

産業特性と企業所有の長期的関係について

— 繊維業・機械業における規模別分析 —

米 村 浩

要 旨

経営者主導という Berle and Means 流の近代的企業像においては、企業所有の分散化（株式所有の分散化）が時系列上で必然的に実現していくことを前提としているが、La Porta et al 論文など過去のいくつかの研究ではこれと反する実証があった。企業所有に関して長期的に分散化傾向は確認できるのかそうでないのか、未だ議論のあるところである。本稿では、約60年4期に亘る企業規模別投資家別のデータと「株式分布状況調査（全国証券取引所協議会等）」を用いて、繊維業・機械業という産業別に株式所有の検証を行い、事業法人の株式所有シェアが繊維業では低く機械業では高かったことや、事業法人の株式所有シェアは繊維業では次第に減少しているが機械業では同シェアは上昇していることなどの結果を得た。この解釈として、本稿では、株式所有構造に関して経済全体として一律の性質として捉えるのではなく、産業固有の事情を強調するという Hoffmann 的な産業二元論を採用し、繊維業には株式所有の分散化傾向を、機械業には株式所有の非分散化傾向という、産業別に異なる傾向を指摘した。すなわち、株式所有の問題は、産業別に異なる結果を出してしまうので、全産業一律を前提として結果を求めている La Porta et al らの解釈は、修正すべきものであると結論づけた。また、産業を越えた共通の長期傾向として、2000年頃までの金融機関（銀行・機関投資家）の株式所有者シェアの上昇も指摘した。

目 次

- I. はじめに
- II. 分析データと投資主体の分類
- III. 株式所有構造の推移
 - 1. 株式所有構造の企業規模別時系列上の変化
[繊維業]
 - 2. 株式所有構造の企業規模別時系列上の変化
[機械業]
- IV. 株式所有構造と金融機関の役割
 - 1. Hoffmann 分類と産業固有の株式所有構造
 - 2. La Porta et al 論文への批判
 - 3. 政治的要因と一般的な株式所有構造
- V. 結 論
- 参考文献

I. はじめに

企業の進化という観点では、経済学・経営学上多様なアプローチがあるが、Berle and Means [1932] は、企業の統治構造・財務構造について「所有と経営の分離」論を展開した。彼らは、企業の規模が大きくなるにつれて、株主の経営への発言権が分散してしまい、代わりに経営者がその企業を実質的に支配するようになり、株主の利益最大化が図れなくなることを主張した。また、そのような傾向は、時の経過と共に企業所有の分散化（株式所有の分散化）が必然的に行われていくことを前提としている。しかしながら、このような Berle and Means 流の典型的な経営者主導の近代的大企業像に対して、Demsetz [1983], Demsetz and Lehn [1985], Shleifer and Vishny [1986], La Porta et al [1999] などが反対の主張を行った（本稿も基本的にはこの Berle and Means 説を支持しない側にある）。たとえば、La Porta et al [1999] は、各国の大企業の株主構造を調査し、Berle and Means のような分散化現象は一般的に起きていないと結論づけているし、Demsetz and Lehn [1985] は、Berle and Means が指摘するように株式所有構造が分散化してもしなくても企業の収益性には関係がないことを実証データから示している。また、Roe [1994] は、企業と株式所有構造の決定には、政治的・法制度的要素が重要であると指摘した。彼は、米国の株式所有構造の時系列変化に関して日本やドイツなどと比較を行い、米国に特有の法制度すなわち金融機関規制によって米国の分散化された株式所有の構造が形成され、さらにそれが企業統治にまで深く

影響したと主張した。また、株式所有構造問題（特に、わが国の事業法人の株式持ち合いや金融機関の持ち分増加の問題など）に対しては、小林 [1983], 丸 [1983], 小畑 [1983], 仁木 [1984], 浅子・江口 [1989], 三宅・米澤 [1993], 広田 [1999] などが分析を行った。以上、内外の文献の研究においては、主に、経済全体として一律の株式所有構造の原因の解明に主眼を置いている。すなわち、言い換えれば、株式所有構造は個別の産業によって異なる、との明確な視点を特別に採用して分析されたものは特になく（ただし Roe のように金融業規制に原因を求めて、それを基に全産業を見通したものもある）。

