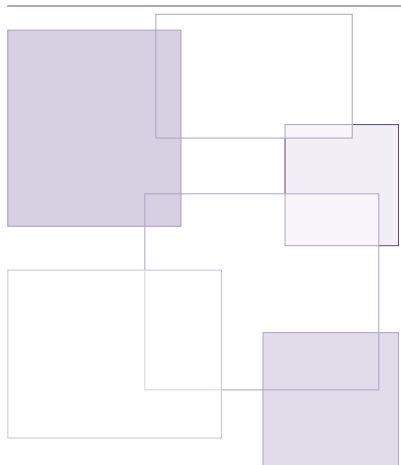


Discussion Paper Series

全所的プロジェクト研究 ガバナンスを問い直す



株主を重視しない経営

江川 雅子

(東京大学理事)

2010年10月

No.3

東京大学社会科学研究所

Institute of Social Science University of Tokyo

2010年7月12日(月)

「株主を重視しない経営」

報告 江川雅子氏(東京大学理事)

司会 大沢真理氏(社会科学研究所)

司会 今日には理事の江川雅子先生にお時間を取っていただきまして、社研の全所的プロジェクト研究「ガバナンスを問い直す」の第4回セミナー「株主を重視しない経営 なぜ戦後日本の経営者は株主を重視しなかったのか」という、たいへん魅力的なタイトルのお話を伺うこととなります。

1時間前後お話をいただいた上で、その後1時間、5時までをディスカッションにあてるということになっております。それではよろしく申し上げます。

江川 ご紹介どうもありがとうございました。このような機会をいただきまして、本当にありがとうございます。今日は、なぜ戦後日本の経営者が株主を重視しなかったのかという題でお話しさせていただきたいと思います。

実は2008年の1月に『株主を重視しない経営』という本を日経から出していただいたのですが、これは私が2006年に一橋大学商学研究科の博士課程で、博士論文として出したものの半分ぐらいの内容を本にしたものでございます。今日はそれに沿ってお話をしたいと思います。

今日のお話のポイントは、コーポレート・ガバナンスの問題を、株式市場との関係において考えてみたいということです。今回の社研の全所的プロジェクトはガバナンスということで、企業のガバナンスよりも、もっと広い概念で考えていらっしゃると思いますけれども、私の話は企業のガバナンス、それも株式を市場で公開して、投資家、公開市場と向き合っている公開企業の話ということでご理解ください。

今日、お話しさせていただくことを象徴的に表す一つの言葉として、「銘柄」という言葉があります。日経の株式欄を見ますと「銘柄」と書いてあって、いろいろな会社の名前がずらずらと書いてあるのですが、この「銘柄」という言葉を辞書で引くと、ここにあるように、取引の対象という概念の言葉なのです。

ところが「The Wall Street Journal」や「The Financial Times」といった新聞の株式欄には、通常“Stock”や“Company”と書いてあって、会社、あるいは株式ということが想定されているわけですが、日本の場合には、ある意味で小豆とか、そういう相場の取引の対象のような言葉が使われているということです。

本題に入る前に、コーポレート・ガバナンスとは何かということですがけれども、この本の中では、ステークホルダーの利益を最大化するために、経営者に資源と利益の効率的な配分を促し、それを監

督する制度というふうに定義しました。

ここでのポイントは、いくつかキーワードがあるのですけれども、一つはステークホルダーということで、よく企業のガバナンスの場合に、株主の利益かステークホルダーの利益かということが議論になります。ここでは株主の利益よりも、より広い概念として、ステークホルダーの利益を考えていきたいというのが1点目です。

それからもう一つは、価値創造と価値分配ということですが、企業のガバナンスの仕組みを作っていくときに、生み出された価値の配分だけではなくて、より多くの価値を生み出していく。そういったところまできちんと考えていかなければいけない、そういった仕組みを考えていかなければいけないという意味が込められています。

それから三つ目としては、事前の制度設計をきちんと促す仕組みと、事後の監督ができる仕組みという、その両面が重要だということです。

企業のガバナンスの分野で、イギリスのキャドベリーさんが取りまとめた「キャドベリー報告書」という有名なものがあるのですが、それによると、コーポレート・ガバナンスについて、もともとガバナンスという言葉はラテン語の *gubernare* で、言ってみれば船の艫のようなものが語源だそうです。彼がそれを引いて言っていることは、ガバナンスというのは細かいこと、経営の日常的なことに口出しをするということではなくて、大きな方向性を間違えないために方向付けをしていくということです。日本語でもよく「経営の舵取り」という言葉がありますけれども、それに近いイメージだというふうに思います。

コーポレート・ガバナンスが特に 1990 年代以降、日本でも、それからもちろん世界でも、非常に大きな関心事となっておりますけれども、それは皆さんには釈迦に説法だと思いますが、企業の効率性を左右するものだからということです。ガバナンスをよくすることによって企業の経営をよくすることができる、効率性を高めることができるということが共通認識になっているということが背景にあると思います。

私の博士論文が基になったという話をしたので、今日のお話の位置付けを申しますと、その博士論文では、実は戦後の日本の企業の経営者が、株主を重視していないということをまず検証して、その上で、なぜそうなったのかということを考えて仮説を立てたという二段構えになっております。

今日お話しするのは、なぜそうなったのかという仮説の部分で、それがこの本の内容でもあります。ただ、その前段の大前提のところである、そもそも日本の企業の経営者が株主を重視していないという点は、よくマスコミなどでは取り上げられていますし、比較的そういうふうに思っている方は多いのではないかと思います。きちんと学術的に検証されたというものではないので、それに取り組んでみたのが、この図で言うと左側の部分なのです。

この内容は、『組織科学』 Vol.43, No.3(2010)に投稿した論文に含まれています。全部ではないです

が博士論文の中でカバーしたものの一部を取り上げて、学術的検証を試みたものですので、ご関心のある方は後でお読みいただければと思います。

今日の話は、この太枠で囲った、戦後日本の経営者が株主を重視していないということを前提に、それはなぜだったのかということを中心にお話ししたいと思います。

ここまでのところ「株主を重視していない」という言葉を、特に定義をせずずっと使ってきましたが、今日の話の中で、重視している、していないということをはかる基準としては、この図にあるように法律の原則とかけ離れているということで考えていきたいと思っています。

日本の公開会社を縛る法律としては、商法や証券取引法などがございます。そこでは株主の権利をきちんと尊重しなさいということが言われているわけですが、日本の企業の実態を見てみると、必ずしもそうになっていない。それはなぜだろうかというのが出発点です。

対象としておりますのは戦後、ですから1945年から1990年代の半ばぐらいまでを考えております。1990年代半ばまでとした理由は、ソニーが取締役の改革をしたのが1997年なのですが、1990年代の後半ぐらいから、企業のガバナンスを見直す動きが活発になってきて、少しずつ変わってきた可能性がある。そこが変わってきたかどうかは、もちろん検証しなければならないことだと思いますけれども、そういうふうに見えたことと、それから私自身がこの研究に着手したのが、2000年前後だったということがあって、一応対象は1990年代の半ばまでということにしております。

今日の話の本題ではありませんけれども、日本の法律の中で株主の権利がどれだけ保護されているかは、いろいろ学術的に検討もされていることですので、それを使って、一応位置付けをはっきりさせたいと思います。これは株主の権利を主要5カ国に関して比べたものです。いくつか細かい基準があるのですが、いちばん右側の総合評価というのが5段階になっておりまして、ここでご覧いただけるように、アメリカ、イギリスが5に対して日本は4ということで、例えばドイツ、フランスなどに比べると、日本では株主の権利がより保護されているということがわかります。

それともう一つは、日本では歴史的には対等合併が非常に多く行われました。これは1968年から2000年ぐらいまでの、公開会社同士の合併を拾って、新聞や日経テレコンや、いろいろな公開されている情報から合併比率を調べたものです。いちばん左側が対等合併の比率です。例えば1990年代までですと43%。それが2000年まで入れますと31%、少し下がっています。

その隣の対等合併（調整後）はどういうことかということ、実際に最終的に対等合併に持ち込めるように、合併する前に減資あるいは増資を行って、株式数を調整している例がかなりあって、それをこの欄で示しています。ですから、それも加えた広義の対等合併ということで見ますと、1990年までですと5割を超えている。それから2000年まででも37%ということで、かなり多いということがわかります。

当然のことながら、同じ規模の会社同士が合併していたのが、これだけ多かったというよりは、例

例えば6対4や7対3ぐらいの比率であっても、当事者企業の融和のためにとか、経営者の面子を立てるためといったような理由で、対等合併に持ち込んでしまうケースが多かったということです。私自身、投資銀行でM&Aのアドバイザー業務をやっておりまして、その現場でもそういった場面には多く直面しました。合併比率というのは、株主の権利に大きく関わる非常に重要なものであるのに、それがこういうことで、ある意味で現場の経営者、あるいは従業員の利益を優先して決められているというのがポイントです。

株主を重視しない行動を取ってきたという話をしましたけれども、これに関してどういうふうに整理をしたかと言いますと、株式を持っていることによって得られる株主の権利、これが左側にあります。それを分解して行って、それを尊重しない行動を、「株主を重視しない」行動というふうに定義しました。ですから議決権の行使を阻害するとか、持ち株比率を希薄化する、あるいは配当性向が低下しているのを放置してしまった、企業価値の向上を目標としない、といったことになります。

きょうのお話の中心の仮説ですけれども、戦後日本の経営者が株主を重視しない行動を取った、その大きな要因は株式市場の機能不全で、それは流通市場における株価形成の非効率の問題、発行市場における欠陥の二つに分けることができます。それから投資家の短期的・投機的な傾向。この二つが大きな要因であったというのが今日の話の骨子です。

今日の話の進め方ですけれども、私が議論を整理した考え方としては、右側にあるように、株主を重視しない行動を経営者が取ったのはどうしてかを考えたときに、まず一つは制度的な問題点があったのではないかと。規律付けをするためのメカニズムが欠けていたのではないかとというのが、まず可能性として考えられます。それをさらに分解していくと、規律付けを行う主体が欠けていたのではないかとということで、監督をする大株主の不在ということについて話したいと思います。次に、規律付けをするメカニズムが欠けていたということで、市場メカニズムによる規律、あるいは制裁といったものがなかった、ということを検証していきたいと思います。

それから、制度がきちんと整っていたとしても、経営者が規律付けを受け入れる姿勢がないと、なかなかそれが機能しないということで、経営者の意識について考える必要があるのではないかとということです。それに関しては、経営者が投資家の支配を受け入れることに対して懐疑的であった、あるいは抵抗感を持っていたということがポイントではないかと思っています。

ここでは投資家という言葉をあえて使っています。株式会社を支配しているのは株主なのですが、ただ、非常に流動性が高い株式市場においては、投資家は、市場で株式を買って、すぐに株主になれるわけです。ですから投資家は、潜在的な株主だと考えることができるので、まだ株を持っていない、潜在的な株主も含めた概念として、投資家という言葉を使っております。

この左側の三つを、私の本では直接的要因というふうに申しておりますが、今日の話は、この3つの直接的要因を中心に進めたいと思います。

この図は細かくてたいへん申し訳ないのですが、全体の枠組みを示すものです。いちばん右側に、経営者による株主を重視しない行動というのがあるわけですが、その引き金になっているのが、真ん中にある直接的要因、先ほど申した三つの要因です。

ところが、さらにその引き金になっている、もっと根本的な要因があるのではないかということで整理したのが左側です。太枠で囲ってある構造的要因というのが、いちばん根本的な原因だと私が考えているもので、これが先ほどの仮説の中に出てきた言葉です。要するに株式市場の機能不全、それから投資家の短期的・投機的傾向というものです。

その上にある歴史的要因というのは、いろいろな歴史的なことで、それが構造的要因にも影響を与え、直接的要因にも影響を与えたと位置付けております。ですから今日は、主としてこの構造的な要因が直接的な要因を通じて、株主を重視しない行動を惹起したということをお話ししていきたいと思えます。

そういうことでまず、直接的要因の(1)市場による規律・制裁の欠如についてお話ししたいと思います。ここにブルーで書いてある、発行市場に欠陥があったということ、それから流通市場において株価形成の非効率性が見られたということ、これからお話しします。

市場による規律の欠如がなぜ問題かということですが、例えば経営者が経営をきちんとやっていないと株価が下がっていく。そうすると例えば公開会社の場合には、取締役会から「経営者を変えたほうがいいのではないか」とプレッシャーがかかってくる。あるいは場合によっては敵対的買収の脅威が生じる。そういったことがあって、経営者はそれを未然に防止するために、できるだけ株価を高め維持しよう、それによって企業価値を上げようとするインセンティブが働くわけですが、株価が業績とあまりリンクしていないという状況では、そういった規律が働かない。日本の株式市場はそういう状況にあったというのが、この話のポイントです。

まず最初に発行市場のほうですけれども、日本では1970年代ぐらいまで、増資の場合額面で発行して、しかも株主に割り当てるというやり方で主として行われておりました。そういうやり方では、市場の株価が額面の50円を上回っていると、例えば市場で100円で取り引きされている株を、株主は額面の50円で入手できるとすると、それだけでその差額の50円儲かるということになります。その株価が例えば80円、70円と少し下がってきても、まだ50円を上回っている限りは、その増資に応じるインセンティブがあるということで、株式市場の状況にかかわらず増資を会社が強行できてしまうという状況があったということです。

これは1960年代から1970年代にかけての株価と、それからそれぞれの年にどれぐらいの増資が行われたかを示すグラフです。ここでご覧いただくように、例えば1964年、1965年は、株価が下がってきているのにもかかわらず、かなりの増資が行われています。

その1964年は、ここでご覧いただくと5000億円以上の増資がされていますけれども、実はこの年

は株式市場の状況が相当悪くて、買い支えのための日本共同証券が1月に設立されています。それから9月には増資等調整懇談会がありまして、翌年の2月以降の増資をストップしようという申し合わせが行われたほどでした。にもかかわらず5000億円以上の増資が行われていた。

翌1965年は昭和40年ですから証券恐慌の年です。この1月には、もう一つ買い支え機関を作らなければいけないということで、日本証券保有組合が設立されて、5月には山一証券に日銀特融が発動されています。年末には日本特殊鋼、サンウェーブなどの大型倒産が相次いで、市場が底を打ったのは翌年になってからということで、相当ひどい状況にあったにもかかわらず、1000億円以上の増資が行われている。このときの価格水準で考えると、1000億円は非常に大きかったものなのです。

