、ROE(税引後利益/株主資本)、使用総資本利益率(経常利益/使用総資本)、株主資本比率(株主資本/使用総資本)の各財務関連指標と、持合比率もしくは安定比率との相互の関係を分析する。

まず、上で示した益利回りなど個別の財務関連指標と、持合比率もしくは安定比率との各々相関を調べた(注2-8)。結果は表2-2のとおりである。

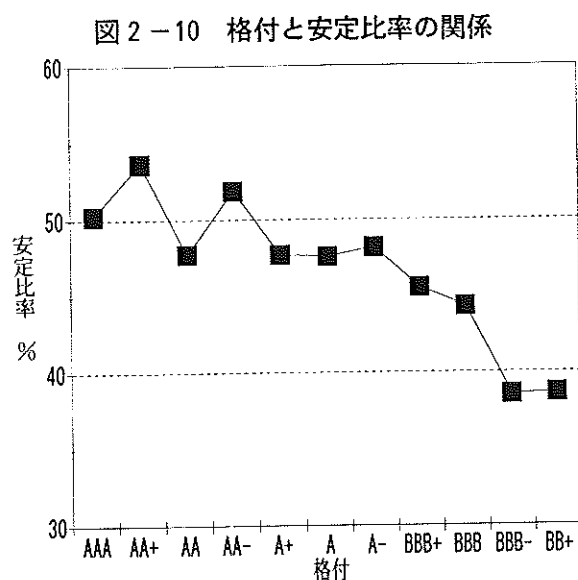
注2-7; 三菱グループの場合、三菱自動車をめぐる持ち合い強化の影響が大きく、これを除くと持合比率は頭打ちの状況にある。
 注2-8; それぞれの指標について、持合比率もしくは安定比率を説明変数とする重回帰分析を行った。

これによると、財務関連指標と、持ち合い比率もしくは安定比率との相関は低い。

表 2-2 財務関連指標と持ち合い比率および安定比率との関係

	持 合 比 率		安 定 比 率	
	t 値	決定係数R ²	t 値	決定係数R ²
ROE	-2.34	0.003189184	-4.09	0.011096605
総資本利益率	-2.09	0.002394163	-6.39	0.028384762
自己資本比率	-1.15	0.000952982	-6.65	0.030628445
益利回り	-1.70	0.002068535	-2.77	0.005439463
1/PBR	0.26	0.000049367	0.80	0.000456112

一方、格付と安定比率との関係をみると、図 2-10 のように、格付けの高い企業ほど安定比率の高いことがわかる。つまり、安定比率の高い企業の債券はデフォルト・リスクも小さいということになる。この理由が、安定比率の高い企業がメインバンクとのつながりも強いからなのか（「2-4. 銀行の貸付と株式保有の関係」を参照のこと）、それともデフォルト・リスクが小さいから安定保有が進むのかは、今後の分析によらなければならない。



次に、益利回りおよび PBR について、安定比率、ROE、使用総資本利益率、株主資本比率の

4つの指標を用いて説明してみた^(注2-9)。結果は表 2-3 に示すとおり、益利回りについては、かなり説明力の高いものとなった^(注2-10)。つまり、安定比率の高い株式の益利回りは高い。他方、PBR に対する説明力は弱い。

表 2-3 益利回り、1/PBRと安定比率との関係

	t 値				決定係数R ²
	安定比率	ROE	総資本利益率	株主資本比率	
益利回り	4.91	19.63	9.53	-2.36	0.75
1/PBR	7.43	-0.66	-4.46	10.63	0.18

それでは、投資家にとって最も注目度の高い株式投資収益率に対して、持ち合い比率などどのような影響を与えているのであろうか。これを分析するため、持ち合い比率、持ち合い比率に生保の保有比率を加えたもの、安定比率の3つの比率を用いて、株式投資シミュレーションを行った。

シミュレーション方法は次のとおりである。

- たとえば持ち合い比率の場合は、まず予想益利回りで5つのグループに分けておき、さらにそれらの各グループを持ち合い比率を用いて5つのサブグループにグルーピングする。合計で25のグループができるわけである。他の2つの指標についても同様の方法でグルーピングする。
- ニッセイ基礎研究所で作成した株式投資モデルを用いて運用を行い^(注2-11)、「市場全体の平均投資収益率をどの程度上回るか（プラス・アルファ）」を計測する。
- そのプラス・アルファ部分に対して、持ち合い比率などの指標がどの程度寄与しているかをみて、それらの指標が投資収益率の向上にどの程度有効であるかを判断する。
- 投資期間は86年7月から93年7月までとする。

注 2-9 ; 益利回りもしくは1/PBRを被説明変数とし、ここであげた4つの指標を説明変数として重回帰分析を行った。
 注 2-10 ; 表 2-3 ではこの他、益利回りは、ROE や使用総資本利益率に比例することが示されている。一方、株主資本比率とは逆比例する。この点、「3-2. 事業活動の収益性と効率性」での結論と整合的である。
 注 2-11 ; 株価指数（インデックス）よりもプラス・アルファの投資収益率を狙う目的で作成した、ファクター・モデルを用いた。持ち合い比率や安定比率も、このモデルの中では一つのファクターとして認識される。

表 2-4 安定比率などを用いた株式投資モデルでのシミュレーション結果

益利回り分類	ファクタ分類	期間内 収益率 (1) (%)	期間内 収益率 (2) (%)	期間内 収益率 (3) (%)	平均超過 リターン(1) (%)	平均超過 リターン(2) (%)	平均超過 リターン(3) (%)	超過リターン の分散(1) (%)	超過リターン の分散(2) (%)	超過リターン の分散(3) (%)
1	1	270.38	263.88	328.05	0.47	0.44	0.71	1.90	1.76	1.70
	2	287.28	338.60	317.85	0.54	0.72	0.63	2.20	2.22	1.78
	3	346.65	346.36	291.68	0.76	0.76	0.54	2.28	2.21	2.07
	4	386.68	266.56	252.72	0.91	0.46	0.37	3.05	2.22	2.03
	5	206.19	269.15	289.33	0.11	0.43	0.56	2.29	2.21	2.82
2	1	238.55	246.52	255.65	0.32	0.34	0.37	1.56	1.48	1.70
	2	193.55	210.80	241.12	0.06	0.16	0.30	1.39	1.43	1.51
	3	230.95	205.56	187.95	0.26	0.11	0.01	1.91	1.73	1.70
	4	236.99	224.00	197.93	0.28	0.22	0.05	2.43	1.82	1.71
	5	157.31	167.82	172.80	-0.25	-0.16	-0.07	2.41	2.32	2.31
3	1	223.23	201.90	223.73	0.27	0.12	0.24	1.92	1.87	1.81
	2	185.72	190.04	177.23	0.04	0.09	-0.02	1.60	1.41	1.27
	3	153.25	180.87	142.75	-0.21	-0.03	-0.28	1.28	1.45	1.31
	4	133.53	126.12	150.41	-0.36	-0.41	-0.25	1.82	1.71	1.50
	5	128.86	124.44	128.89	-0.45	-0.49	-0.39	2.01	1.97	2.25
4	1	123.89	125.59	125.32	-0.40	-0.39	-0.39	1.87	1.86	1.89
	2	151.72	146.98	139.25	-0.17	-0.20	-0.27	1.63	1.94	1.86
	3	145.69	139.81	139.50	-0.22	-0.28	-0.26	2.07	1.76	1.88
	4	128.83	112.61	112.71	-0.36	-0.53	-0.54	1.62	1.66	1.64
	5	83.99	101.87	107.99	-0.90	-0.65	-0.58	1.84	1.83	1.81
5	1	140.85	125.05	150.95	-0.22	-0.38	-0.11	2.67	2.30	3.12
	2	108.39	131.18	114.83	-0.56	-0.33	-0.45	2.52	2.54	2.59
	3	144.67	141.64	117.31	-0.18	-0.22	-0.44	2.60	2.79	2.22
	4	112.73	99.03	157.97	-0.51	-0.64	-0.12	2.42	2.49	2.34
	5	132.47	142.97	102.10	-0.92	-0.20	-0.65	2.72	2.77	2.35

期間内収益率と平均超過リターンの相関

	(1)	(2)	(3)
益利回り分類 Na.1	0.00	0.30	0.70
益利回り分類 Na.2	0.60	0.70	0.90
益利回り分類 Na.3	1.00	1.00	0.90
益利回り分類 Na.4	0.40	0.70	0.60
益利回り分類 Na.5	0.10	-0.40	0.60

