

Title	日本の金融システム不安とコーポレート・ガバナンス構造の弱点
Sub Title	Japanese Financial Instability and Weaknesses in the Corporate Governance Structure
Author	深尾, 光洋(Fukao, Mitsuhiro)
Publisher	
Publication year	1998
Jtitle	三田商学研究 (Mita business review). Vol.41, No.3 (1998. 8) ,p.1-
JaLC DOI	
Abstract	本稿では,日本の金融システム不安定化の背景として重要な,銀行部門の脆弱性と,コーポレート・ガバナンスの関係を分析する。そして日本企業と銀行の関係が,地価株価の下落,金利規制の撤廃,資本市場の自由化等の環境変化によりメインバンク・システムがどのように変化して行くか,また日本企業のガバナンス・システムがどのような影響を受けるかについて考察する。第2節で日本の銀行の株式保有に伴うリスクは,いわゆるバブル期以降の不良債権の発生等で弱まった自己資本に比して過大であることを示す。このため今後銀行は,株式保有をその体力
Notes	
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-19980800-00685924

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

日本の金融システム不安と コーポレート・ガバナンス構造の弱点*

深尾光洋

<要約>

本稿では、日本の金融システム不安定化の背景として重要な、銀行部門の脆弱性と、コーポレート・ガバナンスの関係を分析する。そして日本企業と銀行の関係が、地価株価の下落、金利規制の撤廃、資本市場の自由化等の環境変化によりメインバンク・システムがどのように変化して行くか、また日本企業のガバナンス・システムがどのような影響を受けるかについて考察する。

第2節で日本の銀行の株式保有に伴うリスクは、いわゆるバブル期以降の不良債権の発生等で弱まった自己資本に比して過大であることを示す。このため今後銀行は、株式保有をその体力に見合った水準に引き下げる可能性が高く、その場合には企業との株式持ち合い関係がかなり弱まることを説明する。

第3節で、持ち合い解消に伴い売却される株式が市場でどのように消化されると予想されるか、またそれに伴いどのような制度変更が必要か、について論じる。まず問題となるのは、極めて不透明な日本の会計制度であり、その早急な見直しが必要である。また従来株式保有のリスクを取ってこなかった家計部門に対し、分散投資等によりリスク管理サービスを提供する株式投資信託業務が今後より重要になるため、税制等の問題を抱えた投資信託制度の見直しも急務である。

第4節では、予想される株式の保有構造の変化が、日本のコーポレート・ガバナンスに与える影響について考察する。主要な株主が取引関係のある金融機関や企業から、取引関係のない年金基金や投資信託等の機関投資家や外国の株主に変化して行くに従って、株主の経営陣に対する要求も、従来の「継続的な取引の拡大」から、「株価の上昇や利益の拡大」に重点がシフトして行くと考えられる。またこのような変化は、企業の雇用調整に対する態度や、いわゆる含み益の使い方等に影響を与える可能性が高いことを指摘する。

<キーワード>

金融システム, コーポレート・ガバナンス, メインバンク, 株式持ち合い, 終身雇用制

* 通産産業省 通産産業研究所国際シンポジウム「市場と政府の役割」, 1998年3月17-18日, 提出論文。本稿の作成にあたっては、日本銀行の植松義裕氏に一部図表の作成等で協力を得た。また、日本銀行の肥後雅博氏, 日本総研の翁百合氏から、有益なコメントを頂いた。ここに記して感謝したい。

1. はじめに

97年11月の、拓銀と山一証券の破綻をきっかけとした金融不安の急速な高まりは、日本の信用制度の基盤となる会計・監査制度と開示システムに対する信頼を失墜させた。信用不安の高まりは、インターバンク市場の閉塞を招き、多くの銀行の資金繰りを逼迫させた。これは、銀行与信の縮小を通じて、日本企業ばかりでなくアジア諸国の資金繰りを悪化させ、企業の破綻、株価下落、アジア通貨危機の深刻化を引き起こした。97年12月には、株価下落は多額の株式を保有する銀行の自己資本の減少を招き、さらに銀行与信の縮小を招くという、信用収縮の悪循環が始まりつつあった。この信用収縮は、同年末に自民党と大蔵省が発表した緊急対策等で98年初に株価が回復したことにより、やや弱まっている。しかし、金融不安を引き起こした根本の原因である、会計・監査制度の弱さと、銀行による過大な株式保有、多額の未処理の不良債権の存在という、背景にある諸問題は今なお解消されたとは言えない。このため、政府のこれらの問題への対応に関する市場のコンフィデンスが失われれば、また信用不安が広がる懸念がある。

さらに、上場企業である大手金融機関の破綻は、大量の正社員の解雇を引き起こし、長期雇用を生活設計の前提として受けとめていた多くの大企業の従業員に対して雇用の安定への懸念を強めさせ、転職についての抵抗感を低めるように働いている。

本稿では、日本の金融システム不安定化の背景として重要な、銀行部門の脆弱性と、コーポレート・ガバナンスの関係に焦点を当てる。そして特に日本企業と銀行の関係について、いわゆるバブル期以降の地価株価の下落、預金金利規制の撤廃、資本市場の自由化等の環境変化により、今後銀行と企業の株式持ち合い関係やメインバンク・システムがどのように変化して行くか、またそれにより、日本企業のガバナンス・システムがどのような影響を受けるかについて考察する。

まず第2節で日本の銀行の株式保有に伴うリスクは、いわゆるバブル期以降の不良債権の発生等で弱まった自己資本に比して過大であることを示す。このため今後銀行は、株式保有をその体力に見合った水準に引き下げる可能性が高く、その場合には企業との株式持ち合い関係がかなり弱まることを説明する。また大企業と銀行の関係も貸し出しを中心としたものから、総合的な金融サービスやビジネス情報の提供を中心とするものになるに従って、株式持ち合いの必要性自体も低下してきていることを指摘する。

次に第3節で、持ち合い解消に伴い売却される株式が市場でどのように消化されると予想されるか、またそれに伴いどのような制度変更が必要か、について論じる。まず売却される株式を買い取ることが期待されている従来型の企業年金、生命保険会社等も、これまでのように資産運用に伴うリスクを自ら負担して家計部門を株価変動リスクから遮断することは、今後困難になることを見

る。この結果、家計部門が従来以上に株価変動リスクを直接負担する方向に移行する可能性が高いことを示す。このような状況の下では、企業の資金調達コストに上昇圧力が働くと考えられるので、株主の国際化による資本コストの引き下げが必要となろう。その場合に制約となるのは国際的な比較が困難な日本の会計制度であり、その早急な見直しが必要であることを指摘する。また従来株式保有のリスクを取ってこなかった家計部門に対し、分散投資等によりリスク管理サービスを提供する株式投資信託業務が今後より重要になるため、税制を含めて多くの問題を抱えた投資信託制度の大幅な見直しも急務であると指摘する。また、98年3月に制度変更が行われた資本準備金による自社株の買い入れ消却についても、その制度的な背景を説明する。

第4節では、こうした株式の保有構造の変化が、日本のコーポレート・ガバナンスに与える影響について考察する。主要な株主が強い取引関係のある金融機関や企業から、そうした取引関係のない年金基金や投資信託等の機関投資家や外国の株主に変化して行くに従って、株主の経営陣に対する要求も、従来の「継続的な取引の拡大」から、「株価の上昇や利益の拡大」に重点がシフトして行くと考えられる。またこのような変化は、企業の雇用調整に対する態度や、いわゆる含み益の使い方等に影響を与える可能性が高いことを指摘する。

最後に第5節では、本稿の主要な結論を述べる。

2. 株主としての銀行とメインバンク関係

2.1. 銀行の自己資本比過大な株式保有と株式持ち合い

日本の銀行は、一般事業法人や海外の金融機関に比較しても、巨額の株式を保有している。日本の銀行は、国内の会社の株式を発行済株式総数の5%までしか保有できない(独占禁止法11条)。しかし銀行に対しての、株式保有総額の上限についての規制は存在せず、数多くの会社の株式に投資すればいくらかでも保有することが出来る。これは日本の一般の大規模会社(資本金350億円以上ないし純資産1400億円以上)について、資本金の額または純資産の額を超える株式保有が禁止されているのに対し、銀行を含む金融業を行う会社は、この禁止規定が適用されないことによっている(独占禁止法9条の2)¹⁾。

また従来、銀行に対する大口融資規制が非常に緩やかであったことも、銀行の株式保有を大きなものにした。すなわち、これまでの大口融資規制では、貸出と保証のみが規制対象とされ、株式、債券などの有価証券や、オフバランス取引に伴う与信額(credit exposure)は、規制対象外であっ

1) 本文で説明したように、日本の銀行は株式保有額全体についての規制は存在しないが、ユニバーサル・バンク制度を採用しているEUでは、第2次銀行指令により銀行の株式保有額の上限を、一企業について銀行の自己資本の15%以下、株式保有総額について銀行の自己資本の60%以下とする規制を行っている。

た。このため銀行は、貸出に加えて株式や社債を保有することで、大企業に多額の与信を供与することが可能であった。例えば三和銀行、東海銀行、さくら銀行の3行は、97年9月末で、それぞれトヨタ自動車の株式の4.8%を保有しているが、98年2月12日のトヨタの株価から計算すると、6200億円に相当する。これは、三和、東海、さくら銀行の97年9月末の自己資本の、それぞれ37%、79%、40%の巨額の与信に相当する。これは極端な例であるが、株式保有による信用リスクの集中は、かなり大きい可能性を示している。

日本の銀行は、自らがメインバンクとなっている企業の株式を、独禁法の上限である5%程度保有していることが多い。メインバンクは、通常メイン先の企業の業績悪化を一般の市場関係者より早く知ることが可能である。しかしインサイダー取引規制により、銀行は保有する株式を売却することは困難である。このため、銀行が保有するメイン先企業の株式は、その企業の経営が悪化した場合には、貸出に劣後するうえ企業の業績が悪化した場合でも売却することが出来ない、非常に固定的な与信であると言える。