一方、マクロ面での経済や産業の時系列変化として、Clark [1940] は、一国の経済が発展するにつれて農業、工業、商業という順番で就労者が移っていくことを実証分析から明らかにし、古くから認識されていた経済面での経験法則を証明した（ペティ＝クラークの法則）。その後、いくつかの経済・産業発展段階についての議論を経て、Hoffmann [1958] は、製造業を消費財製造産業と投資財製造産業に分けて、前者の産出量を後者の産出量で除した比率を算出し、長期的には、その産出量比率が徐々に低下していくことを指摘して、工業化発展段階を測る指標とした。これは、Clark の発展段階説とは違って、産業それぞれが持っている特有の経済構造を認識し、それらの間に長期的な定量的傾向を指摘したという意味で意義のあるものである。本稿では、Hoffmann が考察したように、個別の産業の長期的な性質に着目し、わが国の株式所有構造についてのなんらかの示唆を獲得してみようと思う。

II. 分析データと投資主体の分類

本稿では長期間に亘る経済・産業の推移について議論するために、できるだけ長い期間のデータを採用した。そこでの問題は、古い時代のデータほど採り出せる内容が疎になるので、長期間統一した条件で分析を行うためには、古いデータで採ることのできるデータ水準に新しいデータの採取水準を合わせなければならないということである。今回採用する最も古いデータは、『会社四季報』（東洋経済新報社）1939年第4輯（昭和14年）である。当時、すなわち昭和初期は、さまざまな企業が株式公開を活発化させた時代であった。財閥企業の密室的な経営に対して右翼や民衆の不満が高まり、経営民主化の圧力が高まったことも公開を促した理由のひとつだが、重化学工業が盛んとなり、海外市場開拓などが行われるようになったために、企業側がその必要とする資金を公開によって埋め合わせした。とはいえ、昭和初期の証券取引所への上場企業数は多くなく、しかも、軽工業企業と重厚長大企業がその多くを占めていた。当時の業種分類において、上場10社を越えている業種は、石炭（10社）、鉄鋼（22社）、金属（10社）、機械（79社）、化学（41社）、セメント（14社）、繊維（62社）、電灯・電力（33社）、鉄道（32社）のみである（化学という分類には肥料・曹達を含み、繊維には紡績・人絹・人織・製絲・羊毛・製麻の各分野を含み、機械という分類には現在では重電メーカーと呼ばれる日立、東芝、三菱電機、富士電機の4社及び輸送機器メーカーを含む）。現在見られるような家庭電化製品に関わる電機産業、サービス産業、大規模流通業、金融業などを業とする

企業はあまり上場していなかったし、自動車産業は、現在のような基幹産業ではなかった。本稿では、以上のような状況をふまえ、かつ、統計学的に有意となるサンプル数を採る必要性も考慮して、定量的な意味で比較しうる上場企業数の多い、繊維と機械の2業種をデータとして選んだ。繊維は高度成長期に成熟産業となったが、機械はその後とも成長した産業であるという点で、対比に適当であると判断したが、実は、この2業種を選ぶうえで、前述したHoffmannの法則を念頭に置いている（IV章にて詳述する）。特に、注意せねばならないことは、現在、自動車（輸送用機器）という分類で語られることの多い自動車製造企業は、当時、機械として分類されており、同じく現在、電気機器という分類で語られることの多い企業群は、当時存在したとしても機械として分類されていたことである。本稿では、データの連続性を考慮する意味で、戦後の分類で自動車製造企業と分類されていても、自動車製造企業は一貫して機械の分類に属することにし、また、電気機器メーカーに関しては、重電（日立、東芝、三菱電機など）についてのみ、一貫して機械の分類に属することにする（それ以外の家庭電化製品製造企業は1939年当時ほとんど上場に至っていないため分析の対象に入らない）。採用するデータの出所は、『会社四季報』（東洋経済新報社）1939年第4輯（昭和14年）、1960年4号（昭和35年）、1980年4号（昭和55年）、2000年4号（平成12年）の4冊であり、約60年間に亘る、約20年間隔4期の会社別単独業績データである。また以上の本稿独自の調査とは別に、『株式分布状況調査』（全国証券取引所協議会、大蔵省理財局経済課）各年版も利用した。前述した通り、最もデータ数の少ない古い

