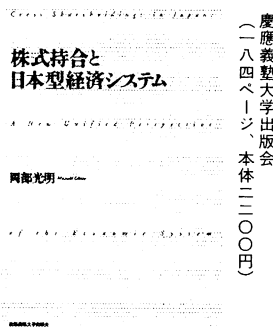


新注目データをもとにした 株式持合の分析

岡部光明 著

『株式持合と日本型経済システム』



コリン・マッケンジー

Colin Mckenzie
大阪大学大学院国際公共政策研究科

この本の目的は「企業間の株式持合に焦点をあて、近年におけるその動向ならびにその背景、その変化が日本の経済システムにとって持つ影響とその評価、今後予測される方向、関連する公共政策の課題、などを論じる」(p.1) ことである。

まず企業間の株式持合を把握するために、今まで学者に注目されていない、ニッセイ基礎研究所の『株式持ち合い状況調査』を詳しく分析している。その分析によると、1987年から1999年までの間に、株式持合比率は全体的に18.3%から10.5%まで低下したが、中身をみると、事業会社同士の株式持合はほとんど変化してない。他方、事業会社による金融機関株式の保有は顕著に低下し、また、金融機関による事業会社株式の保有は多少低下した。同期間中に銀行株式の安定保有比率は全体的に大きく低下したのに対して非金融事業の安定保有比率は少ししか低下していない。中身をみると前者に関して銀行(非金融企業)の保有分は5.1%(34.4%)から2.8%(28.5%)まで低下したのに対して、後者に関して銀行の保有分も低下した(10.1%から6.7%まで)が非金融企業保有分はかなり増加した(7.6%から15.0%)。株式持合比率

が低下している理由として持合株式の収益率が非常に低いことや、時価評価制度導入を含む会計制度の変更などが上げられている。金融機関と事業会社との株式保有行動の差を説明するには、当然、銀行不良債権問題が大きな役割を果たす。しかし事業企業と金融機関の株保有比率が低下した場合、購入相手(例えば、外国人投資家や国内投資家)の保有比率が増加するので、なぜ同じ原因が両方に影響を与えないのかを説明する必要がある。例えば、時価評価制度導入の場合話は簡単で、企業の行動への影響は含み益、含み損とその大きさによって違う。銀行株の収益率の低下やリスクの増加によって生じる銀行株の売却は銀行株価の減少をもたらすので購入相手が生まれると考えられる。本書の著者の予測によると、持合解消傾向はこれからも続くので株価の調整より機関投資家がより参加しやすいような制度整備や従業員が経営に参画できるシステムの構築が課題となる。

本書の著者がニッセイのデータを分析するのは確かに面白いが、持合比率と安定保有株式の定義には少しこだわる必要があるだろう。ニッセイの定義では、保有目的を問わずに、A社がB社の株を持ちB社がA社の株を持てば、これは持ち合いである。安定保有株式の定義も非常に広く、保有目的を問わず、「持合株式」、「金融機関が保有する株式」、「事業会社が保有する金融機関株式」および「関係会社として保有されている株式」となっており「安定」が何を指しているのか少しあいまいである。理論的には、非持合非安定的株式、非持合安定株式、非安定的持合株式と安定持合株式の4つのグループがあり得るが、ニッセイの定義では非安定的持合株式は存在しない。独自のポートフォリオ選択の結果としてA社とB社が互いに株を持ち合うケースと、メインバンクのような長期的に取引関係があるので株を持ち合うケースでは意味が随分違う。

既存の研究では株式持合・安定株式についての静学分析が多い。この本の貢献は、株式持合・安定株式の12年間の変化やその要因を明らかにしたことにある。また、これらを理論モデルで説明したり実証分析で確認することが、理論・応用経済学者にとってのチャレンジとして示された。