



# 株式持合いとコーポレート・ガバナンス

---

2000.5.16

一橋大学 伊藤邦雄



## 株式持合いの経済的意義（1）

---

- 発生ロジック
- 継続ロジック
  - 「単なるシンボル」「パートナー関係を表わす手段」？
  - 株式保有のコントロール・メカニズム
  - 「人質」効果によって、投資先企業が機会主義的な行動を取ることを牽制する「規律のメカニズム」
    - 取引費用の削減・リスクシェアリング
    - 協調的・長期的・安定的取引関係の維持
  - 財務的效果
    - 「紙のやり取り」「株式資本の空洞化」「花見酒の構造」
    - 株式の相互取得が行なわれる市場
      - 1) 流通市場



## 株式持合いの経済的意（2）

---

### 2）発行市場

同時

異時点間

- 資金調達リスクの軽減
- 自己資本比率の上昇
- 日本型経営への影響
  - 株式保有によるコントロールの2つのオプション
  - なぜ持ち合い株主は「サイレント」なのか
    - 事業取引で協調関係が続けば、オプションを行使する必要なし
    - 「相見互い」効果
  - 所有と経営の不分離 = 「オーナー・マネージャ型経営」
    - 持ち合い株式の「自社株化」により議決権のスワップが行なわれた
    - 大株主による経営修正権の行使という脅威にさらわれずに、長期的視点で経営を行うことができた



## 1990年代（後半）

---

- 一部に発生 of ロジックへの回帰現象
  - 同業界（自動車業界）での2極化現象
  - 日産に見る事業取引と株式取引との分離
- 「相見互い効果」の行き過ぎによる、株式保有による規律効果の機能不全
  - 株価下落で株式持合いは「花見酒」とはいかなくなった
- 環境の好転・整備により、資金調達リスクの低下
- 自己資本比率は既に上昇し、欧米に比肩
- 「オーナー・マネージャー型経営」によるガバナンスの低下
  - 右肩上がりときには機能
  - 視野狭窄・独善的経営を招きやすい
  - 日米の対照
- ラスト・リゾートはメインバンクによる監視機能だったが、、、



## 銀行の持合い解消（株放出）は進むか

---

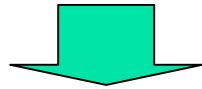
- 積極要因
  - ROE 上昇気運
  - 企業価値創造（資本コスト）への意識改革の進展度
  - 自社株主利益への配慮
  - 時価評価
  - 価格変動リスクへの対応
- 消極要因
  - 自社株主利益に対する顧客利益の優位性
  - TOB局面におけるレピュテーション効果