データに採取基準を合わせざるを得なかったため、以下の分析では分析対象可能な株主が各上場企業（繊維と機械）において大口の上位3位までの株主に限られることになった。しかし、このことは、逆に、株式所有構造の詳細を明らかにする。なぜなら、上述の「株式分布状況調査」では、全上場企業・全株主を対象としており、本稿独自の調査では、規模上位上場企業・上位3株主を対象としているので、もし、ある投資主体の前者の数値が増加して後者の数値があまり変わらないのであれば、その主体は、上位4位株主以下の株主らが規模50位以上の大規模企業に資金を投じているという事実を表している（規模51位以下の上場企業の株主所有構造の内容変化が全体に与える影響は無視できるほど非常に小さいため）。つまりこれは、大企業の株式所有の分散化を間接的に示していると考えることができる（この逆も同様に考えることができる）。また、上位3位以内の株主の所有シェアが絶対水準で下がっていれば、それだけで株式所有の分散化を示唆していることになる。このように、今回の長期に亘る企業株式所有構造の分析において、合理的な解釈が可能となる。さらに、本稿以下の分析では、当該企業の株式の所有者として、①個人株主等、②事業法人等、③金融機関（銀行・機関投資家）の3つの区分に分け、その構造変化を観察する。②には、多くないケースだが、持株会や証券金融会社なども含まれる。そして、わが国の場合、銀行は機関投資家とともに同じ分類とするのが一般的であるので、本稿でも、機関投資家と銀行を含めたカテゴリーを（広義）金融機関として③の分類とした。また、戦前については、個人的意味合いの強い財閥本社や同族企業の株式所有シェアは気になるところであるので、とり

あえず②に分類されていても、適宜、詳しく言及することにする¹⁾。このような株式所有者別区分の方法は、近年証券関係で使用されている株式所有者区分とはもちろん異なるものである。

Ⅲ. 株式所有構造の推移

1. 株式所有構造の企業規模別時系列上の変化〔繊維業〕

図表1と図表2は、それぞれ繊維業、機械業という産業の規模の大きい上場企業の株式所有状況を60年間4時点に亘る時系列で一覧したものである。表の下段には、「株式分布状況調査」から得られたそれぞれの産業の全上場企業についての同様の数値を掲載している。本稿独自のデータは、それぞれの産業の上位50企業までを含み、「株式分布調査」では全上場企業をカバーしているので、両者の株式保有の時系列上の動向を比較して観察すれば、株式所有構造の変化についての全体像が理解できる。ただし、戦前については、財閥が経済産業体制全体に大きな影響を与えていることや、企業経済が現在とはまったく異なる金融・証券諸制度に立脚していることなど、企業を取り巻く諸条件が現在のものと大きく異なることに留意せねばならない。表において、売上シェアは規模順位までの累計を表し、上位株主・個人株主・事業法人・金融機関は規模順位までの各社単純平均を表している。たとえば、1960年の事業法人欄における規模順位30社迄の10.3という数値は、1960年の各企業発行済株式数における事業法人持株比率を各企業の上位3位までの株主だけに限って算出し（古データに合わせるための制限

図表 1 繊維業株式所有状況の時系列変化²⁾

(単位 %))