図表1は全国銀行銀行勘定について、銀行の保有する株式の時価、簿価と株式含み益の推移を示している。なお1990年3月以前の保有株式の時価総額は公表されていないため、1991年3月末の数値をベースに日経225種指数を使って遡及推計している²⁾。この表で分かるように、1986年3月末に

図表1 銀行部門の株式保有額と自己資本

	株式時価 A	株式簿価 B	資本勘定 C	資本勘定+含み益の45% C+(A-B)×0.45
86/3	46.9	11.9	12.3	28.1
87/3	63.7	13.4	13.8	36.4
88/3	77.6	17.6	17.2	44.2
89/3	97.1	23.2	22.5	55.8
90/3	88.6	29.7	28.6	55.1
91/3	77.7	33.1	30.2	50.3
92/3	56.4	34.5	31.3	41.2
93/3	56.4	34.5	31.8	41.7
94/3	61.9	36.5	32.3	43.7
95/3	52.0	39.8	32.3	37.8
96/3	64.3	43.0	27.9	37.5
97/3	54.1	42.9	28.5	33.5

データ出所：全国銀行協会、『全国銀行財務諸表分析』、各号。

各行、「有価証券報告書」。株式時価、簿価ともに上場株式分のみ。

注：全国銀行銀行勘定分。89年度以前の株式時価総額は公表されていないため、日経平均株価と同じ動きをしたものと仮定し、90年度末の株式時価総額を日経平均指数で遡及した推計値。この間、保有株式数は増加していたと考えられるので、過去に遡るほど時価の推計値は過大になっていると推察される。

2) 銀行の保有株式は徐々に増加してきているため、1990年度末をベースに遡及推定した時価総額の推定値は、過去に遡るほど上方バイアスが大きくなるので、1985-86年の数字は多少割り引く必要がある。

は銀行が保有する株式の簿価は11.9兆円、時価評価額は約47兆円と時価は簿価の4倍以上となっていたため、株式保有に伴う市場リスクも株の含み益で十分吸収可能であったと言える。しかし1980年代後半には、銀行がB I S規制導入に備えて増資をする過程で、高い株価水準で株式持ち合いが行われたことなどから簿価は上昇を続けた。さらに1990年以降の株価下落局面でも、不良債権償却のために帳簿上の利益を生むための含み益の実現により簿価が上昇する一方、株式時価は低迷したため、株式時価と簿価は急速に接近している。

1997年3月末現在では、全国銀行全体で保有する株式の簿価は42.9兆円となっており、これは自己資本（資本勘定合計）の28.5兆円を5割近く上回っている（投資信託などの信託勘定経由の株式保有を除く）。この株式保有額を時価ベースで見ると、97年3月末時点の日経225種平均株価18003円で評価して、約54.1兆円と自己資本の2倍弱にも達している。また、株式含み益の45%を自己資本に加えた金額である33.5兆円に比較しても、株式の時価は自己資本の1.6倍に達している。実際には不良債権の償却が不十分であると考えられるため、これを考慮して自己資本を割り引いて考えると、銀行は実質自己資本の優に二倍以上の株式を保有していると言える。³⁾

株価の変動は大きいので、銀行は極めて大きな株価変動リスクを抱えているといえる。では株式の投資収益率はどうか。1955年から74年の平均株式投資収益率（配当とキャピタルゲインの合計）は21.0%と長期プライムレートの平均8.8%を12.2%ポイント上回っていたのに対し、1975年から95年には株式投資収益率は10.7%へと低下し、長期プライムレートの平均7.0%を3.7%ポイント上回るにとどまった。特に1990年から95年までの6年間でみると、平均株式投資収益率は、6.7%もの大幅なマイナス利回りとなっている。⁴⁾

こうした銀行による過大な株式保有の現れが、株価変動がB I S自己資本比率に与える大きな影響である。B I S規制では、銀行は保有有価証券含み益の45%を自己資本の補完項目に計上できるが、これは株式を時価評価し、それに対する法人税の税効果を差し引いて自己資本を計算することにはほぼ対応している。大多数の銀行にとって、バブル崩壊までは株式の簿価が時価を大幅に下回っていたため、この含み益を考慮した実質的な自己資本の水準は高く、株式保有に伴うリスクも吸収

3) 日本の銀行部門全体（都銀、長期信用銀行、信託銀行、地方銀行、第二地方銀行）の問題債権金額を把握するには、98年1月に大蔵省が発表した、97年3-9月に行われた銀行の資産の自己査定結果の集計値が参考になる。これによれば、第二分類（substandard）65.3兆円、第三分類（doubtful）8.7兆円、第四分類（loss）2.7兆円となっており、97年9月期の公表不良債権（経営破綻先債権、6ヶ月以上の金利延滞債権、金利減免債権の合計）21.7兆円を大幅に上回っている。この二つの概念は定義が異なるので直接比較できないことに注意が必要である。このうち第二分類の債権については、バブル崩壊以前はほとんど回収出来たため、貸し倒れ引当金の設定はあまり行われていないと見られる。しかしバブル崩壊後は、第二分類でも償却を要する場合が急増しており、1997年10月の『日本銀行月報』で公表されたサンプル銀行18行の近年のデータによれば、ある債権が第二分類とされてから3年間で累積17%もの償却が必要であったとされている。このため、仮に第二分類の二割程度の償却を見込むと、それだけで13兆円もの含み損失を抱えていると見ることも可能である。

4) 財団法人日本証券経済研究所、『株式投資収益率'95』（Rates of Return on Common Stocks）、1996。

することが出来た。また預金金利規制によるレントで銀行は収益を確保することが容易で体力に余裕があったことも、巨額の株式保有を可能にしたといえる。⁵⁾

しかし預金金利が当座預金に対する付利禁止を除いて全面的に自由化され、銀行は規制によるレントの大部分を失った。また、1990年以降の株価の大幅な下落、不良債権問題の深刻化による資産内容の悪化、株式含み益の実現による不良債権の償却などの要因により、今日多くの銀行は、客観的に見て、自己資本に比較して多額の株式を保有するリスクを負担する能力を失っていると考えられる。

それにもかかわらず、銀行がなお大量の株式を保有している理由として、投資勘定で保有する株式が会計上低価法で評価されてきたことがあげられる。銀行が株式をヘッジなしで保有している限り、株式をどのように評価しようと当然銀行はリスクを負っている。しかしディスクロージャー、課税、当局への報告のための会計では、株式は低価法により評価されてきたため、時価が簿価を上回っている限り当期利益には直接は影響しない。こうした会計制度の存在が、株式保有のリスクに対する銀行の経営陣の一種の思考停止を招いてきた側面があることは否めない。⁶⁾ 1997年後半には、日経平均が15000円を割り込み、多くの銀行が保有する株式の時価が簿価を下回るに至った。この時になってはじめて、やや誇張して言えば「銀行の経営陣が突然巨額の株式ポートフォリオを保有していることをはっきりと認識した」と言える。

こうした株式保有リスクに対する思考停止が続いてきた原因の一つが、銀行株主による銀行経営の監視機能の弱さであろう。銀行経営における株主の役割の弱さの原因としては、①大蔵省による規制・監督が非常に強いため、株主サイドが銀行経営をモニタリングするインセンティブをなくしていること、②銀行の経営陣もBIS自己資本比率規制で義務づけられている最低自己資本比率さえ維持すれば問題がないと考え、自らが主体的に内部管理上必要な自己資本を保有しようとする発想が欠けていたこと、⁷⁾ ③銀行株主には相互会社である生命保険会社が多いが、保険契約者全部がいれば株主となっている相互会社における経営モニタリングも極めて弱いこと、⁸⁾ ④銀行の株式持ち合い先の一般企業は、資金調達を銀行からの借入に依存しているため株主としての立場が弱いこと、の四点をあげることが出来る。

銀行の保有する株式は、大半が株主安定化のための相互持ち合いと、取引先企業との関係構築の

5) BIS規制上有価証券含み益の45%が自己資本の補完項目に計上できることについて、銀行の貸出態度を不安定にする等の理由から批判されることがある。しかし問題の本質は自己資本に計上できることではなく、むしろ市場リスクに晒された多額の株式を保有していることにある。

6) 1980年代にいくつかの銀行が大量の外貨建て転換社債を発行して自己資本の充実を試みたことがあったが、当時この為替リスクは会計上認識されていなかったため、リスク管理が十分行われていなかった経験がある。なお98年3月期からは、株式評価は原価法と低価法の選択制となった。

7) この第二の点については、翁百合氏から御示唆を頂いた。

8) 生命保険会社のガバナンス機能の問題点については、小宮隆太郎 [1989] 参照。

2つを主な目的としている。しかし後者について見ると、かつて銀行の主な取引先であった大企業は、銀行借入れから資本市場調達へとシフトした結果、銀行との関係は往時とは比べ物にならないほど弱まっている。実際、大企業の銀行借入が減少した結果、銀行部門の保有する貸出は、1980年代に入ってから急速に中小企業のウェイトが上昇している。(図表2) また大企業の債務の内容も、借入の比率が低下し、資本市場調達が増加している。⁹⁾(図表3)

こうした大企業の銀行離れと、銀行の不良債権問題の深刻化による銀行株価の低迷の中で、近年事業法人による銀行株式の売却の動きが始まっている。株式持ち合いの実態を知る上では、1997年10月にニッセイ基礎研究所が初めて公表した、株式持ち合いについての時系列データが極めて有用である。(図表4) この調査では、

- ① 2つの会社が相互に相手の株式を保有していることが確認できた株式の比率を「持ち合い比率」、
- ② さらに持ち合い株式に、銀行と生命保険会社が保有する株式と、事業会社が保有する銀行と生命保険会社の株式を加えたものの比率を「安定保有比率」、

と定義している。この調査によれば、株式市場全体の持ち合い比率と、安定保有比率は、1992年頃から低下し始めている。特に注目されるのは、非金融事業会社の株式については、持ち合い比率も安定保有比率もあまり低下していない一方、銀行の株式については、92年以降かなり急速に持ち合い比率、安定保有比率が低下している点である。