## 持合い解消 (低下) のコーポレート・ガバナンス への影響

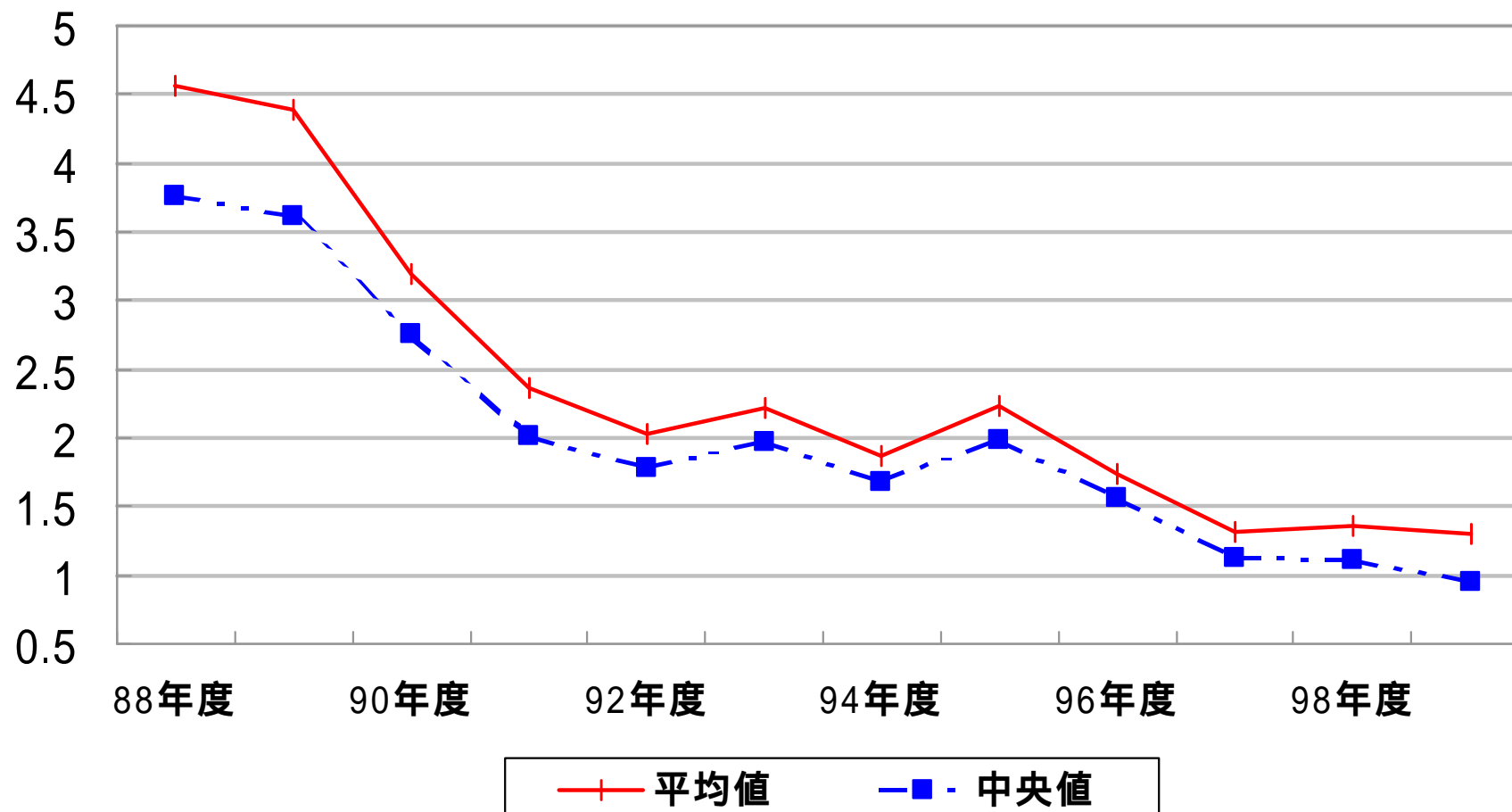
---

- 発行市場における資金調達リスクの上昇
- 安定株主比率の低下
  - 銀行以外の金融機関への株保有の要請
- M & A の脅威を始め、市場の監視によるガバナンス機能の発揮

