

株式持ち合いとメインバンクの役割と機能およびその変化： 企業集団の形成期から東京証券取引所の市場再編前まで

滝西 敦子*

概要

本稿の目的は、企業集団の形成期から2022年4月の東京証券取引所における市場再編前までを分析期間とし、株式持ち合いとメインバンクの役割と機能、およびその変化を明らかにすることである。

メインバンクはモニタリング機能やシグナリング機能を果たし、エージェンシー・コストの削減にも貢献する。メインバンクと企業は明示的な契約においても繋がりが深い。例えば、シンジケートローンにおいてメインバンクが主幹事銀行であることは多く、また社債発行においてメインバンクが財務代理人または主管理会社に就任することも多い。これらを踏まえ、シンジケートローンの市場規模拡大を背景に、今後、メインバンクの融資および社債発行における役割の重要性は高まると考える。

株式の持ち合いには資本運用の非効率性や議決権行使の在り方への懸念が指摘されているが、資本コストの低下、需要資金の調達、取引関係の安定、経営権の安定、敵対的買収の防止等、期待された機能がある。株式の相互持ち合いが減少した背景には新しい安定株主として自社や下請関連会社による株式保有が進んだこと等があり、1990年代および2000年代前半の株式相互持ち合いの縮減は、企業集団あるいは主要取引企業との連携や関係を希薄化する域には達していないと解釈できる。

コーポレートガバナンス・コードに関する調査結果からは、政策保有株式の保有が一部の企業に集中していることが在った。機関投資家の議決権行使に関する意識が高まる中、政策保有株式に関する開示の需要はさらに高まると考える。また、流通株式の定義見直し、当該定義を用いた新規上場基準と上場維持基準、およびTOPIX構成銘柄の選定方法の変更は、保有されている側にとって政策保有株式の縮減を検討する新たな動機となる。

株式持ち合い関係において懸念されているリスクは、コーポレートガバナンス・コードの政策保有株式に関する議論の中で検討されている。本稿では、政策保有株式の縮減の促進等を意図するコーポレートガバナンス・コードや新市場での変更点が、株式の持ち合い行動に及ぼす影響についても考察した。企業金融の変化の中、メインバンクの役割が変化していることも明らかにした。

キーワード：株式持ち合い、メインバンク、コーポレート・ガバナンス、政策保有株式

I はじめに

コーポレート・ガバナンスにはインサイダー型とオープン型がある。前者は間接金融型のコーポレート・ガバナンスであり、後者はアングロ・サクソン型のコーポレート・ガバナンスである（岸, 2013, 120-121）。両者の違いの一つは、コーポレート・ガバナンスの担い手にある。後者のオープン型の場合、

* 上智大学 経済学部 経営学科
連絡先 E-mail: atakinishi@sophia.ac.jp

コーポレート・ガバナンスの担い手は資本市場のすべての参加者ともいえるが、一方のインサイダー型においては、企業と継続的な取引関係にある企業がコーポレート・ガバナンスの担い手となる。このようなインサイダー型のシステムの核心は、株式の持ち合いの構造にあると指摘されている（シェアード, 1997, 44-45）。

日本経済は、第二次世界大戦、高度成長期、バブル経済とその崩壊、資本市場の国際化を経て、企業金融の構造を変化させてきた。戦後から1950年代にかけて財閥解体により一時的に個人株主比率が上昇したが¹⁾、銀行は財閥解体政策の対象外とされ、当時5%を上限として企業の株式を保有することを認められていたため既存の株式の保有を維持することができた。さらに1953年の独占禁止法改正で銀行の保有株式の上限が10%に引き上げられたことにより、銀行保有を中心とする株式持ち合いが形成されるに至った（伊藤, 2011b, 17; 野村, 2013, 14）。国内における株式の流動性は高まり、また、1964年のOECD（経済協力開発機構）への加盟を背景に、敵対的買収の防衛策として株式の持ち合いが進展し6大企業集団²⁾が形成された（野村, 2013, 8; 14）³⁾。6大企業集団等の金融資本型企業集団による株式の相互持ち合いの形態は「環状持ち合い」、金融資本型企業集団に属していない独立した巨大企業によりなされる株式の相互所有の形態は主に「放射状持ち合い」と呼ばれ⁴⁾（北原, 1984, 394-395; 402-403; 408-410）、株式の相互持ち合いは日本経済に浸透した。

1970年代から1990年代の期間において、日本企業の株式所有構造はインサイダー⁵⁾の保有比率がアウトサイダーの保有比率より優位であったが、2001年にこの保有比率の優位は逆転した（宮島・新田, 2011, 6; 42）⁶⁾。1980年代以降の預金金利自由化や業務分野の見直し、社債発行の自由化は、資本市場の活性化を目的として行われた。こうした銀行業務の規制緩和と自由化は既存銀行の経営に配慮して進められ、企業の資金調達手段である銀行借入と社債発行は補完的な役割を果たしている面もあると指摘されている（花崎, 2008, 214）。

企業金融の構造は、株式の持ち合いとメインバンク・システムとも関連している。「株式の相互持ち合いは、いうまでもなく資本の非効率な運用を意味している」（下谷, 2006, 16）にも関わらず、戦後の日本経済に深く浸透したのは、長期的な経済成長を背景に保有株式の価格が上昇し、これにより企業や銀行にとって保有株式が資産として扱われてきたことが基本にある（下谷, 2006, 16-17）。メインバンクは債権者兼株主という立場で企業と関わるといっても特徴的である。

本稿の目的は、企業集団の形成期から2022年4月の東京証券取引所における市場再編前までを分析期間とし、日本経済における株式持ち合い⁷⁾とメインバンクの役割と機能、およびその変化を明らかにすることである。ここでの「変化」には、後述する投資家および金融規制当局等から企業への期待や要請に起因する変化を含み、本稿ではこれに対する企業の対応についても明らかにする。株式持ち合いの議論は、まず株式の相互持ち合いに焦点を当て、その後、政策保有株式⁸⁾について検討する。

具体的には、第2章では、日本経済においてメインバンク・システムが根付いた理由、メインバンクの機能とリスク、メインバンク関係における銀行の期待を明らかにして、第3章では、株式相互持ち合い比率の変遷や株式相互持ち合いの機能と変化について論じる。制度や構造上の変化だけでなく実態を多面的に捉えるため、メインバンクや株式持ち合いに関するアンケート調査等にも基づき分析する。

2014年5月、日本経済再生本部が公表した「日本再生ビジョン」は、「株式持ち合いや銀行等金融機関などによる株式保有は、長らく我が国における企業経営から緊張感を奪い、産業の新陳代謝が停滞する一因となってきた」（日本経済再生本部, 2014a, 15）と述べ、株式持ち合いの解消に伴い引き起こされうる株価下落を回避するための検討の必要性にも言及し、持ち合い株式の議決権行使の在り方や政策保有株式の開示に関する提言を行った（日本経済再生本部, 2014a, 15-16）。「日本再興戦略改訂2014」は、持ち合い

株式の議決権行使の在り方に関する検討、政策保有株式の保有目的の具体的な記載と説明の確保等を支援するとし（日本経済再生本部, 2014b, 31）、これを受け、東京証券取引所がコーポレートガバナンス・コードを策定し、その適用が2015年6月に開始した。2015年コーポレートガバナンス・コード（東京証券取引所, 2015）では、政策保有株式を有する上場企業に対して政策保有に関する方針の開示が求められ、また主要な政策保有株式について中長期的な経済合理性や将来の見通しを取締役会にて毎年検証し、その保有の目的と合理性を具体的に説明することが求められた（原則1-4）。政策保有株式については、議決権行使助言業者であるGlass LewisやISS（Institutional Shareholder Services）も注目している。また、東京証券取引所における新しい流通株式の定義は、純投資目的以外の目的で保有されている株式を流通株式から控除する。このように、コーポレート・ガバナンスの向上への期待が高まり、企業を取り巻く環境は変化している。機関投資家の政策保有株式に関する期待から日本企業はどの程度乖離した状態にあり、また、金融規制当局等からの政策保有株式に関する要請にどのような対応をしているのであろうか。そこで、第4章では投資家や金融規制当局等からの期待あるいは要請への企業の対応について、各種の調査結果にも基づきその実態と傾向を明らかにする。第5章は総括とする。