それからもう一つ、この増資が過大だったということを示す例としては、OECDの調査によると1960年から1965年の日本の株式発行というのは、実は世界で18.8億ドルだったのです。第2位のアメリカが10.3億ドル、その1.8倍ぐらいあるわけですから、当時の経済規模を見ても過大だったということは、おわかりいただけると思います。

その1964年、1965年というのは、ご覧いただくように株主割当で行われているわけです。つまりこの頃も公募の増資も若干はあったわけで、例えば右のほうの1969年、1970年というふうに株価が上がっているときは公募で、しかも時価発行でした。時価発行のほうが株価が高くてできるから、当然上がっているときは時価発行にするのだけれども、下がっているときは額面でしかできない。でも逆に言うと先ほど言ったように、状況が悪い局面であっても、額面発行であると無理矢理できてしまう。その結果として先ほど申したような、過大な増資が行われてしまったというのが、ここのポイントです。

個別の会社の例を取ってみても、これは八幡製鉄の増資ですけれども、ご覧いただくと上のほうは、例えば売上高は右側の1.0とか書いてある、これは指数化しているのですけれども、1950年から1965年にかけて売上高が11倍、それから利益が7倍にしかならないのに、緑でハイライトした資本金は158倍になっているのです。

これも額面発行のなせる技というところがありまして、実はこの頃は、通産省が1962年までに日本で高炉10基を建設するという計画を打ち上げたので、製鉄会社で設備投資競争が起こったという背景があります。

それから、この頃は世銀借款でこういった設備投資をまかなっていて、世銀からは財務制限条項が付けられていて、株主資本を厚くしないと借款を受けられないということ言われていた。そういった特殊な背景はあったにせよ、これだけ過大な投資、資本金増強が行われていたということです。

下のほうが株価、それから一番下が配当性向ですが、株価で緑色で色付けしたところは、ときどき額面を下回っていたのがわかります。ですから、例えば1962年から1964年は、株価が高くて60円台、安い時は額面を下回っていたのですが、その間でも増資が相当行われていたわけです。上のと

ころでも 380 億円から 1260 億円に増えているわけですから、相当の増資が行われていました。

それから一番下が配当性向ですけれども、これは 100 を超えている。つまり実質的にタコ配の状況にあったのにもかかわらず、増資が続けられていたということです。

実は、こうした額面発行の弊害ということに気付かしまして、1970 年代ぐらいから徐々に、時価発行が導入されていきます。それで市場のプライスメカニズムを通じて、規律付けが行われるようになるだろうというのが、そのときの考え方でした。しかし、実はこの頃、株式の持ち合いがどんどん進んだために、浮動株比率が低下してきていたこと、それからいわゆる証券 4 社、野村、山一、大和、日興を昔 4 社と言っていて、その 4 社が非常に高い市場シェアを持っていたので、株価をかなり支配できたということがあって、その両方の理由で株価操作が行われてしまったというのが次のポイントです。

実は、時価発行を導入したにもかかわらず、増資をするときには、株価操作で株価をつり上げることができてしまったので、経営者にしてみると業績をよくして株価をよくしようということを、それほど頑張らなくてもよかったというのがここでのポイントです。

実際にそういった株価操作が行われていたということを示す一つの例として、協同飼料事件のことを話したいと思うのですが、これは 1972 年の 7 月に増資をした際に、株価操作をしているのではないかとということで、1973 年に強制捜査が入って、その会社の幹部と証券会社 3 社の支店長 7 名が、証券取引法違反で起訴されて、その後 10 年以上争われたのですが、1983 年に地裁で有罪判決が下された案件です。

実はこの事件に関して、後に大蔵省の証券局長も務めた、そのとき証券局の業務課長さんだった坂野常和さんという人が、『私と証券』という本の中に書いています。証券局の課長をやっていたところ、増資を発表するとその会社の株価が皆するすると上がっていく。これはおかしいと思って 10 社以上のデータを集めて、それを検察に持ち込んだ。そうしたら検察のほうで、「これがいいでしょう」ということで、たまたま選んだのが協同飼料だったということですね（笑）。

その頃の新聞報道でも、これは氷山の一角で、こういったことは非常に広く行われているというのが書かれておりますし、それから実際に、町田さんという山一証券に長く勤めた人が、実は 1970 年に松下電産（今のパナソニック）の時価発行で株価操作が行われたということで、松下と四大証券を告発したのです。刑事罰だから告発できるわけです。

これは翌年に嫌疑不十分ということで不起訴になったのですが、実はその間に、証券取引法施行令が改正されて、株価安定操作に関する規定が作られたのです。ですから、その町田さんという人は、「松下ぐらいの会社は、そのように施行令を整備してもらって不起訴になったけれども、協同飼料のように小さな会社は有罪になってしまうのだ」というようなことを著書で書かれています。こういったことで残念ながら、時価発行が導入された後も株価操作が行われていて、それで結局規律が十分に

働かなかったというのがこのポイントです。

ここまでが発行市場の問題点なのですが、次に流通市場に話を移したいと思います。現在は、株式アナリストが会社の業績を評価して、投資家がそれに耳を傾けるというのが一般的になっていると思いますけれども、実はこのアナリストが市場に定着してきたのも比較的新しいことで、1980年代の終わり頃というのが、私が実際に株式市場で仕事をしていたときの印象でした。例えばここにあるように、メディアに「アナリスト」という言葉が登場している回数を見ても、それが裏付けられると思います。

実は株価形成の効率性ということを行ったときに、経済学の分野で、効率的市場仮説というのがあって、完全市場で各投資家が実体的な価値、つまりファンダメンタルズを基準として投資を決定しているということが、市場の効率性というふうに定義されているわけですが、残念ながら日本の株式市場は、それからはかなりほど遠い状況にあったというのがここでのポイントです。

一つ目は先ほど言ったように、アナリストという職種自体もあまり定着していなかったというのがありますし、それからアナリストだけではなくて、機関投資家のファンドマネージャーも、言ってみれば信託銀行や生命保険会社に勤めるサラリーマンのローテーションの一環でやっていたので、スキルという意味でも十分ではありませんでしたし、プロとしてきちんとやっていく、ほかの会社のアナリスト、あるいはファンドマネージャーとの間でしのぎを削る、といった状況は、全くございませんでした。

それからこの頃の株式投資の入門書といったものを読むと、株価は会社の実体的な価値とは全く無関係に動いているから、実体価値を見ながら投資をするなどということはしてはいけませんと堂々と書いてあって、今、見ると本当にほほえましいのですけれども、そういった状況でした。

それから効率性市場仮説が、日本の市場において成立しているかということを実証的に研究したのもいくつかございまして、その統計を取ったのが下のもので、63%が成立しないとを言っております。この「？」マークは、論文の結論として、あまりはっきりしたことを言っていないのですが、データを見るとそちらに近いのではないかとということで付けております。

それから、管理相場という言葉が昔、あったのですが、そのいちばんいい例として、都銀の株価がどれだけコントロールされていたかというのが、このグラフです。いわゆる大手都銀と言われる銀行の株価はずっと横並びで、少しでもずれると証券会社が動いて、また同じレベルに戻るといった状況がずっと続いておりました。

その均衡が崩れたのが1983年から1984年にかけてですが、その頃のいろいろな報道を見ますと、野村證券の幹部が住友銀行に「おたくは業績がいいのに、株価がほかと同じなのはおかしいのではないか。少し株価を市場に任せてはどうか」というふうに持ちかけて、それもよからうと言ったら、翌年始めからスルスルと上がったということが書いてあります（笑）。

それを見た富士銀行、その他の幹部が慌てて、どうにかしろと自分の銀行の幹事証券に言ったら、ほかにも皆上がっていったと書いてあって、そういったことで株価がかなりコントロールされていたという一つの証左ではないかと思います。

ここまでが、流通市場でも発行市場でも市場の規律が効かなかったという話なのですが、次は、監督する株主がいなかった、しかも大株主がいなかったという話です。

大株主というのは、多くの株式を持っているということで、利害関係も大きいですし、会社に対する発言権も大きいということで、ガバナンスをきかせるための主要なプレーヤーになりうるというのが、欧米のある程度成熟した市場における、特に機関投資家を含めた大株主の役割というふうに考えられているのですが、日本ではそういう状況になかったということです。

まず第一は戦後、財閥解体ということがありましたので、それで大株主がいなくなりました。1946年末の全国の企業の払い込み総額の42%に相当する株式が、財閥解体ということで広く一般投資家に配布されたのです。その結果として10%以上を保有する株主の持ち株比率が26%から6%未満に減ってしまったということがあります。

それから、戦後すぐは持ち合いがそういう形で全部、ある意味で解消されたわけですがけれども、その後、独占禁止法が改正、緩和されて、1950年代、60年代、70年代と、次第にまた持ち合いが進んでいきました。具体的には1960年代半ば以降、資本自由化が進んだときに持ち合いがかなり進みましたし、それから先ほど話した証券恐慌のときに、買い支えで凍結した株をはめ込まなければいけないということがあって、それが取引先、あるいは財閥グループの関係会社にはめ込まれたということで、かなり持ち合いが進みました。

その結果として結局、株式持ち合いというのは互いに持ち合っている、だから互いの経営に関しては相互に承認をして、ある意味で経営者に対して白紙委任状を出しているような感じですので、その持ち合いをしている企業同士で監督をするというのは事実上不可能なわけです。

それから機関投資家が大きな株式をまとまって持っておりますので、そこがガバナンスの主体になるというのが、欧米の市場の実態なのですけれども、それも日本では遅れたということがあります。その背景としては、資本市場の発達が遅れたというのが大きくて、日本では間接金融を中心にして低金利政策を取っていて、国債などの市場もかなり管理されていて自由に債券が取り引きされるような状況ではなかった。

ですから、通常、資本市場では債券の市場がある程度発達してきて、次に株式市場も発達して、その過程で機関投資家もだんだん発達してくるということがほかの国では見られるのですが、日本ではそういったサイクルが非常に遅れてしまった。

それから先ほど言った、機関投資家自体も、その持ち合いの中に組み込まれてしまって、政策保有という言葉がありますけれども、純粋な経済動機だけで投資を行うという状況ではなかった。そうい

うことで、機関投資家による規律付けも行われていなかったということです。

今の3点をまとめまして、経営者を監督する大株主、その監督の主体がいなかったということです。ここまでが直接的要因の(1)、(2)ですけれども、三つ目の要因として、投資家による支配への抵抗感ということをお話ししたいと思います。

三つ目の要因に関して構造的な要因としては、投資家の短期的・投機的傾向ということが非常に大きなポイントだと思います。次にそれについて少しお話ししたいと思います。

日本の企業の経営者は、アメリカなどに比べると、比較的より長期で経営を考える傾向があるということが一般的によく言われていますし、それからここにある、神戸大学の加護野先生等の実証研究などでも、そういう傾向が出ております。

それからもう一つは、その下のところにありますけれども、例えば日本経済新聞社が行った株価に関するアンケート調査でも、日本企業の経営者の多くは株価形成に対して不信感を持っている。あるいはその3割が投資家の短期的・投機的傾向を指摘している。こういったことで、短期的な傾向を持っている投資家に、会社経営の重要な判断を委ねてしまうことは非常にリスクがあると経営者が考えていたと考えられます。

では実際に日本の投資家が、より短期的あるいは投機的な傾向があったのかということです。これは日本の市場とアメリカの市場の売買回転率を比べたものですが、黒が日本、ピンクがニューヨーク証券取引所ですが、年によって少しばらつきはありますが、平均して見ると日本のほうが倍ぐらい回転率が高いです。

ご存じのように1960年代、70年代は、持ち合いがかなりあって、それがたぶん4割ぐらいまで行っていました。ここに出てくる数字は結局、全体の平均回転率ですから、言ってみれば、実際に売買取り引きをしている投資家の回転率はより高かったというふうに考えることができます。

それからもう一つ、これは最近の調査で2003年から2004年にかけて行われたアンケート調査ですが、日本・アメリカ・ドイツの機関投資家に、投資のホライズン、投資をするときにどれぐらいの投資期間に基づいて投資をするかということを探ったものです。

ここで見ますように、日本は数日から数週間というのが23%ぐらいあって、いちばん多いのが2-6カ月で49%。アメリカも、そこがいちばん多いことは多いのですが、その比率が60%ぐらいで、それより短いのは日本より少ないですし、実はもっと長い人が26%ぐらいはいるということです。ドイツはより長いということで、日本の投資家はかなり投資ホライズンが短いということが、ここでご覧いただけたと思います。

どうしてそういうことになってしまったのだろうかということをいろいろ調べていて、明治時代に欧米の制度を取り入れて近代的な株式市場を創設したときに、実は江戸時代に、堂島で行われていた米会所の米相場の先物取引の取引手法が導入されたということが事実としてわかりました。それが、投

機的、あるいは短期的な投資家を形成することにつながってしまったというふうに考えられます。

そういうことで、今では少し信じがたいことですが、実は戦前までは、取引所で行われていた取引の9割が先物取引だったのです。これが実際のデータですけれども、クリーム色で書いてあるのが実物取引というか、今で言うと現物取引です。それ以外のブルーと、それから赤紫は清算取引や定期取引と書いてありますけれども、今で言う先物取引で、現物による決済を前提とせずに、差額だけを差金決済すればいいという取引です。

実は戦後になってGHQが、こんな投機的なものはいけないということで禁止したので、今のような現物の株式が取り引きされる市場になったわけです。でも、実は戦後になってからも、戦前からずっと先物取引に慣れ親しんだ証券会社からは、現物ではなくて、先物取引を復活してほしいというリクエストが何度もありましたし、それを復活しようという国会決議まで行われたこともあったわけです。

それで今申したように、もともとの株式市場、取引所ができたときの源流が日本の株式市場がかなり投機的になってしまった一つの理由ではないかということです。

そのことを検証する手がかりとしては、例えばこの頃、明治、大正それから戦前の時代は、花形銘柄という考え方があって、要するに先物取引なので、どの株を売買するか決めるのにあまり会社の業績は関係なくて、皆が注目して値動きがいいものであれば何でもいいということになってしまうわけです。

ですから、取引が少数の銘柄に集中する傾向があって、鉄道はもともと明治時代は民間が始めて、それを最後は政府が株を持ったので国鉄になったのですが、その民間時代の国鉄というか鉄道株は、実はそういう人気のある花形銘柄でしたし、それから鉄道が国営化された後は、例えばカネボウや日本郵船、それから東京株式取引所という取引所の株ですね、そういったものが花形銘柄とされておりました。