		1939	1960	1980	2000
売上シェア	規模順位 5 社迄	43.2	35.6	42.8	48.1
	規模順位10社迄	61.7	53.8	62.3	67.7
	規模順位30社迄	93.1	90.7	92.0	92.2
	規模順位50社迄	100.0	100.0	100.0	100.0
上位3株主	規模順位 5 社迄	10.7	14.0	13.2	13.4
	規模順位10社迄	15.3	13.8	14.8	14.8
	規模順位30社迄	22.1	16.8	20.3	19.2
	規模順位50社迄	26.9	22.8	26.5	22.4
個人株主	規模順位 5 社迄	3.0	0.0	0.0	0.0
	規模順位10社迄	3.2	0.0	0.0	1.2
	規模順位30社迄	5.4	0.8	0.9	3.4
	規模順位50社迄	6.1	2.8	1.6	3.0
事業法人	規模順位 5 社迄	4.9	0.7	2.1	0.0
	規模順位10社迄	10.0	0.3	2.4	0.0
	規模順位30社迄	14.3	5.2	9.0	5.7
	規模順位50社迄	18.6	9.2	15.9	10.5
金融機関	規模順位 5 社迄	2.8	13.3	11.1	13.4
	規模順位10社迄	2.2	13.4	12.4	13.6
	規模順位30社迄	2.4	10.8	10.4	10.2
	規模順位50社迄	2.2	10.8	9.0	9.0
全上場 (事業法人)		—	15.7	18.7	17.1
全上場 (金融機関)		—	33.0	38.0	38.7
全上場 (外国人)		—	0.3	2.2	9.5

〔出所〕 企業規模順の数値は本調査の結果による。下3段は、『株式分布状況調査』(全国証券取引所協議会、大蔵省理財局経済課)中の業種別所有者別単位株式数より抜粋した数値による(本稿における投資家区分とは完全には一致しない)。

である)、規模上位30社についてその平均を算出した結果、10.3%であったという意味である。ちなみに、表中の上位3株主の欄は、個人株主、事業法人、金融機関の合計である。

繊維は、重工業ほど多額の設備投資を必要としない典型的な軽工業のひとつであり、1930年代に英国を抜いて世界第2位の繊維製品生産国となるなど、1950年代頃まで一貫してわが国の最も重要な産業であった。図表1は、繊維業に

属する企業の株式所有構造の推移をまとめたものである。繊維業においては、戦前の段階で、規模の大きい企業ほど個人株主の所有シェアが低下し、事業法人所有シェアも規模に従い低下しているが、金融機関(銀行・機関投資家)の所有シェアが若干ながら上昇していることがわかる。繊維業では、この時点で既に財閥からの出資分が非常に少なく、上位では、売上1位の鐘紡が三井合名から2.3%、7位の倉敷絹織が

図表2 機械業株式所有構造の時系列変化³⁾

(単位 %))

		1939	1960	1980	2000
売上シェア	規模順位5社迄	44.1	52.1	50.3	49.1
	規模順位10社迄	59.5	68.3	67.8	69.3
	規模順位30社迄	87.2	90.9	91.4	91.7
	規模順位50社迄	100.0	100.0	100.0	100.0
上位3株主	規模順位5社迄	43.5	10.4	12.6	19.1
	規模順位10社迄	38.5	17.4	16.4	22.5
	規模順位30社迄	35.6	21.8	25.6	29.9
	規模順位50社迄	30.7	24.8	28.2	30.7
個人株主	規模順位5社迄	0.0	0.0	0.0	0.0
	規模順位10社迄	1.2	1.8	0.0	0.0
	規模順位30社迄	11.0	2.0	0.0	0.0
	規模順位50社迄	9.5	1.4	1.2	0.0
事業法人	規模順位5社迄	40.5	2.5	2.1	8.4
	規模順位10社迄	33.2	4.5	5.2	12.7
	規模順位30社迄	20.3	11.0	14.9	20.4
	規模順位50社迄	16.4	14.2	18.5	22.1
金融機関	規模順位5社迄	3.0	8.0	10.6	10.7
	規模順位10社迄	4.1	11.0	11.2	9.7
	規模順位30社迄	4.3	8.8	10.7	9.5
	規模順位50社迄	4.8	9.2	10.2	8.7
全上場(事業法人 [機械])		—	20.4	24.5	19.1
全上場(事業法人 [輸送])		—	16.4	26.0	19.6
全上場(金融機関 [機械])		—	32.6	40.2	35.2
全上場(金融機関 [輸送])		—	28.2	44.0	50.4
全上場(外国人 [機械])		—	0.6	13.3	12.0
全上場(外国人 [輸送])		—	0.5	6.0	18.6

〔出所〕企業規模順の数値は本調査の結果による。下6段は、『株式分布状況調査』(全国証券取引所協議会、大蔵省理財局経済課)中の業種別所有者別単位株式数より抜粋した数値による(本稿における投資家区分とは完全には一致しない)。