この調査報告では、銀行による株式の売却は、持ち合い先の事業会社の先行的な銀行株売却を受けての売却が多いことを指摘している。¹⁰⁾ 持ち合い解消の動きは、自己資本を大幅に上回る株式を保有する銀行側からでなく、一般企業サイドから始まったと言える。この背景には、バブル崩壊の影響が比較的小さかった製造業の優良企業では、仮に自らの銀行株売却に対抗して銀行が持ち合い株式を売却しても、市場で消化したり、内部留保で自社株消却を行うことで十分対応できるとの判断

図表2 企業規模別貸出比率 (パーセント)

全国銀行銀行勘定	1980	1985	1990	1994
大企業	33.3	30.0	21.7	23.0
中堅企業	27.0	25.2	12.5	11.9
中小企業	39.7	44.7	65.8	65.1
合計	100.0	100.0	100.0	100.0

注：国内店銀行勘定年末残高。1994年末は当座貸し越しを含む。

大企業は資本金10億円以上、中小企業は1億円以下、中堅企業はそれ以外。

9) 1988年以降、生命保険会社の貸出伸び率は銀行を上回っているため、大企業の借入に占める銀行借入のシェアは図表3以上に低下していると考えられる。

10) ニッセイ基礎研究所、「株式持ち合い実態調査(96年度)」、『ニッセイ年金ストラテジー』Vol.17, 1997年11月, 参照。

図表3 バランスシートの変遷（総資産に対する比率：％）

製造業大企業

資産	80年度	84年度	89年度	94年度	負債・資本	80年度	84年度	89年度	94年度
	資産	100.0	100.0	100.0		100.0	負債	77.9	71.9
現預金	10.7	11.5	15.8	10.8	流動負債	55.3	52.3	40.9	36.8
短期有価証券	4.8	5.4	5.2	6.1	支払手形等	22.1	21.1	17.1	14.4
うち株式	1.1	1.4	2.7	3.0	短期借入金	17.7	16.6	10.4	10.3
うち債券	3.6	3.7	1.7	1.9	流動引当金	2.5	1.2	0.9	0.9
うちその他	0.1	0.3	0.7	1.3	その他	12.9	13.5	12.4	11.2
投資有価証券	6.6	7.5	10.1	13.0	固定負債	21.7	19.7	21.8	22.9
うち株式	5.6	6.3	8.8	11.9	長期借入金	14.2	10.2	5.4	7.8
うち債券	1.3	1.4	1.1	1.7	社債	3.1	4.8	11.5	10.3
うちその他	0.2	0.3	0.6	0.2	固定引当金	3.8	3.9	3.8	3.8
受取手形等	23.6	24.0	23.3	20.5	その他	0.6	0.7	1.1	1.0
その他金融資産	8.9	8.8	8.5	8.7	特別引当金	0.9	0.0	0.0	0.0
無形固定資産	0.2	0.2	0.2	0.2	資本	22.1	28.1	37.3	40.3
繰延資産	0.1	0.1	0.1	0.1	資本金	6.6	6.9	9.4	9.8
棚卸資産	20.0	17.1	12.2	11.2	資本準備金	3.6	5.8	9.2	9.3
有形固定資産	25.1	25.4	24.7	29.2	利益準備金	0.9	1.0	1.0	1.2
うち土地	4.0	4.2	4.9	6.4	その他剰余金	10.9	14.4	17.7	19.9
うち建物等	21.1	21.2	19.8	22.8					
総資産合計 (兆円)	105	134	191	223	総資産合計 (兆円)	105	134	191	223

出所：『日本銀行月報』，1996年7月，p.88.

があったものと思われる。一方銀行サイドは、不良債権の償却で自己資本が減少し、自己資本比率規制の達成も難しい状況にあり、自ら持ち合い先企業の株式を売却することで相手先企業から株式売却で対抗された場合、自らの株価の下落を招き信用不安を発生させるとの懸念があったと考えられる。すなわち、株式持ち合いは、「相互に株式を売却しない」との了解の上に成立しているため、銀行サイドから株式保有を圧縮してきた場合には、企業サイドもそれに対応して銀行株式の売却に踏み切る可能性が極めて高い。実際、富士総合研究所が1993年に行った調査では、アンケートに回答した573社の株式公開企業のうち68.4%が、「相手が自社の株式を売却した場合には持ち合い株式売却もあり得る」と答えている（図表5）。

今後の銀行の動きを考えると、①持ち合い先企業からの銀行株式売却が進んでいること、②昨年

図表4 株式持ち合い比率の推移

(パーセント)

年度	市場全体		金融機関株式	
	安定保有比率	持ち合い比率	安定保有比率	持ち合い比率
1987	41.56	21.23	57.38	33.31
1988	41.67	20.75	57.42	33.02
1989	40.49	20.62	54.14	30.02
1990	41.24	21.58	54.63	31.16
1991	41.19	21.47	54.15	30.07
1992	41.40	21.40	54.10	29.56
1993	40.07	21.10	53.74	31.03
1994	40.65	21.15	52.96	30.19
1995	39.11	20.75	52.73	30.56
1996	37.82	19.63	49.96	28.24

年度	事業会社株式		銀行保有比率	生保有比率
	安定保有比率	持ち合い比率		
1987	23.97	13.90	9.18	9.24
1988	25.16	14.75	9.67	9.66
1989	25.13	15.60	9.89	8.95
1990	26.05	16.29	10.48	9.11
1991	26.51	16.38	10.59	9.37
1992	26.02	16.00	10.39	9.28
1993	25.51	15.84	10.18	9.03
1994	25.33	15.98	10.10	8.78
1995	24.68	15.70	10.09	8.24
1996	24.94	15.63	10.14	8.58

出所：ニッセイ基礎研究所「株式持ち合い状況調査96年度版」，1997年10月23日。

注：有価証券報告書の大株主と有価証券明細表，東洋経済新報社の大株主データからニッセイ基礎研究所が推定したもの。

金融機関とは，銀行（信託銀行と大和銀行を除く）と生命保険会社。

事業会社とは，金融機関，損害保険会社，証券会社，その他金融，を除いた国内会社。

持ち合い比率とは，2社間で相互に相手の株式を保有していることが確認できた株式が，時価総額に占める比率。

安定保有比率とは，持ち合い株式に，金融機関（信託銀行と大和銀行を除く）が保有する株式と，事業会社が保有する金融機関の株式を加えたものが，時価に占める比率。

末の経験から株価の下落が銀行経営の大きな不安定要因になることを強く認識したこと，③今後大口融資規制の強化が予定されており，貸出に加え株式や債券による与信も含めた，信用リスクの集中に対する規制が導入される予定であること，などから，銀行は今後株式保有のリスク管理を強化し，株式保有総額の圧縮を進めて行くものと思われる。¹¹⁾

11) 金融制度調査会，『銀行グループのリスクの管理等に関する懇談会報告書』，1998年1月30日参照。政

図表5 持ち合い株式売却の可能性：株式公開企業

(パーセント)

相手が自社の株式を売却した場合には売却もあり得る	68.4
相手の動向にかかわらず可能性はある	18.3
あり得ない	13.3

出所：富士総合研究所 [1993], p.125.

注：「今後、貴社が所有してきた持ち合い株式を売却することがあるとお考えですか？」に対して選択された回答の比率。

回答企業数：株式公開企業 573

2.2. 企業と銀行の取引関係の変化

このように、事業会社と銀行による持ち合い株式の売却は、日本において株式持ち合いが大きく弱まるきっかけになる可能性が高い。この結果、銀行が果たしてきた日本の大企業の安定株主としての役割は、今後大幅に低下すると見るべきであろう。日本の公開企業の株主構成は、戦後一貫して金融機関（除投信、年金）と事業法人のシェアが上昇し、一方で個人が減少を続けてきた（図表6）。銀行と企業の持ち合い株式の売却は、企業の安定株主指向が強い下では（富士総研，p.101, 132），その一部が別の金融機関や企業等に保有される可能性が高いものの、全体としてみると、銀行の持ち株比率や全体としての持ち合い比率の低下は避けられないと見るべきであろう。銀行と顧

図表6 全国上場企業の株式保有分布の推移

(パーセント)

年度	政府・地方 公共団体	金融機関 (除投信,年金)	都銀長銀 地銀	投資信託	年金信託	証券会社	事業法人	個人	外国人
1949	2.8	9.9				12.6	5.6	69.1	
1955	0.4	19.5		4.1		7.9	13.2	53.1	1.8
1960	0.2	23.1		7.5		3.7	17.8	46.3	1.4
1965	0.2	23.4		5.6		5.8	18.4	44.8	1.8
1970	0.3	30.9		1.4		1.2	23.1	39.9	3.2
1975	0.2	34.5		1.6		1.4	26.3	33.5	2.6
1980	0.2	36.9		1.5	0.4	1.7	26.0	29.2	4.0
1985	0.8	40.2		1.3	0.7	2.0	24.1	25.2	5.7
1990	0.6	40.7		3.6	0.9	1.7	25.2	23.1	4.2
1992	0.6	40.2	16.2	3.2	1.1	1.2	24.4	23.9	5.6
1994	0.7	39.3	15.9	2.6	1.6	1.1	23.8	23.5	7.4
1995	0.6	41.4	15.4	2.1	1.8	1.4	23.6	23.6	9.4
1996	0.5	41.3	15.1	2.0	2.3	1.1	23.8	23.6	9.8

出所：東京証券取引所、『東証要覧』，1996，p.76，p.124を東証WWWサイトでアップデート。

注：1985年以降は単位数ベース。「個人」は法人格のない団体を含む。1978年以前の「金融機関」には、年金を含む。

＼府・大蔵省はこの報告書等に基づき、大口融資規制の強化を盛り込んだ金融システム改革法案を国会に提出、98年6月に成立した。

客企業間の株式持ち合いが解消されるにつれて、徐々に生保の実績配当勘定、投資信託、年金基金等のいわゆる機関投資家の株式保有が増加して行く可能性が高い。¹²⁾

持ち合い株式の売却を含め、一般に企業が保有する株式を売却しても、現在の株価に見合う代金を入手するため、その企業の純資産の金額は変化しない。このため、企業の純資産や収益力を正しく反映して株価が形成されている限り、理論的には持ち合い株式の相互売却は株価に対して中立的なはずである。¹³⁾しかし現実には、市場には摩擦や情報の非対称性が存在するため、持ち合いの解消が進展する過程では株価が低下し、エクイティ・ファイナンスによる資金調達コストが上昇することが予想される。多額の未処分利益や株式の含み利益を保有する企業の場合には、未処分利益や株式売却益を利用して自社株の買い戻しを行うことにより、株価の低下を押さえることが可能である。しかしB I S規制に基づく自己資本比率の維持が必要な銀行の場合には、自社株の買い戻しは困難であろう。¹⁴⁾