日本企業の特徴であるメインバンク・システムと株式の持ち合いの役割や機能が、経済の変化、環境変化、あるいは制度変化の中でどのように変化してきたのか、さらに国内外の機関投資家の存在感が高まる中で企業がどのような対応をしているのかを明らかにすることは、金融規制当局、政策立案者、投資家、債権者が企業を評価する際に重要な視点となると考える。

II メインバンクの役割と機能

2.1 メインバンクの定義

先行文献によって「メインバンク」の定義は異なる。そこで、メインバンクの定型化された特徴を以下に整理する。

- ① 最大の貸出銀行である⁹⁾。
- ② 主要株主である¹⁰⁾。
- ③ 多面的な金融サービスを長期的に提供する取引関係にある。
- ④ 役員を派遣¹¹⁾しており、特に企業の経営が危機的状況になった際は企業の再建のために中心的な役割を担う¹²⁾。
- ⑤ 監視責任があり¹³⁾、モニタリング機能を果たす。

多面的な金融サービスの長期的提供（上記メインバンクの特徴③）には、シンジケートローンにおいて主幹事銀行を担当することや、社債発行の際に財務代理人または主管理会社に就任すること、および決済口座を所有すること等がある。こうした多様な金融サービスを長期間提供する関係を構築することで、メインバンクの企業に対するモニタリング能力が向上する。

銀行は決済口座を保有することで取引先企業の短期的な財務情報を容易に入手することができる。さらに長期的かつ継続的な関係により当該企業の情報は銀行内に蓄積され、時期以降のモニタリング・コストを削減することができる。また、メインバンクは他の融資参加銀行の委託を受けて必要な情報を提供し、かつ当該企業を専属的にモニタリングするため、メインバンクとその他の融資参加銀行との間において情報生産コストおよびモニタリング・コストの重複を回避することができる。この点において、メインバンクとその他の融資参加銀行との関係は経済合理的にも説明可能であると指摘されている（植竹・仲田, 1999, 64）。

青木・奥野（1996, 227-230）は、メインバンクの企業に対するモニタリングを、事前的・中間的・事後

的モニタリングに分類する。具体的には、(1) 企業が保有する投資プロジェクトの収益性の評価および選別に関する事前的モニタリング、(2) 始動した投資プロジェクトにおいて投資資金が経営者の利益を追求する形で使用されていないかチェックする中間的モニタリング、(3) 投資の財務的な結果を識別し、状況に応じた措置を実行する事後的モニタリングである。Scher (1997) は、上記の事後的モニタリングは、再建が必要になった企業への救済措置（上記メインバンクの特徴④）に該当すると見做す（Scher, 1997, 76-77; 奥村監訳, 1998, 108）。また、企業の救済措置を主導する局面において、メインバンクは自行の利益を最優先できる位置にいるため、他の債権者、株主、あるいは救済対象の企業に対してモラルハザードに陥る立場にある。なお、1992年から1995年にかけて71人の銀行業関係者を対象にしたインタビュー調査¹⁴⁾において、メインバンクは自行の利益を企業の救済そのものより優先することがしばしばあることが明らかにされた（Scher, 1997, 77; 奥村監訳, 1998, 108-109）。

2.2 明示的な融資契約

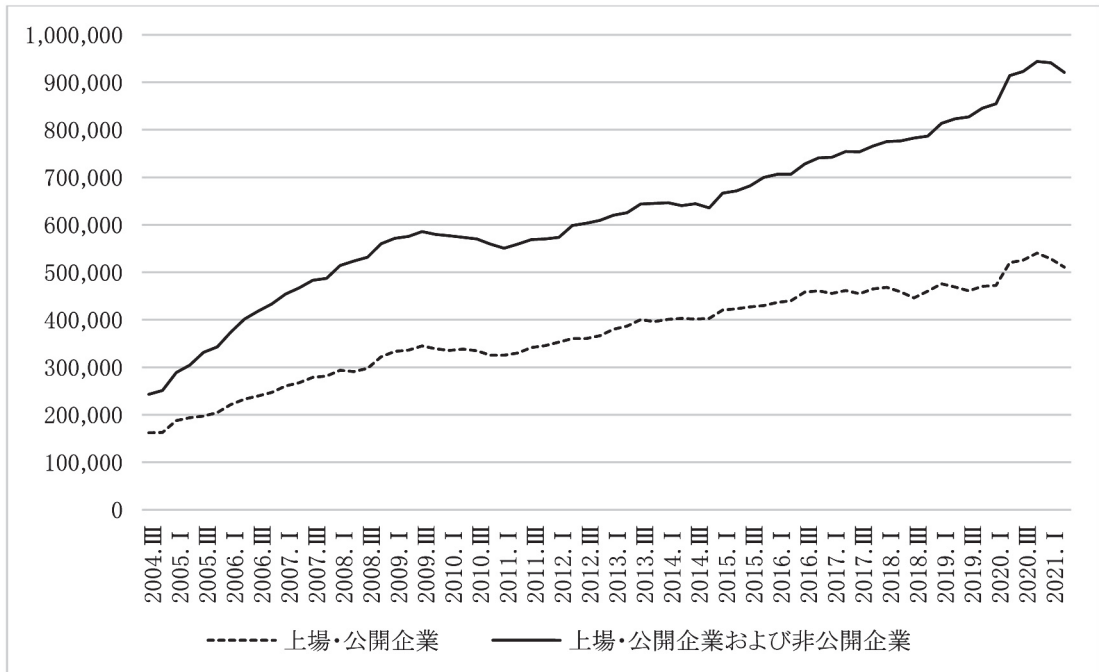
メインバンクは債権者かつ株主として企業と関係を築く。債権者である銀行が同一企業の大株主になる動機には、当該企業の成長を促し、また企業が経営危機に陥った際には優位な立場から企業再建に参加することがある。債権者兼株主である特殊状況はコーポレート・ガバナンスの支配権の獲得に貢献し、銀行は企業の事業拡大に必要な資金を提供して企業が成長する中で自行の効用を最大化にする動機をもつ（任, 2002, 128）。

メインバンクは複数の銀行との協調融資において組織者としての役割も担う。メインバンクの協調融資に占める貸出率は他の銀行の協調を引き出すためのシグナルとなり、また、こうした債権者兼株主の利害中立の性質は、メインバンクが他の投資家と信頼関係を築くための前提である（任, 2002, 108; 110）。債権者兼株主という性質は、債権者と株主の利害対立を緩和し、エージェンシー・コストを削減することにも貢献している（植竹・仲田, 1999, 63）。

広田（2012）は日本テレコンを用いたキーワード検索に基づく調査を行い、2001年から2007年までの期間に抽出した159件のシンジケートローンのサンプルから、シンジケートローンの主幹事銀行がメインバンクであった平均割合が69.2%であることを明らかにした。個別年度における割合では、2001年は68.8%、2007年は82.6%であった（広田, 2012, 246）。日本でシンジケートローン市場が発展し始めたのは1990年代後半であり（小谷, 2009, 69）、その後シンジケートローン市場は成長を続けている。2004年第3四半期におけるシンジケートローンの期末残高は、上場・公開企業では162,240億円で、上場・公開企業および非公開会社では243,268億円であったが、2021年度第2四半期の期末残高を見ると、上場・公開企業は510,600億円に、上場・公開企業および非公開会社は920,891億円に上昇した（図表1参照）。小谷（2009, 97-98）が行った2006年のシンジケートローンの案件の調査によると、910件の上場企業のシンジケートローンの案件において、メインバンクがアレンジャー（主幹事銀行）に就任した案件は74.4%であり、準メインバンクがアレンジャーに就任した案件は11.5%であった。これらシンジケートローンに関する調査結果は、明示的な融資契約においても企業とメインバンクの繋がりが強いことを示す。また、シンジケートローン市場の成長は、主幹事銀行としてメインバンクが果たす役割の重要性が高まっていることを示唆する。