そういったことで、アメリカやイギリスなどでは、鉄道や鉄鋼業や、そういった資本集約的な産業が産業革命とともに勃興してきたときに、その資本を広く集めるためのメカニズムとして株式市場がだんだん成立してきたのですが、日本の場合にはそういった産業は、例えば国営の製鉄所でやってみたり、鉄道も国営化されてみたりということがあったり、あるいは銀行が長期金融を出したりということもあったので、日本の株式市場はそういった産業資金を供給する市場というよりは、むしろかなり投機的な流通市場として発達してきてしまったというのが、ここの背景です。

それから、株式市場の起源がそうだとしても、そうした投機的な状況がずっと続いてしまったのはどうしてなのだろうかということで、もう一つの要因として考えられるのが、先ほど証券4社と言いましたけれども、四つの証券会社が非常に大きな力を持っていて、そこが市場の価格支配力を持っていた。

大量推奨販売というのをかなりやっていた時代がありました。これは何かと言うと、ある特定の銘柄、例えば、日立製作所が業績もいいし、これから株価が上がりそうだということで、証券会社がストーリーを作って、それをずっと売り込んでいくやり方です。証券会社のやり方としては、この株を売り込むことにしようと決めて、その会社の株を予め自分で買い集めておくのです。

市場でアナリストや営業マンを通じて、個人の投資家がメインですけれども、「この会社は業績もいいから上がります」とどんどん営業をかけていく。それで少しずつ皆が買ってくと、それで上がりやすから、それを見てまた提灯買いと言って、追従する人も出てくる。そのときに、証券会社は自分が買って持っていたものを、その投資家に売るということをやっていたわけです。

それで、このグラフをご覧くださいと、バイカイというのが非常に多かったということがわかります。バイカイとは何かと言うと、普通は株式取引というのは皆、取引所に集中しなければいけないということになっているのですけれども、たまたま証券会社で買い注文と売り注文が同じ株式についてあった場合には、それを突き合わせて、後で「こういう取引がありました」と報告すればいいということになっておりました。それをバイカイと言っています。

先ほど言ったように、あらかじめ買い集めた株式を投資家に売った場合には、売りと買いが出会ったことになるので、バイカイ取引として報告されるわけです。ですからここをご覧くださいのように、1950年代から60年代にかけて、実は4社がバイカイ取引を相当行っていて、これは取りも直さず大量推奨販売がかなり行われていたということです。

それができた背景としては、太いほうのブルーの線ですけれども、東証の売買高に占める4社の比重が非常に高かった。ある意味で株価を支配できたのでそういうことができたということです。ちなみバイカイは、株価操作につながるのによくないということで禁止されて、今はクロス取引になりました。グラフがストンと落ちているのはそういうことです。

元に戻りますけれども、そういった大量推奨販売などを通じて株価操作が行われているということは、投資家にしてみると、大量推奨販売の対象から外れた途端に株価は落ちるかもしれない。業績がよくて上がっているわけではないので、ずっと長く持っているということが怖くて不安なわけです。ですから投資家も短期で売買する傾向が出てきてしまったということです。

それから証券会社も、手数料を稼ぐような営業実態があって、2円でも上がったら売らせて、その手数料を取りなさいという、「2円切り」という言葉があったそうです。そういった傾向があって、短期的あるいは投機的な傾向が強まってしまったというのが、ここでのポイントです。

ここまでお話ししてきたことというのは、株式市場の投資家に短期的・投機的傾向があったということですが、それ以外に経営者の側から、投資家の影響力が強まることを懸念する理由としては、一つは株価形成が非効率であった。これは先ほどお話ししたポイントですが、株価形成が非効率であると、それで経営が影響を受けることを嫌がるというのは当然のことだと思います。

それからもう一つは財閥解体、あるいはそれによって大株主がいなくなってしまうことによって、経営者が会社をコントロールすることが、ある意味で正常なことだという状況ができてきたというのはあると思います。ご存じかと思いますが、財閥解体と同時に財界追放というのが行われて、その時点で会社のトップにあった方、あるいは戦前は株主の影響力が大きかったので、そこから送り込まれた、今で言う社外取締役も実はけっこういたのです。そういった株主の意向を受けて経営に携わっている人たちが、GHQ の命令で全部パージされてしまって、当時の工場長さんや部長さんレベルの方が、その後任に抜擢されたということがありました。

そういう人たちは組合の承認を受けなければいけないということで、そうやって抜擢された専門経営者、内部昇進の方の頭の中では、株主の意向を受けて経営をするのではなくて、従業員の意向を受けて経営をするのがいいことであるという考え方が、だんだん正当化されてきたということがあると思います。

実際、従業員を重視するという日本的経営が 1970 年代、80 年代もてはやされましたけれども、それがうまく行くとさらに、これがいいことだという考え方が正当化されるということもあったかと思えます。こういったことが全部あいまって、経営者としては、投資家による会社支配に対して抵抗感を持つようになったと考えられます。

ここまでお話ししてきた構造的な要因、先ほど言いました株式市場の機能不全、それから投資家の短期的・投機的傾向。これらが直接的要因を通じて、経営者による株主を重視しない行動を惹起したということです。

この下のところに二次的要因と書いてありますけれども、これについて簡単にお話ししたいと思います。この図は黄色で塗っているところが構造的な要因で、これがいちばん重要な要因ということが、私の今日の話のいちばんの骨組みのところですが、しかし、それ以外に全く何も影響を及ぼしたものがなかったのかというと、そうでもなくて、二次的な要因が二つ考えられるのではないかと。二次的と言っている意味は、構造的な要因に影響を及ぼして、それを通じて影響があったということです。

それは二つ考えられます。一つが証券会社による情報生産の不足。二つ目が証券市場行政の軽視ということです。

証券会社による情報生産の不足というのは、金融ではお金の借り手と貸し手の間で情報の非対称性があるって、その非対称性をつなぐ情報生産を行うのが金融機関であり、金融機関が存在する大きな理由はそういう情報生産を行うためであると言われていています。ところが、日本の証券会社の場合には、そういった情報生産を十分にやっていたいなかったというのが、ここでのポイントです。

1970 年代まで行われていた額面発行というのは、株主に割り当てるわけですが、株主は発行会社が全部わかっているのです。ですからこの頃の増資のときは、証券会社は介在せずに発行会社が直接、株主に割り当てていたのです。従って、増資をするときに証券会社に意見を聞いて発行規模を決めた

り、あるいは引き受けをしてもらうといったことがなかった。まず増資のときに証券会社が介在しなかったのも、情報生産がほとんど行われていなかった。

それから二つ目としては、投資家に対してどうだったか。証券会社を呼ぶときに、「株屋」という言葉があると思うのですが、この響きに象徴されるように、証券会社というのは自己売買、いわゆるノミ行為、自らの計算で取引を行うことも、並行して行っていたところが多かったので、投資家のためを思って「この株はどうですか」と勧めるというよりは、証券会社に騙されて損をしてしまうというイメージが昔は特に強かったと思います。それに象徴されるように、証券会社は投資家に対して助言を行うということは、実はあまり、ずっとやってこなかったということがあります。

ですから発行会社に対しても、投資家に対しても、情報の非対称性をきちんとブリッジして、情報が効率的に流れるようにするということをあまりやってこなかった。それが先ほど申したような、例えば株価形成の非効率性がそのまま放置されたということにつながっているのではないかと思いますし、発行市場でも欠陥がそのまま放置されたということがあります。

それから二つ目の証券市場行政ということですが、大蔵省の金融関係のポリシーというのは、ずっと長く間接金融を中心にして、証券会社にはどちらかというと、銀行に比べるとそれほど注意を払っていなかった。証券局というのも、できたのはかなり後のほうでしたし、実際の人事やいろいろなことを見ても、それほど重視されていなかった。最近はもちろん違いますけれども、間接金融が重要だということは、大蔵省の中でずっとあったというふうに言われています。

それから、証券市場はそれなりに複雑だけでも、官僚の人事はローテーションでやっていたから、実際に政策を決めるときに、あまり知識がない人がやってくると、野村証券やそういったところに教わって、それで政策を決める。ということで、どうしても業界との癒着が生まれてしまったということが指摘されています。

それから日本では、ずっと長く証券会社は登録制ではなくて、免許制でやっておりましたので、免許を出したところは、自分たちがいいということで免許を出したということで、どうしても保護的な行政のスタンスになってしまうということがあった。そういったことが証券市場を行政の面からきちんと効率化していく、つまり市場を正常化していくということが遅れた要因だと思います。

具体的には、情報開示の面では、例えば時価会計や連結会計というものが本格的に導入されたのは2000年前後でしたし、それから1990年代ですらPKO (Peace Keeping Operations) をもじって、Price Keeping Operations という言葉がありましたけれども、そういった市場介入ということがありましたし、それからいろいろなインサイダー取引や、そういったことの取り締まりは近年まではあまり十分でなかった。そうしたことで、市場の効率性を促すような行政がきちんとタイムリーに行われていなかったということはあると思います。そういったことが先ほどの非効率性に結びつきました。

もう一つ最後にお話ししたいと思いますのは、この図でピンクの矢印が相互に書いてありますけれ

ども、三つの構造的な要因の間には、実は相互に補完関係があった。例えば株価形成が非効率であると、投資家も怖いからすぐに売ってしまうとなるし、実際に投資家が投機的あるいは短期的であると、株価形成も効率的になりようがない。また、当然、流通市場と発行市場の間にも関係がある。ですからこの三つの間に相互補完関係があって、なかなか変わるのが難しいということがあったと思います。

つまり構造的な要因がずっと続いてしまったのはどうしてかということですが、それにはたぶん今申した構造的な要因がそれぞれ制度的な補完性を持っていたということがあるだろうということです。

もう一つはスパイラル現象と名付けたのですが、今日お話ししてきたことは、左下の構造的な要因が直接的要因を通じて、株主を重視しない行動を引き起こしたというロジックだったのですが、この赤いラインで書いてあるように、実は経営者が株主を重視しない行動を取ると、それがさらに構造的要因を強めて、それがまた最終的には株主を重視しない行動にフィードバックするという、循環的なメカニズムがあったのではないかということです。

例えば具体的な例として、日本では安定配当という考え方があって、ずっと1割配当、額面の1割ということですから5円ということなのだけれども、実際の株式市場における株価がどんどん上がっていったのに、安定配当がいいということで、ずっと5円の配当が維持されたということがあります。

ですから株価に比べたいわゆる投資利回りというのが、株式というのは債券よりもリスクが高いため、本当は債権より利回りが高くてしかるべきなのに、そういうふうになっていない。投資家としても配当目当てで長期に株式を保有することが合理的にはできないので、結局、短期で売り買いしてキャピタルゲインを狙う投資行動になってしまうということがありました。

ですから経営者が株主を重視しない行動を取ることによって、今の場合ですと、短期的・投機的な傾向が促されて、それがまた経営者による株主を重視しない行動につながっていくといったメカニズムがあったので、こういったことが非常に長く続いてしまったのではないかというのが、ここで申した継続のメカニズムということです。

この図の右下のところに小さく、日本人の企業観・法意識に潜む要因と書いてあるのですが、今日お話ししたことは、株式市場にかかわることをございまして、これでかなりの部分を説明できると思いますが、100パーセントそうではないということも考えられると思ったので、それ以外の要因にも少し触れました。今日は時間もないので、それについては触れませんが、例えば日本の経営者が、企業に対して持っているイメージ、公共性を持っているとか、「公器」という言葉がある。また、契約の束というよりは、もう少し実在的なものだという企業のコンセプトであったり、あるいは従業員がその会社に対して、強いコミットメントを持っている。それから日本人は、法をそのままガチガチに守らなくてもいい、融通無碍に解釈していいと考える傾向があるようで、そういったことも、例えば証券取引法や商法に書いてある法律の内容と実態が乖離していても仕方がないとずっと思ってい

た理由ではないかということが考えられます。

ということで今日の話は、戦後日本の経営者が株主を重視しなかったのは、株式市場の機能不全、それから投資家の短期的・投機的傾向が主な要因であるという、私の仮説を検証してきたということです。

こういう形で株式市場と経営者の関係に焦点を当てたことで、何らかの貢献があったとすると、これまで日本の企業のコーポレート・ガバナンスに関して行われてきた議論は、例えば日本では間接金融が重要だったから、日本の経営者はあまり株主、あるいは投資家を見てこなかった、あるいは従業員が重要だから株主がなおざりにされたなど、ほかにもっと重要なものがあったから株主が重視されなかった、ということでは説明があったのだけれども、そもそも経営者が株主とどういう関係を持っていたのかを正面から議論することがあまりなかったように思われたので、それをやってみたかったということがあります。

簡単ではございますが以上ですので、ご質問をお受けしたいと思います。ご清聴ありがとうございました。

質疑応答

司会 たいへん整理されたご報告をありがとうございます。これから議論をしてみたいと思うのですが、ご著書なども拝見して、今日のお話との関連です。株価形成の効率性というのが、非常に大事な概念になっていると思います。それはご著書では、はっきりした定義を示されているのですが、今日のお話の中では、ややそれは自明のことみたいな感じで、おっしゃらなかったと思うので、何人かの者が著書を拝読していますが、ここには拝読していない者もおりますので、株価形成の効率性について、まずご説明をいただければありがたいと思います。

江川 効率性市場仮説という考え方があって、投資家は、ファンダメンタルズ、日本語で言うと、たぶん実体価値などということになるのでしょうかけれども、企業の業績やそういった実体に基づく価値に基づいて、それだけを見て投資決定をしている。市場価値、つまり株価もその結果として決まる、多くの投資家がそういった判断をしたものの集約として株価が決まるという考え方です。

いろいろなバックグラウンドの方がいらっしゃるので、どこまでこの辺の話をすべきかと少し迷って、割愛してしまいました。

司会 ありがとうございます。それがたいへん大事なことと私には思えましたので、わざわざ説明いただくことになりましたけれども、もう一つ、それにかぶせて言うと、日本では株価形成の効率性というのがなかったというか、長らくなかったというところが、今日のお話の大変重要な点だと思います。ところで、ご紹介いただいたような定義の効率的株価形成はかなり純粹というか、真空の中で

の出来事というか、そんなふうな印象を受ける人もいると思うのですが、これを国際的に比較したような研究があって、その上で、日本では非効率であると実証されている、というふうに受け取ってよろしいのでしょうか。

江川 効率性市場仮説が実際に成立しているかどうかという研究は、各国で行われていて、90年代までの日本の市場に関しての研究は、先ほど言いましたように、棄却の結論のことが多いということです。アメリカやほかの国に関しても、同じような手法で研究が行われていて、アメリカに関してはおおむね、むしろ成立しているという結論の研究が多いです。ただ、厳密に比較したものは、私は確認しておりません。