銀行と企業の株式保有関係の希薄化は、既にこれまで進展してきた大企業の銀行借入から資本市場調達へのシフトをさらに進める要因になろう。こうした銀行借入の重要性の低下にもかかわらず、多くの企業では、なおメインバンクないし少数のコア・バンクと緊密な関係を維持しようとする意識が強い。実際、富士総研のアンケート調査では、多くの企業が「経営危機に際して緊急融資等の支援をしてくれる」との期待を持っている(図表7)。またその見返りとして、企業サイドも協力預金、資金決済や給与振り込み等の従業員取引の集中、高額な社債委託手数料の支払いなどを

図表7 メインバンクの経営危機に際しての支援機能に対する企業の認識 (パーセント)

	合計	一部上場	二部上場	店頭公開	非公開
当然考えてくれる	49.4	63.0	52.9	39.4	41.9
当社の状況によっては答えてくれないかもしれないが期待はしている	39.2	30.1	37.4	50.5	42.9
過去にはそういう期待もあったが、現在はそこまで期待していない	5.5	5.4	7.1	6.4	4.9
過去も現在もそこまでは期待できない	6.0	1.6	2.6	3.7	10.2
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

出所：富士総合研究所 [1993], p.74.

注：「メインバンクは経営危機に際して金融融資等の支援をしてくれるとお考えですか？」に対して選択された回答の比率。

回答企業数：一部上場 316, 二部上場 155, 店頭公開 109, 非公開 508, 合計 1088

(原資料では、非公開企業数が欠陥し合計が508社とされていたが、他の回答企業数と大きく異なるため、上記の数字が正しいと思われる。)

12) この点については第3節で論ずる。

13) 株式持ち合いと株価の関係については、小林 [1990] を参照。

14) この点については、肥後雅博氏から貴重なコメントを頂いた。

行っている。(図表8)

こうしたウェットな企業の銀行に対する期待は、なお比較的高齢の企業経営者には、かつて企業経営が困難に陥った時に銀行に助けられた記憶を持っている層があるので、維持されている側面がある。今日のように、資本市場調達が自由化され、大企業の格付が大多数の銀行を上回るようになった状況が続けば、企業経営者の世代交代によって、企業の銀行取引に対する態度も、これまで以上にドライなものになって行く可能性が高い。

図表8 メインバンクに対するコスト支払い方法 (パーセント)

	合計	一部上場	二部上場	店頭公開	非公開
協力預金	23.3	27.9	22.2	21.8	21.0
資金決済・従業員取引などの集中	16.7	21.3	15.8	13.6	14.9
実質金利の上乗せ	6.3	8.8	4.4	1.8	6.4
銀行の増資引き受け	6.1	7.5	5.1	5.5	5.6
必要額以上の借入	3.6	2.8	4.4	2.7	4.1
高額な社債受託手数料等の支払い	3.5	8.8	1.9	0.9	1.4
人材の受け入れ	2.9	5.6	3.8	0.9	1.4
その他	0.5	0.3	1.3	0	0.4

出所：富士総合研究所 [1993], p.86.

注：「コストを支払っているとしたらその方法はどのようなものですか。該当個所を全て○でお囲み下さい。」に対して選択された回答の比率。

回答企業数：一部上場 319, 二部上場 158, 店頭公開 110, 非公開 518, 合計 1105

図表9 今後のメインバンク変更理由 (パーセント)

	合計	一部上場	二部上場	店頭公開	非公開
B I S規制によりメインバンクの融資力が落ちること	34.6	37.5	29.0	31.1	35.3
メインバンクの財務体質が悪化し、格付けが低下するなど社会的信用度が落ちること	34.0	39.1	30.3	31.1	32.6
メインバンクとの株式持ち合いが減少しないし解消されること	30.3	55.7	42.1	43.7	7.8
銀行が信託子会社や証券子会社を持つことにより、銀行グループ間のサービス供給能力格差が拡大すること	12.1	11.7	9.0	14.6	12.8
貴社の企業活動が国際化すること	1.7	1.6	2.1	2.9	1.4
証券会社の銀行子会社が銀行業務に参入することにより証券業務に強い銀行が生まれること	1.3	0.7	2.1	1.9	1.2
その他	2.6	1.3	0.7	1.0	4.3
特にない	41.2	31.6	42.8	35.9	47.8

出所：富士総合研究所 [1993], p.89.

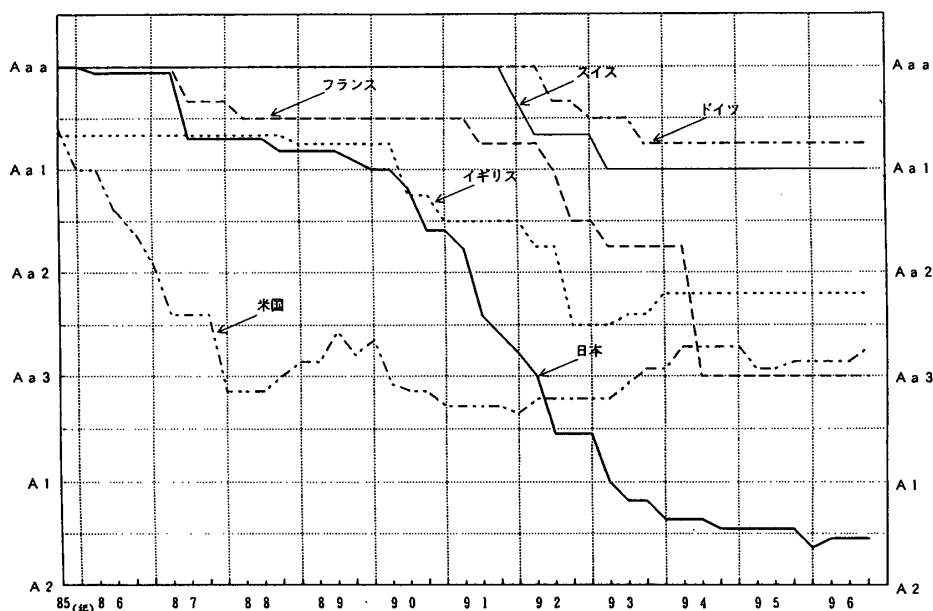
注：「今後、メインバンクを変更する最大の要因となりうるのは次のどれとお考えですか？ 該当個所を3つまで○でお囲み下さい。」に対して選択された回答の比率

回答企業数：一部上場 307, 二部上場 145, 店頭公開 103, 非公開 485, 合計1040。

実際、将来企業サイドがメインバンクを変える要因としてあげているものには、

- ①メインバンクとの株式持ち合いが減少ないし解消されること、
- ②メインバンクの財務体質が悪化し、格付けが低下するなど社会的信用度が落ちること、が重要なものとしてあげられている（図表9）。このため、既に銀行部門の格付けが大きく低下し、銀行が企業の経営危機を助けることも困難化していることを考えると（図表10）、将来銀行がリスク管理上の必要性和大口融資規制の強化などから、全体として株式保有を減少させて行けば、メインバンクの変更だけでなく、メインバンク関係自体が全体として弱まることが予想される。

図表10 金融機関平均格付け推移
（各国主要行のMoody's長期格付けの単純平均）



- (注1) 日本：三和銀行，第一勧業銀行，富士銀行，住友銀行，さくら銀行，東京三菱銀行，東海銀行，日本興行銀行，日本長期信用銀行，三菱信託銀行，農林中金
 米国：Citibank, Bank of America, Chemical Bank, Nations Bank, N.A., Morgan Guarantee Trust Co. of NY, Bankers Trust Company, Bank One, Columbus N.A.
 ドイツ：Deutsche Bank AG, Dresdner Bank AG, Westdeutsche Landesbank GZ, Commerzbank A.G.
 イギリス：Midland Bank plc, National Westminster Bank plc, Barclays Bank plc, Abbey National plc, Lloyds Bank plc
 フランス：Caisse Nat'l de Credit Agricole, Credit Lyonnais, Societe General, Banque Nationale de Paris
 スイス：Credit Suisse, Union Bank of Switzerland, Swiss Bank Corporation
- (注2) 東京三菱銀行の96年1Qまでは東京銀行の格付け，三菱銀行の格付けの単純平均。Chemical Bankの96年2QまではChemical Bankの格付け，Chase Manhattan Bank N.A.の格付けの単純平均。

3. 金融機関のリスク負担能力の低下と資本市場改革の必要性

3.1. 機関投資家のリスク負担能力と資本コスト¹⁵⁾

企業年金基金、生命保険会社等の機関投資家は、株式投資信託を除けば、株式や長期債券などのリスクのある資産を保有する一方、家計部門に対しては実際上確定利付きの金融資産を提供してきた¹⁶⁾。またそれに伴うリスクは、自らの保有する自己資本や、株式・土地の含み利益によって吸収してきたと言える。しかしこうした金融機関も株価や地価の下落により、銀行部門と同様リスクを吸収する余力をなくしつつある。こうした状況を考えると、従来の日本の金融システムの特徴であった、家計部門による極めてリスク回避的な金融資産保有行動が、今後変化する可能性を示唆している。特に持ち合いの解消により売却される株式がどのように市場で吸収されるかを考えると、次のいずれか、ないしその組み合わせのシナリオが実現する可能性が高い。

①家計がリスク回避的な投資行動を続ける場合には、金融機関は過去に比較して減少した自己資本で株価変動リスクを引き受けるため、より高いリスク・プレミアムを要求するであろう。これは安全資産に比較して株式資本コストを上昇させる。