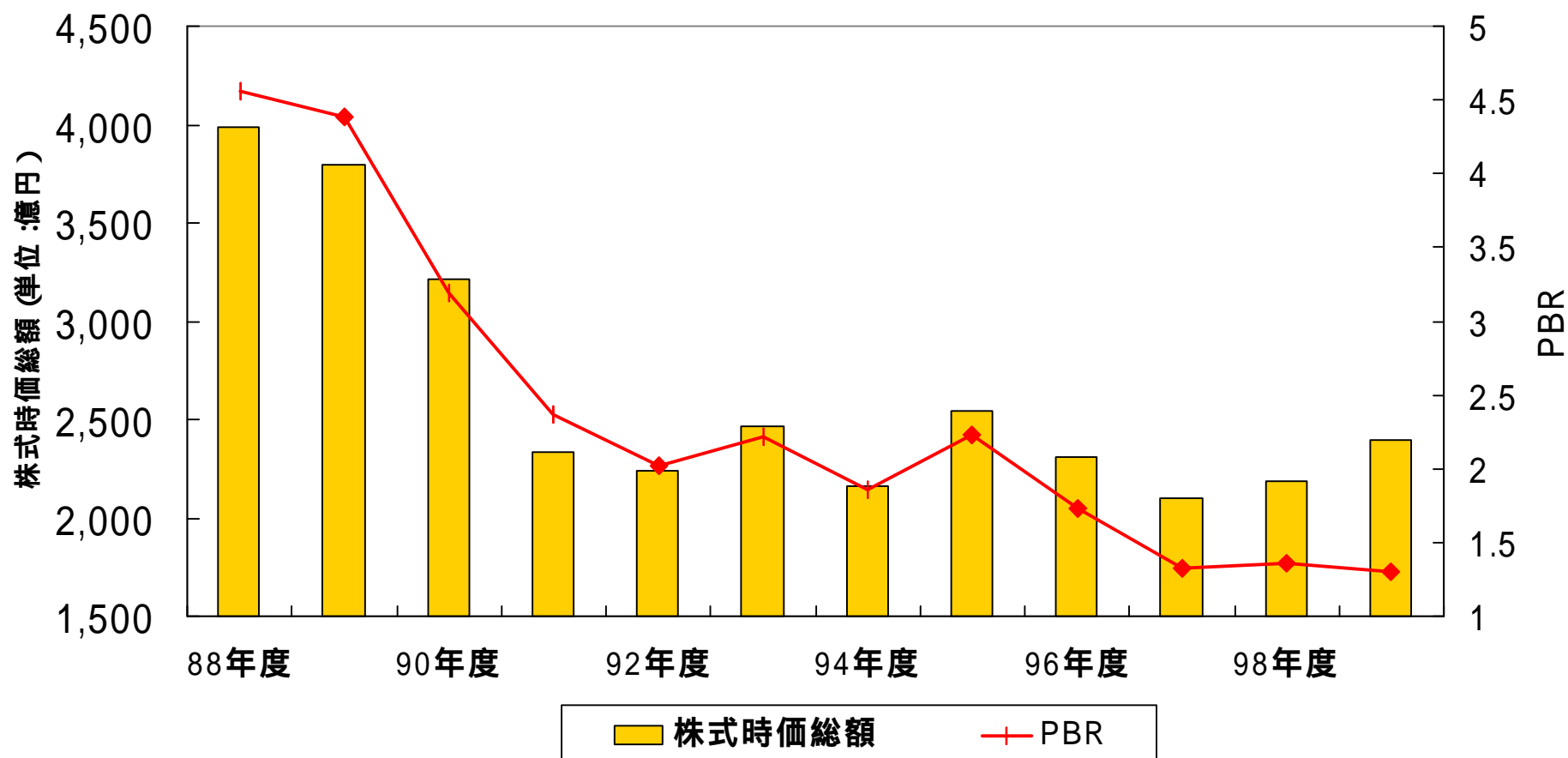


「パンドラの箱」?