司会 ありがとうございます。まだいろいろとあるとは思いますが、このあたりで議論をフロアに開きたいと思いますので、どうぞご発言ください。なお、差し支えない限りで、ご所属も含めて簡単に自己紹介して発言をお願いいたします。いかがでしょうか。

○ お話どうもありがとうございました。最初に、投資家というのは、株主になりそうな潜在的な株主も含めて投資家と言われて、それからあとは、株主ではなくて、むしろ投資家の行動がお話にありましたね。今日聞いていて、私の感じでは何か、株主を重視しない経営もあるけれども、実は経営を重視しない投資家で、株主になっていないのではないかというイメージを持って、ですからそういう短期的・投機的行動を取る投資家に対しては、経営者は反感を持ったり、そういうものに介入されるのを嫌がるというので、実は今日のお話だと、企業経営に関心を持ち、それを律するような株主は日本には結局育っていなかったのかなという印象を持ったのです。

それでもう一つは、具体的に、最近では1990年代のいろいろな国際化の中で、相互持ち合いの比率が減って、代わりに一般株主が増えていると書いてありますが、一般株主の中身はかなりが外国人投資家ですよ。ただ、その前のときの短期的・投機的な行動を繰り返す投資家というイメージが少しわからなくて、つまり機関投資家でもない。1990年代に入るまで、あまり家計で株式を持つということも金融資産の選好としてなかったと思うので、ここで言われる短期的・投機的な投資家というのは、具体的にはどういうイメージを持った方がいいのかという2点をお願いします。

江川 1点目の、経営者が株主を、あるいは投資家を重視していないけれども、投資家も経営者を重視していないというのは、おっしゃるとおりだと思います。だから、経営者が「そういうやつらだから無視していてもいい」と思ってしまったというのはあると思います。

なかなか活字にはなりにくいけれども、一般的な会話の中では、経営者同士の本音でそういうことが語られることは多いと聞いたことがあるし、インフォーマルな手記では、日銀の総裁を務めた方が著書の中で、自分がよく知っている会社の経営者は株主のことをこれっぽっちも思っていないとか、そういったものは散見されます。ですからある意味で、両方が信頼していなかったというのはおっしゃるとおりだと思います。

それから、この研究の中で対象としている期間の株主のイメージに関するご質問だと思うのですが、実際に持ち合いをしていた株主、投資家はあまり売ったり買ったりしていなかったもので、そうでない、それ以外の株主ということだと、個人の株主の、特にプロと言うと変ですけども、「プロ株主」と言って、投機的に売買をしていた人というのは、けっこういると思います。

それから 1970 年代以降、日本の企業の成長率が緩やかになってきたときに、余剰資金がかなり企業の中にも貯まってきて、企業も余資運用ということで株を持つようになって、私も調べてびっくりしたのですが、企業もかなり頻繁に売り買いはしています。

○ このたびの全所的プロジェクトで、企業市場班というコーポレート・ガバナンスを研究する研究会の責任者の 1 人をしております。それで、私も投資家の短期的・投機的傾向ということについて少し掘り下げて質問したいのですが、スライドの 24 番目で、売買回転率から短期的・投機的傾向を読み取るということが、どのぐらいの妥当性を持つのかということなのです。

あと一つ、確認の質問を先にさせていただきたいのですが、この売買回転率というのは、日本の場合、頻繁に売買する銘柄と言うのですか、浮動株と言うのですか、私もどういうふうに計算するのかわからないのですが、例えば持ち合いや銀行が持っている株を除いて、それで頻繁に取引されている銘柄部分だけを回転率と言ったという、そういうことじゃないんですか。

江川 いえ、全部です。

○ 全部ですか。それはむしろ低くなるのか、先ほど言われたのは、そういうふうにしてもなお高いという意味ですか。

江川 これは何と言うか、全体の平均なので、だからこの中には、頻繁に売り買いをする人と、ほとんど売り買いをしない人が入っていて、その平均がこの数字になっています。だから頻繁に売り買いをする人の売り買いの頻度は、ここから類推されるよりもっと高くなります。

○ そういう意味ですか、どうもありがとうございます。

江川 それから、先ほど○先生がおっしゃったことと回転率のことで言うのを忘れてしまったのですが、長くなるのでこのスライドを割愛してしまって申し訳なかったのですが、本で言うと 155 ページに、この回転率と似た、投資家タイプ別の回転率というグラフを入れてありまして、それで見ると、実は外国人や事業法人や個人などが、けっこう高くなっています。

ですから、今の○先生のご質問で言うと、実は保険会社とかそういった投資家は、持ち合いが多かったので回転率は低くて、むしろ外国人などは頻繁に売買するので回転率が高いというのが、タイプ別にわかるようになっています。

○ どうもありがとうございます。それで私の質問なのですが、例えばこの表で見ると、New York Stock Exchange の回転率は 1970 年代以降は上がっていますね。これはたぶん機関化という現象とかなり重なっていると思うのですが、そういうことで回転率が上がったときに、例えばアメリカ

ですごく短期的な傾向が高まったと言われるようになったのかということなのです。特に 1990 年頃になると、日本がなぜ下がっているのかわからないですが、逆転しているようにも見えるわけです。

先ほどの株価形成の効率性という話がありましたけれども、あれは経済学者の厳密な定義を言うと、すごく真空の概念みたいに見えるのですけれども、あれは相対的な概念で、どちらの市場がより効率的かという話なので、発想としては、主な株価の動きが将来の業績に対するよりよい先行指標になっているかということなのです。

つまり、将来この企業が非常に業績が悪くなりそうだとすることを投資家も敏感に察知して、先に株価が下がっていくという現象があれば、それはそういう現象がないところよりも株価形成が効率的になっているわけです。これならかなり実体のある概念だと思います。

そのときに、個々の投資家が株式を売買することを頻繁にやっているから、そういう株価形成も効率的にならないとか、あるいは将来の業績を踏まえた投資決定をしないということは、直ちに結びつかないはずなのです。

つまり非常に短期に売買を繰り返していても、売買をする際の投資決定の指標が、将来業績が下がるということを見据えた投資判断によって売買をやっているのであれば、個々の投資家の投資スパンは短くても、決して投資判断の際の、いわゆる長期的な業績を見据えているかどうかという意味では、決して短期的なものにはならないはずなのです。

逆に皆が売買しないと絶対に株価は動かないので、効率的にはなりえないはずなのです。だからこの短期的・投機的傾向というのは、必要条件だが十分条件ではないというような話でもないですかね。必ずしも株式市場全体が長期的な視野を持たないという話とは直接関係ない。少なくとも関係については、注意して見ていく必要があるのではないかと思ったのですが、いかがでしょうか。

江川 おっしゃるように、いわゆる短期売買の人たちがいないと、株価が効率的にならないというのは、特に経済学分野で皆言っています。ですから、その投資家を、例えば短期と長期で、よく日本の経営者が言い出す議論として、短期の投資家はけしからんから、長期の投資家だけに株を持たせようとか、そういうことをおっしゃる経営者の方がいらっしゃるけれども、短期の投資家がいないと株価形成が効率的にならないので、短期の投資家も存在意義があるというのは、おっしゃるとおりだと思います。

ですから、日本の投資家が全体として短期的な傾向があったということと、それから市場の非効率性がストレートに結びつかないというのも、おっしゃるとおりだと思います。ただ、投資家にそういった短期的・投機的な傾向があったために、日本の企業の経営者が投資家の声に耳を傾けるのを嫌がったとか、投資家によるガバナンスを受け入れようとしなかったというところはあるかと思っておりまして、そちらがむしろ、今日訴えたかったことです。でも一つ目のポイントは、もう少し整理すべきだと思います。ありがとうございます。

○ 証券会社に1999年までおりましたので、30年間ぐらい証券会社におりました。その後は投資運用業というところで仕事を、ついこの間までしていました。少しご質問させていただきたいのですけれども。

経営者が投資家を重視しなかったということの、いろいろご説明をいただいたと思うのですけれども、日本の投資家が、いわゆる一般の投資家というのでしょうか、議決権の行使にほとんど関心がないのです。業績がよくなって、株価が上がるか下がるか、あるいはもっとさかのぼれば、証券会社の大量推奨販売だ、シナリオ営業だと言って、根拠のない株価形成をしていたかもしれません。しかし最近、そこまで証券会社もできない時代だと思います。

その中で、上がるか下がるかだけに関心があるということは、きちんと業績に関心を持ち始めたのだらうと思うのですが、議決権行使については相変わらず関心がない。特にネット取引などが行われるようになったこの近年、この市場に参加している人たちが、一段と輪をかけて、株主としての議決権行使などに関心がないという人たちになっているように思うのですが、一方で政策的に機関投資家や持ち合いをしていた人たちも、議決権の行使に関心があったかという、さほどあったわけではない。何かお互いに馴れ合うと言いますか、そういう関係だったというのがあって。

それからさらに、先生は触れられませんでしたけれども、1990年代あたりでは、その前も含めまして、一部総会屋というような人たちが株主総会を支配するというようなことで、非常に教科書で書かれていることと、実態がそのあたりに大きなずれがあるのです。これはなぜなのかというふうにお考えになられているかを少しお聞かせいただきたいのです。

江川 最後の教科書で書かれていることと、実態が離れているのはなぜかというのが、今日のお話のいちばんのメインの内容で、それは私の考えでは、市場が非常に非効率であった、機能不全を起こしていたということと、投資家が短期的・投機的な傾向があったからということだと思います。

それで総会屋とか、そういったことというのは、あまり触れていないですけれども、実際に例えば日本の会社の株主総会の所用時間が非常に短いとか、そういったことも経営者が株主のほうを見ていないということの一つの証左だと思います。ですからそういったあるべき姿と実態が乖離してしまったというのは、株式市場に要因があったように思います。

○ そこはよくわかったのですけれども、もう1個、教科書に書いてあると言った私の意味は、株主というのは利益の配当請求権だけではなくて、それ以外の株主の権利がありますね。そちらのほうに全く関心を持たないということが起こったのは、先生の説明ですべて、なんとなく納得しきれないところがあるのですけれども。

江川 その議決権を行使しないのはどうしてかというのは、私もきちんと研究したわけではないので、責任を持ってお答えできる立場ではないです。ただ、持ち合い自体は、まさに持ち合いをしている相手の企業の経営をサポートしようという合意の下にやるわけですから、そこで議決権行使書

を渡しているとしても、それが形骸化してしまったというのは、その持ち合いの趣旨からして、残念なことですけれども仕方がなかったと思います。

司会 ほかにいかがでしょうか。

○ きょうは興味深いお話をどうもありがとうございました。全く門外漢なのですけれども、的外れな質問かもしれないですけれども。金融のシステムが間接か直接かで、相当程度決まっているという通説的な説明に対して、今日は日本の実際の、なぜこうなってしまったのかということ、大沢先生もまとめられていましたけれども、相当程度、周到に順序よく説明していただいたので、よくわかった気がするのですけれども、例えばスライドの 11 などにある仮説の枠組みです。これは **over-determination** というか、いろいろな要因があって、すべてそれが重なり合って、だから日本の株式市場を巡るシステムというのはどうしようもないというか、そういう印象を持つのですけれども、この観察の期間というのが、戦後から 1990 年代半ばということであるのですが、それ以降はどうなっているかという。

というのは例えば、なぜかこの研究会に来ると同じネタでいつも質問しているのですけれども、資本主義の類型論というのがあります。政治経済学と言うのですか。これはアングロサクソン型の資本主義と、ライン型資本主義と言いますか、ドイツや日本も最初の議論の端には含まれていたように思うのですけれども、これはグローバル化に対しての、日本やドイツのシステムが、ある程度バイアビリティを持つという議論で始まったと思うのですが、つまり類型に分けてしまうと、それぞれの類型は相当程度サステイナブルであるというか、非常に連続性があるという、いろいろなメカニズムが働いてという議論になっていたのです。

ところがいろいろな批判が出てきて、コンポーネント、そのシステムを構成するエレメントの中には変化してきたものもあるし、金太郎飴ではないという、いろいろ状況の変化の中で変わってきているというふうに、だんだん議論が変化してきていると思うのですけれども、実際は例えばドイツだとたぶん、大企業の金融機関離れ、銀行離れというようなところから始まって、域内市場の形成など、いろいろ要因があるのですけれども、相当程度、企業の金融システムは変わってきたというふうに了解しているのですが、それに比べて日本のシステムはどうなのか。とりわけこのご本を発表された後の時期について、変化がありうるとすれば、どういうことから生じるのかということをお伺いしたいと思います。

江川 ご質問ありがとうございます。実は今日はアカデミックな場なので、この研究の話だけしたのですけれども、ときどきもう少し実務的なオーディエンスの前で話をするときには、今のことも少しは話してと必ず言われるので、そのときときどき付け加えていることは、1990 年代の半ば以降に、私の印象では日本の株式市場の効率性は高まっているように思われる。それと、日本の企業の経営者が株主をより意識してするようになったということは関連しているように思われるので、日本の企業

の経営者が株主を重視しないのは株式市場の機能不全によるという仮説が、逆の面から当てはまるのではないかという印象を持っていると、よくお話することがあります。ただ、これは印象論で、きちんとした検証をまだ経ていないので、将来のテーマであると思っています。

株式市場がより効率化したのではないかというふうに思われる理由としては、まず株式市場のグローバル化というか、日本の上場企業の外国人持ち株比率も3割ぐらいになっていると思いますし、どんどん上がってきている。実際にそれらの株主は、先ほど、日本では監督をする大株主がいないと申しましたけれども、カルパース（カリフォルニア州公務員退職年金基金）やそういった株主は実際に投資家に対して、いろいろな注文をつけるようになったというのがありますし、それから日本でも、銀行の影響力が減ってきたので、銀行が持っている持ち合い株がどんどん減ってきて、それから金融危機を経たときに、銀行に限らずいろいろな企業が持ち合いを相当整理して、いわゆる持ち合い株で全くガバナンスがきかない持ち分の比率は相当減ってきたというのもあると思います。

それからあとは、先ほど少し触れましたけれども、情報開示がよくなりましたから、時価会計や連結などがとり入れられてきたので、それも当然のことながら株式市場の効率化に貢献していると思います。そういったいくつかの理由によって株式市場の透明性が高まってきた。その結果、経営者のほうも少し株主を意識するようになってきた。それからコーポレート・ガバナンスが最近よく議論されて、もっと社外取締役を受け入れるべきではないかといった議論が起こってきているのも、そういったことと無縁ではないと思います。