②日本国内から株式資本を調達するコストの上昇は、企業に対し、より安い資本調達が行える可能性がある海外での株式発行を増加させる要因となる。

③日本の家計部門に対し、分散投資等によりリスク管理サービスを提供する、株式投資信託等の資産運用ビジネスが拡大する。

④株式持ち合いを行っていた企業が相互に自社株を大量に買い入れ消却する。

このうちの①のシナリオが実現する場合には、日本企業の資本コストが上昇する可能性が高い。またこの場合には、企業の投資活動を抑制し日本経済の活力を低下させる。このため、日本経済の活力を維持するためにも、②、③のシナリオを実現する努力が必要である。また④のシナリオの実現には、現在の日本の会社法では株主が払い込んだ資本 (paid-in capital) の払い出しについて、債権者保護のための厳しい制約があり、その改正が必要となる。

以下では、株式持ち合いの解消による企業の資本コストの上昇を避けるために、特に改革が必要と考えられる日本の資本市場の問題点として、会計制度、投資信託制度、企業年金制度、会社法の自己資本維持規定の4点について論ずる。

15) 資本コストの概念と実証的な計測方法については、深尾、森田 [1997] 等を参照。

16) 日本の企業年金は現在のところそれ自体として金融機関としての体制を持っておらず、信託銀行、生命保険会社、投資顧問会社などに資産運用を依頼してきた。しかし最近の規制緩和により、自ら資産運用を行う体制を整えた年金基金が増加して行くことが予想される。

3.2. 株式市場の国際化と会計制度見直しの必要性

まず②の外国人による日本株投資を増加させるためには、米国や英国に比較して不透明感を否めない日本の会計制度を是正する必要がある。特にディスクロージャーのための連結決算について、日本の財務諸表を米国のGAAP (generally accepted accounting principles) 基準やそれに近いIAS (International Accounting Standard Committee) 基準に適合させる必要がある。既に北欧諸国、スイス、ドイツの一部の大企業の場合には、国内の資本市場が狭隘なため、国際的な資本調達強化を目指して、国内の会計基準に加え海外の投資家のためにIAS基準やGAAP基準の財務諸表を公開し始めている¹⁷⁾。また日本の主要銀行の株価を見ると、東京三菱銀行は都市銀行中もっとも高いPBR (株価純資産倍率) を維持している (図表11, 98年2月14日時点) が、これは不良債権による自己資本の

図表11 主要邦銀の株価純資産倍率 (PBR)

	一株当たり純資産 97年9月期 円 A	株価 98/2/14 円 B	PBR 倍 B/A
第一勧業銀行	487	1070	2.20
北海道拓殖銀行*	320	1	0.00
さくら銀行	453	521	1.15
東京三菱銀行	393	1860	4.73
富士銀行	576	926	1.61
住友銀行	566	1560	2.76
大和銀行	335	372	1.11
三和銀行	571	1450	2.54
東海銀行	387	883	2.28
あさひ銀行	412	710	1.72
日本興業銀行	568	1090	1.92
日本長期信用銀行	399	338	0.85
日本債券信用銀行	160	172	1.08
三井信託銀行	332	425	1.28
三菱信託銀行	395	1520	3.85
住友信託銀行	385	926	2.41
安田信託銀行	218	261	1.20
日本信託銀行	-112	277	-2.47
東洋信託銀行	357	890	2.49
中央信託銀行	606	435	0.72

原データ出所：日経会社情報98年1月，日経新聞1998年2月14日朝刊

注：北海道拓殖銀行の1株当たり純資産は97年3月期

17) 例えばスイスのチバ・ガイギー，ロッシュ・ホールディング，サンドスやネスレはIAS基準の財務諸表を開示している。

毀損が少ないことに加え、都銀で唯一ニューヨーク証券取引所に上昇しており、GAAP基準のディスクロージャーをしていることによる財務諸表への高い信頼感が背景にあると考えられる。

このように、国際基準に基づく信頼性と比較可能性の高いディスクロージャーを行うことは、株式への需要を増加させまた流動性を高めることによって、企業にとってはより高い株価の実現と資本コストの引き下げを可能にする。また海外の投資家にとっても、より高い収益率での運用可能性の拡大と国際的なリスクの分散を可能にする。こうした変化は、資源配分上望ましいことではあるが、後で述べるように日本企業のコーポレート・ガバナンスを変化させる契機になる可能性が高い。

まず会計制度を見ると、これまで破綻した金融機関については、破綻後の不良債権額が破綻以前の公表額を大幅に上回るケースが相次いできた。最近では、97年3月期には利益を計上し配当も行ってた北海道拓殖銀行が破綻に追い込まれた。同行の純資産を見ると、97年3月期の貸借対照表には2976億円あった自己資本は、破綻後の検査等により、98年3月末現在で1兆1725億円弱もの債務超過であることが明らかになった。¹⁸⁾これは、1兆5000億円近くもの純資産の過大評価が存在したことを示している。

また山一証券では、自己資本の半分を上回る2700億円に上る有価証券の含み損を抱え、これが大蔵省の検査や日本銀行の考査でも発見できなかったと報道された。こうした巨額の含み損失を隠していた例は、他にも散見される。例えば日産生命は、時価評価する必要がない私募投資信託を保有し、市場金利より高い金利を受け取とれるが元本償還で損を出すタイプの運用をして当期利益をかさあげしていた。この結果、破綻の直前のバランスシートと破綻後のバランスシートを比較すると、有価証券に2000億円以上の含み損を隠していたと見られる。¹⁹⁾

このような金融機関の破綻により、日本の金融機関の財務諸表や監督体制に対して、国内ばかりでなく海外からも不信感が強まっている。こうした財務諸表に対する不信感により、海外ではジャンププレミアムが拡大し、国内でも金融機関間の短期資金の融通市場であるコール市場での閉塞感が強まり、資金繰りに窮した金融機関が日銀からの借入に頼るケースが増加した。金融機関の相次ぐ破綻、資産価格の下落、財務諸表や監督当局に対する信頼の消滅で、日本の金融市場では、一種のクレジット・クランチが発生している。クレジット・クランチは、企業の投資や雇用の削減、倒産の増加、雇用不安による消費や住宅投資の減少を引き起こし、さらに信用を収縮させるといって、悪循環を生み出す。このように、財務諸表に対する信頼の低下は市場経済の機能を大きく損なう原因となっている。

18) 1998年5月27日、日経新聞、「拓銀、債務超過1兆1725億円。」

19) 日産生命の1997年3月末の貸借対照表の有価証券勘定は9811億円、純資産合計は591億円の債務超過であったが、同社が破綻した後の97年5月31日付の貸借対照表では有価証券勘定は7219億円、純資産合計は3029億円の債務超過となっている。

日本の会計・監査システムの問題は、次の3つの要素に分解できる。

(i) 経済の変化に対応できなかった会計原則

右肩上がりの日本経済では、金融資産、特に株式を取得原価で評価することは、保守的な会計処理であった。しかし、経済成長率が低下し、バブルが崩壊する過程で、特定金銭信託や投資信託に対する取得原価による評価は、含み損を隠蔽する手段となった。こうした会計上の歪みは、租税収入の拡大に配慮した税制上の規定に財務会計が引きずられていることが原因であるとされてきた。しかし本来、財務会計は課税所得が税制上どのように評価されていようと、企業の財務内容を適正に反映する会計処理を行うべきであり、税制を言い訳にして適切な会計基準を定めないのは、財務会計専門家サイドの言い訳にすぎないと言える。²⁰⁾

(ii) 会計監査の形骸化

大会社の会計監査は、外部の公認会計士や監査法人によって行われている。これらの会計監査人は、会社が発表する貸借対照表や損益計算書が適正なものであるかどうかを注意深く監査する責任を負っている。会計監査人がその責任を果たさなかった場合には、会社財産の損害や、会社の公表した財務諸表を信用して損害を受けた第三者に対して損害を賠償しなければならない。このため会計監査人は、万一粉飾決算によって債権者等に損害が発生した場合には、大きな損害賠償請求を受けるリスクを負っている。

しかし近年破綻した住専、建設会社、金融機関を見ると、一部の会計士や監査法人は、仕事ほしさに、実質的な粉飾決算にも目をつぶってきたとしか思えないケースが散見される。こうした会計士や監査法人の行動の裏には、厳しい監査を行う会計士や監査法人に対しては、企業側も監査を依頼しないことによって村八分にしてきたという問題点がある。またバブル崩壊までは、日本の上場大企業の破綻は極めてまれで、訴訟リスクも限定されていたと言える。しかし、上場企業であった「住専」である日本住宅金融は、その破綻以後会計監査人に対する損害賠償訴訟が起きているほか、拓銀、山一の破綻でも同様の訴訟が発生すると予想される。こうした訴訟により監査人に大きなペナルティーが課されることになれば、本来の監査に必要な、監査人と企業との牽制関係を回復する大きな契機となろう。

(iii) 内部の監査体制に対する不信

日本企業の内部監査体制が信用できなくなっている。第一勧銀、4大証券会社の総会屋への利益供与事件では、証券会社において顧客の勘定と自己勘定の利益の付け替えが行われたと報道されて

20) 醍醐 [1995] 参照。なお銀行のBIS規制対応を容易にするために、97年末から今年初めにかけて土地の無税による時価への再評価、銀行保有株式についての低価法の強制から低価法と原価法の選択制への移行、が発表された。こうした対応策は、単に帳簿上で銀行の財務内容を従来より良く見せかけるだけのものであり、意味のある対応とは言えない。こうした措置は、むしろ海外における邦銀や日本企業の評価を悪化させ、海外における日本企業の資金調達コストが高まるジャパン・プレミアム問題を悪化させる懸念さえ存在する。

いる。これでは、企業や家計が証券会社で取引をした場合、自分の口座に属すべき利益が会社の利益に振り替えられる可能性を示している。これは、証券会社が本来果たすべき受託者責任 (fiduciary duty) を果たしていないとの認識を生んだ。この結果、本来証券会社が破綻しても、証券会社が法令を遵守してさえすれば分別管理される有価証券や投資信託を、信用度が低下した証券会社から引き出す動きが拡大している。