住友本社から2.9%、15位の帝国製麻が安田保養社から10.4%ほど受けているに過ぎない。上位3株主の保有シェアも上位になるにつれ非常に低くなっており、戦前時点ですでに繊維業は機械業に比べて株式所有はやや分散気味であった。1960年になると、繊維業は、アジアからの

綿製品の輸入等で徐々に不振となり、明治以来一貫して国の最も重要かつ外貨獲得手段であった基幹産業の地位を降りつつあった。東レが業界1位となるなど化学繊維メーカーが紡績を押しつけて上位に顔を出した。この時期には、大規模上場企業だけでなく中小規模の上場繊維企

業でも上位3株主に大口個人株主がほとんどいなくなり、戦前に比べて事業法人所有シェアが大幅に低下するなどの変化が見られた（上位10社では鐘紡に豊島が順位2位で出資しているのみ）。結局、そのような大口個人株主と事業法人の所有シェアの低下分は、金融機関が受け持つところとなった。金融機関の所有シェアは、大規模上場企業から中下位上場企業に至るまで大幅に増加し、戦後の繊維産業の復興を支えた。大規模企業の脱繊維、経営多角化事業での資金需要に対して、銀行は貸し出し（間接金融）を行っていたが、それと同時に、企業の信用力増強の一環として企業の株主購入（直接金融）をも活発に行い、企業系列の中でメインバンクの役割を果たした。1980年には、アジア製品との競争や人口の伸び悩み、オイルショックによる合繊製造コストの上昇などにより、繊維業自体が一段と構造的な不況に陥っており、人員整理などの減量経営や経営多角化を進めなければならなくなった。全体的に見て、この期のデータは前期と比べてさほど変化はないが、企業間の株式持ち合いが一時的に増加した模様だ。また、下段の全上場企業における金融機関所有シェアの増加に注目したい。この時期、繊維企業は活発な多角化を図っており、この資金要請に応える形で金融機関（銀行・機関投資家）は貸し出しと株式購入を増やした。そのような動きは、メインバンク以外にも広がったことと機関投資家が継続的に株式購入を続けたために、上位株主というよりは、4位以下の株主が企業の自己資本増強に貢献したようである。特に、鐘紡、東レ、旭化成、ユニチカ、日清紡など、大手繊維企業を中心に、株式の分散化が図られ、金融機関のバックアップを受け、わが国において最も成熟した産業となった。2000年

には、上位5社の売上シェアは上昇したが、これは、構造不況を受けて上位企業への規模集中が進んだことと、大規模企業の経営多角化が進んで繊維以外の売上が増加したためであった。また、2000年は前期と比べ、個人経営者主導の新規上場があったため、個人株主の所有シェアは若干上昇した。たとえば、規模9位のワールド、27位自重堂、38位ホギメディカル、45位丸順がその例である。また、企業間の株式持ち合い解消の動きが進んでおり、繊維業株式はその主たる売却対象のひとつになり、特に、大規模企業において、事業法人の所有シェアは低下した。しかしながら、金融機関（銀行・機関投資家）の所有シェアは下がらなかった。たとえば、上位5社（旭化成、東レ、帝人、東洋紡、クラレ）においては、若干の持株会などがある以外はほとんどが金融機関によって所有されるようになった。

長期で見れば、繊維業では、事業法人の株式所有シェアが水準として小さく、かつ、最近では減少傾向にあることが確認される。また、上位株主の所有シェアは、水準としても比較的小さいことが挙げられ、株式所有の分散化が達成されているように思われる。また、大口個人株主については、繊維業界は、特徴的な動きを見せている。繊維業は、軽工業として、起業において重工業や自動車産業などと比べれば大量の資金投入が必要というわけではないので、企業の新規上場によって大口の個人株主が出現することがあることに注目したい。

2. 株式所有構造の企業規模別時系列上の変化 [機械業]