さらに、2000年3月期から2007年3月期の8年間のデータを用いた広田（2012, 247）の調査は、普通債の発行においてメインバンクが財務代理人であった平均割合は71.5%で、主管理会社であった平均割合は79.9%であったことを示す。日本銀行の資金循環表調査（鈴木, 2017, 1）によると、株式での資金調達額は2000年初頭に借入による調達額を超え、2015年9月において日本企業の株式による資金調達は51%で、借入金による資金調達は23.5%であった。そこで次に、株式および社債による資金調達額に焦点を当てる。

(単位：億円)



(出所) 全国銀行協会の貸出債権市場取引動向から作成。

図表1 シンジケートローン期末残高の推移

東京証券取引所の公表データ¹⁵⁾によると、1998年から2020年の23年間において、東京証券取引所の上場企業が株式¹⁶⁾および社債¹⁷⁾により調達した国内資金総額の中に占める社債による国内資金調達額の平均割合は75.6%であった。2020年の社債発行による国内資金調達割合も75.6%であったが、2016年から2021年までの社債発行による国内資金調達額の平均割合は85.8%に上昇している。これは東京証券取引所において社債発行による国内資金調達の重要性が高まっていることを示している。こうした状況の下、社債発行におけるメインバンクの財務代理人または主管理会社としての需要も高まる。

このように、シンジケートローンの案件において高い割合でメインバンクがアレンジャーを務めており、また社債発行において企業が積極的にメインバンクを財務代理人または主管理会社に指名していることは、融資および市場からの資金調達において企業がメインバンクとの繋がりを重視していることを示している。

富士総合研究所のアンケート調査によると、回答企業1,171社のうち94.9%がメインバンクを有していると認識している。回答企業2,042社のうち66.5%がメインバンクは「社債発行時は常に主受託である」と、27.1%は「社債発行時の受託会社である(常に主受託であるケースを除く)」と回答した。主受託と受託を合計すると93.6%となる(富士総合研究所, 1993, 44; 55-56)。このように、企業がメインバンクに期待する社債発行時の役割の重要性は1993年の調査においても示されている。

地域金融機関をメインバンクとする中小企業・小規模企業を中心に30,130社を対象として2021年4月に実施された帝国データバンクによるアンケート調査(回答率¹⁸⁾:33.7%)において、「貴社は、メインバンクから将来の成長に必要な資金(設備投資、新規事業への投資、事業再生に必要な資金等)を調達して

いますか」という質問に対して、全国平均で67.2%が「必要な資金をメインバンクから十分に調達できている」と回答した¹⁹⁾。また、「現在のメインバンクと今後も取引を継続したいと考えていますか」という質問に対して、全国平均で一番多かった回答は、「是非、取引したい」(64.9%)で、次いで多かったのは、「どちらかといえば取引を継続したい」(26.5%)であった(帝国データバンク, 2021, 37)。中小企業のメインバンクへの期待を示すアンケート結果である。

2.3 メインバンクと社長会

6大企業集団の外観的特徴には、①社長会の結成、②株式の相互持ち合い、③都市銀行による系列融資、④総合商社による集団内取引、⑤包括的な産業体系、⑥共同投資会社による新規事業進出がある(菊地, 2005, 2)。社長会とは企業集団のメンバーの社長が定期的開催する会合であり、これにより意思の疎通が図られている(菊地, 2005, 3)。ただし、メンバー企業同士が相互に助け合うことはあっても集団として一元的な支配機構などは有しておらず、懇親と情報交換の場であると指摘されている(下谷, 2006, 39; 47)。Scher (1997)の銀行関係者を対象にしたインタビュー調査においても、社長会の役割はビジネスを遂行する上で必須のネットワーク作りであると見做されている(Scher, 1997, 70; 奥村監訳, 1998, 98)。また、下谷(2006, 46-47)は、株式の相互持ち合いや集団内取引の比率の低下、銀行や総合商社の求心力の著しい低下がある状況において、企業集団を繋いでいるのは社長会の存在だけであると分析する。

Hoshi and Kashyap (2001)の1975年における製造業企業を対象にした分析²⁰⁾によると、社長会に所属していない非社長会企業はメインバンクからの借入金を介してメインバンクとの繋がりが深く、一方、社長会企業はメインバンクによる株式保有を介してメインバンクとの結びつきが強い。すなわち、非社長会企業と社長会企業ではメインバンクとの繋がりが異なるという分析結果である。また、総借入金に占めるメインバンクからの借入金の平均割合は、社長会企業および非社長会企業は共にメインバンク以外からの借入金の方が多い(Hoshi and Kashyap, 2001, 125; Table 4.9; 鯉淵訳, 2006, 169; 図 4.9)。

2.4 メインバンク関係における銀行の期待

商業銀行業務は支払決済業務を基礎にしており、支払決済システムは、銀行間の協調体制によって支えられてきた。少数の大銀行がそれぞれの主力取引先企業を特定しながら支払決済システムを掌握し、その上で預金業務および融資業務に対して影響力を行使する。これは銀行部門における独占体制である(鈴木, 1993, 134-136)。メインバンクは取引先企業の預金の最大のシェアを獲得しているため、派生する為替業務においても大きなシェアを獲得している。Scher (1997)のインタビュー調査によると、メインバンクにとって融資業務の収益性は高くないが、預金業務と為替業務は重要な収益の源泉であると捉えられている。つまり、メインバンクは、メインバンク関係を通して他の金融サービスを提供する機会を得ることを期待しており、さらに当座預金口座の開設および当該口座の日常的な使用と支払決済業務から生じる手数料収入の獲得を期待している。加えて、取引先企業の従業員が振込給与の受け取りのためなどの目的で個人口座を設けることは、メインバンク関係が銀行にもたらす最大のメリットのひとつであると見做されている。このように、メインバンクは取引先企業の従業員も自らの各種サービスの顧客にすることを期待している(Scher, 1997, 18-19; 86-88; 奥村監訳, 1998, 27-29; 124-127)。

III 株式相互持ち合い比率の変遷と持ち合いの機能と変化

3.1 株式保有比率および株式相互持ち合い比率の変遷

銀行と事業会社の保有株式が市場に占める割合を時価ベースで整理する。東証、大証、ジャスダック、

東証マザーズ、および大証ヘラクレスの上場銘柄を分析対象とした調査（伊藤, 2011a, 13）²¹⁾によると、上記市場の株式時価総額に対して銀行が保有する事業会社株式の時価総額の割合は、1991年度は11.34%であったが2009年度には3.75%に減少した（図表2の(1)①欄参照）。ただし、2006年度から2008年度の3年間は増加している。市場の株式時価総額に対して事業会社が保有する銀行株式の時価総額の割合（図表2の(2)②欄）は、1991年度は11.76%で、2009年度は0.88%に減少した。18年間の推移では、2003年度、2005年度、および2007年度において増加しているが、その他の年度では減少が見られる。市場の株式時価総額に対して事業会社が保有する事業会社株式の時価総額の割合（図表2の(2)③欄）は、1991年度は11.51%で、2009年度は8.12%であったが、18年間の分析期間では変動している。例えば、1998年度は5.56%であったが1999年度は13.20%まで上昇しており、2005年度から2008年度の間も増加している。

次に、株式相互持ち合い比率および平均保有銘柄数の推移を整理する。まず、銀行と株式相互持ち合い関係にある事業会社の割合（図表3①）は、1995年度は91.4%で、2009年度は44%である。これは、1995年度は91.4%の事業会社が銀行と相互的な株式持ち合いの関係にあったが、その割合が2009年度は44%に減少したことを示す。また、銀行と株式相互持ち合い関係にある事業会社が保有している銀行株式の平均銘柄数（図表3③）は、1995年度において3.4行であり、2009年度には1.9行に減少した。