以上のような不信感を、根本的に払拭するためには、コーポレート・ガバナンスの大きな柱の一つである、企業内部、外部の監査体制を見直す必要がある。企業の内部体制は、画一的に法律で規定するのは望ましくなく、本来企業経営者自身が株主や外部の監査法人と協力して確立して行くべきものである。このため、経団連、経済同友会等の経済団体が、自らよりよいガバナンス体制の確立を目指して、code of best practice を打ち立て、遵守して行く必要がある。

3.3. 投資信託制度の見直しの必要性

個人の投資家にとっては、個別株式への投資は運用規模が小さく分散投資が困難なことや、売買手数料が高くなりがちなことから、プロフェッショナルが運用する株式投信は、本来有力な運用手段になるべきものである。事実、米国の金融市場では株式投信の拡大が著しく、年金の運用ばかりでなく、広く個人投資家の資産運用手段として定着している。しかし日本の株式投信を見ると、その信頼の失墜は著しい。先に述べた③のシナリオを実現するためにも、株式投信の信頼回復の必要性は極めて高い。

日本の投資信託は、元本割れのリスクが小さく預金に類似した性格を持つ公社債投信については決済機能が制約されているため、米国のMMFのような大型商品は育っていない。またリスクはあるものの高い運用利回りも期待できる株式投信についても、いわゆるバブル崩壊後の株価の低迷に加え、過去の証券会社の販売姿勢や税制上の問題等もあって、投資家の信頼を失い、残高は1989末の45.6兆円から95年末には14.7兆円まで減少した(図表12)。一方米国の金融市場では投信信託の拡大が著しく、年金の運用ばかりでなく広く個人投資家の資産運用手段として定着している。実際、投資信託口座を中心に銀行と提携した小切手口座や株式の保護預かり口座などを一体とするサービスを提供することにより、実質的に富裕層の家計の主取引金融機関となる投資信託も拡大している。日本の公社債投信の規模の制約要因については、主に決済性の問題であるので本稿では扱わず、以下では株式投信の問題点に絞って論ずる。

日本の株式投信の問題点としては従来から、第一に証券会社が手数料を稼ぐためにクローズド期間が終わった投資信託を解約させて新しいファンドに乗り換えさせるため、ファンドは流動性を高めるために安心して株式に投資できず、また投資家にとっても売買手数料を払うと投資パフォーマンスは非常に不満足になり勝ちなこと、第二に投資信託委託会社が系列の証券会社から実質的に独

図表12 株式投資信託残高の推移

(兆円)

	単位型	追加型	合計
1986	16.7	2.3	19.0
1987	28.1	2.5	30.6
1988	35.4	3.8	39.2
1989	37.1	8.5	45.6
1990	26.0	9.1	35.1
1991	18.9	9.7	28.6
1992	12.7	9.0	21.7
1993	9.0	10.6	19.6
1994	6.3	11.2	17.5
1995	4.3	10.4	14.7

データ出所：東京証券取引所、『東証要覧』，1996。

注：年末残高

立しておらず、本質的にストック商売である投資信託委託会社が、本質的にフロー商売である証券会社に支配される結果になってこと、等が挙げられている。この二つの問題点は密接に関係しており、一般投資家の投資信託に対する信頼を大きく傷つけてきた²¹⁾。

こうした大きな問題を抱えた証券投資信託、特に株式投資信託の信頼を回復するためには、まず証券会社が投資信託を手数料収入を最大化するために回転売買を奨励するという態度を改める必要がある。これは投資信託委託会社が実質的に証券会社から独立し、商品販売に対する自主性を回復しなければ達成は困難であろう。期待できる一つの動きは、メリルリンチによる破綻した山一系社員の雇用に見られるように、外資系の投資信託会社が日本市場への参入を開始しており、従来とは異なった戦略で投資信託に対する新しいイメージを持ち込む可能性があることである。また一部の投資信託では、従来の投資信託の売買額による手数料支払いから、残高に応じた手数料に移行する動きが見られるが、これも販売証券会社のインセンティブを従来の回転売買中心から、より投資信託の性格にマッチしたものに变化させる要因になると見込まれる。

さらに第三の株式投信の問題点として、税制上の欠陥がある。すなわち、投資家が自分で株式を保有する場合と、株式投信を保有する場合で税制に大きな差があり、株式投信経由で株式を保有するのが不利になっている。例えば個人投資家がオープン型の株式投信を換金する場合には、有価証券取引税が課税される上に、所得に対して20%の分離課税がなされているが、この後者については、いわゆる平均信託金方式と呼ばれる課税がなされている。この方式の下では、所得の計算の基礎となる元本は個別投資家のコストではなく、総流入元本の平均コスト（平均信託金）とされている。この課税方式の下では、株価が値上がりして含み益を抱えるファンドにおいて、新たな投資家

21) 上田明之 [1994] 参照。

による追加が行われそれが解約されると、この投資家が全く利益を上げていなくても、実質的にファンドの含み益に対して課税され、資金流出が発生する。このためファンドの設定の後、株価が上昇してから下落するような場合、その間にファンドへの資金の流入と流出が起きると、設定当初からの投資家は課税により損失を被ることになる。平均信託金方式の課税はオープン型の株式投信を設計する上で、極めて強い足枷になっており、従来日本において十分な指標追随性のあるインデックス・ファンドを開発できない大きな理由の一つになっていた。この点は、日経300連動株式投信だけは、平均信託金による課税方式の例外が適用されていることから理解されよう。

この税制上の問題については、現在見直しが行われているが、少なくとも個人投資家が自ら株式投資をする場合と同じ条件で投資信託に投資できるようにする必要がある。そのためには、平均信託金方式の課税を廃止し、投資家毎に投資コストを管理する等、より公平な課税方式に移行することが不可欠である。

3.4. 企業年金への確定拠出型年金導入の必要性

日本で税制上の優遇措置を受けられる企業年金制度では、確定給付型年金を採用することが義務づけられており、運用利回りが予定利率を下回る場合には企業が不足額を拠出する義務を負っている。また企業年金が成熟し資産残高が増加するに従い、企業が負担する運用リスクも増大してきている。このため、長期的に見れば株式による運用の方が運用利回りが高いと予想されても、そのリスク負担が大きいため、信託銀行、生命保険会社、投資顧問会社が受託して運用している年金資金は、ポートフォリオに占める債券のウェイトを高くする傾向があると指摘されている²²⁾。

こうした税制による確定給付型年金制度の優遇は、企業年金によるリスク・キャピタル供給にはマイナスに働いていると言える。そこで、従業員が資金運用リスクを負担する確定拠出型年金に対しても、従来の確定給付型年金同様の税制上の優遇措置を提供することにより、長期的観点からリスク・キャピタルを提供できる企業年金制度を育成することが望ましい²³⁾。

3.5. 日本の会社法の自己資本維持規定

日本の会社法（商法）では、会社債権者を保護するために配当の支払いに関する制限が定められている。すなわち、株式会社の設立やその後の増資の過程で、株主が会社に払い込んだ金額に対応する会社の純資産については、それを株主に配当や自社株の買い戻しなどの形で払い出すことを厳しく制限している。この規定の存在により、日本の企業の純資産を単純に株主に帰属する財産であ

22) なおここでは論じないが、日本の企業年金に関する会計制度にも多くの欠陥があり、早急に適正化を行う必要がある。会計、税制を含め、日本の企業年金制度の概要とその問題点については、森永輝樹、深尾光洋 [1997] を参照されたい。

23) 確定拠出型年金とリスク・キャピタルの関係については、翁百合氏から有益な御示唆を頂いた。

と考えることは出来ない。例えば企業の業績に将来性が見込めないような場合であっても、株主が企業の純資産を担保にお金を借りて、それを配当で払い出してしまうような行動は厳しく制約されている。

まず株式発行の対価として株主から企業に引き渡された出資金は、資本金 (stated capital) ないし資本準備金 (capital reserve) 勘定に組み込む必要があり、原則として株式発行価額の半分以上を資本金の増加として認識し、残りを資本準備金の増加としなければならない。この株主からの出資金 (株式の発行価格が額面を上回る部分を含む) を株主に払い出すためには、取締役会 (board of directors) の決議により資本準備金を資本金に組み入れた上で、資本金を減少させる必要がある。資本金の減少は、会社の規模を縮小させて株主の利害に重大な影響を与えるため、株主総会の特別決議 (special resolution) が必要とされている。また資本金の減少に当たっては、会社債権者に異議を述べる機会を与え、異議を述べた債権者に対してはその債権を弁済するか相応の担保を提供するなどして、その債権が確実に満足を得られることの保障を与えなければならない。

また会社による自己株式の買入れ消却についても、定款に規定があり、かつ配当可能利益の範囲で株式の消却を行う場合を除き、認められていない。これ以外で自己株式を取得できるのは、上記の資本金の減少のためにするとき、合併または他の会社の営業全部の譲受によるとき等に限定されている。

このように、持ち合い株式の吸収方法としては最も合理的な、持ち合い企業による自社株式の買入れ消却には、厳しい法律上の制約が存在している。これに対応して1998年3月30日に国会は、2年間の時限立法により資本準備金 (残った資本準備金と利益準備金は資本金の四分の一以上でなければならない) による自社株の買入れ消却を可能にする商法の改正を行った。(岩原紳作 [1998] を参照) 実際、1996年第4四半期の法人企業統計季報によれば、資本金10億円以上の大企業の資本勘定165.3兆円のうち、資本金46.6兆円、資本準備金・利益準備金43.3兆円、その他の剰余金 (内部留保) 75.3兆円となっており、資本準備金等が自社株の買入れ消却に利用できれば、消却可能額は大きく拡大する。この改正により、定款で消却できる株式総数や金額を決めておけば、取締役会はその範囲で自社株を取得して消却できる。また債権者の保護手続についても、減資の場合よりもゆるやかになっており、株主が払い込んだ資金の払い出しを従来よりも容易にできるため、持ち合い解消による株式売り圧力の有力な吸収手段となりうる。しかし同時に、日本企業の自己資本の性格を従来よりも大幅に不安定なものに変化させ、日本企業のコーポレート・ガバナンスを大きく変化させる可能性が高いといえる。