(注1) 上記括弧内の1、2、3はそれぞれ以下の比率をファクターとして用いたシミュレーション結果である。

- 1: 持合比率
- 2: 持合比率+生保保有比率
- 3: 安定比率

(注2) 益利回り分類は数字の小さいものほど益利回りが高い。

(注3) 各ファクターは、数字が小さいほど持合比率等が高い。

(注4) 期間内収益は、86年7月から93年7月まで投資した場合の収益率。(同期間市場平均収益: 182.67%)

(注5) 平均超過リターンは、市場平均収益に比べた超過リターン。

(注6) 超過リターンの分散は、各グループ内のばらつきを示す。

(注7) 期間内収益率と平均超過リターンとの相関は、符号が正であれば順相関であり、1に近いほど関係が強い。スピアマン係数による。

以上のシミュレーションの結果は表2-4のとおりである。これによれば、安定比率を用いてグループ化した場合に、最も有効に投資収益率を高めることができた。つまり、安定比率の高い銘柄を選べば、かなりの確率で市場平均よりも高い投資収益率を得られたことになる。しかし、他の2つの指標はあまり有効でなかった(注2-12)。

2-4. 銀行の貸付と株式保有の関係

最後に、銀行と事業会社の金融取引関係全般に分析範囲を広げる。具体的には、事業会社に対する銀行の貸付と、その事業会社の株式を銀行がどの程度保有しているか、相互関係の分析である。分析の対象とする銀行はさくら銀行(注2-13)を除いた旧財閥系など大手都市銀行および日本興業銀行

注2-12: スピアマン係数を用いて相関をみても、安定比率を用いたものは強い相関があると思われる。

注2-13: 三井銀行と太陽神戸銀行の合併の影響を除去できなかったため、分析の対象から除外した。

である。それらの銀行と、東京証券取引所に上場している事業会社との金融取引関係を分析する。

まず、分析の対象である各銀行が事業会社の株式をどの程度保有しているのか（株式保有比率）と、当該銀行がその企業の借入総額に対してどの程度の割合を貸出しているのか（貸出比率）、この2つの比率の相関について分析した（注2-14）。

結果は表2-5に示すとおり、各銀行とも貸出と株式保有に強い関係がみられ、またその関係度合にあまり大きな差異がない。

しかし時系列でみると、各銀行とも86年3月時点に比べ、最近になるにしたがって相関関係が低下している。この背景には、銀行の株式保有行動の変化というよりも、事業会社側の借入姿勢（もしくは銀行の貸出姿勢）が変化を示していることがあると考えられる。これは、先述したように、銀行毎の株式売買関係を調べると、バブル崩壊以降、あまり大きな行動がみられないことからいえる。

表2-5 株式保有比率と貸出比率との関係

	t 値			決定係数 (R ²)		
	86年	89年	92年	86年	89年	92年
日本興業銀行	27.32	26.02	25.85	0.31	0.29	0.29
第一勧業銀行	32.14	30.84	28.15	0.38	0.36	0.32
富士銀行	36.70	34.30	32.24	0.45	0.42	0.39
三菱銀行	32.97	30.65	30.58	0.40	0.36	0.36
三和銀行	29.49	24.87	25.11	0.34	0.27	0.28
住友銀行	31.82	28.18	28.80	0.38	0.32	0.33

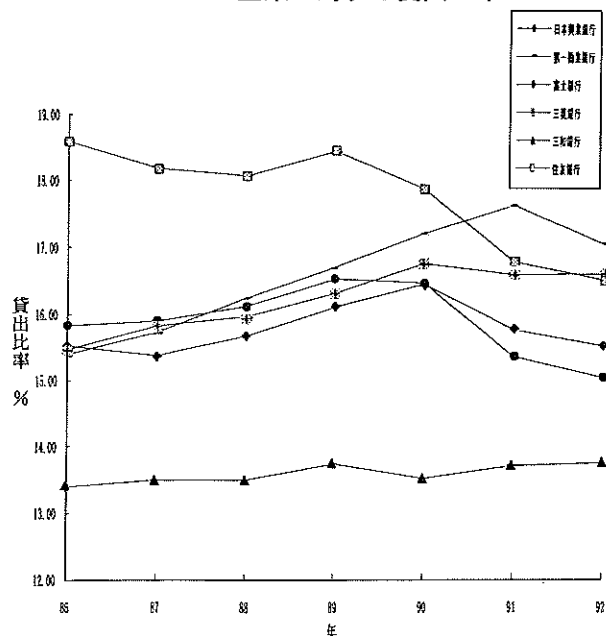
（注）原則として各年とも3月末のデータに基づき分析した。

また、株式保有の有無に応じて貸出比率の水準がどの程度になっているかを図2-11-1および図2-11-2でみると、どの銀行の場合も、株式を保有している場合の貸出比率が10%を超えているのに対して、株式を保有していない場合は6%にも満たないことがわかる。また、株式を保有している場合に比べて株式を保有していない場合は、貸出比率が低下傾向にあることもみてとれる。この貸出比率の低下は、バブル崩壊以降、銀行と

企業の取引関係が見直されている結果であろう。

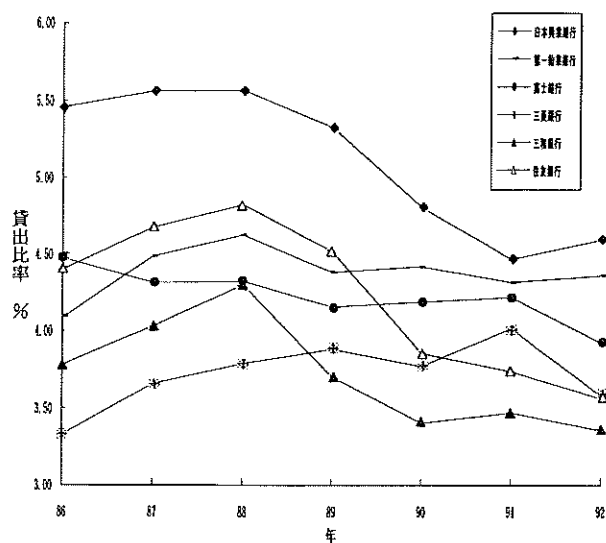
以上から、株式保有が金融取引の親密度の指標になっていることがうかがえる。

図2-11-1 銀行が株式を保有している企業に対する貸出比率



（注）各年とも、3月末。

図2-11-2 貸出関係のみの企業に対する貸出比率



（注）各年とも、3月末。

注2-14；説明変数を貸出比率とし、被説明変数を株式保有比率として回帰分析した。

2-5. 株式持ち合いと安定保有のまとめ

株式の持ち合いは、市場全体としてみれば、現在のところ目立った変化はみられない。しかし、その範囲を安定保有にまで広げると、少しばかり緩みが生じていると考えてよさそうである。これを銀行系の企業群でみても、ほぼ同様のことがいえそうである。

市場全体から少し離れ、個別企業レベルで株式持ち合いなどの状況をみると、少し異なった様相が浮かんでくる。つまり、持ち合いや安定保有の関係にあった企業が株式を売却していることも稀ではない。これが不況期の一時的な現象なのか、保有構造が変化する初期の段階なのか、確定的なことはまだいえない。

一方、株式の安定保有は、かつては株式投資収益率に有意な影響を与えていた。安定比率の高い株式に投資すれば、高い投資収益率が得られたのである。

また、銀行にとって、株式を保有することは資金貸出と関連した行為であることも浮かび上がった。銀行にとっての株式保有は、企業との広範な金融取引の一環としての意味を有しているという実務家レベルでの常識を、データを用いることによってある程度示せたものと思える。

3. 株式安定保有とコーポレート・ガバナンス

現在、株式投資の意味やあり方が問い直されようとしている。コーポレート・ガバナンス^(注3-1)(会社は誰のものか——株主のものではなかったのか)という論議が一種の流行になり、とくに株主と会社との関係にスポットライトが当てられているのも、従来の株式投資が節目を迎えている証拠で

あろう。

ここでは、まず、日本の株式投資の特徴であった持ち合いを含む安定保有とコーポレート・ガバナンスがどのように関連しているのかを探る。さらに、コーポレート・ガバナンスといった場合に、今後、何がポイントになりそうなのかを示したい。

3-1. 何故、コーポレート・ガバナンスか

何故、今になってコーポレート・ガバナンスが云々され、とくに株主と会社との関係(つまり株主権)が注目されているのだろうか。逆に、株主権は商法上、厳然と認められてきたはずなのに、かつて議論の対象にあまりならなかったのはどうしてなのだろうか^(注3-2)。このような株主権をめぐる状況が変化した背景については様々に論じることができようが、ここでは企業の収益環境と株式投資収益の視点から少し考えてみたい。