図表2 市場における保有株式の時価総額比率

(単位：%)

| 保有主体 | (1) 銀行 | | (2) 事業会社 | |
|------|--------|-------|----------|--|
| | ① 事業会社 | ② 銀行 | ③ 事業会社 | |
| 1991 | 11.34 | 11.76 | 11.51 | |
| 1992 | 11.02 | 11.48 | 11.23 | |
| 1993 | 10.60 | 11.02 | 5.79 | |
| 1994 | 10.59 | 10.80 | 5.89 | |
| 1995 | 10.62 | 10.55 | 6.01 | |
| 1996 | 11.11 | 7.83 | 6.06 | |
| 1997 | 10.90 | 6.65 | 5.77 | |
| 1998 | 9.95 | 6.10 | 5.56 | |
| 1999 | 8.44 | 4.13 | 13.20 | |
| 2000 | 7.93 | 3.40 | 9.87 | |
| 2001 | 7.52 | 2.01 | 9.77 | |
| 2002 | 6.59 | 1.44 | 9.64 | |
| 2003 | 4.25 | 2.28 | 7.28 | |
| 2004 | 3.99 | 1.80 | 6.75 | |
| 2005 | 3.26 | 1.94 | 6.90 | |
| 2006 | 3.47 | 1.50 | 7.58 | |
| 2007 | 3.81 | 1.55 | 7.92 | |
| 2008 | 4.16 | 1.33 | 8.91 | |
| 2009 | 3.75 | 0.88 | 8.12 | |

(出所) 伊藤 (2011a, 13; 図表5) をもとに作成。

図表3 株式の相互持ち合い比率および平均保有銘柄数

| 年度 | 1995 | 2000 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|--------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| ①銀行と株式相互持ち合い関係にある事業会社の割合(単位:%) | 91.4 | 81.0 | 54.7 | 52.9 | 52.2 | 44.0 |
| ②事業会社と株式相互持ち合い関係にある事業会社の割合(単位:%) | 75.5 | 49.8 | 45.9 | 45.0 | 44.1 | 46.9 |
| ③銀行と株式相互持ち合い関係にある事業会社が保有している銀行株式の平均銘柄数(単位:行) | 3.4 | 2.5 | 2 | 2 | 1.9 | 1.9 |
| ④事業会社と株式相互持ち合い関係にある事業会社が保有している事業会社株式の平均銘柄数(単位:社) | 5.3 | 2.3 | 3.5 | 3.3 | 3.1 | 3.2 |

(出所) 伊藤 (2011a, 7; 10; 図表1; 図表3) をもとに作成。

事業会社同士の株式相互持ち合い状況の推移を見ると、事業会社と株式相互持ち合い関係にある事業会社の割合(図表3②)は、1995年度は75.5%で、2009年度は46.9%であった。また、事業会社と株式相互持ち合い関係にある事業会社が保有する事業会社株式の平均銘柄数(図表3④)は、1995年度において5.3社であり、2009年度は3.2社であった。1995年度、2000年度、2006年度、2007年度、2008年度、および2009年度の5つの時点での推移では、事業会社間の株式相互持ち合い比率(図表3②)は2008年度まで減少し、2009年度には増加している。事業会社間の株式相互持ち合い関係における平均保有銘柄数(図表3④)は2000年度以降から変動があり、全体的な傾向はない。2009年度において、44%の事業会社が銀行と株式相互持ち合い関係にあり、また46.9%の事業会社が他の事業会社と株式相互持ち合い関係にあった(図表3①②参照)。このような集計レベルの調査は、市場全体における平均的な動向を捉える際に有効である。

新田(2009)は、集計レベルの調査に表れない持ち合いの動向を探るべく、個々の取引レベルでの分析を行った。具体的には、相互保有されている株式を個々に確認し、事業会社または銀行による相互的な持ち合い株式の売買動向を識別した(図表4参照)。図表4は、1996年から2008年を分析期間とし、東京証券取引所、大阪証券取引所、および名古屋証券取引所の1部市場の上場企業が行った相互保有株式の取引総件数、および企業単位あるいは取引単位での純増割合を示している。上記3つの分析対象市場において識別された全業種間の株式相互持ち合い取引は、2005年から2008年にかけて「買い」取引をする企業の方が「売り」取引をする企業より多い(図表4(1)欄)。保有主体が銀行である相互保有株式の取引(図表4(2)欄)は、1997年から2005年にかけて「売り」の取引件数の方が多い。一方、事業会社同士の相互保有株式の取引総件数(図表4(4)欄)は、2000年から2008年にかけて「買い」の取引件数の方が「売り」の取引件数より多い。このような3つの分析市場における2005年から2008年までの動向は、事業会社間の株式相互持ち合いが強化されたことを示すと指摘されている(新田, 2009, 16)。

図表 4 株式の相互持ち合いネットワーク数

| 保有 主体 | (1) 全業種 | | (2) 銀行 | | (3) 事業会社 | | (4) 事業会社 | |
|----------|--------------|-----------------------|--------------------------|-----------------------|--------------------------|-----------------------|--------------------------|-----------------------|
| | 全業種 | | 全業種 | | 全業種 | | 事業会社 | |
| 被保 有側 | 対象企業数 (社) | 企業単位で の純増割合 (%) | 相互保有株 式の取引総 件数 (件) | 取引単位で の純増割合 (%) | 相互保有株 式の取引総 件数 (件) | 取引単位で の純増割合 (%) | 相互保有株 式の取引総 件数 (件) | 取引単位で の純増割合 (%) |
| 1996 | 1,356 | 20.0 | 4,683 | 6.7 | 24,747 | 3.4 | 11,320 | 1.9 |
| 1997 | 1,393 | 10.3 | 4,817 | -3.3 | 25,090 | 3.7 | 11,608 | 4.4 |
| 1998 | 1,405 | -6.2 | 4,686 | -7.3 | 24,143 | 0.9 | 11,076 | 1.0 |
| 1999 | 1,459 | -38.0 | 4,336 | -9.5 | 22,510 | -9.1 | 10,487 | -13.6 |
| 2000 | 1,523 | -17.1 | 4,201 | -14.1 | 14,964 | 0.1 | 6,502 | 0.6 |
| 2001 | 1,549 | -12.5 | 4,092 | -15.2 | 14,435 | 5.1 | 6,032 | 3.9 |
| 2002 | 1,570 | -22.5 | 4,416 | -19.5 | 13,508 | 4.3 | 6,013 | 5.1 |
| 2003 | 1,594 | -35.3 | 3,387 | -29.2 | 13,861 | -6.8 | 6,245 | 0.4 |
| 2004 | 1,687 | -12.2 | 3,193 | -17.0 | 13,429 | -0.3 | 6,517 | 6.7 |
| 2005 | 1,734 | 16.0 | 3,201 | -1.1 | 13,652 | 5.7 | 7,347 | 11.8 |
| 2006 | 1,768 | 21.2 | 2,842 | 0.8 | 13,928 | 6.8 | 7,853 | 12.5 |
| 2007 | 1,759 | 26.5 | 2,721 | 0.0 | 13,873 | 11.7 | 8,099 | 15.2 |
| 2008 | 1,740 | 20.5 | 2,611 | -2.6 | 13,267 | 9.0 | 7,837 | 10.0 |

(注1) 企業単位で識別された相互保有株式の売買取引において、各企業の「買い」の取引件数が「売り」の取引件数より多い場合は、持ち合いネットワークを「純増」させた企業、少ない場合は「純減」させた企業と認識される。図表4の「企業単位での純増割合」は、「純増」から「純減」を控除し、これを「対象企業数」で除したものである。また、「取引単位での純増割合」は、以下のように算出される。まず、相互保有株式について売買が確認できる場合は「売り」または「買い」と認識し、「買い」の持ち合い件数から「売り」の持ち合い件数を控除し、これを「相互保有株式の取引総件数」で除したものが「取引単位での純増割合」である。なお、売買の有無は、資本移動や組織再編成を考慮した上で2単元以上の変動をもって識別される（新田, 2009, 13-16）。