○ 少し聞きたいのは、どちらかという、いつもどおり、○先生のお話の延長なのですが、全体図で考えると、例えばスライドの6番を見ると、日本の位置はどちらかと言うと高いほうです。

最近私はこのテーマについて、あまり **keep up** していないのですが、アジア金融危機のときは、世銀からたくさん基金が出てきまして、実はいわゆる健全な株式市場を持っているのは、根本的にはアメリカとイギリスぐらい。イギリスでも健全ではない。だいたいアメリカぐらいということですから、もう少し大きなコンテキストの中で、位置付けていくことができれば面白いと思います。

要するに、この全体のテーマとしては非効率的問題があったのですが、このランキングを見ると日本は高いほうですから、少し矛盾しているような印象を受けるのですが、もう少し全体的にドイツ、フランスと比べることや、発展途上国との比較が面白いのではないかと思います。

あと一つ、小さい点ですが、たぶん全体の **argument** と関係がないかもしれませんが、28番の手数料稼ぎの問題と、先ほどの24番、ニューヨーク株式市場との比較を考えると、どちらかと言うとニューヨークは、1975年は確か規制緩和でしょう？何年かよく覚えていませんけれども、だいたいこの頃ですね。それが、その前の1950年から1975年まで、ほとんど差がなかったけれども、その後の20年ちょっとでは3倍ぐらいになってしまった。それは手数料の自由化と非常に密接な関係がありますけれども、株式市場全体の運営を見ると、手数料とは非常に密接な関係があるはずで

けれども、本にはあるかもしれませんが、こちらはどうも、この点は少し足りなかったという感じがしましたから、もしできれば、もう少し詳しく聞きたいと思いました。

江川 ありがとうございます。手数料の問題は確かにおっしゃるとおりだと思います。もう少しこの辺を、きちんとさらに研究したいと思います。

司会 よろしいでしょうか。ほかにいかがですか。

○ 私は自分がやっていることは、経済と言っても、こういう話というよりは、ミクロの市場論なので、もしかするとこれとは少し合わない質問をしてしまうかもしれない、申し訳ないですが。先ほど、大株主の存在が、要するに株主の支配や経営に対する目の配らせ方というか、目の光らせ方と言うのでしょうか、これを強めるというお話があったのですが、一般株主ではなくて、その大株主ということにこだわるところが、すでにある意味、非市場的な考え方ではないかという気が私は少しして、つまり、これは株式市場でなくても何でもいいですが、一般に市場というのには、プライスメーカーとプライステイカーというのがあって、つまり価格支配力のあるものがプライスメーカーで、そうでないものがプライステイカーで、売り手も買い手もほぼ全員がプライステイカーであるような市場というのが完全競争市場だと。そういう完全競争市場に、いわゆる神の見えざる手が働いて、それでそれが最も効率的な資源配分と所得分配をもたらすという、市場の一般則があるわけです。

それから言うと、大株主というのはプライスメーカーなのです。あと、持ち合いをやったりとかいう場合でもプライスメーカーになりうるわけで、一般の何でもない、経営に参画しようと思っただけの議決権を持っていないような、砂粒のような投資家というのがプライステイカーになるわけです。

ですから逆に言うと大株主などいない、皆が中小株主でプライステイカーばかりというのが、ある意味で市場理論から考えると理想的なマーケットのような気もするのですが、逆にそうだから非効率だと言われると、何となく一般の、それこそ教科書的と言うのでしょうか、株式の話をし少し離れて、一般的な市場取引ということから考えると、少し逆なのかという気がしてしまうのですが、そここのころの関係性はいかがでしょうかという質問で。あまり関係なかったり、馬鹿な質問だと思ったら全然無視して構わないです（笑）。

江川 私もうまくお答えできるかわからないですけども、コーポレート・ガバナンスの中で、特に株式のどれだけの持ち分を持っているかということとの関連でよく出てくる議論が、フリーライダーが困るという話で、今おっしゃったような非常に小さな持ち分しか持っていない株主の場合には、わざわざ手間をかけて議決権を行使して、それからその経営者を監督するといっても、言うのは簡単ですけども、実際にモニタリングをやるというのは手間もかかる。だから、それだけのインセンティブも、インテントもないし資源もないということで、逆にやらなくて、むしろ大株主がやってくれたら、それにただ乗りしてしまうという議論がよくあります。

だから、できるだけ分散しているほうが、完全市場に近くなるということは、価格形成の面ではそうだと思うのですけれども、実際の企業の株式の所有がどういうふうに分散しているかということであると、実際には、よりまとまって持っている人と、少ししか持っていない人がいるわけで、その中で大株主がそういった役割を担ってくるというのは、理論的な必然性もあるし、実際にそうなっているという印象を持ちます。

○ 今のお話は、たぶん経済学の中でもジャンルの違いが反映されていて、面白いと思ったのですが、私もどちらも素人なのですが、私が理解しているところでは、効率性と言うときの意味が違って、株式市場の効率性と言うときには、市場価格がファンダメンタルズという、企業のバリューをより多く反映していれば効率的だということになるのですけれども、経済学で、ほかの場面で効率的と言うときは、要は富が無駄なく使われているか、資源が無駄なく使われているかという話ですよ。

大株主がいないと非効率になるというのは、結局、株主がものすごく中小の人たちばかりでばらばらだとフリーライド問題が働くから、誰も経営者を監視しなくなるわけです。そうすると経営者は、企業の資産を利用して勝手なことをやるから、そういう意味では、資源が効率的に使われていないと思うのです。

だけど株式市場では、何かたくさんいたほうが株価形成は効率的になるとすれば、そっちのほうが効率的になっているということになって、だから、何か発想としては、そういう○先生のおっしゃることも正しくなる可能性があるというか、その場合には何か、大株主がいないので、企業価値も下がっている。その下がっている企業価値を正しく反映しているということで、株式市場は効率的になる場合があるということになるのではないかと思います。だから、これはたぶん言葉の違いが表れている話ではないかと思うのですけれども。

司会 ほかの方、いかがでしょうか。

○ 政治学・行政学のほうでガバナンスの一員に加えていただいております、そこで言っているガバナンスやローカルガバナンス、コーポレート・ガバナンスとしてのガバナンスというのが、だいぶ違うのではないかと。どうもしっくりしないので、今日は少し勉強させていただこうと思って来たのですが、全く素人ですので、馬鹿な質問をすると思うのですが、一つは非常にあまりにも一般的と言うか、大きな質問なので意味がないかもしれませんが、株主を重視しない経営というのが、戦後日本経済の全体のパフォーマンスにどういう意味を持っているか。それによって何をおっしゃろうとしているかというのを、素人に教えていただきたいのが1点です。

もう一つは、全然違う方向で、ある人がそういうことを言っています、ガバナンスというのは、何らかの制度やメカニズムというものが生み出すが、環境変化に対して機能的に、効率的に作動しているという側面に光を当てるという意味ではすごく優れているのですが、他方で、そこに含まれてい

る権力的、あるいは支配的な、つまりガバメントの要素を希釈化して、むしろ覆い隠すような機能を持っているという批判が一方ではあるのです。

この問題というのを、今日の話で私なりに少し考えてみますと、いちばん最後に一種のノイズとして日本人の法意識の薄さとおっしゃっているのに関係すると思うのですが、株主というのは、2枚目の5番目ですか。法律の原則と、それから企業経営の実態ということで対立させていらっしゃるのですけれども、株主というのは私が言うまでもないことですが、商法上、株式会社の場合には、社員というのはイコール株主であるわけです。社員というのは何かというと、単に一般的な利益というだけではなくて、まさに企業の所有権を持っている所有者なわけです。そこには処分権や意思決定権、先ほど〇さんがおっしゃったような問題というの、同時に含まれていると思います。

これが事実上ネグレクトされているという、法の趣旨と法社会学的な実態との乖離というもの、憲法に男女平等と書いてあるのに、例えば交通事故を起こすと補償額が全然違う。そこを架橋するように無理矢理して、逸失利益というような形で最高裁が法源を構築してきて、批判されているというような状況になっているのですが、ここで、その所有者としての株主と、利益の享受者としての株主というもの、その両面と言いましょうか、それはどういうふうに重なっているのか、あるいは架橋されるのかというようなところを、その二つの側面を、そもそも二つの側面と考えていいのか、要するに社員としての株主です。所有者としての株主というのは、利益の享受者としての株主という側面とを、どのように関連付けたらいいのかということ、もう一つ教えていただきたいと思うのですけれども。法の実態と商法における法社会学的な分析というのでもいいのですけれども、私などはそう受け取ってしまったのですが、それはさておいて、少しそこを。

江川 前段でおっしゃった、コーポレート・ガバナンス、日本の企業の経営者が株主を重視していないといったことが、日本経済あるいは企業のパフォーマンスにどういうふうに影響しているかということに関しては、私自身は、企業のパフォーマンス、ひいては経済のパフォーマンスがよくならなかった一つの要因ではないかという印象を持っています。

日本のコンテクストの中で、1990年代以降、コーポレート・ガバナンスに関する関心が高まった大きな理由も、株式市場がずっと低迷してしまって、ROEがどんどん下がってきたのはどうしてかという問題意識が、大きなきっかけになっておりますので、企業の業績とガバナンスというのは関連があると思います。

それから二つ目のご質問の議決権の問題と、経済的メリットの問題は、私はきちんとご質問の趣旨を理解しているかよくわからないのですけれども、私は、経営者が株主を重視していないと今日の議論で言っているときは両方の意味で言っておりまして、ですから例えば、株主による議決権行使を阻害すると言うとかなり強い言葉になるけれども、例えば株主総会の際に、総会屋対策とは言っていますけれども、実は早く議事を終わらせてしまったり、社員株主をたくさん座らせて、一般の人が質

問しにくくするとか、あるいはいちばんわかりやすいのは、最近はよくなってきましたけれども、開催日を一定の日に集中させてしまうといったことで、議決権を行使しにくくしているというのは、その例だと思います。

それから三つ目の配当性向の問題というのは少し先ほども触れましたけれども、安定配当がいいというふうに言いながら、実際には利回りがどんどん下がって、本当に1%を切っているような状況であっても、それに対して手を打たない。それも重視していないということで、両方の意味を込めておきます。

司会 ほかにいかがでしょうか。では司会者の特権で、やや蒸し返式的になるかもしれないですけども、私もこのスライドの、投資家の短期的・投機的傾向というスライドを見て、とてもいろいろ学ぶところがあったのですけれども、24番になりますか。

先ほども、1990年代ぐらいで逆転したように見えるということの原因というか、また、あるいはその consequences というようなものはどうなのかということと、その次のスライドが私にとっては、また非常に面白いスライドでございます。日米独の比較をなさっていて、これは時点が2003年から2004年に行われたアンケートですから、2000年代の初年の状況を表しているというふうに言ってよろしいと思いますけれども、つまり前のスライドで、これが短期的・投機的傾向の一つの指標であるとするれば、何かニューヨークと東京で逆転したように見えるけれども、次のスライドを見ると、アメリカとも差があるし、それからドイツと比べると非常に差があるというふうになっています。

先ほど、平島さんが mention された、variety of capitalism などによると、日本とドイツというのは coordinated market economies で、間接金融が主体であり、それからその企業間の長期的関係が重視されているとか、それから経営者と従業員の関係に長期的な観点があって、企業特殊熟練の形成が行われているとかいうようなことが頭の片隅にあって、この表を見るとかなり驚くわけです。

逆に、このドイツの投資家というのはどういう人たちか。これは機関投資家ですから。今日、短期的・投機的傾向ということで問題にされていた人たちというのは、言ってみれば投資家は相場師であり、それから証券会社は株屋であったという時代のお話をしてくださって、2000年代初頭において機関投資家を比べてこうだということは、また何なのだろうということをお印象付けられたのですけれども、そのあたりのことについて少し教えていただければと思います。

江川 一つお断りしておかなければいけないのは、実はこのグラフは非常に面白かったので、あえて入れたのですけれども、最初にお話しした、私が対象としている期間は外れておりますので、そういう意味では少しその点に留意して見ていただきたいと思います。

私の印象では1990年代半ば以降は、日本の市場も機関化が進みまし、外国人の投資家もかなり入ってきたし、ですから例えば、このスライドに出てきている日本の機関投資家というのは、きょうお話ししたプロの相場師が跋扈して、株屋として証券会社がという話の時代とは違うイメージのと

きだと思えます。

私もそれ以降の期間に関して、きちんとした研究をしていないので、あまりコメントする自信もなくて、ごめんなさい。

司会 ドイツの非常に長期的な視野で投資している機関投資家というのは、いったいどういう機関なのかということに関してはいかがでしょうか。

江川 確か論文の中でももう少し詳しく属性が書いてあったと思いますけれども、あまり記憶していないので、今うまく申し上げられないです。

司会 ありがとうございます、拝見させていただきます。

江川 それから、機関投資家はどうしても一括りにしてしまいがちではあるのですが、皆さんもよくご存じだと思いますけれども、同じ機関投資家と言われるものの中でも、例えば保険会社、年金というようなところは、かなり長く持ちますし、一方で投資信託をやっているようなところは、かなり短期で回していくという傾向はあるので、そういったところは留意しなければいけないと思います。

○ 思いつきなので間違っているかもしれないですが、ドイツはたぶん銀行ではないかと思っています。銀行が直接株式を持っていますでしょう。何かそれではないかと思って。日本は機関投資家の考えを聞くというとき、銀行に聞かないのではないかと思います。

つまり、銀行だって政策投資株を持っているのですけれども、あまり機関投資家に聞きましたというときは、商業銀行、都銀とかは含まれていないのではないかと思って、そういうところだと、何年にも渡ってビターッと保有比率を全く変えないでずっと持っているのも、ものすごく投資シェアが長いということになるのですけれども、たぶん、そういう商業銀行の行動が効率的だとは、あまり思っていないというか、先ほどのお話とも関係するのですけれども、あまり保有期間で見るとというのは、どうなのかなという感じも、少し注意して見る必要があるのではないかと思ったのですが。

○○ ドイツは政府系の金融機関ではないでしょうか。いわゆる、ドイツの場合は、銀行が証券市場でも主体だとすると、いわゆるランドスバンクですね。そういう政府系というか公的銀行、ないしは非常に長いタイムスパンの政府系の金融機関があつて、それから、もちろん保険会社も非常に大きい。だからその数字の性質が、単純に比較できないかもしれません。