筆者は、従来の減資に関する会社法の規定は自己資本比率が高い優良企業には厳しすぎるため、もうすこし柔軟にするのが望ましいと考える。しかし一方で、従来の自己資本維持規定を前提にしてリスクを評価してきた債権者や取引先、従業員等には、法律改正により突然自己資本維持規定を

変更することは、取引の前提を大きく変更することになり問題が多い。例えば高い自己資本比率を評価してその社債に高い格付けを得ていた企業が、突然資本準備金を取り崩して自社株を買い入れた場合には、社債の格付けが引き下げられることにより、投資家が損失を被る可能性が高い。また、従来の制度を前提として、会社の優良な財務内容を評価して取引関係に入った企業や、採用に応じた従業員も、会社存続のリスク上昇により、実質的に損害を被っていると言える。このため、資本準備金を使った自社株の消却については、発行済み株式に対する年間の償却率の上限を低めに設定したり、一定の自己資本比率を持つ企業に対してのみ認めるなどの制限を設けるべきだと考える。

4. 企業金融の変化とそのガバナンス構造への影響

4.1. 株主と企業の変化

従来日本の企業の主要な株主は、取引関係のある金融機関や関連会社を中心であった。しかし銀行と企業の取引関係が薄れ、銀行と企業の株式持ち合いが徐々に解消され、海外の投資家や年金基金、投資信託などの機関投資家の株式保有が増加するにつれて、株式の保有動機も従来の取引関係の維持を主な目的としたものから、株式の投資利回りにより重点を置いたものになることが予想される。株式の投資収益重視といっても、直ちに短期の株価最大化を目指すとは限らないが、株主と企業の関係が従来のウェットなものからよりドライな関係に移行して行く可能性が高い。

こうした株主構造の変化は、実質的な安定株主の比率を低下させる可能性が高い。すなわち、従来の株式持ち合いでは、株式を売却する場合には売却先の了解を得ることが前提とされてきた。これは二つの会社が相互に株式を保有している場合には、一方が売ると他方も株式を売却して対抗することが可能であるという、相互牽制が働くことが背景にある。しかも従来は、こうした機動的に売却しにくい株式保有の慣行が、投資信託や年金基金が生命保険会社や信託銀行経由で保有する株式についても影響を及ぼし、投資収益中心のドライな投資政策を困難にしてきた。しかし、外国の投資信託の日本参入が本格化し、また年金基金の運用の巧拙がスポンサーである企業本体の業績に大きな影響を与えるようになるに従って、従来のウェットな株式運用態度からより収益中心の投資になって行くことが予想される。

株主と企業の経営陣の関係の変化は、企業の株価、配当方針、資金の調達方法等の企業の金融面に加え、雇用や企業間関係にも影響を与えることが予想される。例えば配当性向についての企業に対するアンケート調査によれば、「米国等と比較して日本の配当性向が低い理由」として、一部上場企業の36.6%が「株式相互持ち合いにより安定株主からの配当引き上げ圧力が少なかったため」

と答えており、今後持ち合いが徐々に解消されるに従って、配当性向が上昇する可能性が高い²⁴⁾。また同じアンケート調査に回答した公開企業の過半数が、株式持ち合い比率の低下は企業経営の安定に、かなり悪影響がある(10.7%)ないしは、多少悪影響がある(43.6%)と回答しており、企業経営に対してある程度影響が発生すると認識する企業が多い²⁵⁾。

以下では、こうした株主と経営陣の関係の変化が、企業行動に及ぼす影響を考察する²⁶⁾。筆者は日本企業の特徴は、経営が悪化した場合の企業と従業員の関係に端的に現れ、それは企業が正常に収益をあげて機能している局面にも大きな影響を与えていると考えている。すなわち、企業の経営が悪化した場合に、債権者、株主、経営陣、従業員等の企業の利害関係者のうちの誰がどの順番でリスクを負担するかが、企業の事業継続のためのコミットメントの強さ、従業員のモラルの維持、資金調達のコスト等に大きな影響を与えられとされる。そこで以下では、そうした場合における企業行動を、日米の比較も交えて、やや図式的に分析する。

4.2. 日本企業のコーポレート・ガバナンスへの影響

いわゆる日本型企业システムは、次のような特徴を持っている。

- ①企業がある程度利益を犠牲にしても、正社員の長期安定的な雇用と年功に応じた収入を保証する「終身雇用」システム。
- ②企業が一つないし少数の銀行と、株式の持ち合いや借入等の取引関係を長期的に結び、経営が困難になった場合に支援を受けようとする「メインバンク」システム。
- ③企業間取引においても、外部の企業と長期的な取引関係(一部に株式の持ち合いを含む)を結んで企業グループを形成する「企業系列」システム。

こうした日本企業の特徴は、資本市場、労働市場等の企業が活動する市場における明示的ないし暗黙の契約や取引慣行等によって支えられている。このうち資本市場における株主と企業の経営陣の関係は、従来の原価法中心の会計から時価会計中心への移行、株式持ち合い関係の弱まり、機関投資家株主や外国人株主の増加により、変化して行くことは避けがたい。

(i) 日本企業における株主と従業員の地位の変化

従来、株式が上場されている大企業においては、株主が企業の保有する資産に対する持ち分の実質的な位置付けは、次のような式で図式化できるものと思われる²⁷⁾。

24) 富士総合研究所 [1993], p.110 参照。

25) 富士総合研究所 [1993], p.120 参照。

26) 資本市場における制度と、労働市場における制度が相互に影響し合い、システム全体の安定性を高める現象は、「制度的補完性」と呼ばれている。この点に関しては、奥野正寛 [1993], 青木昌彦 [1995] 等を参照。

27) この不等式は、いわゆる「従業員主権」論によるものではなく、企業のグロスの資産に対する、企業の

(1) 債権者>コアの従業員>経営陣>株主(実現された配当可能利益についてのみ)>その他の従業員

すなわち日本の企業において、銀行などの債権者、コアとなる従業員(正社員)、経営陣、株主、パートなどの正社員以外のその他の従業員等は、企業の保有する資産に対し上記のような優先順位を持っていると想定することが可能であると思われる。²⁸⁾

この関係は、日本の大企業の業績が悪化した場合の行動を考えると理解が容易である。企業は、まずパートタイマーや期間雇用の従業員を削減するとともに、正社員の時間外労働を減らす。次に配当と役員賞与や給与がカットされる。この間、企業は正社員の配置転換や出向などで雇用維持に務める。企業にある程度以上の内部留保がある限り、当期利益がマイナスになっても正社員を正面から解雇することはまれである。むしろ企業は、採用の削減で自然に従業員が減少するのを待つとともに、退職金の上積み等により希望退職を募る。業績がさらに悪化すると、労働組合と話し合った上で、正社員の解雇に踏み切る。企業が倒産の危機に瀕すると、メインバンクを中心とした大株主が経営に介入し、経営陣の一部を銀行等からの派遣取締役に入れ換えるなどが行なわれる。

このことは、日本の大企業は、コアの従業員の雇用を維持するという「暗黙の簿外債務」を保有していることを意味する。このように理解すると、企業経営が傾いた場合、株主は払い込み資本金から自分の出資を回収できない場合がほとんどであることの理解が容易になる。従来の持ち合い株主は相互に、以上で説明したような株主の地位を理解して行動していたと考えられる。しかし今後企業間の株式持ち合い関係が弱まり、よりドライな関係を前提とする機関投資家株主や海外株主が増加するに従って、こうした簿外の労働債務を許容せず、従来より厳しい雇用調整を迫る株主の比率が増加することが予想される。例えば従来のフランス企業では、ホワイトカラーについて雇用の安定を保証するのが一般的であったが、欧州金融統合と国営企業の民営化により、イギリスを中心とする外人株主比率が急上昇した結果、かつては見られなかったホワイトカラーの失業が増加している。²⁹⁾

(ii) いわゆる含み益経営への圧力

ミクロ経済学では、企業の保有する純資産は全て株主に帰属すると想定されることが多い。しかし従来の日本企業の行動を見ると、会社の保有する純資産の帰属が次のように整理されているのではないかと考えられる。

、利害関係者のもつ債権の実質的な優先順序を表すものである。なおこの不等式は、青木昌彦 [1995], p.107-112の「状態依存的ガバナンス」の理論に類似した考え方である。

28) 深尾光洋・森田泰子 [1997] を参照。

29) このような要因の他、通信技術の発達により事務処理を人件費の安い途上国で行うことが可能になったことも、ホワイトカラーの雇用減少に影響を与えていると考えられる。

資本金，資本準備金を含む法定準備金：会社の存在のための担保

実現された利益：株主のもの

含み利益：取締役会限りで使用できる純資産

こうした暗黙の了解が，よく日本企業の決算発表で見かける「当期は損を出したが含み益の吐き出しでカバーするので，株主には迷惑をかけない。」との不可解な経営者の発言になるのではないかと思われる。またKaplan [1993, 1994]によれば，日本の企業の代表取締役の交代は，当期利益がマイナスになると多発するとされているが，これも上記の整理に対応している。

株価は，当然含み利益を反映する。含み利益に対応する資産が有効に使われており，利益を出しているのであれば，株主に属する当期利益も大きくなり問題はない。しかし損失を含み益の吐き出しでカバーするような場合には，実際は株価が下落するので，株主は損失を被るはずである。このように従来取引関係維持を目的とした企業株主や金融機関株主から，株価をより重視する機関投資家や外人株主が増加することは，上記のような暗黙の了解が崩れることを意味する。このため，含み利益に対する会社の経営陣の裁量の余地は小さくなることが予想される。

さらに，3.5節で述べたように，資本準備金による自社株の買入れ償却が可能になったため，会社存続のための担保となる自己資本の部分が大きく減少し，日本的経営を特徴づけていた安定した自己資本を，従来よりも不安定なものにする可能性が高い。

(iii) 日本企業のガバナンスの将来

以上で説明したように，株主構成の変化により，株主と従業員の関係や含み利益に対する暗黙の了解が変化すると，日本企業の資産に対する企業の利害関係者の位置関係は，先に見た(1)の関係から徐々に次のような関係に変化することが予想される。