(注2) 図表4の「相互保有株式の取引総件数」は、例えばA社とB社の相互的な持ち合い関係の取引である場合は、それぞれを保有主体として件数をカウントするため、1つのネットワーク（A社とB社という組み合わせ）についてのカウントは2件となる。新田（2009）が分析対象とする3つの取引所における上場企業が他の取引所に上場されている企業と株式相互保有の関係にあることもあり、そのような場合のカウントは図表4において奇数となる（新田, 2009, 13）。

(出所) 新田（2009, 14-16; 図表3; 図表4; 図表5）をもとに作成。

3.2 株式相互持ち合いの機能と変化

株式の相互持ち合いは、日本のコーポレート・ガバナンスがインサイダー型と呼ばれる要因の一つである。株式の相互持ち合いは、敵対的買収を防止するための安定株主対策として、または企業間の友好的な取引関係の象徴として作用してきた（下谷, 2006, 17）。敵対的買収を回避できる環境においては、労働者の流出リスクが低減する。これにより、企業は安定的な長期雇用や企業内訓練が充実した労働環境を整備することができるという側面がある。日本企業のチーム生産システムの下では共同責任が重視され、生産

物はチーム全体の産物と見做される。このような労働過程においてはフリーライダーが出現する可能性があるが、不完全な労働市場はメインバンクのモニタリング機能により補完される (Aoki and Hugh, 1994, 124-126; 白鳥監訳, 1996, 146-147)。

株式相互持ち合いが縮減した背景には、1990年代後半に銀行の過剰投資に伴う不良債権問題、株価の下落、2000年から2001年にかけて導入された保有株式の時価評価会計がある。長期的かつ安定的な株式保有を前提としていた持ち合い関係に財務リスクが反映されることになった。さらに、2001年に銀行株式保有制限法が施行され、2004年9月末から銀行の株式保有の上限額は中核自己資本 (Tier-1) に限定されたため、大手銀行はこの限度額を超過する保有株式の売却を進めた。株価下落が深刻化する中、銀行が放出する保有株式の受け皿として、2002年2月に銀行等保有株式取得機構が設立され、また同年9月には日本銀行が大手銀行の中核自己資本の制限額を超過する部分の保有株式について直接買い取る方針を発表した。2001年10月に自社株買いの目的に関する制限規定がなくなったことで、企業は買収されるリスクの低減や株価の維持のために自社株買いを進め、自社の筆頭株主になる企業もあった (下谷, 2006, 9-13; 19-22)。自社株を下請企業や関連会社に保有させる「取引先持ち株会」の形態が広がり始め、大企業の株式が下請関連企業に一方的に保有されるようになった (坂本, 1990, 224)。これらは相互保有ではなく、自社あるいは下請関連会社が安定株主²²⁾に選定された片方だけの株式保有である。坂本 (1990, 224-225) は、こうした「取引先持ち株会」による安定株主づくりは株式持ち合い比率の低下を補完するものであり、したがって、持ち合い構造は基本的に変質していないと指摘する。さらに鈴木 (1998, 116-120; 132) は、株式保有に関する分析として77社を対象に、1992年度末から1995年度末の期間に100万株以上の持ち株が減少した銘柄を記録し、株式放出の3分の1弱が同一企業グループメンバーの発行する株式であることを明らかにした。その上で、株式相互持ち合いの変動は基本的に1970年代に確立された安定株主構造に影響しない範囲内で行われたものであり、この変動は集団内の株式相互持ち合い比率の変動であると指摘した。1990年代および2000年代前半²³⁾の相互持ち合いの一部削減は、既存の企業集団あるいは主要取引企業との連携や関係を希薄化する域には達していないという分析である。

株式持ち合いの財務的な機能には、所要資本の調達、低い資本コスト、経営権の安定等がある (坂本, 1990, 225-226)。しかし、株式保有の経済的合理性を検証する動機が乏しい場合、株式相互持ち合いは、議決権行使の在り方、株主の企業に対するモニタリングの脆弱化、経営者のモラルハザード等のリスクを高める可能性があり、また、企業と株主・投資家との対話の実効性を毀損する恐れもある。企業金融の構造が変化する中で、この点が各方面から議論の焦点とされつつある²⁴⁾。

IV コーポレート・ガバナンス改革と政策保有株式

4.1 コーポレートガバナンス・コードの実施

2014年に公表された「日本再生ビジョン」(日本経済再生本部, 2014a)は、コーポレート・ガバナンスが十分に機能していないため日本企業の国際競争力が低下しているとして、日本企業の競争力強化を目的として、株式持ち合いの解消・抑制対策の導入、独立社外取締役の導入促進等を織り込んだコーポレートガバナンス・コードの導入を提言した。「日本再興戦略改訂2014」に基づいて策定されたコーポレートガバナンス・コードは、2015年6月に適用を開始した。コーポレートガバナンス・コードはソフト・ローであり、原則主義を採用する。また、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用し、原則を「実施するか、実施しない場合にはその理由を説明するか」の判断を企業に委ねる。2015年コーポレートガバナンス・コードは、原則1-4において、政策保有株式を保有することの経済合理性の検証、保有の方針や目的の説明を求めた。さらに、政策保有株式に係る議決権行使についても、適切な対応のための基準

の策定と開示を提案した。

実施状況を見ると、2015年12月末までに市場第1部および市場第2部においてコーポレート・ガバナンスに関する報告書を提出した1,858社のうち、政策保有株式に関する原則1-4を実施した企業は91.9%（1,708社）であった²⁵⁾（東京証券取引所、2016）。なお、政策保有株式を保有していない旨を説明した企業もこの実施率に含まれている。

2018年のコーポレートガバナンス・コード改訂（東京証券取引所、2018）においては5つの原則が追加された。政策保有株式に関しては、補充原則1-4①において、自社の株式を政策保有株式として保有している会社からその株式の売却等の意向が示された場合は、取引の縮減を示唆するなどして売却等を妨げるべきではないとされた。さらに、補充原則1-4②において、政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではないとされた。2018年12月31日までに、コーポレート・ガバナンスに関する報告書を提出した市場第1部・第2部の企業（2,621社）のうち、99.5%の企業が補充原則1-4①を実施し、99.7%の企業が補充原則1-4②を実施した。なお、市場第1部・第2部においてコーポレート・ガバナンスに関する報告書を提出した企業（2,621社）が原則1-4を実施した割合は85.8%であった（東京証券取引所、2019）。実施率は依然高水準にある。

次に、原則1-4が企業行動に与えた影響を考察する。日経500種銘柄が開示する政策保有株式に関する調査（後藤、2017）は、2016年1月から12月までに開示された有価証券報告書における政策保有株式の開示内容を前年度と比較した。日経500種銘柄の全体における比較では、2016年は59.92%（317社）の企業が保有銘柄数を削減し、16.45%（87社）の企業が政策保有株式を増加した。さらに、55.77%（295社）の企業が政策保有株式数を削減し、73.91%（391社）の企業が貸借対照表計上額を縮小した。保有銘柄数の平均値が前年度と比較して4.21銘柄の減少であったが、中央値の減少は1.00銘柄であった。日経500種銘柄の銀行に限定した調査においては平均値と中央値の差はより顕著で、保有銘柄数の平均値が前年と比較して12.22銘柄の減少であった一方、中央値の減少は2.00銘柄であった。調査対象となった銀行32行のうち、2016年に前年度との比較で保有する政策保有株式の銘柄を削減したのは22行（68.75%）で、増加したのは5社（15.63%）であった。25行（78.13%）の貸借対照表計上額は縮小された（後藤、2017, 8; 10; 12-13; 18）。この調査において、2016年は前年と比較して、保有銘柄数、株式数、および貸借対照表計上額が縮小傾向にあること、さらに、保有銘柄数の縮減は調査対象全体において均一に見られる傾向ではないことが分かる。