江川 私もよく記憶していないので、はっきりしたことは申し上げられないですが、ただ、これを行っている首藤（恵）先生は、前に日本証券研究所の연구원もやっておられて、投資家のことは詳しいベテランではあるので、そこまで性格の違うものを、アンケート調査で比べていらっしゃるのかなという、一般的な懸念も少しあるので、何とも申し上げにくいところがあります。

○ 江川さんが使っておられる6ページ目の、先ほど出た権利の比較ですが、そこで引用された La Porta の別の論文で、ちょうど私はアジア開発銀行インスティテュートで、ずっとコーポレ

ート・ガバナンスとファミリービジネスの研究会に出ていたのですが、確か La Porta たちが、欧米とラテンアメリカと東アジアの上場企業のトップ 100 を使って、それで確か一つの軸が、法律で少数株主の権利を保護しているか否かというのがあって、片方では所有のほうで、分散型所有はどれぐらいドミナントで、そうでなくてファミリービジネスや事業法人が出ているというので切っていったら、結局アングロサクソンでイギリス、アメリカと日本だけが、その両方でクリアして、あとは軒並みファミリービジネスなので、私はそちらのほうでドミナントだから、ファミリービジネスが悪いと言うと世界中ほとんど、アメリカ、イギリス、日本以外は全部だめになるので、ファミリービジネスを擁護したほうがいいのではないかとこの本を書いたのですけれども。

ですから依然として私は、アメリカ、イギリスとそして今の日本の、要するに少なくとも La Porta たちが言うグッド・ガバナンスのインディケーターを使うと例外であって、なぜそんなに例外があるのかというのが気になるのですが。

ですから切り方が、所有の分散と少数株主に限った法律の整備ですね。だからこの二つから見ると、それが広まらないで、アメリカとイギリスと、その後日本が改革してやったという。日本の分散型というのは、けっこう早い時期から分散型なのですけれども、それがなぜほかには、そういうふうには広がらないかという。ある意味では、これはどうしてもコーポレート・ガバナンス論という規範論になってしまうので、規範論になるというのは、ある程度、世界でそれが普及していくための根拠がないといけないと思うのですけれども、なんとなく私はまだマイノリティというか、少数株主ではなくて、アメリカ、イギリスに限って、大陸のフランスやドイツを見ていると、そういうふうになっていないということです。そこをどうお考えですか。

江川 そこまで話が広がっていくと、私もあまりきちんと、印象以上のことは申し上げられないのですけれども、私がすごく印象に残っているのは、この研究に着手した頃というのは、先ほどのいろいろな資本主義の類型論で言うと、そういったものが全部収れんして、アングロサクソン型になるのではないかという、そういう意見が多数派で、実際に実務家の集まる、例えばコーポレート・ガバナンスがどうあるべきかみたいな議論の中でも、そういうような感じのマインドセットの議論が相当あったのだけれども、その後の動きを見ていると、実際にそういうふうになっていないし、日本でも委員会設置会社はそれほど広まらなかったし、今の時点で収れんするというふうにはあまりなっていないようなので、そこは少し難しいですね。なぜかというのを、きちんと責任を持ってお答えできる自信がないです、ごめんなさい。

司会 あと、どなたか、どうしてもという方がいらっしゃれば、1 問ぐらい。

○ 時間が限られているので手短にご質問させていただきたいと思います。専門は行政学のほうなので、全くこちらのほうは素人という立場からご質問させていただきたいのですけれども、主に 1 点か 2 点なのですが、スライドで言いますと 30 です。直接的要因の (3) の投資家による支配の抵抗感

のところ、主に下のほうです。専門経営者の地位向上、外部取締役の否定、経営者支配の正当化（従業員重視と結びつく）。そこで最終的に、経営者は投資家による会社支配に対して抵抗感があったというところ。ここは私も非常に理解できたのですけれども、こう考えてみたときに、例えば株式市場に乗り出さなかった企業、有名な会社で、例えば YKK やサントリーなどあると思うのですけれども、私は幸い、3年前に YKK について調査をする機会があったのです。そのときに、なぜ株式市場に参入しなかったのかということを知りたいところ、まさしくここに先生がご報告されたようなことを担当者はおっしゃったのです。つまり自分の会社が外部投資家による支配というものをされたくない。

それともっと言うと、例えば自動車メーカーで言えば、日産の車に乗っているけれども、株はトヨタの株を買うというような人がいては困るということで、例えば、要するに YKK では、YKK のファスナーを使わないのに、株だけは儲かるから YKK の株を買うという人がいては困るという理由から、YKK では株式上場をしていない。つまり本当のステークホルダー、本当のというか、製品に関して直接的な利害関係を持っている人からのみのガバナンスを追求しているので、株式市場に参入していないというお話だったのです。

そういう企業の聞き取りをした感想からの質問なのですけれども、とすると究極的に株式市場の参入から、その退出ということは、理論的にはありうると思います。この抵抗感というものが高まっていけば高まっていくほど。ただ、実際はどうかということが、素人なので、このデータはこちらの方々は当たり前に分かっているのかもしれないですが、そこについて1点お聞きしたい。

江川 実は近年、バイアウト・ファンドというのが、活発に日本でもいろいろ活動するようになってきて、そういうところというのは上場企業に対して、マネジメント・バイアウトをしてはどうですかということ働きかけていて、有名な例だと、すかいらくやレックスなど、最近そういうのは増えています。

経営者が持っている戦略をやっていくために、株主に対していちいち説明をして、賛同を得るのがなかなかしにくいので、自分たちで全部買い取ってしまって、それでやりたいということで MBO に踏み切る企業というのは少しあります。

そのときの買い取り価格が不透明に決まったりして、訴訟になった例もあって、そのこと自体が今日の話と関連するので、私は興味深く思っていますけれども、そういう事例はあります。

それからもう一つ、そういう公開してまた非公開にする例としては、企業が持っている子会社、例えば NEC エレクトロニクスとかは、NEC がマジョリティを持ちながら公開していて、それがペリーキャピタルというところが株を買って、いろいろもめたりしていました。例えば1回上場したけれどもまた買い取ってしまうというのは、最近企業としてはけっこう見られます。パナソニックが松下電工の株を買い取ったり、ソニーが上場した子会社の株を3社ぐらい買い取ったりとか、それも同じような動機だと思います。

司会 残念ながら時間が、もうすでに過ぎてしまいましたので、今日はこれで閉会にしたいと思います。本当にどうもありがとうございました。

配布資料

株主を重視しない経営

江川雅子 (7-12-10)

本書の目的

戦後日本企業のコーポレート・ガバナンスと株式市場の關係に焦点を当て、商法や証券取引法の原則にも拘わらず、「なぜ、日本企業の経営者は株主を重視しなかったのか」という問題を考察する。対象は1945年-1990年代半ばの日本企業・経営者

【例】対等合併の件数及び比率

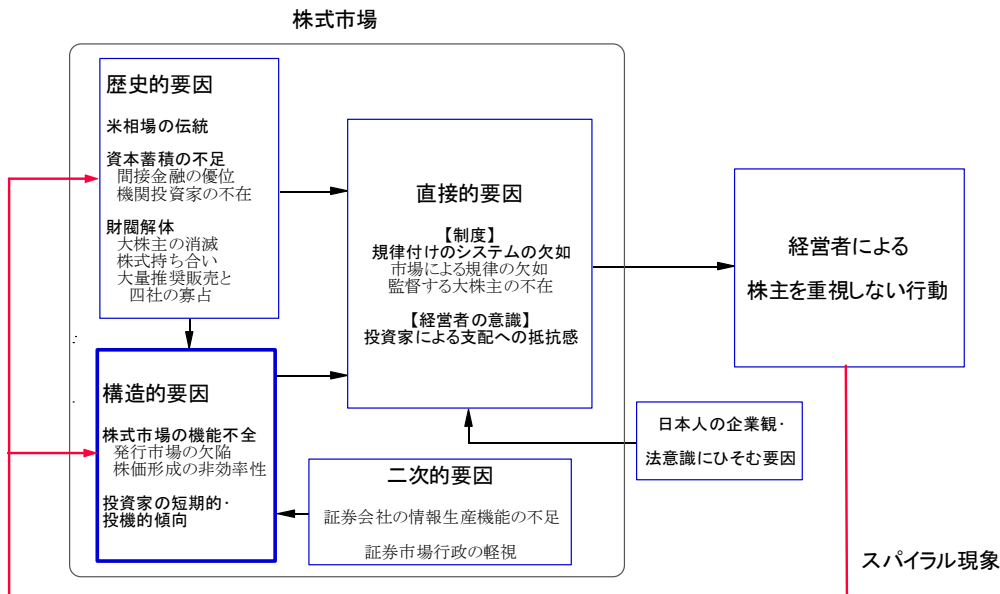
件数	対等合併	対等合併 (調整後)	広義の 対等合併	それ以外	合計
	1968-1970	10	0	10	4
1971-1980	9	1	10	8	18
1981-1990	4	4	8	14	22
計(1968-1990)	23	5	28	26	54
1991-2000	13	2	15	46	61
計(1968-2000)	36	7	43	72	115

比率	対等合併	対等合併 (調整後)	広義の 対等合併	それ以外	合計
	1968-1970	71.4%	0.0%	71.4%	28.6%
1971-1980	50.0%	5.6%	55.6%	44.4%	100.0%
1981-1990	18.2%	18.2%	36.4%	63.6%	100.0%
計(1968-1990)	42.6%	9.3%	51.9%	48.1%	100.0%
1991-2000	21.3%	3.3%	24.6%	75.4%	100.0%
計(1968-2000)	31.3%	6.1%	37.4%	62.6%	100.0%

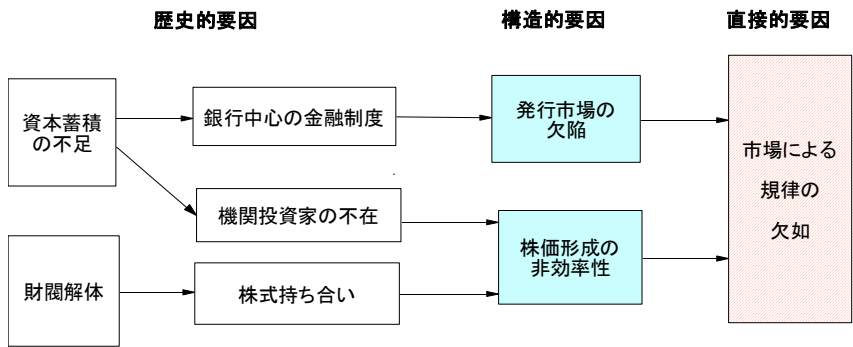
注: 3社の合併はA:B, A:Cの2件の合併として数えた。
詳細な情報が不明な若干の案件を除いた。

本書の仮説

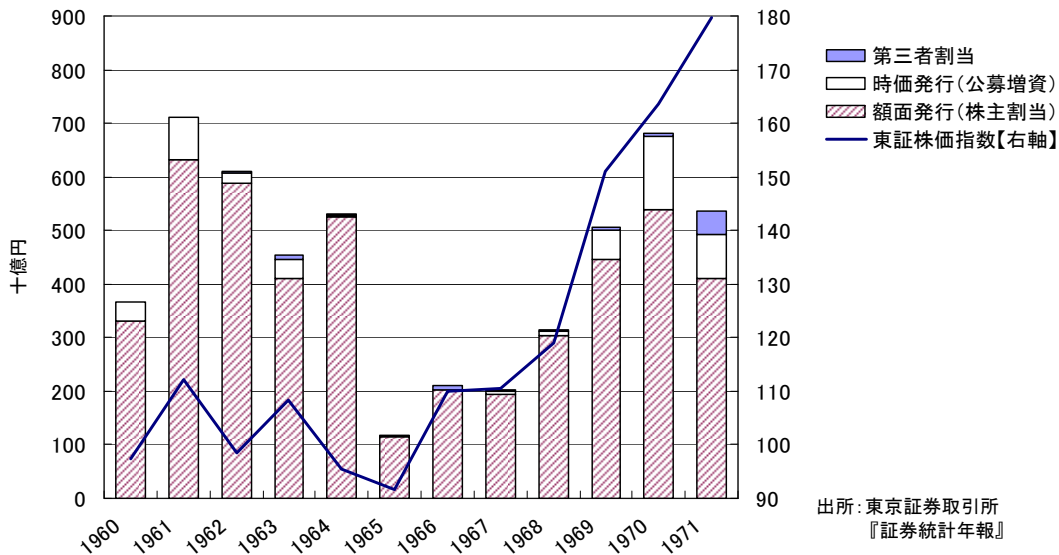
戦後日本の経営者が株主を重視しなかったのは (1) 株式市場の機能不全、(2) 投資家の短期的・投機的傾向、が主な要因である



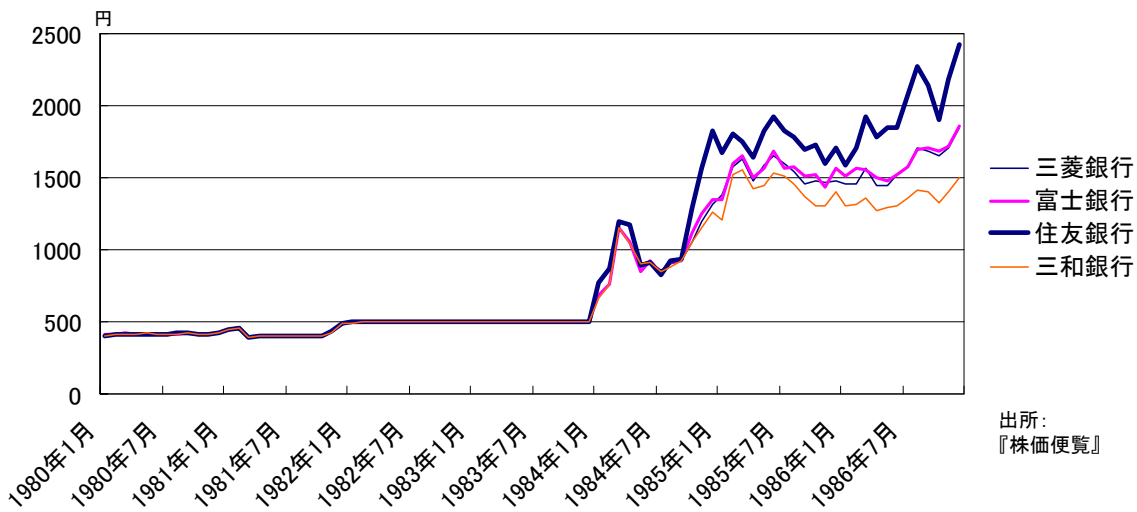
直接的要因 (1) : 市場による規律・制裁の欠如



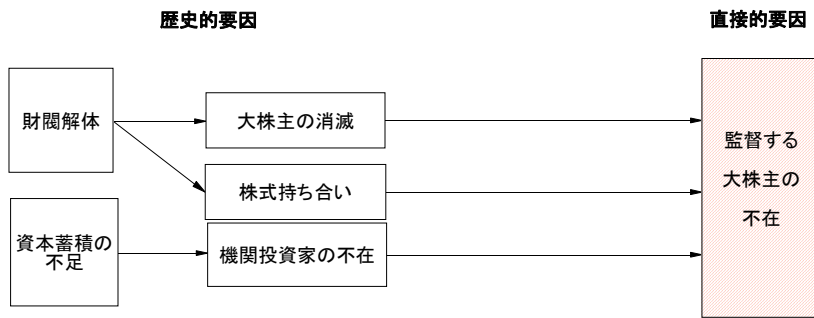
増資と株価の関係 (1960-71年)