## PBRの推移 (平均値・中央値)

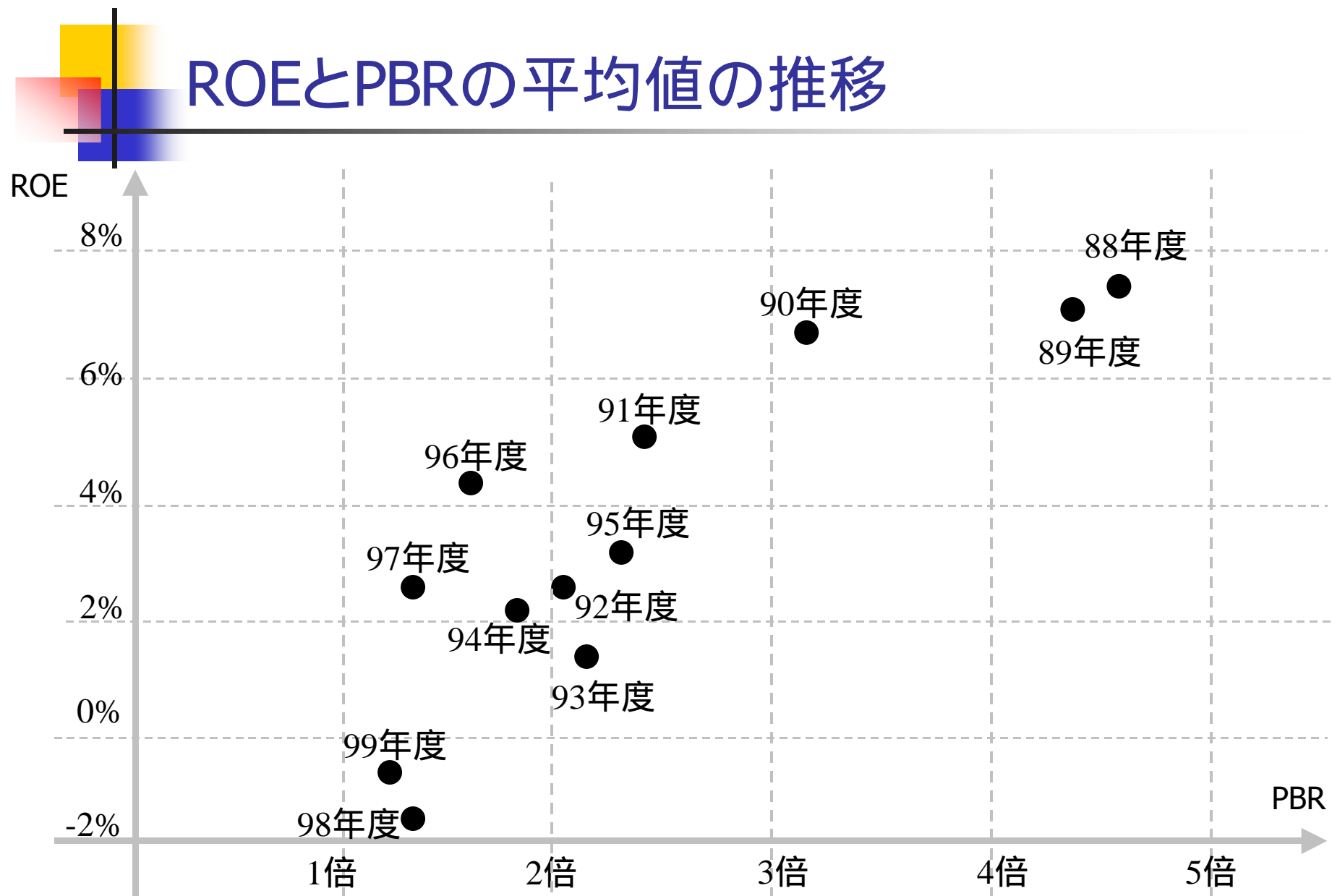


## 株式時価総額とPBRの平均値の推移



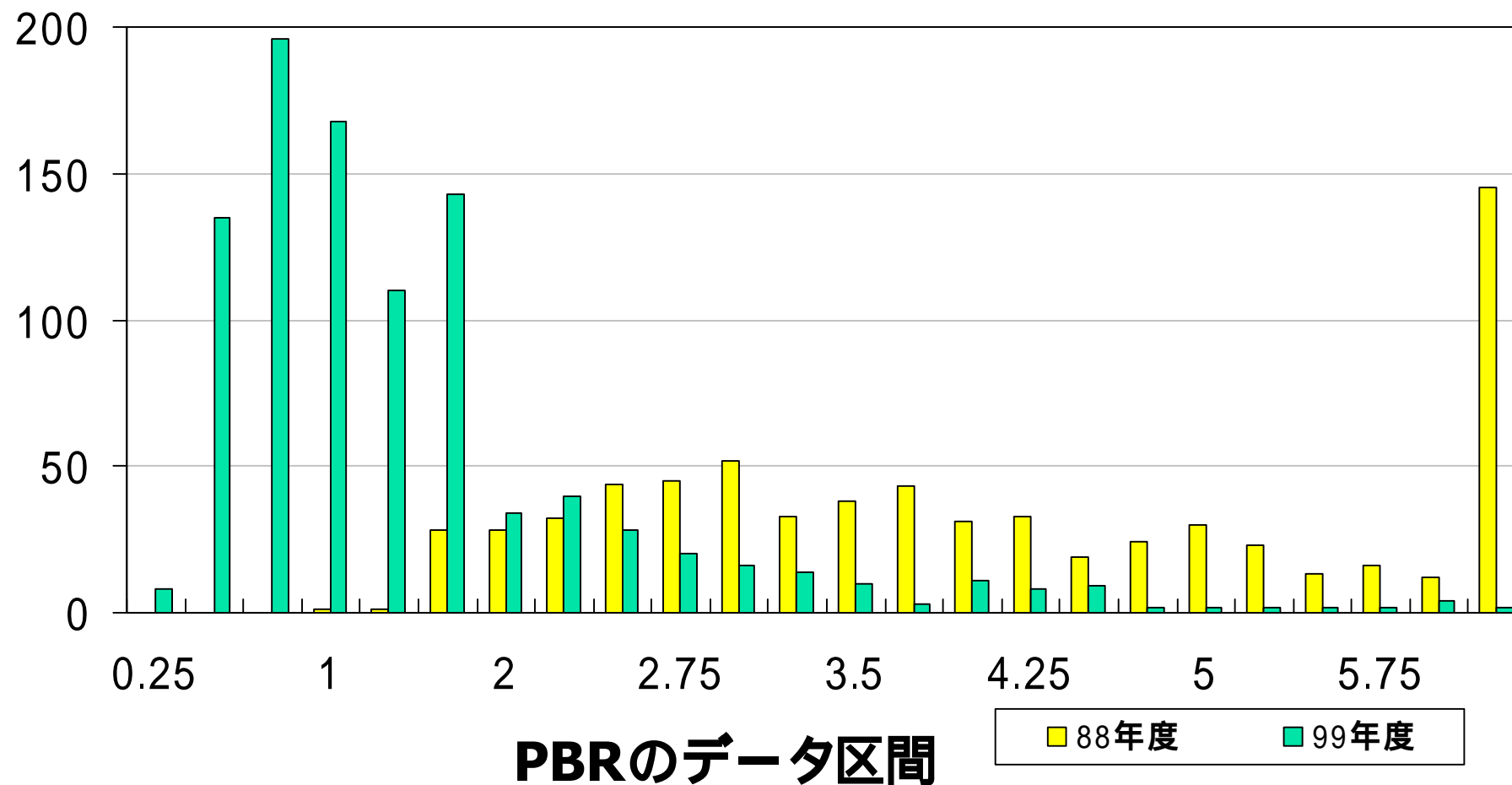


# ROEとPBRの平均値の推移



# 度数分布によるPBRの比較 (88年度と99年度)

企業数



# 99年度のPBRの分布