コーポレート・ガバナンス白書2021（東京証券取引所、2021b, 28-29）は、TOPIX100構成銘柄の80%が前年度と比較して政策保有株式を削減したことを報告する。2014年3月からの7年間、政策保有株式の銘柄数は継続的に減少している（図表5参照）。2014年は1社平均133銘柄を保有していたが2020年には107銘柄まで減少しており、保有銘柄の選定が進んでいることが分かる。さらに、2020年、TOPIX構成銘柄²⁶⁾が保有する政策保有株式の純資産比率を見ると、その平均値は7.9%で中央値が4.2%であることから、一部の企業による政策保有株式の保有が多いことが指摘できる（図表6参照）。

図表5 金融業および化学1社を除く TOPIX100 の政策保有株式の削減状況

| | 1社平均の保有銘柄数 |
|---------|------------|
| 2014年3月 | 133 |
| 2015年3月 | 130 |
| 2016年3月 | 123 |
| 2017年3月 | 119 |
| 2018年3月 | 116 |
| 2019年3月 | 112 |
| 2020年3月 | 107 |

(出所) 東京証券取引所 (2021b, 29; 図表24) をもとに作成。

図表6 TOPIX 構成銘柄の保有する政策保有株式の純資産比率

| 保有する政策保有株式の 純資産に対する割合 | TOPIX 構成銘柄数 (社) | TOPIX 構成銘柄の割合 (%) |
|--------------------------|--------------------|----------------------|
| 5%未満 | 1,196 | 55.2 |
| 5%以上 10%未満 | 408 | 18.8 |
| 10%以上 15%未満 | 238 | 11.0 |
| 15%以上 20%未満 | 125 | 5.8 |
| 20%以上 25%未満 | 83 | 3.8 |
| 25%以上 30%未満 | 45 | 2.1 |
| 30%以上 | 72 | 3.3 |
| 合計 | 2,167 | 100 |
| 平均値 | — | 7.9 |
| 中央値 | — | 4.2 |

(出所) 東京証券取引所 (2021b, 29; 図表25) をもとに作成。

4.2 機関投資家と政策保有株式

株主総会における株主と経営トップとの関係は1990年代後半から大きく変化した。下谷(2006, 48-49)によると、1996年には株主総会の開催の集中度は96%であり、こうした株主総会の開催日の集中は社会問題と見做され、その後は徐々に分散し、2005年には59%にまで低下したという。株価や相互持ち合いが低下する中で、国内の機関投資家が1999年から本格的に議決権行使を始め、「モノ言う株主」(下谷, 2006, 49)が急速に増加した。

議決権行使助言業者のGlass Lewisは、2021年以降、政策保有株式の保有額が純資産の10%以上の場合、経営トップの取締役選任議案に反対投票を推奨する方針を2019年に公表している。また、議決権行使助言業者のISSは2022年2月以降、政策保有株式の保有額が純資産の20%以上の場合、経営トップの取締役選任議案に反対投票を推奨する方針を公表している(東京証券取引所, 2021b, 26: ISS, 2021, 23)。TOPIX構成銘柄において、Glass Lewisの上記の数値基準に該当する企業数は26%で、ISSの数値基準に該当する

企業数は9.2%である²⁷⁾(東京証券取引所, 2021b, 26-27; 29、および本稿の図表6参照)。これら「26.0%」および「9.2%」という割合は、政策保有株式の縮減に関する海外機関投資家の期待からの乖離度合いを示していると解釈できる。ただし、Glass Lewisは、政策保有株式の削減に関する明確な計画、あるいは削減の経過に関する記録が開示されている場合は、政策保有株式の方針や実行内容に関する開示を精査し、上記の数値基準に基づく反対助言を差し控える可能性もあると公表している(Glass Lewis, 2021, 22)。

内閣府令の改正により、政策保有株式の保有方針や保有の合理性を検証する方法、個別銘柄毎の保有目的と効果等について有価証券報告書において開示することが2019年3月期から求められている(金融庁, 2021a, 16)。上記のGlass Lewisの開示内容の重要性を強調する方針に表れるように、政策保有株式に関する開示を充実させ、かつ保有目的の経済合理性を追求することの需要は今後一層高まるであろう。

4.3 市場再編と政策保有株式

2022年4月から東京証券取引所の市場区分は「プライム市場」、「スタンダード市場」、および「グロース市場」に再編され、TOPIXの構成銘柄は市場代表性および投資対象としての機能性の観点から決定されることになる。既存の構成銘柄のうち流通株式時価総額100億円未満の銘柄については、指標の連続性を考慮して段階的にウェイトが低減され、2025年1月末に除外される。したがって、現行のTOPIX構成銘柄が選定され続けること、あるいは他の企業が今後新たにTOPIXの構成銘柄として選定されることを目指す場合、流通株式時価総額の向上は重要である。新たな流通株式の定義が適用され、流通株式時価総額および流通株式比率が新規上場基準あるいは上場維持基準における流動性指標およびカバナンズ指標として審査されることも企業にとって重大な変化である。ここで、流通株式の定義変更によるインパクトについて検討する。新しい定義の下では、国内の普通銀行、保険会社、事業法人等が純投資目的以外の目的で所有する株式は、流通株式とは見做されない。さらに、「基準の潜脱が行われる場合に備えて」(東京証券取引所, 2021a, 26)、「取引所が固定的と認める株式」も流通株式から除かれる。このように、新しい定義は実質的な流動性の確保を目指している。

コーポレートガバナンス・コードは、政策保有株主に対して政策保有株式に関する開示を求めているが(原則1-4)、保有される側に対しては、政策保有株主の売却の意思を妨げないこと(補充原則1-4①)、そして政策保有株主との取引の経済合理性を十分に検証すること(補充原則1-4②)を求めるに留まっている。したがって、流通株式の定義見直しは、純投資目的以外の目的で他社に保有されている自社の株式の縮減を検討する新たな動機となる。鈴木(2021, 3)は、流通株式の影響を受けた市場の選択が株価に影響することから投資家が政策保有株式の縮減あるいは解消を求めるようになり、こうした投資家の行動により、企業は政策保有株主に自社の株式を放出するよう働きかけることになると指摘する²⁸⁾。

純投資目的以外の目的で株式を保有されている側に政策保有株式の縮減の検討を動機づける点において、流通株式の定義見直し、当該定義を用いた新規上場基準と上場維持基準の設定、およびTOPIX構成銘柄の選定方法における変更の意義は大きい。

V おわりに

本稿の目的は、株式持ち合いとメインバンクの役割と機能、およびその変化を明らかにすることである。

第2章では、まずメインバンクの定型化された特徴を整理し、メインバンクによるモニタリング機能、不完全な労働市場を補完するモニタリング機能の側面について論じた。メインバンクの果たす役割および機能は多く、メインバンクが主幹事銀行として協調融資を行う際は、その他の融資参加銀行との間において情報生産コストおよびモニタリング・コストの重複を回避することができる。長期のメインバンク関係は取引先

企業に対する自行のモニタリング・コストの削減に貢献し、また、メインバンクの協調融資に占める貸出率は他の融資参加銀行の協調を引き出すためのシグナルとなる。債権者兼株主という性質は、エージェンシー・コストの削減に資するが、一方でメインバンクはモラルハザードに陥る立場にある。

シンジケートローンにおける主幹事銀行、社債発行における財務代理人または主管会社への高い就任割合は、明示的な契約においても企業がメインバンクとの繋がりを重視していることを示している。株式による資金調達額より社債発行による資金調達額の方が多く、またシンジケートローンの市場規模が拡大していることから、今後、メインバンクの社債発行および融資における役割の重要性が一層高まると考える。銀行の側からメインバンク関係を見ると、Scher (1997) のインタビュー調査において、メインバンク関係により銀行にもたらされる最大のメリットは、取引先企業の従業員も自行の各種サービスの顧客にする機会を得ることであると指摘されている。