(2) 債権者>従来より少数のコア従業員>経営陣>株主(含み益を含む全ての利益と法定準備金*)>
大多数の従業員

* 商法の改正により，利益に加え法定準備金に対しても株主の支配が及ぶ。

このような方向への位置関係の変化は，まず企業と従業員の関係が大きく変化することを意味している。すなわち，企業がたとえ利益をあげていても，株主から収益をさらに良くするために従業員を削減する圧力を受けるようになる。日本では米国流のレイオフや一方的な指名解雇は，法律や判例の違いなどから難しいため，企業は従来以上に正社員の雇用を絞り，パートタイマー，期間雇用，派遣社員のウェイトを高めるとともに，いわゆる正社員についても給与の弾力化を進めるものと考えられる。³⁰⁾

30) 日本では戦後の労働裁判例を通じて，従業員を解雇する場合には，使用者は，まず余剰人員の整理が

さらに株主と企業の経営陣の関係においても、含み益に対する経営陣の裁量は弱まり、含み益に頼った損失の処理により経営陣が責任を免れることは従来より困難になろう。また取引関係の維持よりも株価や利益を重視する株主の増加は、資本関係による企業間の系列関係を弱めるように働こう。

もっとも、こうした変化は必ずしも日本企業がいわゆる米国型の企業に全ての側面で変わってしまうことを意味する訳ではない。典型的な米国企業について、上記の(1)に対応する図式を考えると、次のようになる³¹⁾。

(3) 経営陣 > 債権者 > ごく少数の従業員 > 株主 (利益および払込済み資本の大部分) > 大多数の従業員

米国では、経営陣の報酬は取締役会が決定権を持っており、株主により十分コントロールされているとは考えにくい。敵対的買収の後でも、企業から出て行く経営陣は「ゴールデン・パラシュート」と呼ばれる多額の解雇手当を、株主の了承なしで受け取ることができる。また企業が倒産した場合でも、経営陣は裁判所に対し米国倒産法11章（いわゆるチャプター・イレブン）を申請してDIP (debtor in possession) となることで、その地位を相当長い期間にわたって維持することが可能である³²⁾。この結果、米国における経営陣の報酬は、企業の資産に対する最も優先する請求権となっていると考えられる。こういった考え方から最初の不等号が導かれる。二番目と三番目の不等号は、米国企業でも本当のコア従業員は、企業が存続する限り必要であることに依存している。株主の企業資産に対する分配請求権は日本よりも広く、払込済み資本についても配当として支払えるので、株主の取り分にそれが表示されている。最後の不等号は、米国では多くの従業員の雇用が不安定であり、レイオフやきわめて短い通告で解雇されることによっている³³⁾。

上の(1), (2), (3)の不等式を比較すると、日本企業のガバナンス構造は米国型にある程度近づいて行くことが予想される。特に、従業員の雇用の安定が弱まるほか、会社の純資産に対する株主の支

必要であることを立証し、配置転換などの解雇を回避するための十分な努力をし、誰を解雇するかを客観的な選択基準を策定し、さらに労働組合がある場合にはそれと交渉するという、各手続きを踏むことを求められている。このため、格別の事情がない限り、レイオフや一方的な指名解雇は行ないにくい。

31) この関係については深尾光洋・森田泰子 [1997], p.139-143 を参照。

32) もっともこの場合、裁判所は過大な経営陣報酬のカットを経営陣に対し指示することがある。

33) ここで示した日米企業の構造に関する仮説は、青木昌彦 [1989] が展開した日米企業のモデルと深く関係している。

青木の仮説は、企業内部の意思決定プロセスや人事管理構造と企業金融の関係をモデル化したものである。すなわち、日本型企业では内部組織のコーディネーション（情報処理や意志決定）が分権化している一方、人事管理は集権的である。これに対し米国型企业では、内部組織のコーディネーションが集権的な一方、人事管理は分権化している。日本型の企業構造は、企業内部における密接な人的関係や相互理解を前提としているため、メインバンク制のような企業経営の継続制が維持し易い金融形態とより整合的であると論じた。

本文で示した、企業の資産に対する請求権のヒエラルキーとしての日米企業モデルは、青木の仮説の一つの側面をより検証し易い形に定式化するとともに、会社法、破産法、証券取引法などの制度面との関係を明示しようとするものである。

配も強まることが予想される。しかし他方で、日米間の制度を比較すると、労働法規、会社法における経営陣の権限、破産法制の違いが数多く残されており、特に会社と従業員の関係についての慣行や社会的なコンセンサスに大きな差があることを考えると、日本の企業はここ当分の間、典型的な米国企業とはかなり違った存在として活動して行くものと考えられる³⁴⁾。

5. 結び

本稿で分析したように、1980年代後半の資産価格の高騰と下落により、日本の銀行の保有する株式の市場リスクは自己資本に比較して明らかに過大になっている。また資本市場の自由化と、不良債権問題による銀行の格付けの低下は、大企業の資金調達を銀行から資本市場にシフトさせた。このような構造変化は、銀行と大企業間の株式持ち合い関係を解消させる圧力として働いている。

従来、銀行に加え企業年金基金や生命保険会社等の機関投資家は、企業や家計部門から確定利付きに近い資金を受け入れ、株式などの価格変動リスクの高い資産に運用してきたが、その際株式保有のリスクは主に金融機関が負担してきたと言える。しかしこうした金融機関は、いわゆるバブルの崩壊により含み益を失った結果、リスクを負担する能力が大きく低下している。このため、日本の企業にとって株式資本のコストが上昇する可能性が高い。こうした中で、資本コストを押さえて投資を維持し経済の活力を保つためには、会計制度を国際的に比較可能にすることで日本企業のディスクロージャーを改善し、海外の投資家に日本企業の株式をより魅力あるものにする必要があろう。また株式投資信託に対する家計の信頼を回復することにより、家計の資産運用に従来以上に株式が組み入れられるようにする努力が必要である。

こうした方向への資本市場の変化は、1980年代初めから徐々に進んできていたが、いわゆるバブルの崩壊は金融機関の体力を弱めることで、その動きを加速したと言える。この構造変化は、いわゆる日本的企業システムを資本市場の側面から弱める方向に働こう。一方労働市場でも、人口の急速な高齢化、アジア経済の発展に触発された産業構造の変化、従来の規制産業における競争政策の導入などから、雇用は流動化する方向にあり、いわゆる終身雇用制についても、その対象となる正社員の範囲や雇用期間のコミットメントは徐々に縮小されつつある。労働組合もそうした流れを「半ば経済環境の変化によるやむを得ない動きであると同時に、半ば個々の従業員にとっても歓迎すべき変化」であると受けとめはじめているようにうかがえる。

岡崎 [1993] は、その極めて興味深い論文の中で、第二次世界大戦以前の日本企業は、今日の米国企業のいくつかの特徴を持っていたことを述べている。すなわち当時の典型的な日本企業は、株

34) この節で分析した観点による、日米企業の違いの分析については、Fukao [1995] または深尾光洋・森田泰子 [1997] を参照。

主権の古典的な資本主義的企業であり、株式の所有者が変わる度に経営陣が入れ替わり、従業員の雇用も不安定であった。しかし1930年代末以降の戦時統制経済と戦後の混乱期を経て、今日の日本企業の経営システムが生まれてきたとしている。

このような見方が正しいとすれば、日本的な企業の管理構造が確立したのは、そう遠い昔のことではなく、また不変なものでもないといえる。日本的な企業システムの大きな特徴は、経営陣が従業員や取引先に対し、信頼されるコミットメントを与えられることである。この経営陣の能力により、企業と従業員や取引先との「暗黙の契約」が担保されている。しかし資本市場における株主と経営陣の間の長期的な関係の弱まりは、労働市場の構造変化と相まって日本企業の経営システムを徐々に変質させて行く可能性が高い。

参 考 文 献

- 青木昌彦、『経済システムの進化と多元性』，東洋経済，1995年。
- 伊藤秀史、『日本の企業システム』，東京大学出版会，1996年。
- 岩原紳作，「緊急経済対策としての平成10年商法関連法の改正（上）」，『商事法務』No.1492，1998年6月5日。
- 上田明之、『投資信託 なにが問題か』，東洋経済，1994年。
- 岡崎哲二，「企業システム」，岡崎，奥野編，『現代日本経済システムの源流』，日本経済新聞社，1993年。
- 奥野正寛，「現代日本の経済システム：その構造と変革の可能性」，岡崎，奥野編，『現代日本経済システムの源流』，日本経済新聞社，1993年。
- 金融制度調査会，『銀行グループのリスクの管理等に関する懇談会報告書』，1998年1月30日。
- 小林孝雄，「株式のファンダメンタル・バリュー」，西村，三輪編，『日本の株価・地価』，東京大学出版会，1990年。
- 小宮隆太郎，「企業としての生保」，今井賢一，小宮隆太郎編，『日本の企業』，東京大学出版会，1989年。
- 醍醐聡，「日本経済再生のインフラとしての時価評価会計」，醍醐聡編，『時価評価と日本経済』，日本経済新聞社，1995年。
- ニッセイ基礎研究所，「株式持ち合い実態調査（96年度）」，『ニッセイ年金ストラテジー』Vol.17，1997年11月。
- 日本経済新聞社，『日経会社情報』，1997年1月。
- 日本証券経済研究所，『株式投資収益率'95』（Rates of Return on Common Stocks），1996。
- 深尾光洋・森田泰子，『企業ガバナンス構造の国際比較』，日本経済新聞社，1997年。
- 富士総合研究所，『「メインバンク・システムおよび株式持ち合い」についての調査』，平成四年度通商産業省委託調査，1993年4月30日。
- 森永輝樹，深尾光洋，「わが国企業年金システムの現状と問題点」，『三田商学研究』，1997年10月。
- Fukao, Mitsuhiro, *Financial Integration, Corporate Governance, and the Performance of Multinational Companies*, Brookings, 1995.
- Kaplan, Steven, "Top Executive, Turnover and Firm Performance in Germany", mimeo, Graduate School of Business, University of Chicago, September 1993.
- , "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the U.S.," *Journal of Political Economy* 102, 1994
- Kester, Carl W., *Japanese Takeover*, Boston: Harvard Business School Press, 1991.