3-1-1. 高度成長期

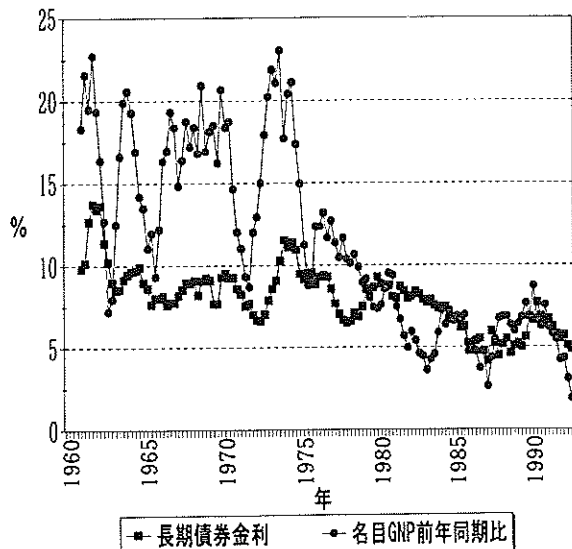
結論から述べれば、高度成長期^(注3-3)には、個人株主はともかくとして、金融機関にとって、株主権を確認したり主張したりする必要性に乏しかった。短期的な経済変動を一応無視し、長期のスタンスから経済を眺めれば、日本の高度成長期には以下に述べるような特徴があり、それはまた、株主にとって好ましい状況だったようである。

注3-1: 「企業統治」、「会社は誰のものか」というような意味の言葉。広義のコーポレート・ガバナンスは、会社の利害関係者(stakeholder、たとえば株主、債権者、経営者、従業員など)の利害をどのように調整し、優劣をつけるのかという問題を意味している。より狭義には、株主の利害をどのように扱うかという問題であり、アメリカでは狭義の意味に用いられることが多い。

注3-2: 株主総会のあり方などが問題にされてきた程度である。なお、今年の商法改正(1993年10月施行)では、監査役制度の改正、株主代表訴訟の容易化など、株主権を強化する制度改正がなされ、ここにも時代の流れを感じることが可能である。

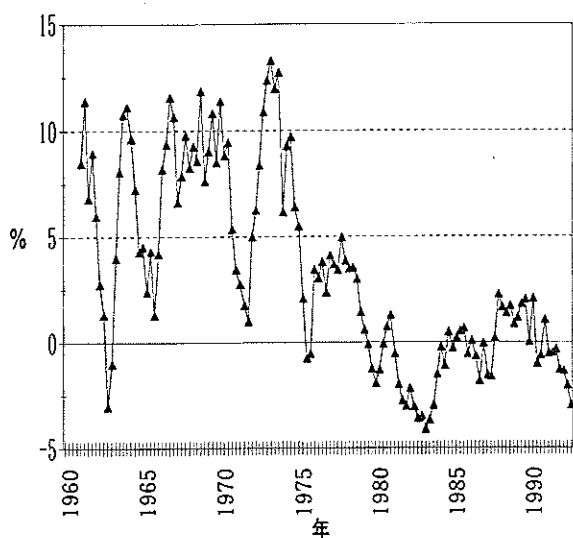
注3-3: ここでは、戦後の混乱期を経て以降、第一次石油危機までを高度成長期としておく。

図3-1-1 金利と経済成長率



(注) 金利は1980年まで利付電電債、それ以降は残存期間10年程度の国債の流通利回り。

図3-1-2 成長率と金利のスプレッド



(注1) 金利は1980年まで利付電電債、それ以降は残存期間10年程度の国債の流通利回り。

(注2) スプレッドは図3-1-1の名目GNP前年同期比と長期債券金利との差である。

注3-4; 図3-1と同じ趣旨の図をアメリカについて作成すると(右図)、スプレッドはあまり大きくない。

注3-5; 新古典派理論によれば、貯蓄率、資本係数(資本/産出量)、労働力成長率が一定な成長状態(これを恒常状態という)に経済があれば、成長率と資本利回り率(=利子率)は等しい。

注3-6; 成長性と収益率が高そうな事業が数多くある状態で、金融を規制しないならば、事業投資のための資金需要が非常に大きくなり、資金が逼迫して金利が高くなってしまふ。金融の規制はそのような高金利を抑制するとともに、資金の供給を産業政策上の重点先に限定することにより、低金利で資金需給を一致させることができた。また、そのような規制を行うためには、金融機関の規制と監督も同時に必要とされたのである。

注3-7; 金融機関側から金融の規制をみると、貸出などの供給金利よりも預金などの調達金利がより低く抑えられていたこと、免許制などによって金融機関への新規参入が制限されていて競争が少なかったことなどから、十分な収益を確保できる状態であることを意味していた。

注3-8; 個人の資金力は十分でなかったため、証券市場を使って直接資金調達することは容易でなかった。もっぱら金融機関が個人の零細な資金を集め、企業に供給していた。

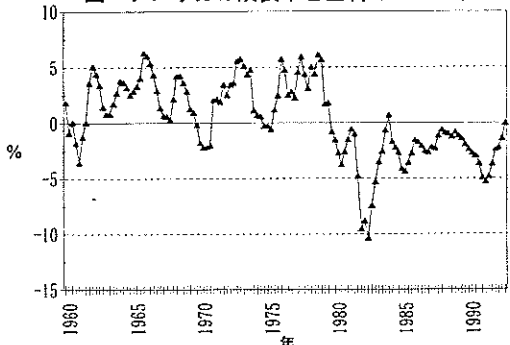
まず、図3-1-1、図3-1-2にみられるように、高度成長期には経済成長率が金利水準を大きく上回っているのが常だった(注3-4)。

経済理論上、安定的に経済が成長していれば、長期的には経済成長率と金利が一致するように決定されるという考え方がある(注3-5)。この理論からすれば、高度成長期の金利と経済成長率の関係はバランスを失った状態だったといえる。このようなアンバランスは金融の規制により発生したものであり、金利水準が人為的に低く抑えられるとともに、政府の産業政策に基づき資金の供給先が絞られていたことによる(注3-6)(注3-7)。

この規制の状態を当時の政府の立場から考えれば、次のようになる。「日本経済が戦争によって潰滅的打撃を受けた一方で先進国という手本がある。採算の良さそうな事業機会はいくらでもあるが、そのための元手である事業資金が不足している。このため、先進国にいち早くキャッチアップするには、重点産業に集中して資金を投入する政策が効率的だ」、ということであっただろう。

企業としては、事業機会は十分にあるものの、その事業のための投資資金が一般に不足していて、計画している事業の正当性・必要性が資金の供給源である金融機関から認められなければ、資金調達できない状況であった(注3-8)。逆に、もしも事業資金さえ調達できれば、その資金を使って十分な事業収益を上げることができた(大幅な超過利潤が得られた)ということである。つまり、資金調達できるということは一種の特権だった。別の

図 アメリカの成長率と金利のスプレッド



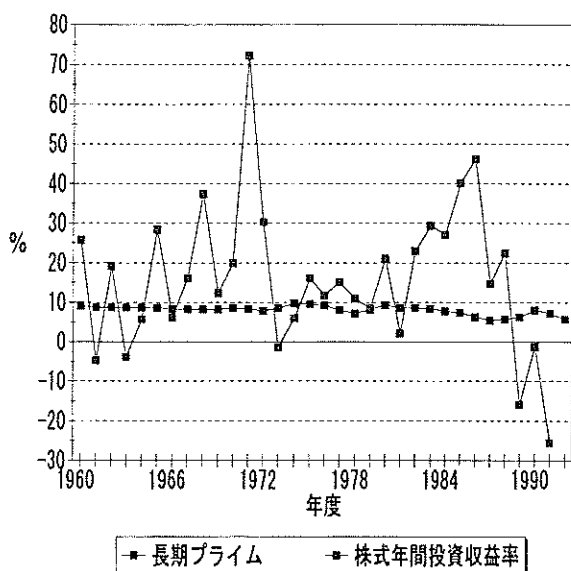
(注) 成長率は名目GDP。金利は10年物財務省証券の流通利回り。

角度からみれば、当時、企業の資金調達金融機関からの借入を主としていたが、その借入のコストは、事業の収益率に比べて割安だったのであり、それ故に借入できることが特権となつたのである。

株主からすれば、上場企業という選ばれた企業(注3-9)の株式を保有することは(注3-10)、企業の超過利潤に与かることでもあった。言い換えれば、株式投資収益率が十分高かつたのである。

実際、図3-2によって株式投資収益率をみれば、高度成長期には特定の期間を除き、金利水準よりも相当高い収益を得られたことがわかる。結局、企業だけでなく、株主にとっても十二分に満足できる状態が確保されていたのである。