第3章では、株式相互持ち合い比率の変遷や株式相互持ち合い関係の機能と変化について明らかにした。株式の相互持ち合いには非効率的な資本運用や議決権行使の在り方への懸念があるが、敵対的買収の回避、企業間の友好的な取引関係の象徴、低い資本コストでの所要資本の調達、経営権の安定等の期待された作用や機能がある。しかし、1990年代後半の銀行の不良債権問題、株価の下落、保有株式の時価評価会計の導入、および銀行株式保有制限法等を背景に、株式の相互持ち合いは減少した。株式の相互持ち合い比率や平均保有銘柄数の増減は変動があるが(図表3および図表4参照)、2001年10月に自社株買いの制限規定がなくなったことで自社株買いが進み、さらに「取引先持ち株会」の形態が広がったことで、大企業の株式が下請関連会社に一方的に保有されるようになった。自社株買いや取引先持ち株会は安定株主としての役割を担っているため、株式相互持ち合い比率の低下を補完するものであり、持ち合い構造は基本的に変質していないと指摘されている(坂本, 1990, 224-225)。したがって、1990年代から2000年代前半の株式の相互株式持ち合いの減少は、既存の企業集団あるいは主要取引企業との連携や関係を希薄化する域には達していないと解釈できる。

第4章では、政策保有株式に関する投資家や金融規制当局等からの期待や要請に対する企業の対応について、各種の調査結果に基づきその実態を明らかにした。国内外の機関投資家の存在感が高まる中、Glass Lewis および ISS による政策保有株式に関する方針、特に政策保有株式に関する開示の内容により数値基準に基づく反対助言を差し控える可能性があるとする Glass Lewis の方針は、開示の重要性を強調するものである。今後、政策保有株式に関して精緻な開示が加速すると思われる。さらに、流通株式の定義見直し、当該定義を用いた新規上場基準と上場維持基準の設定、および TOPIX 構成銘柄の選定方法に関する変更は、流通株式時価総額および流通株式比率の向上を目指す企業にとって、保有されている政策保有株式の縮減を検討する新たな動機となる。これらの変化とコーポレートガバナンス・コードにより、保有する側と保有される側の株式持ち合いに関する企業行動は影響される。

株式持ち合い関係において懸念されているリスクは、コーポレートガバナンス・コードの政策保有株式に関する議論の中で検討されている。本稿では、政策保有株式の縮減に向けた多面的な議論について考察した。さらに、企業金融の変化の中、メインバンクの役割が変化していることも明らかにした。

注

- 1) 1949年、東京証券取引所および大阪証券取引所は会員制法人として再開した。
- 2) 戦前の財閥では創造者一族が財閥本社の株式を所有し、その傘下の事業会社の株式の過半数以上を所有し経営をコントロールした。一方、企業集団においては特定の親会社や持株会社は存在せず、

メンバー企業同士が数%の株式を持ち合うことでそれぞれの企業の上位株主群を構成する（菊地, 2005, 2-3）。なお、6大企業集団とは、三井グループ、三菱グループ、住友グループ、芙蓉グループ、三和グループ、第一勧業銀行グループを指す。

- 3) その後、事業支配力の過度な集中を防止するため、金融会社の議決権保有制限の上限は5%に引き下げられた（野村, 2013, 8）。
- 4) 1981年のトヨタ系企業の株式相互持ち合いは環状に形成されているが、6大企業集団による環状持ち合いとは異なり、例外はあるものの基本的に親会社であるトヨタ自工が他の企業の株式を保有する割合が高く、対して株式保有される割合は低い（北原, 1984, 411-412）。
- 5) 宮島・新田（2011, 42）において、インサイダーとは、持ち合い関係の金融機関または事業会社、持ち合い目的ではない金融・事業会社等の保有、保有会、役員、家族・家族支配法人を指す。なお、アウトサイダーとは、機関投資家、零細個人および外国会社を指す。
- 6) 2001年の株式保有比率は、インサイダー保有比率が41.8%で、アウトサイダー保有比率が43.3%である（宮島・新田, 2011, 42）。
- 7) 「株式持ち合い」の定義は複数ある。例えば、伊藤（2011a, 28-29）は、持ち株会社であるA社の株式をB社が保有しており、A社の傘下の企業（C社）がB社の株式を保有している場合、B社が保有するA社株式と、C社が保有するB社株式は「持ち合い株式」とであると定義する。さらに、伊藤（2011a）は、D社がE社の株式を保有し、かつE社がD社の株式を保有する場合もこれらの株式は「持ち合い株式」とであると認識する。一方、宇野・川北・大村（1998, 60）は、株式持ち合いは、「上場企業（信託銀行を除く）の2社が相互に株式を保有している状態」のことであり、持ち合い株式とは「持ち合い状態にある企業が保有している相手企業の株式」とであると定義する。また、新田（2009, 11）も「相互に持合保有している株式」を「持ち合い株式」と定義する。本稿は、伊藤（2011a）の定義にあるような特殊な保有状態も「株式持ち合い」と見做し、特に2社が相互に株式を保有する状態は狭義の「株式持ち合い」と見做し、区別してこの状態を「株式の相互持ち合い」と定義する。
- 8) 政策保有株式とは特定投資株式およびみなし保有株式を意味する（鈴木, 2021, 4）。特定投資株式とは、純投資目的以外の目的で保有する上場投資株式である。政策保有株式の保有の方向性（一方的、相互的、又はそれ以外）は問われない。
- 9) 富士総合研究所（1993, 56）のアンケート調査でも82.3%の企業がメインバンクは「取引銀行の中で融資量が最大である」と回答した。また、目安としては貸出残高の15-25%であるという（植竹・仲田, 1999, 63）。
- 10) 最大株主であることをメインバンクの特徴とする見解（花崎, 2008 等）もあるが、銀行の保有株式割合は最大で5%であることから、2番目および3番目に融資額の大きい銀行が融資最大銀行であるメインバンクと同様に大株主であることも多い（Scher, 1997, 95; 奥村監訳, 1998, 136-137）。
- 11) 役員派遣とは、メインバンクの銀行員が取引会社の役員を兼務、あるいは銀行出身の役員が取引会社の役員に就任している事実を捉える（Hoshi and Kashyap, 2001, 126; 鯉淵訳, 2006, 169）。なお、メインバンクからの役員派遣を受け入れている会社の割合は、1973年においては51.2%であったが2010年には37.6%に減少している（広田, 2012, 244; 表8-4）。ただし、銀行出身の役員が出身銀行とどの程度の結びつきを維持しているかは明らかではないため、派遣役員の影響をその人数で測定することは難しい（Hoshi and Kashyap, 2001, 127; 鯉淵訳, 2006, 172）。
- 12) 融資企業の財務上の困難が一時的なものであり再建の可能性があるかと判断された場合に限り、メイン

バンクによる救済措置が取られる。ただし、再建の見込みがないと判断された場合は、当該企業の清算や他企業への吸収合併という措置がメインバンクによって取られた（青木, 1995, 114; Scher, 1997, 77; 奥村監訳, 1998, 108）。