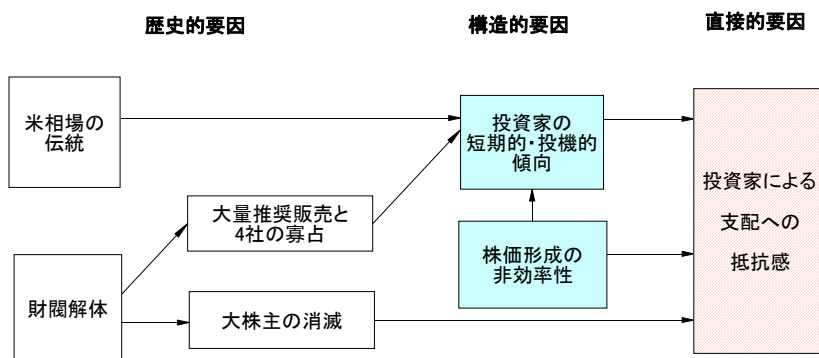
都銀4行の株価比較



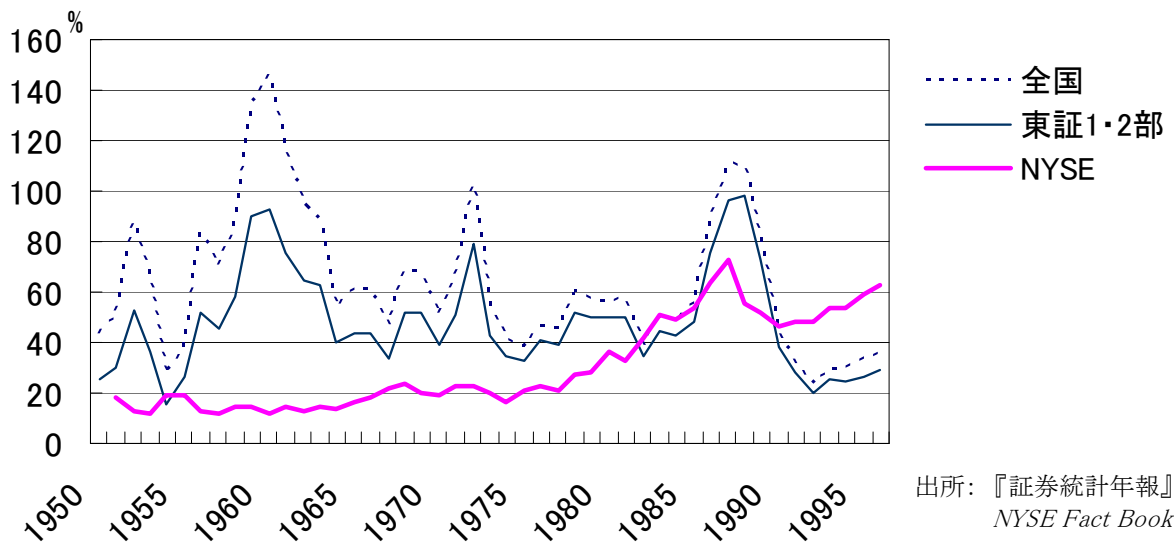
直接的要因 (2) : 監督する大株主の不在



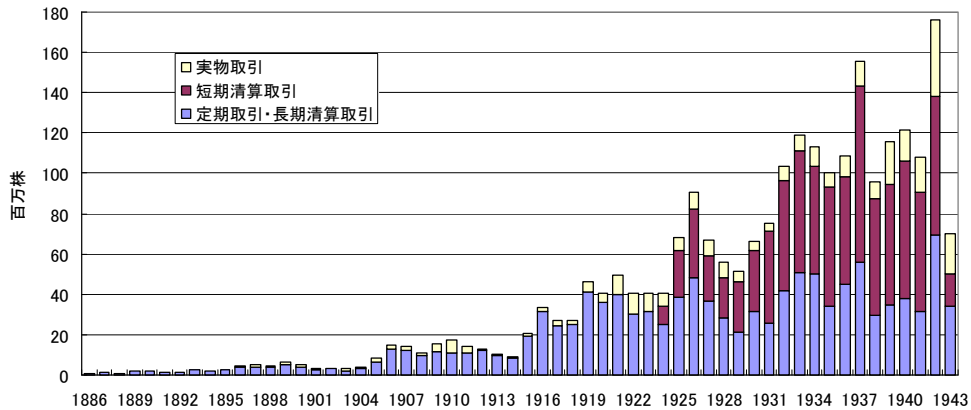
直接的要因 (3) : 投資家による支配への抵抗感



日本とアメリカの株式市場の売買回転率

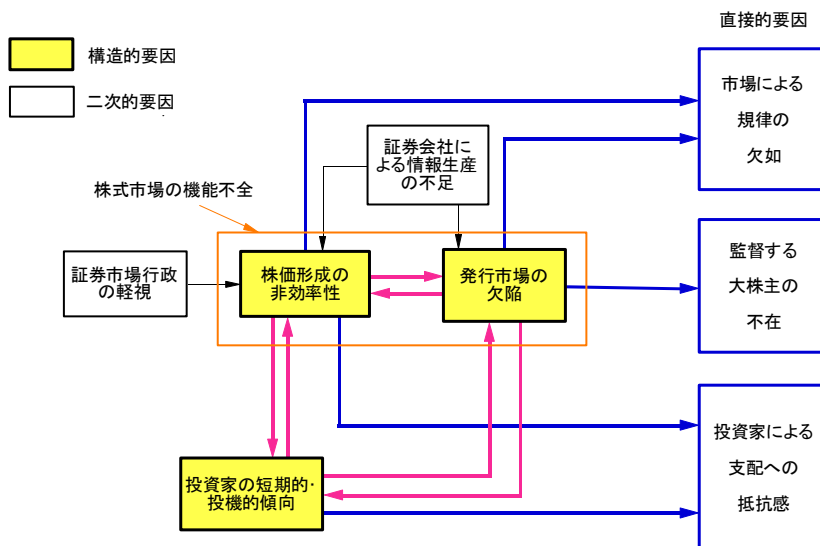


東京株式取引所の株式取引の内訳



構造的要因

構造的要因と直接的要因の関係



構造的要因が継続されるメカニズム

- 構造的要因の制度的補完性
- スパイラル現象

日本人の企業観・法意識にひそむ問題（株式市場以外の要因）

1. 企業の公共性・永続性・実在性に対する日本の経営者の意識
2. 従業員の会社へのコミットメント
3. 日本人の法意識

株主を重視しない経営

なぜ戦後日本の経営者は株主を重視しなかったのか

2010年7月12日

江川 雅子

はじめに(2)

- コーポレート・ガバナンスとは何か
 - ステークホルダーの利益を最大化するために、経営者に資源と利益の効率的な配分を促し、それを監督する制度
 - 価値創造、価値配分の両面
- なぜ、コーポレート・ガバナンスは重要か
 - 経営者の規律付けによって経営の効率を高め企業価値を向上させることが出来る (Gompers, Ishii and Metrick, 2003)

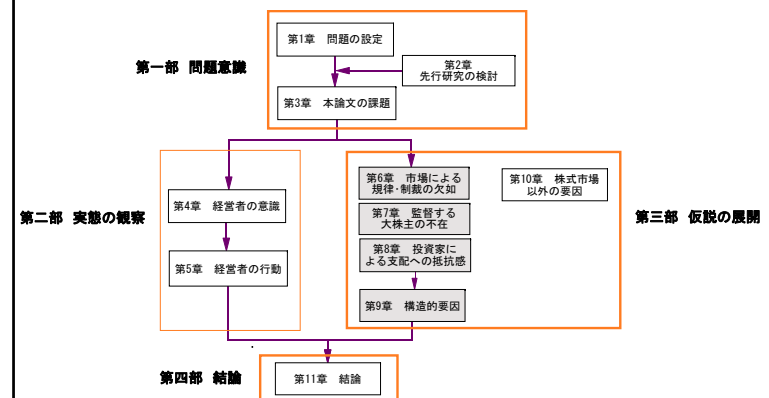
3

はじめに(1)

- 本書の狙い
 - 戦後日本企業のコーポレート・ガバナンスと株式市場の関係に焦点を当て、「なぜ、日本企業の経営者は株主を重視しなかったのか」という問題を考察する
- 「銘柄」と“Stock”
 - 銘柄: (1) 商品の商標
 - (2) 取引物件となる商品・有価証券などの名称または品目

2

博士論文の構成

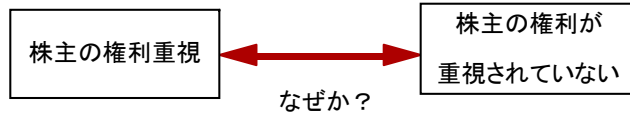


4

問題の設定

法律の原則
(商法・証券取引法など)

日本企業の
経営の実態



研究対象：1945年－1990年代半ばの日本企業・経営者

5

対等合併の比率及び件数

	対等合併	対等合併 (調整後)	広義の 対等合併	それ以外	合計
1968-1970	71.4%	0.0%	71.4%	28.6%	100.0%
1971-1980	50.0%	5.6%	55.6%	44.4%	100.0%
1981-1990	18.2%	18.2%	36.4%	63.6%	100.0%
計(1968-1990)	42.6%	9.3%	51.9%	48.1%	100.0%
1991-2000	21.3%	3.3%	24.6%	75.4%	100.0%
計(1968-2000)	31.3%	6.1%	37.4%	62.6%	100.0%

注：3社の合併はA:B、A:Cの2件の合併として数えた。
詳細な情報が不明な若干の案件を除いた。

7

株主の権利の比較

	議決権行使書の郵送	総会前の株式預託不要	累積・比例投票権	取締役の圧迫に対抗する権利	新株引受権	特別株主総会召集請求に必要な持ち株比率(%)	株主の権利の総合評価
日本	×	○	○	○	×	3	4
アメリカ	○	○	○	○	×	10	5
イギリス	○	○	×	○	○	10	5
ドイツ	×	×	×	×	×	5	1
フランス	○	×	×	×	○	10	3

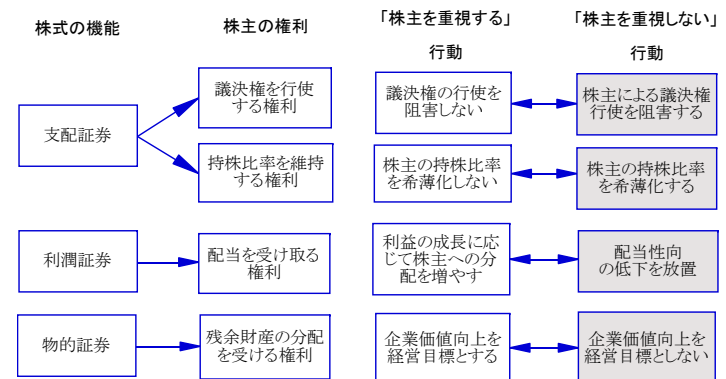
出所：La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (1998:1130-1131) に基づき作成

注：株主の権利の総合評価は、(a)上記の制度・権利が認められている場合各1点、(b)特別株主総会召集請求に必要な持ち株比率が10%以下の場合1点、の合計得点である。

6

「株主を重視しない」行動

問題の設定



8

仮説の提示

仮説

戦後日本の経営者が株主を重視しなかったのは

- (1) 株式市場の機能不全
 - 株価形成の非効率性
 - 発行市場の欠陥
- (2) 投資家の短期的・投機的傾向

が主な要因である

9

仮説の提示

仮説の枠組み

11

仮説の提示

直接的要因

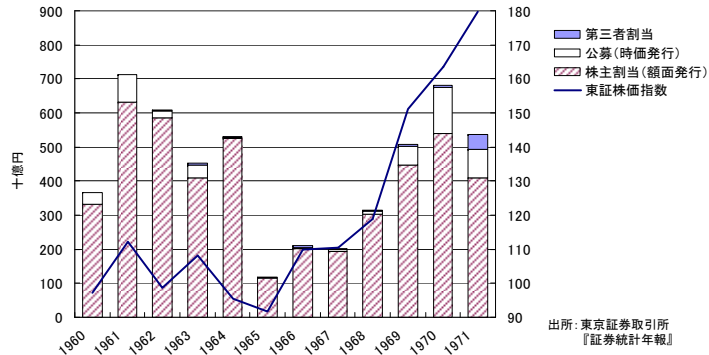
10

直接的要因(1): 市場による規律・制裁の欠如

12

1.1 発行市場の欠陥

額面発行では市況に関わらず増資可能 → 規律の欠如



1.1 発行市場の欠陥

- 1970年頃から時価発行導入
- 安定株主工作を目的とした株価操作
- 協同飼料事件は「氷山の一角」

→ 規律の欠如

1.1 発行市場の欠陥: 八幡製鉄の増資

(十億円)	1950/9/30		1955/9/30		1960/9/30		1965/9/30	
売上高	13.4	1.0	42.2	3.1	101.4	7.6	146.4	10.9
純利益	0.9	1.0	1.4	1.6	10.5	11.7	6.5	7.2
総資産	32.7	1.0	127.4	3.9	296.5	9.1	692.4	21.2
有形固定資産	16.3	1.0	59.7	3.7	195.1	12.0	452.0	27.7
資本金	0.8	1.0	9.6	12.0	38	47.5	126.2	157.8
自己資本比率	2.4%		7.5%		12.8%		18.2%	
粗鋼生産量(千トン)	681	1.0	1,157	1.7	2,473	3.6	3,888	5.7