図3-2 金利と株式投資収益率



(資料) 日本証券経済研究所「株式投資収益率」に基づき作成

とくに、多くの銘柄を長期に保有すれば、短期的な経済変動に左右されたり、特定の企業の倒産などに遭遇することからの影響を最小限にいとめることができるから、高収益が確実に得られたということになる。このことは、銀行や生命保険

会社という大株主にとって、より一層都合がよかったということでもある(注3-11)。

このように、高度成長期の株式投資の特徴が、持ち合いや安定保有という投資行動を経済的に裏打ちしていたのである。もちろん、コーポレート・ガバナンスといった株主権を主張するような動機に乏しかったことも頷けよう。

3-1-2. ポスト高度成長期

では、高度成長が終わって、投資環境はどのように変化したのだろうか。再び図3-1をみると、第一次石油危機以降、名目GNPの成長率は大きく下がったが、金利の低下はそれ程大きくなかった。成長率と金利水準がクロスするようになった。

これを制度的にみると、金利を規制して人為的に低金利を維持するという政策が段階的に解除され、金利と金融の自由化が進んできたということになる。先進国へのキャッチアップが一応達成され、収益性の高い投資機会が減る一方で、投資資金が潤沢になってきたこともこの背景にあらう。

これを企業側からみれば、事業の平均的な投資収益率が低下して投資機会が減少したものの、資金コスト(金利)がその割には低下せず、結果として投資の採算性が悪化したことになる。つまり、借入をして投資しさえすれば大幅な超過利潤が得られるという高度成長期の状態は消滅した。同じことだが、企業にとって、金融機関から資金を借り入れられることが特権でも何でもなくなった。

このような新たな状況に直面して、企業は一つに、借入よりもコストの安い資金調達手段を探すという行動をとった。そして、その“安い”資金

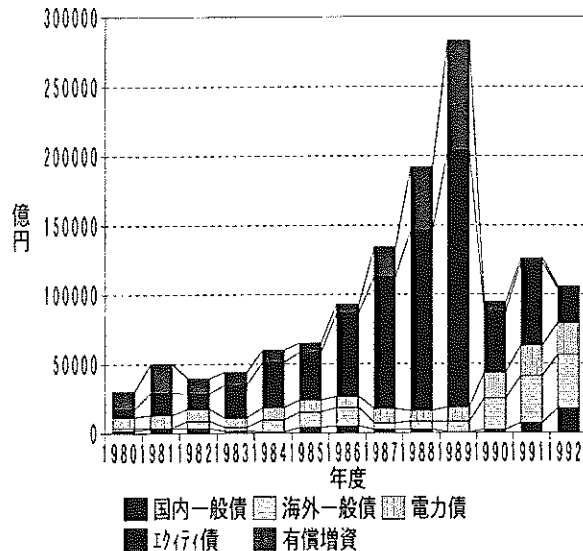
注3-9；上場審査基準を満たさないと株式の上場はできない。店頭市場の活用など株式公開基準が緩和されている現在の状態に比べると、当時の株式公開の条件は厳しかった。それだけに株式上場は一流企業の証であり、「PR効果があった」(証券百年史 p291)とされる。

注3-10；正確には、幅広く株式を保有すること(分散投資)により、デフォルトなど個別のリスクを分散することが可能になり、確実に超過利潤に与かれたであろう。

注3-11；長期の株式投資収益率を示せば、たとえば高値に近かった1960年に買って、安値に近い75年に売ったとしても、株式投資収益率は年率15.7%になった。

調達手段がエクィティ・ファイナンスだったのである（図3-3）。

図3-3 証券による資金調達の推移



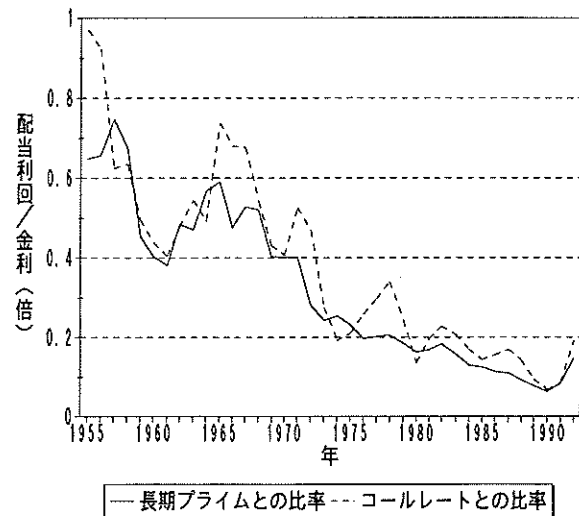
（資料）公社債引受協会「公社債月報」

もちろん、理論的にはどの資金調達手段のコストも同じであり（注3-12）、安い資金調達手段などない。しかし、上場企業は、「エクィティ・ファイナンスのコストは配当だけだ」（注3-13）と考えたのである（注3-14）。

図3-4は、金利と上場株式の時価当たりの配当利回りを比較したものである。これによるとおおそ、ポスト高度成長期の配当利回りは金利の2割以下の水準で推移してきたことがわかる。確かに、配当だけを考えると、エクィティ・ファイナンスのコストは非常に安いことになる。

では、このような企業行動は間違っていたのだろうか。

図3-4 市場金利と配当利回りの対比



（資料）東証「証券統計年報」他

エクィティ・ファイナンスのコストが配当だけであり、“安い”資金調達手段だという企業の判断とそれに基づく行動は、現実に則したものだったと思える。株式の持ち合いや安定保有という株式市場の構造と、バブルが崩壊するまでの株価動向を前提とすれば、エクィティ・ファイナンスによって当然生じることが明らかな「配当以外のコスト」を意識する必要性に乏しかったからである。この点をもう少し詳しくみておく。

まず、図3-2に戻ってポスト高度成長期の株式の投資収益率をみると、バブルが発生する以前とバブル形成期とで少し差があるものの、やはり金利よりも高い収益率を示してきたことがわかる（注3-15）。高度成長期と同様、バブルが崩壊する以前には、コーポレート・ガバナンス的な発想は株主にとって無縁だったといってもいいだろう。この状況は、高度成長期に築かれた安定的な株式保有構造の維持に貢献したし、配当性向の低下に対する批判の声を小さくするとともに、「3-2、

注3-12；ミラーとモジリアニによるMM理論の帰結である。なお、MM理論が成立するためには、市場が完全であるなどの仮定が必要になる。

注3-13；企業が考えたコストは、株式を時価で発行することによる資金調達を前提とすると、株式の時価当たりの配当利回りである。

注3-14；転換社債や新株引受権付社債の場合、社債としてのクーポン・レートが市場金利よりも低いということも、企業がエクィティ・ファイナンスのコストを“安い”と考えたもう一つの理由であるが、この点は本稿にとって本質的でないので深入りしない。

注3-15；底値に近い1975年に買って89年のバブルのピーク時点で売った場合、株式投資収益率は年率20.0%にも達した。

事業活動の収益性と効率性」でみるように、バブルに依存した経営を覆うベールに使われたと考えられる。

さらに、企業側の努力として、金融機関を主な対象として株式の安定保有の強化が図られ、かつその安定化の主たる目的が株価にあったことは先に指摘したとおりである^(注3-16)。この点に関しては、それまでの株式投資収益率の高かったことが有利に働き、企業側の意図するように、株式の安定保有の強化が実現した。

よく考えれば、このような安定的な株式保有とその強化にもコストが必要である。安定保有を依頼した先の株式を持たなければならないこともあるだろうし、株式保有を含めた総合取引関係^(注3-17)の中では、製品、サービス、金融など通常の取引関係を一層密にしなければならないこともあるだろう。

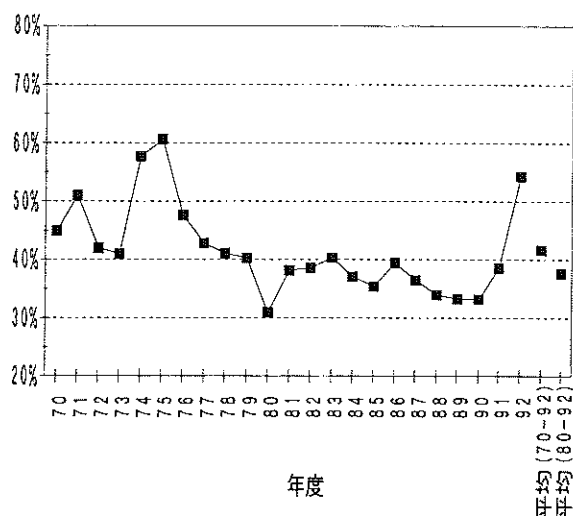
しかし、このうちの株式保有は、バブル崩壊以前の高い投資収益率を前提とすれば、コストとして意識する必要に乏しいと写った。むしろ、含み益を形成する資産として、株式保有に対する“前向き”の評価さえ可能だっただろう。たとえば、財テクと称してバブルの時代に株式投資がブームになったのは、株式の安定保有を介して、「株式が投資収益率の高い資産だ」という認知を当時すでに得ていたことが背景にあると考えられる。