- 13) 都市銀行と企業との関係を分析する及能（1994, 27）によると、金融バブル崩壊後に上場企業または大企業が倒産した際、同社発行の外債の繰り上げ償還までメイン銀行が保証契約なしで肩代わりした例は多いという。ただし、これは国際金融市場における銀行に対する信用を保持することが肩代わりによる損失よりも緊急であると銀行が判断したためであると指摘されている（及能, 1994, 27）。
- 14) インタビュー対象者は、6大都市銀行、中下位都市銀行1行、長期信用銀行3行中の2行、地方銀行3行、信託銀行2行、外資系銀行1行、政府系銀行1行、証券会社の海外銀行子会社1行における各級管理者、および大蔵・通産・郵政各省の関係部課の役職者、銀行協会など4つの業界団体、銀行関連のコンサルティング会社および金融サービス会社2社である。回答者71人の内8名は上級管理職取締役以上および元取締役とその出身者である（Scher, 1997, 18-19; 奥村監訳, 1998, 25; 27-28）。
- 15) 東京証券取引所, その他統計資料、資金調達額（2021年12月）。
- 16) 株主割当、公募、第三者割当、新株予約権の権利行使、および優先株式等。
- 17) 普通債、転換社債型新株予約権付社債、および新株予約権付社債。
- 18) アンケート調査の質問に1つでも回答をした企業は回答率に含まれる。
- 19) 次いで多かった回答は「現状では成長に必要な資金を必要とせず、資金調達はしていない」（13.7%）であった。
- 20) 当該分析はメインバンクを最大融資銀行と定義している（Hoshi and Kashyap, 2001, 124; 鯉淵訳, 2006, 170）。
- 21) 伊藤（2011a）の分析は、保有株式情報の収集において、主に有価証券報告書付属明細書を利用し、補完的に大株主情報を使用している。なお、各年の3月末を年度末とし、保有株データは年度末ベースに調整している（伊藤, 2011a, 5-6）。
- 22) 「安定株主」という用語について、企業の認識に基づいた整理をする。日本IR協議会が2020年に全上場企業3,810社を対象に行ったアンケート調査（回答率：27.5%）によると、回答企業の64.6%が安定株主比率を「意識している」と回答した。「安定株主」と見做す対象は、「従業員持株会」（73.9%）、「取引先金融機関の持株（銀行、保険等）」（49.7%）、「創業家の持株」（48.6%）、「政策保有株式（金融機関を除く）」（40.3%）が上位に挙げられ、安定株主比率が現状どの程度であるかという質問への回答の平均は、43.2%であった（日本IR協議会, 2020, 1; 6）。この調査により、政策保有株式の保有者が必ずしも安定株主とは見做されておらず、多様な対象が安定株主として認識されていることが分かる。
- 23) 下谷（2006, 22）によると、株式の相互持ち合い関係を解消する動きは2004年から鎮静化し始めたという。
- 24) 宇野・川北・大村（1998）は、株式持ち合いが市場の流動性を低下させることを支持する結果を得たが、一方で、株式持ち合いが必ずしも市場の流動性の決定要因にはならず、また株式持ち合いの解消が流動性に与える影響は企業集団に属する企業と属さない企業において異なる点を明らかにした。なお、宇野・川北・大村（1998）における「株式持ち合い」は本稿における「株式の相互持ち合い」と同義である。
- 25) 全73原則を実施した企業は11.6%（216社）に留まるが、全73原則のうち90%以上の原則を実施した企業は66.4%（1,233社）であった（東京証券取引所, 2016）。

- 26) TOPIX 構成銘柄のうちデータ収集が可能であった 2,167 社を調査対象としている（東京証券取引所、2021b, 29）。
- 27) 政策保有株式の純資産比率が 30%以上の企業は 72 社（3.3%）あり、25%以上 30%未満の企業は 45 社（2.08%）、20%以上 25%未満の企業は 83 社（3.83%）ある（図表 6 参照）。
- 28) これに関連して、スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第 23 回および第 26 回）において、保有される側から政策保有株主への株式売却に関する働きかけは困難であることもあるため、コード改訂等を通じた取り組みが今後なされる必要があるとする意見もある（金融庁、2021b; 金融庁、2021c）。

参考文献

- Aoki, M. and P. Hugh, eds., *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press, 1994.（白鳥正喜監訳『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社、1996 年。）
- Glass Lewis, *2022 Policy Guidelines, Japan*, 1-55, 2021.
- Hoshi, T. and A. Kashyap, *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*, The MIT Press, 2001.（鯉淵賢訳『日本金融システム進化論』日本経済新聞社、2006 年。）
- Institutional Shareholder Services (ISS), *Asia-Pacific Proxy Voting Guidelines Updated for 2022*, December 7, 1-30, 2021.
- Scher, M. J., *Japanese Interfirm Networks and Their Main Banks*, Houndmills, 1997.（奥村宏監訳『メインバンク神話の崩壊』東洋経済新報社、1998 年。）
- 青木昌彦『経済システムの進化と多元性：比較制度分析序説』東洋経済新報社、1995 年。
- 青木昌彦・奥野（藤原）正寛編著『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会、1996 年。
- 伊藤正晴「銀行を中心に、株式持ち合いの解消が進展：株式持ち合い構造の推計 2010 年版」『大和総研調査季報 2011 年』1：1-29、2011 年 a。
- 伊藤正晴「株式持ち合いの変遷と展望」『金融』7 月、16-24、2011 年 b。
- 植竹晃久・仲田正機『現代企業の所有・支配・管理：コーポレート・ガバナンスと企業管理システム』ミネルヴァ書房、1999 年。
- 宇野淳・川北英隆・大村敬一「株式持ち合いの変化と市場流動性」『金融研究』17(5)：57-81、1998 年。
- 菊地浩之『企業集団の形成と解体：社長会の研究』日本経済評論社、2005 年。
- 岸真清『共助社会の金融システム：生活者と投資家の視点』文眞堂、2013 年。
- 北原勇『現代資本主義における所有と決定』岩波書店、1984 年。
- 及能正男『日本の都市銀行の研究：その生成・発展と現況課題の解明』中央経済社、1994 年。
- 金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第 23 回）資料 1」1 月 26 日開催、1-19、2021 年 a。
- 金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第 23 回）議事録」1 月 26 日開催、2021 年 b。
- 金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第 26 回）議事録」3 月 31 日開催、2021 年 c。
- 小谷範人『シンジケートローン市場構造と市場型間接金融』溪水社、2009 年。

- 後藤晃輔『平成27・28年の政策保有株式の比較：コーポレートガバナンス・コードが及ぼした影響』別冊商事法務、417、商事法務、2017年。
- 坂本恒夫『企業集団財務論』泉文堂、1990年。
- シェアード、ポール『メインバンク資本主義の危機：ビッグバンで変わる日本型経営』東洋経済新報社、1997年。
- 下谷政弘『持株会社の時代：日本の企業結合』有斐閣、2006年。
- 鈴木健嗣『日本のエクイティ・ファイナンス』中央経済社、2017年。
- 鈴木健『日本の企業集団：戦後日本の企業と銀行』大月書店、1993年。
- 鈴木健『メインバンクと企業集団：戦後日本の企業間システム』ミネルヴァ書房、1998年。
- 鈴木裕「流通株式と政策保有株式の分別整理：東証再編で定義変更された流通株式と政策保有株式の関係」大和総研、4月16日、1-6、2021年。
- 帝国データバンク「金融機関の取組みの評価に関する企業アンケート調査：調査結果報告書」6月、1-77、2021年。
- 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード：会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために」6月1日、1-34、2015年。
- 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況」（2015年12月末時点）、1月20日、1-6、2016年。
- 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード：会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために」6月1日、1-29、2018年。
- 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況」（2018年12月末時点）、2月21日、1-8、2019年。
- 東京証券取引所「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について：第二次制度改正事項に関するご説明資料」2021年2月15日作成、2021年9月1日更新、1-57、2021年a。
- 東京証券取引所「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2021」3月、1-181、2021年b。
- 新田敬祐「持合復活の構図：2008年度株主構成調査より」『ニッセイ基礎研究 REPORT』11月、10-17、2009年。
- 日本経済再生本部「日本再生ビジョン」5月23日、1-74、2014年a。
- 日本経済再生本部「日本再興戦略改訂2014：未来への挑戦」6月24日、1-124、2014年b。
- 日本IR協議会「第27回IR活動の実態調査（調査結果の概要）」5月、1-9、2020年。
- 任雲『銀行中心のコーポレート・ガバナンス：その理論と中国への応用』学文社、2002年。
- 野村敦子「銀行の出資規制緩和を巡る議論」『JRIレビュー』2(3)：2-28、2013年。
- 花崎正晴『企業金融とコーポレート・ガバナンス：情報と制度からのアプローチ』東京大学出版会、2008年。
- 広田真一『株主主権を超えて：ステークホルダー型企業の理論と実証』東洋経済新報社、2012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」についての調査報告書』富士総合研究所、1993年。
- 宮島英昭・新田敬祐「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持ち合いの解消・復活」と海外投資家の役割」『RIETI Discussion Paper Series』11-J-011：1-54、2011年。