注: 右側の欄は1950年を1とした指数である

年	1952	1953	1954	1955	1956	1957	1958
高値	150	96	64	71	92	92	95*
安値	74	53	42	59	68	62	63*

決算期	52上	52下	53上	53下	54上	54下	55上	55下	56上	56下	57上	57下	58上	58下
配当率(割分)	2.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
配当性向(%)	26.3	41.7	23.4	18.4	32.9	26.5	27.3	33.5	26.3	20.9	15.6	26.1	36.8	56.6

年	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965
高値	145	125	91	62	63	64*	64
安値	92	78*	55*	39*	46	49*	53*

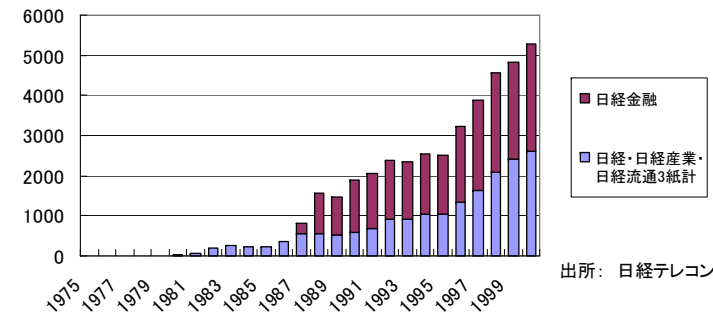
決算期	59上	59下	60上	60下	61上	61下	62上	62下	63上	63下	64上	64下	65上	65下
配当率(割分)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	0.8	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	0.8
配当性向(%)	23.5	18.3	21.7	22.2	46.7	57.5	153.5	497.9	74.6	50.9	54.7	68.9	97.5	100.9

* 新株落ち

出所: 新日本製鐵株式会社(1981)、会社年鑑

1.2 株価形成の非効率性

「アナリスト」という語の登場回数

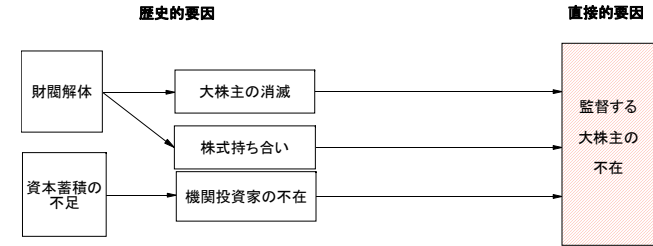


1.2 株価形成の非効率性

- 機関投資家やアナリストの間の競争は不十分
- 入門書・研究者・関係者の見方
 - 株価は実体価値と乖離
- 実証研究では効率性市場仮説棄却の結論が多い

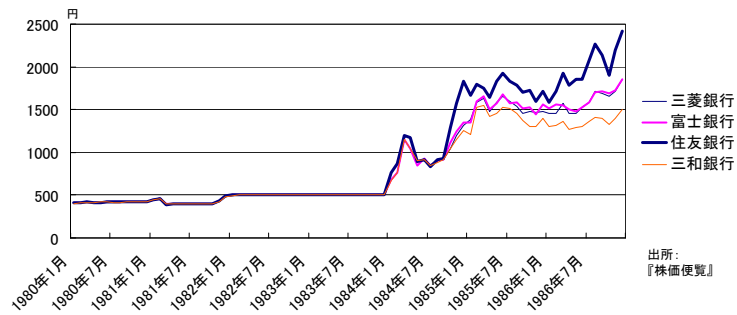
結論	件数	
棄却	16 (50.0%)	20 (62.5%)
棄却?	4 (0.8%)	
支持?	7 (21.9%)	12 (37.5%)
支持	5 (15.6%)	

直接的要因(2): 監督する大株主の不在



1.2 株価形成の非効率性

都銀4行の株価比較



出所:
『株価便覧』

直接的要因(2): 監督する大株主の不在

2.1 財閥解体と大株主の消滅

- 10%以上保有する株主の持ち株比率
25.7%(1945) → 5.8%(1949)

2.2 株式持ち合い

- 経営者相互信任の構造
→ 経営者の監督は不可能

直接的要因(2): 監督する大株主の不在

2.3 機関投資家の不在

- 資本市場の発達が遅れたため
- 機関投資家による規律付け(株価への圧力、議決権・株主提案権の行使など)が行われない

➡ 経営者を監督する主体がいなくなった

21

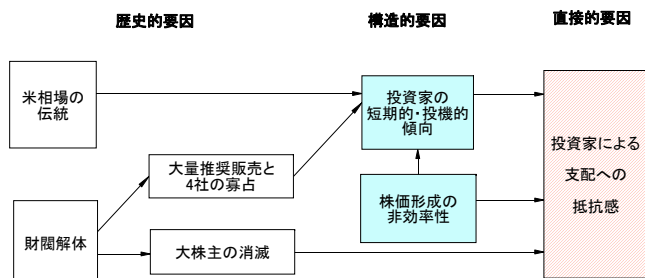
直接的要因(3): 投資家による支配への懐疑

3.1 投資家の短期的・投機的傾向

- 日本の経営者は長期的視点に基づく経営を重視 (加護野1983など)
 - 短期的・投機的な投資家に、重要な意思決定を委ねるのは、誤った経営判断につながると懸念
 - 「日本の株価」アンケート調査(日本経済新聞社、1984年)
 - 58%が株価形成への不満・不信感を表明
 - 3割が投資家の短期的・投機的傾向を指摘

23

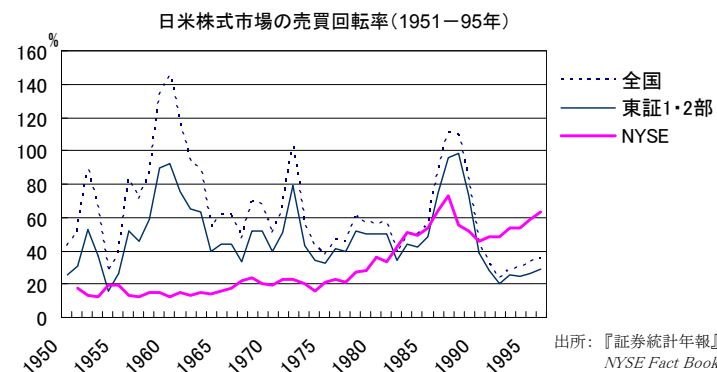
直接的要因(3): 投資家による支配への抵抗感



22

直接的要因(3): 投資家による支配への抵抗感

3.1 投資家の短期的・投機的傾向



24

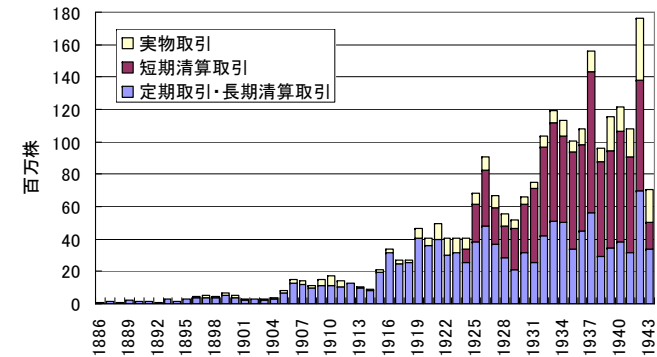
3.1 投資家の短期的・投機的傾向

日米独の機関投資家の投資視野

(%)	日本	アメリカ	ドイツ
数日間	6.7	0.8	2.0
数週間	16.8	13.2	0.7
2-6ヶ月	49.2	59.3	20.8
6-12ヶ月	19.1	21.3	38.9
数年間	8.2	5.4	37.6
計	100.0	100.0	100.0

注: 2003-04年に行われたアンケート調査。日本の機関投資家は48社(回答率61.5%)、回答数(ファンドマネージャー数)488名、ドイツは51社(77.3%)、回答数263名、アメリカは74社(29.6%)、回答数148名。
出所: Suto, Menchhoff and Beckmann (2005)

戦前の株式取引所: 先物取引が9割



出所: 『東京株式取引所50年史』、『東京証券取引所50年史』

3.1 投資家の短期的・投機的傾向

● 米相場の伝統

- 明治時代の株式取引に、米相場の投機的取引仕法(帳合米取引)を導入
- 戦前の取引所取引の9割は先物取引

3.1 投資家の短期的・投機的傾向

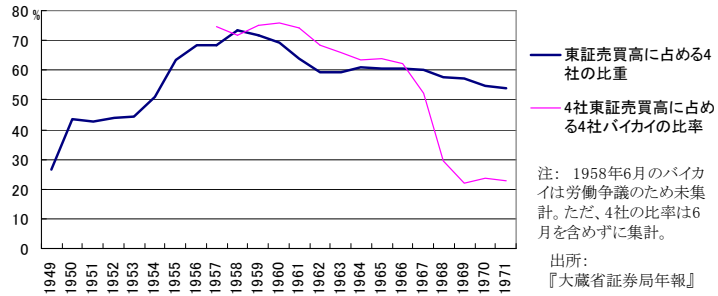
● 大量推奨販売と4社の寡占

- 財閥解体時の株式売却(証券民主化運動)で展開された営業方法が定着
- 4社の価格支配力 → 株価操作
- 株価操作によって作られた相場
 - 投資家も短期で売却する傾向
- 手数料稼ぎの回転売買を促進

➡ 投資家の短期的・投機的傾向を助長

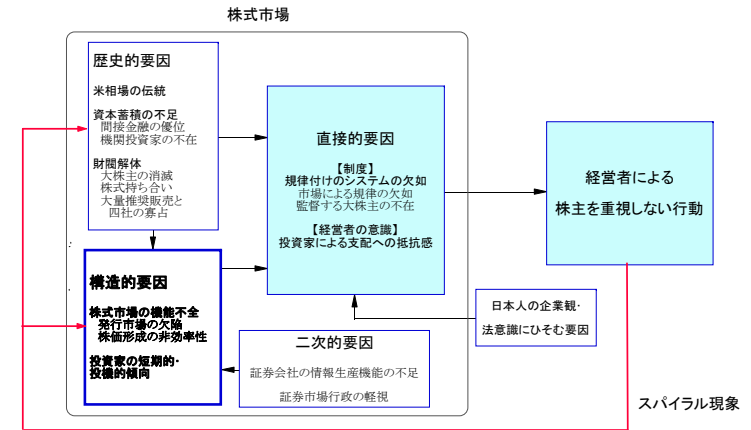
3.1 投資家の短期的・投機的傾向

大手4社のシェアとバイカイの比率



➡ 1950 - 60年代に大量推奨販売が活発に行われた

直接的要因: まとめ



直接的要因(3): 投資家による支配への抵抗感

3.2 株価形成の非効率性

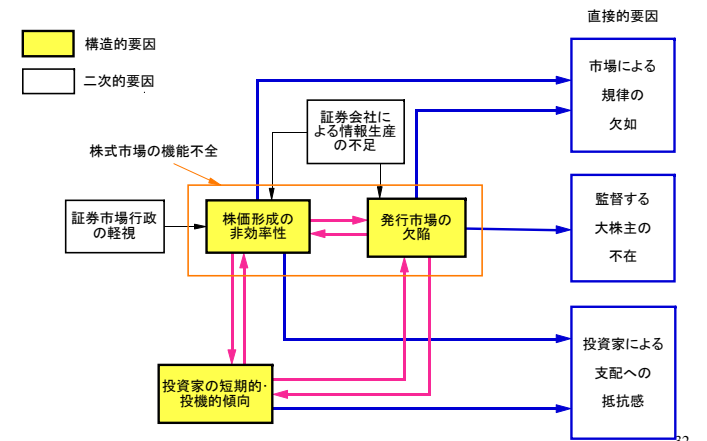
- 経営者は株価形成への不信感から、株式市場に経営の意思決定を委ねることに対して懐疑的

3.3 財閥解体と大株主の消滅

- 財界追放 → 経営者に対する株主の影響力が否定された
- 専門経営者の地位向上、外部取締役の否定
- 経営者支配の正当化(従業員重視と結びつく)

➡ 経営者は投資家による会社支配に対して抵抗感

直接的要因と構造的要因の関係



二次的要因：証券会社による情報生産の不足

- 背景
 - 額面発行による引受業務の未発達
 - 発行助言サービスの不足
 - 「株屋」の伝統
 - 投資助言サービスの不足
- 構造的要因に与えた影響
 - 株価形成の非効率性
 - 発行市場の欠陥

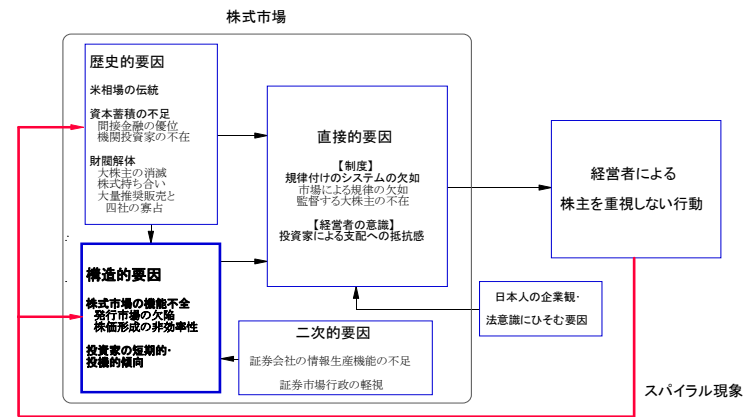
継続のメカニズム

- 構造的要因が維持・強化されるメカニズム
 - 構造的要因の制度的補完性
 - スパイラル現象
- ➡ 株主を重視しない行動が継続

二次的要因：証券市場行政の軽視

- 背景
 - 間接金融重視の政策
 - 証券市場への理解が不十分
 - 保護行政
- 構造的要因に与えた影響
 - 株価形成の非効率性
 - 情報開示の不備
 - 過度の市場介入
 - 不正の取り締まりが不十分

スパイラル現象



株式市場以外の要因

1. 企業の公共性・永続性・実在性に対する経営者の意識
2. 従業員の会社に対するコミットメント
3. 日本人の法意識

37

貢献

- 経営者と株主の関係に焦点を当てた分析
 - 株式市場の要因が、コーポレート・ガバナンスに影響を与えることを示唆した
- 戦後日本の経営者が株主を重視しなかったことを検証
 - 豊富な資料に基づいて多角的に検証

39

結論

- 「戦後日本の経営者が株主を重視しなかったのは株式市場の機能不全、投資家の短期的・投機的傾向が主な要因である」という仮説が検証された
 - 制度的補完性とスパイラル現象により、構造的要因が強化され、株主を重視しない行動が継続した

38