一方、株式以外の通常の取引においては、系列関係などから大まかな配分割合が決まっていたものもあるだろうが、いずれにしてもどこかの企業と取引しなければならないものも多かったであろう。ましてや、事業規模や従業員規模の拡大にともなって、これら通常の取引の額が増大している中では、その増大部分を総合取引関係の強化とバランス維持にうまく活用したとしても不思議でな

い。以上のように、株式以外の取引関係においても、新たなコストが発生するという意識を企業にいだかせないような、もっともらしい要因が存在していたのである。

さらにいえば、企業にとって、エクイティ・ファイナンス以上に“安い”資金調達手段がある。それは内部留保である。エクイティ・ファイナンスは新株の発行を遅かれ早かれともなうから、配当というコストが生じる。これに対し、内部留保の場合、新株発行をともしないから、配当のコストさえも生じない。ポスト高度成長期（バブル形成期まで）に上場企業の配当性向が低くなったのは（図3-5）、エクイティ・ファイナンスによる資金調達が主流になったことと符合する企業行動である。

図3-5 上場企業の配当性向の推移



(注) 1970年以降、継続して上場している企業の財務分析に基づく。

以上のようなポスト高度成長期の企業行動に対して、コーポレート・ガバナンスの観点からの株主行動が全くなかったのかといえ、そうではない^(注3-18)。証券不況期からの回復過程でエクイティ・ファイナンスが本格的に導入されようとした時に、

注3-16；このような安定化の強化が実際の株価にどの程度の影響を与えたのかは、「2-3. 株式安定保有と株式投資収益率の関係」で分析したとおりであるが、そこでの示唆は、安定保有が株式投資収益に影響を与えているというものであった。

注3-17；個々の取引での採算を云々するよりも、多様かつ継続的な取引関係の中でのトータルとしての採算を重視する立場（俗に言えばドンブリ勘定）を、総合取引関係という言葉で表現する。

注3-18；以下は「株式市場の構造とその変化」（ニッセイ基礎研究所・調査月報1992年8月）において詳しい。

銀行や生命保険会社が時価発行慎重論を唱えたのは、株主権の主張でもあった。

その後、生命保険会社はエクイティ・ファイナンスのプレミアム還元^(注3-19)状況の調査とその公表、低配当性向の問題点の指摘というような活動を続けてきている。しかし、これに対しては、「配当（インカムゲイン）であろうが、配当にまわさない資金、つまり内部留保資金を再投資することによって企業が成長し、それによる株価上昇（キャピタルゲイン）であろうが、いずれも株主にとって価値は同じになる」^(注3-20)、「配当政策に対する批判は迂回的すぎる、むしろ売却という行動をとるべき」^(注3-21)というような主旨の批判があった。

一方、銀行からの発言は、当初を除き次第に少なくなったようだ。むしろ、1985年以降、銀行自身がエクイティ・ファイナンスを本格化させた。銀行と生命保険会社の株主権をめぐる行動の差は、銀行がメインバンクとして企業とより深く金融取引を行っているという事実に加え、銀行自身が株式を発行、上場していることと、株式持ち合いによって“株式取引”面でも事業会社とより深い関係を作り上げてきていることから生じたものであろう^(注3-22)。

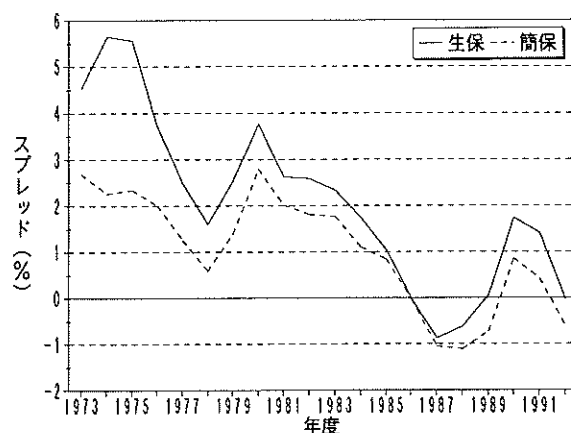
3-1-3. 問題の発生

それでは、以上のような経過をたどってきた企業行動と、株主が株主権の行使に無関心だったという風潮は、何も問題を生じなかったのだろうか。

バブルが崩壊して株価が大幅に下落し、その後の回復もはかばかしくない。株式の投資収益率をみると、1987年以降に投資した株式は損失を被っている^(注3-23)。この投資収益性の悪化は、少なくとも株式投資の再考を各方面で促しているようだ。たとえば、次のような例が安定的に株式を保有してきた株主に生じている。

a. 銀行の場合、BIS（国際決済銀行）による自己資本比率規制の導入にともない、資産の収益性への関心が高まっており、その中で株式の収益性も重要なテーマにならざるをえない。また、BISの自己資本に株式含み益の一定割合が算入されたことにより、銀行の経営と行動が株価に相当左右されるようになった。そして、そのような株式の保有を銀行に認めることが経済システムの安定性の観点から望ましいのかどうかも問題になってきている^(注3-24)。

図3-6 運用金利と予定利率のスプレッド



(注) 予定利率は10年満期保険。
運用利率は、生保は長期プライム。
簡保は資金運用部預託金利（7年以上）。
(資料) 日銀「経済統計年報」他

注3-19：時価による新株発行価格と額面との差額をプレミアムと称し、プレミアムは本来株主に帰属する資金である（会計上も株主資本である）ので、企業は増配や無償増資（株式分割）などの形で、株主にそのプレミアムを還元すべきだという主張。

注3-20：MM理論に基づく批判である。この批判が最も多い。

注3-21：たとえば、倉澤資成「配当政策のあり方」（日本証券アナリスト協会『証券アナリストジャーナル』、1991年7月）の結論の一つは、『配当性向が高く、あるいは「利益還元」に積極的な姿勢を見せる企業を好ましいと判断するならば、そうした基準に基づいて株式投資を進めればよい』、というものである。実際のところ、生命保険会社の株式売却は多くなかった。

注3-22：銀行のエクイティ・ファイナンスにともなって銀行と事業会社との持ち合いが強化されたことは、都銀・長信銀が保有する持ち合い株式の時価総額が市場全体に対して1986年度5.9%、1992年度7.5%と上昇していることにもみられる。

注3-23：日本証券経済研究所の計測によると、1992年に売却したと仮定すれば、1987年に株式投資した場合の収益率は4.7%、1988年9.0%、1989年17.5%、1990年18.3%、1991年24.8%のいずれもマイナスになっている。

注3-24：大蔵省証券局「株式市場を巡る基本問題勉強会レポート」（1993年6月）では、『銀行の株式保有については、銀行が法人株主の中で重要な役割を果たしており、市場構造や株価形成に与える影響、リスク資産である株式の所有等について問題意識を持つことが必要であるとの指摘があった』、としている。

b. 生命保険会社の場合、保険料算出のための基礎数値である予定利率^(注3-25)と市場金利とのスプレッドが、過去の予定利率の引き上げとポスト高度成長期の市場金利の低下傾向によってマイナスになってきた(図3-6)。このため、運用資産の1/4程度を占める株式の投資収益率がどの程度なのか、重要なテーマにならざるをえない^(注3-26)。

c. バブルを経て、企業の利益率が低下してきている。資産の収益性・効率性を再び高めるためには、財テクの解消はもちろん、持ち合い株式の採算性の見直しも重要なテーマにならざるをえない。

以上に示した例には、次のような共通点がみられる。

a. 株式投資に関する過去の経験、つまり、インカムゲインはともかくとしてキャピタルゲインという点ではすぐれた投資対象だという経験が否定されようとしている。少なくとも、疑問の余地がある。

b. このため、そのような経験を前提として組み立てられていた様々な経済システム(上記の例では、銀行システム、保険商品システム、企業経営システム)が現実から遊離してしまい、齟齬をきたしている。

このような現実からの遊離と齟齬を解消する方策はいくつかあろうが、その一つが株式の位置付けを変更することである。そして、新しい時代にふさわしい、新しい株式の位置付けを見つけるには、株式の価値とその前提となる企業価値を見極めることがポイントになる。

次に、企業価値につき基礎的な分析を行うが、結論を先に述べれば、株主の立場からみて、平均

的な企業価値の現状は幻滅すべきものである。また、幻滅すべき企業価値は、過去の企業行動の結果であり、事業の収益性と効率性の低下によりもたらされた。

さらに、このような企業の幻滅すべき状態に対して株主側に反省の必要がないかといえば、そうではない。

要因はともあれ、株主にとって望ましくない企業行動を黙って見過ごしてしまったという点は反省すべきであり、二度とあってはならない。つまり、株主権を行使し、企業行動の監視を行うことが株式の投資効率を高めることにつながる。また、資本の効率性を図るという意味からすれば、このような株主の行動は社会的にも望ましい。ここに、コーポレート・ガバナンスという言葉が登場する必然的な背景がある^(注3-27)。

3-2. 事業活動の収益性と効率性

ここでは、1970年以降、継続して上場している578社について財務分析を行い、現在の上場企業の状況が株主の立場から評価して、非常に厳しいものであることを示しておく。なお、ここでの分析結果をふまえた企業価値の算定は、「4. まとめ——モデルによる企業評価」で行う。

3-2-1. ROEの低下

株主にとって企業がどの程度の価値を有しているのか、最も端的に表現するのはROE(株主資本利益率=「税引後利益/株主資本」)である。株主資本は、株式に対する払い込み金や、過去の事業から生じた利益の留保部分などで構成されているが、それらは株主が企業に運用(事業への投資)を委託している資金でもある。そして、その委託

注3-25; 将来の保険金の支払いまでの間、契約者から集めた保険料をどの程度の利率で運用できるか、予め想定しておく利率。

注3-26; 図3-6では生命保険会社の予定利率の状態だけでなく、簡易保険の状態も示しておいた。これによれば、簡易保険の状態の方が生命保険会社よりも深刻な面があると考えられる。

注3-27; アメリカのように、市場での自由な株式売買とその結果によって決まる株価に基づき企業経営を監視するのが、コーポレート・ガバナンスの一つのあり方である。これに対して、「アメリカ的なコーポレート・ガバナンスでは経営が短期的になり過ぎる」という批判があり(アメリカのコーポレート・ガバナンスもこの点を踏まえて少し変わりつつある)、日本的なコーポレート・ガバナンスを探ろうという動きがある。本稿ではコーポレート・ガバナンスのあり方については議論していない。ただ、従来の株主行動(無行動)が弊害をもたらしたという事実を指摘しているだけである。

している資金がどの程度の効率で運用されているかの指標が ROE にほかならない。

もう少し説明しておく。税引後利益は配当として株主に支払われるか、内部留保されるかのどちらかである（注3-28）。現時点の株主にとって、配当は直接の収益である。一方、内部留保は事業の拡張のために投資され、将来に配当という形で株主の収益になる。いずれにしても税引後利益が株主にとっての収益の源泉であることに変わりない。このため、「その現在から将来にかけての収益の源泉が、企業に委託している資金＝株主資本に対してどの程度の大きさであるか」、つまり ROE の大きさによって、株主にとっての企業の価値とその評価が左右されるのである。

以上は、1期だけで事業を終える企業を想定すれば、簡単にわかるだろう。つまり、この場合、期初に株主資本を企業に投資し、期末に税引後利益を受け取るのだから、投資収益率が ROE そのものであることは明らかである。

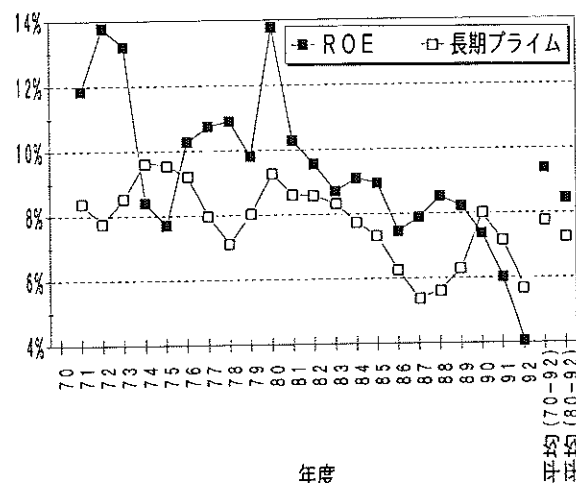
では、実際の ROE はどのように推移してきたのだろうか。図3-7によってわかることは、ROE が傾向的に低下してきたことである。もちろん、ROE の水準は経済環境にも依存するので、「ROE が低下しているから株主にとって望ましくない」という単純な判断はできない。

株主にとって重要なのは、たとえば株式に代わるべき投資対象である金利商品の投資収益率と比べて、ROE の水準が高いのか低いのかである。もしもある期の ROE が金利水準より低ければ、その期に限って言えば、金利商品に投資していた方が収益率が高かったということになる。

そこで、この図3-7では ROE と金利水準（長期プライム・レート）を比較している。金利として長期プライム・レートを用いたのはそれ

が、企業が長期間安定的に株式を保有するために要する金利コストとして、最適に近いからである（注3-29）。

図3-7 上場企業のROEの推移



（注）1970年以降、継続して上場している企業の財務分析に基づく。

さて、この図から次のことがいえる（注3-30）。

- 高度成長期には ROE が金利よりも相当程度高かった。
- ポスト高度成長期には ROE と金利の乖離幅が縮小した。
- とくに、バブル崩壊以降は3年間連続して金利水準を下回っている。さらに、今年度の上場企業の決算が大幅な減益予想であることを加味すれば、4年連続して ROE が金利水準を下回ることがほぼ確実である。

以上は平均的な ROE の姿である。そこで ROE の分布を示しておく（図3-8）。これによれば、年を追うにしたがって ROE の分布が低い水準に移ってきたのがわかる。最近の3年度間を平均してみると、4%台に最も多くの企業（15.6%）が集まっているし、その前後1%（3～5%台）に上場企業の38%が含まれてしまう。つまり、低

注3-28；厳密には役員報酬にも充てられるが、無視できる程度である。

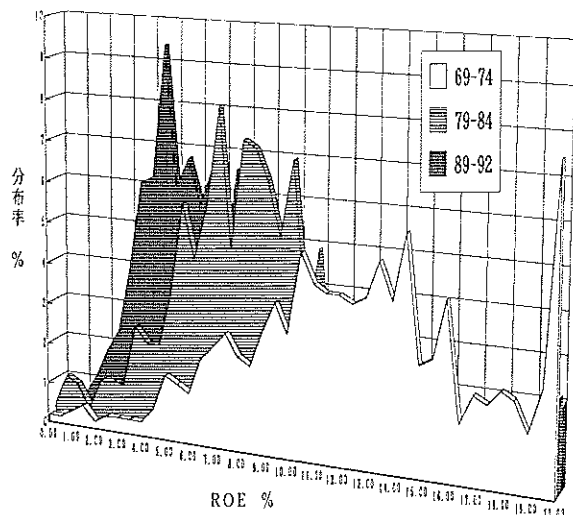
注3-29；金融機関にとって、企業に対して長期固定金利での資金を貸し付けるのと、株式投資とは代替関係にあることを含意している。

注3-30；ここでの分析の対象が1970年以降継続して上場している企業であるため、現在の上場企業の平均像に比べて、大企業、製造業に偏っている。しかし、東証上場企業3月期決算企業の、1993年3月決算での ROE が3.6%と、ここでの対象企業の同時点の ROE（4%）よりも低いことからすると、ここではまだ良好な企業群を分析しているとみることができよう。

位水準に企業が集中してしまったのである（注3-31）。

まとめれば、バブル崩壊以降のこのような企業業績の状態は、安定的に株式を保有してきた株主にとって由々しき事態といえよう。株式を売却して金融商品に乗り換えたほうがましだという判断にも説得性が生じよう。

図3-8 ROEの分布



（注）ROE 20%以上の分布率はまとめている。また、0%未満は示さなかった。

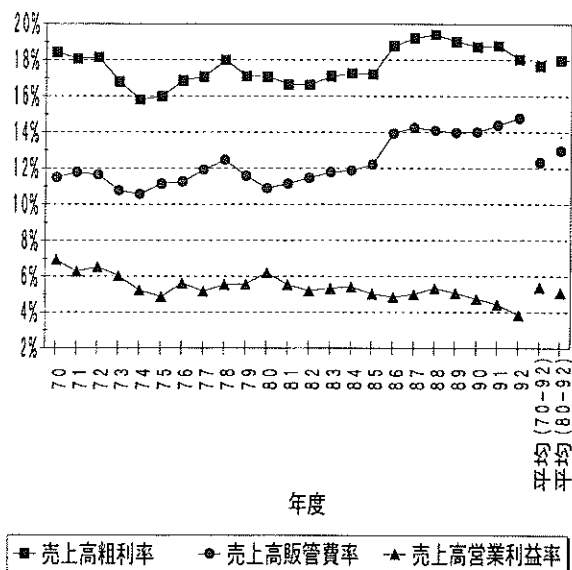
3-2-2. ROEの低下の要因

ROEは、売上高利益率、売上高当たりの使用総資本の割合（資本回転率）、使用総資本当たりの株主資本の割合（株主資本比率=自己資本比率）で説明することができる（注3-32）。これを用いてROEの低下の要因をさぐってみる。

図3-9は売上高当たりの営業利益（売上高営業利益率）の推移を示しているが、バブル崩壊以降、大きく低下している。これがROEの低下の一つの要因である。

さらに、売上高営業利益率の状況を、粗利率と売上高当たりの販売管理費率に分解してみる（同じく図3-9）。これによれば次のことがわかる。

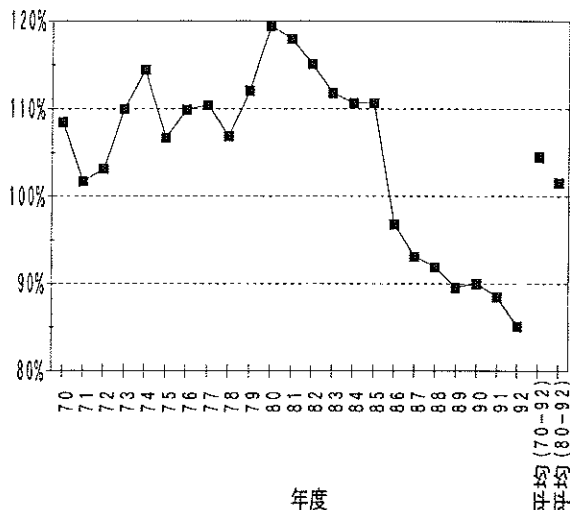
図3-9 上場企業の売上高利益率の推移



（注）1970年以降、継続して上場している企業の財務分析に基づく。

- バブルの形成期に粗利率の上昇と同時に、販売管理費率の上昇がみられる（注3-33）。
- バブル崩壊以降は景気の低迷によって粗利率が低下したものの、販売管理費率は高水準のままである。販売管理費の内容を詳細にみると、ほぼ全項目で売上高に対する比率が上昇してい

図3-10 上場企業の使用総資本回転率の推移



（注）1970年以降、継続して上場している企業の財務分析に基づく。

注3-31；1969～74年度のROEの平均は14.1%、分散は189.0、79～84年度は同10.8%、92.1、89～92年度は同7.2%、18.1であり、最近になって平均値が低下してかつ分布が狭まったことが示されている。

注3-32； $ROE = \text{税引後利益} / \text{株主資本} = \left[\text{税引後利益} / \text{売上高} \right] \times \left[\text{売上高} / \text{使用総資本} \right] \times \left[\text{使用総資本} / \text{株主資本} \right]$ 、となる。

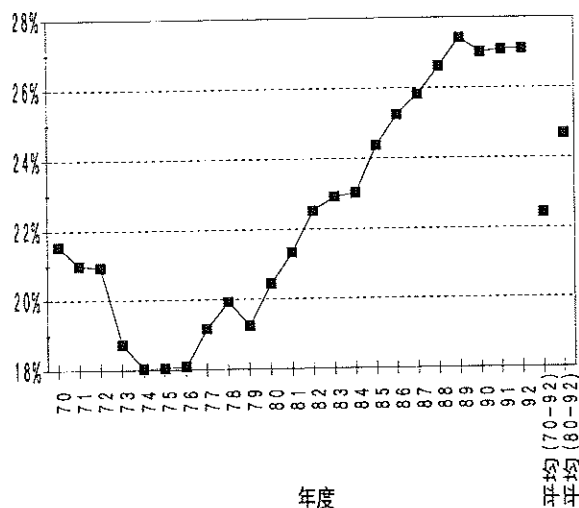
注3-33；1986年の粗利率と販売管理費率の上昇は、円高によって売上高が減少したために生じた。

るが、とくに人件費、研究開発費、交通費・交際費・福利厚生費などの影響が大きいといえる。

次に、図3-10で使用総資本回転率をみると、バブル形成期に回転率が大きく低下している。この背景には、財テクに象徴されるような現預金や有価証券の保有が急増したこと、直接の業務部門ではなく間接部門への設備投資が増加したことなどが指摘できる。なお、有価証券の保有の増加には、エクイティ・ファイナンスにともない、持ち合い関係にある企業の株式を買増した部分も含まれている。また、直近の2年間は売上高が減少しており、回転率の一層の低下を招いた。このように、回転率の低下もROEの低下の一因である。

図3-11は株主資本比率を示したものであるが、ポスト高度成長期以降、一貫して上昇してきている。「3-1-2. ポスト高度成長期」で述べたように、エクイティ・ファイナンスや配当性向の低下という手段を用いることによって、企業の主要な資金調達手段が、借入からコストの“安い”株主資本に移ったことがこの背景にある。

図3-11 上場企業の株主資本比率の推移

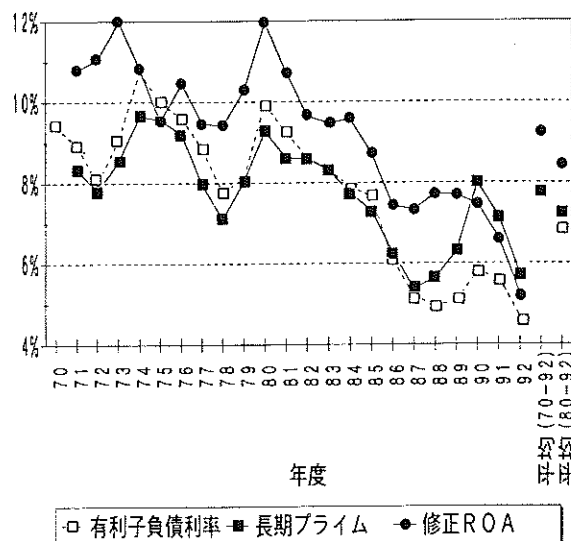


(注) 1970年以降、継続して上場している企業の財務分析に基づく。

株主資本比率が上昇したことの影響をもう少し詳細にみるため、ROA (使用総資本利払前経常利益率 = 「経常利益と支払金利の合計 / 使用総資本」) と金利とを比較してみる^(注3-34)。ROAは、企業が用いている全資金がどの程度の利益を生み出しているかの指標である。全資金が生み出した利益は、一部分は借入金に対する利払いとして流出し、他の一部分は税金として流出し、残りが税引後利益として株主にとっての収益の源泉になる。

図3-12によると、ROAはほぼ全期間にわたって、金利水準よりも高い。このことは、景気の変動をならして考えれば、資金を借り入れて事業を行っても利益が計上できる状態にあることを示している。

図3-12 上場企業のROAの推移



(注) 1970年以降、継続して上場している企業の財務分析に基づく。

これを株主の立場からみれば、株主資本をできるだけ増やさずに、できるだけ多くの資金を借り入れて事業を行ってもらえれば、それだけ利益総額が膨らむので^(注3-35)、株主資本当たりの利益額も大きくなり、ROEの上昇をもたらすことを意味している。

注3-34; 未払費用や前受金というその他負債は、コストを要しない資金ではなく本来的には金利支払をとまうものとみなし、利払前経常利益を修正することによって、ROAを修正した。これが図3-11で用いた「修正ROA」の意味である。

注3-35; 財務レバレッジが働くということである。十分な事業機会を前提にしている。

別の表現をすれば、現実には企業経営を安定させるために、ある程度の株主資本は必要であるが、限度を超えて株主資本を調達して経営を行うことは、株主にとって望ましくないということである。しかし、現実には、株主資本比率は上昇してきた。

この観点からすると、エクイティ・ファイナンスや内部留保の拡充で株主資本を調達したポスト高度成長期の企業行動が、ROE を低下させた一因ということになる。企業にとって株主資本は“安い”資金だったが、株主にとっては安くなかった、高くついたということでもある。ここに、株主権の主張もしくはコーポレート・ガバナンスの台頭する余地が生じていた（注3-36）。

また、図3-12でもう一つわかることは、バブル崩壊以降、ROA が金利水準を下回るようになったことである。このことは、現時点での企業経営は金利さえも支払えない、逆鞘の状態であることを示している。そして、逆鞘のツケはROEの低下として支払われ、金利とROAの乖離以上に、金利とROEが株主にとって悪い方向に乖離することにつながっている。

4. まとめ ― モデルによる企業評価

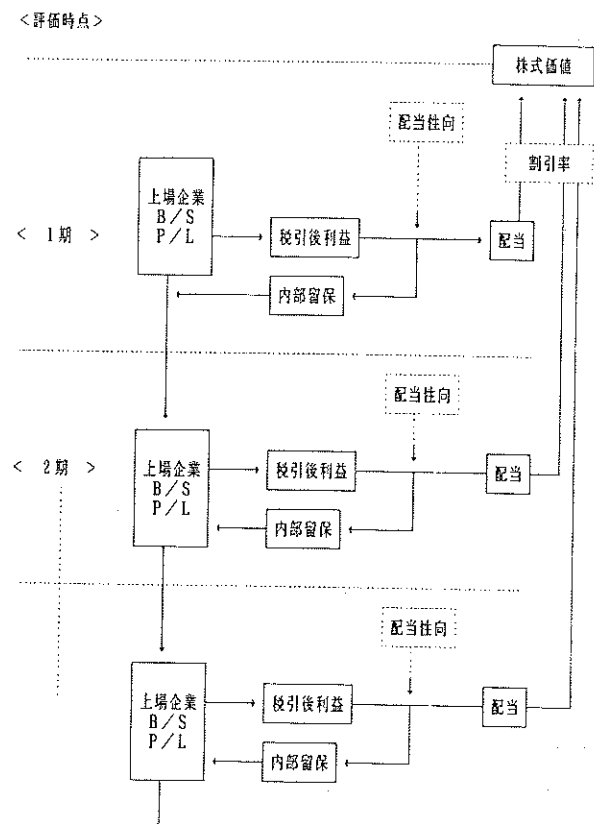
本稿のまとめの意味を含め、株価モデルを用いて企業価値の評価を行った。

4-1. 株価モデルについて

企業価値を評価するため、配当割引モデル（DDM）を応用した次のような株価モデルを作成した（モデル全体の流れについては図4-1を参照のこと）。

- a. モデルの基本は、将来の各期の配当を予想し、それらを割引率（国債金利とリスクプレミアムを合計した値）^{（注4-1）}を用いて現在価値に割り

図4-1 ニッセイ基礎研究所DDMモデルの概要



戻し、総計したものを、現時点での企業価値（これから株価も求まる）とする。

- b. 国債金利については、今後10年間程度の日本経済の潜在成長力とインフレ率に基づいて標準値を定め、モデルの外から与える（外生変数である）。リスクプレミアムは、過去の分析に基づいて標準値を定め、外生変数として与える。
- c. 内部成長型のDDMとする。つまり、将来の各期の利益（税引後）は、配当性向（外生変数として与える）に基づいて、配当と内部留保に分けられる。内部留保部分は次期に事業資金として用いられ、企業に成長をもたらす。それ以外の、借入やエクイティ・ファイナンスによる新たな資金調達はとりあえず考えない。

注3-36；企業が潤沢に資金を保有するとコーポレート・ガバナンスの問題が深刻になるという主張がある（渡辺茂・山本功「日本企業のコーポレート・ガバナンス」、野村総合研究所『財界観測』、1992年9月）。

注4-1；リスクフリー（リスクのない）金利とリスクプレミアムの合計である。国債金利をリスクフリー金利として用い、これに株式投資のリスクとして投資家が追加で要求する収益率（リスクプレミアム）を加えて割引率とする。

d. 企業の将来の利益は、上場企業^(注4-2)の財務分析に基づいた、「資産・負債・損益モデル」によって求める。骨格述べると、1992年度の貸借対照表をベースとして、そこに使用総資本回転率、売上高利益率などを外生変数として与え、利益を算出する。また、外生変数の設定に際しては、バブル形成期以降を除外した、ポスト高度成長期の平均的な姿を標準値として用いる。

e. 経済状況や企業業績状況を加味できるように、足元の利益額などの調整を行う。また、財テクなどの投資効率の悪い資産（ここでは遊休資産と称する）の存在を加味する。

f. 株式持ち合い（保有株式の時価）を加味する^(注4-3)。一方、企業が保有する不動産の時価は加味しない。

このモデルは、外生変数として与える潜在成長力、リスクプレミアム、配当性向、利益率などの係数を標準値から変化させることによって、シミュレーション・モデルとして用いる。「4-2. シミュレーションの結果」で示すのは、このような外生変数を様々に変化させて得られたシミュレーションの結果からの示唆である。

4-2. シミュレーションの結果

株価モデルから算出された企業価値（その結果としての株価）は多くの前提に依存しており、シミュレーション結果の細かな数値には意味が乏しい。そこで、具体的な数値を示す代わりに、シミュレーションで明らかになった含意を示しておく。

a. 現在の株価水準（日経平均株価で20000円程度）をモデルで説明することは不可能ではないが、利益率や資本の効率性に関する外生変数を標準値とするかぎり、かなり明るい経済のシナリオ（潜在成長率が高いとか、バブルからの調整が早期に終わるなど）を想定する必要がある。

現在の、上値の重い株価の状況は、このようなモデルの計算結果と符合するものと考えられる。

b. モデルから算出される株価水準を引き上げるには、一つには販売管理費の圧縮などによって利益率を高めることが必要である。もう一つは、使用総資本を圧縮し、資本回転率を高めることである。これらは、企業経営のリストラクチャリングを意味している。なお、使用総資本の圧縮のためには遊休資産の処分が必要だが、それには財テクの解消はもちろん、株式持ち合いの再考も含まれよう。また当然、収益性の高い新たな事業を見い出すことも利益率を高め、株価水準を引き上げることにつながる。

c. また、配当性向を引き上げることも株価にとってプラス要因となる。「3-2. 事業活動の収益性と効率性」で示したように、株主資本比率を高めることが株主にとっての企業価値であるROEを低下させるので、結果として株価を引き下げてしまうというのが現実の姿である。もちろん、現実の企業経営にある程度の株主資本が必要なことは理解できるが、必要以上に配当性向を抑えて株主資本比率を高めるのは株主にとって望ましくないということである。

d. 別途、モデルで対象とした企業の売上高の伸率が経済成長率と等しくなるように外部資金を調達し、さらにその全額を借入と仮定して、その時の株主資本比率を求めてみた。その結果は、配当性向を過去の標準水準の40%から60%に上げて、現在の株主資本比率を維持できる（正確には、それでも少し上昇する）というものであった。つまり、配当性向の引き上げは株主にとっての企業価値を理論的に向上させるとともに、（株主資本比率を低下させないという意味で）安定的な経営を維持するために必要な財務体質という観点からみても、現実的であることがわかるだろう。

注4-2；「3-2. 事業活動の収益性と効率性」と同様、1970年以降、継続して上場している578社を対象企業とする。

注4-3；企業が保有している株式の理論時価総額が企業価値に反映されるように計算する。

4-3. 結 語

「現在の平均的な日本企業の株式に投資魅力は乏しい」、これが本稿の一つの結論である。もちろん、これはあくまでも「平均的な姿」であり、個別にみれば魅力的な株式もあろう。しかし、金利商品にさえ投資魅力で劣る銘柄が多いというのも、厳然たる事実である。

それでは、日本の株式を再び魅力的にすることが不可能かといえば、否であろう。それには、企業の経営者が「株主にとって魅力的な経営」を意識することが、まず必要になる。そして株主にとっての魅力は、ROEに端的に表現される。株価対策というような対処療法ではなく、経営効率の向上という基本に立ち戻った対応が、日本の株式市場の機能維持のために今こそ必要だということでもある。

バブルが崩壊するまでは、安定保有構造が十分機能していて、魅力のない株式でも株主から見放されることがなかった。しかし、バブルが崩壊した後、安定保有構造に少しばかり緩みがみられるようである。これが本稿のもう一つの結論である。

はたしてその緩みが、本格的な安定保有構造の崩壊につながるのかどうかは予断できない。とはいえ、コーポレート・ガバナンスという言葉に象徴されるように、株主権を主張してこなかったことが現在の株式市場を苦境に陥れた原因ではないか、そういう認識が広まろうとしている。また、安定保有構造を支えてきた法人株主の現状をみると、金融機関は金融自由化によって転機を迎えようとしているし、事業会社はリストラクチャリングを求められている。株主として、株式の魅力度の回復を最も強く求めなければならないのは、法人株主自身である。

最後に、以上のような株式市場の流れが、機関投資家の活躍する市場方向に向かっていることを付言しておこう^(注4-4)。ROEを意識した、多か

れ少なかれドライな投資がこれからの株式市場を支配するようになろう。年金資金の増大と、その運用の自由化もそのような流れに沿ったものである。そして、機関投資家自身が、運用方針やパフォーマンスの開示をもとめられ、コーポレート・ガバナンスの（もしくはコーポレート・ガバナンス的な）観点から資金委託者の監視にさらされるのである。

注4-4；機関投資家とは、証券投資のパフォーマンスだけを目的として行動する投資家である。なお、機関投資家については、川北英隆「市場参加者の行動変化——機関投資家」（日本証券経済研究所『証券市場及び証券業の将来像に関する研究会報告書』）を参考にされたい。