機械産業には、1939年当時、現在の重電や自動車も含むので、以下の期の分析もこのデータ

当初の分類に従っている。1939年当時、機械業の規模上位企業は、日立、東芝、東京自動車（後のいすゞ自動車）、三菱電機といった企業であり、取締役欄中には鮎川義介（日立）、岩崎小弥太（三菱電機）など伝説的な経営者も見る事ができるなど財閥の影響力が強かった。大口の個人株主は一見少ないが、財閥が事業法人の項目で勘定されていることを考慮せねばならない。財閥系の資金として、規模3位の三菱電機には筆頭株主として三菱社が42.9%、7位の東芝に三井合名から15.4%、15位の日本楽器に住友本社から13.2%もの出資がなされており、財閥の存在感は小さくない。そのような同族関係の出資に加えて、国策会社や海外有力企業からの出資も多く、事業法人の株式所有シェアは非常に高い。規模が大きくなるにつれて金融機関の所有シェアが小さい傾向があり、また、上位3株主の所有シェアは規模上位企業で40%を越えるなど、機械業はこの時期には繊維業とは逆に株式の集中化現象が見られる。

戦争直後、重化学工業は財閥・グループ解体の主な対象となった。1960年において、規模の大きい事業法人の株式所有シェアは急減した。1950年代には、旧財閥系企業が再結集して六大資本集団などグループ化を進め、企業グループ内での株式の持ち合いも行われ、それが上位4株主以下で算定されているために、下段の「株式分布状況調査」の事業法人の数値は高水準を保っている。この時期、主要な自動車会社がほぼ上場を済ませ、売上げ規模でトヨタが3位、日産が6位となった（部品メーカーの上場は限定的）。大口個人株主の所有シェアは低下したが、8位本田自動車で本田宗一郎、藤沢武夫氏が個人大株主として残っている。一方で、この時期、金融機関（銀行・機関投資家）の所有

シェアは、繊維業界同様に急上昇した。自動車業界に限らず機械業全体としても成長期にあり、大規模な資金需要があったが、間接・直接的に金融機関が資金供給を担っていた。資金調達を行った企業側としては、安定株主作りの側面もあったが、金融機関側にも、旧財閥系企業が再結集する中、メインバンクとして主導的な地位を確立したいとの思惑があった。1980年も自動車分野に属する企業群の成長が続いた。自動車会社が売上高上位10社中5社を占めたが、特に、トヨタ、日産の2社だけで売上シェアは規模順位50社の約30%を占めた。中小規模上場企業においても、自動車関連企業は勢力を増した。自動車業は、消費者に最も近い大製造メーカーを筆頭に高度な系列関係をもっており、トヨタや日産といった大企業が下請けの企業に多額の出資を行っている。そのような中で、下請けの部品製造子会社が、旧来ランクインしていた機械業企業をいくつか押しつけて、この時期に中下位にランクインしたのである。代表例は、豊田工機、小糸製作所、トヨタ車体、関東自動車、アイシン精機（以上、トヨタ系列）、日産車体、日本ラヂエータ、愛知機械工業、厚木自部品（以上、日産系列）などであり、これとは別にトヨタはダイハツ、日野に、GMはいすゞに多額の出資を行っている。売上規模順位50社の大口個人株主は、各企業の上位3株主からまったくいなくなったが、これは、個人レベルでは機械業企業の求める巨額の資金要請に、もはや応えられないためである。また、各企業は、金融機関から設備投資資金調達を増やしたために、金融機関の所有シェアがやや上昇した。2000年には、規模上位10社は自動車メーカー7社と重電3社で占められ、狭義機械の代表企業であるコマツとクボタは11位以下

となってしまった。一方で、上位3株主による所有シェアや事業法人の所有シェアは前期に比べて急上昇した。これは、まず、世界的企業編成の流れを受けて、外資企業からの出資・買収が増加したことや、国内大企業による資本系列化が進んだことが要因として挙げられる。たとえば、日産自動車がルノーから、マツダがフォードから、いすゞがGMから、ボッシュ・オートモーティブ（旧ゼクセル、ディーゼル機器）がボッシュから出資を受けていることや、トヨタがダイハツや日野自動車との資本関係を著しく強化していることが具体例としてあげられる。また、大規模子会社の上場も事業法人の所有シェア上昇の要因のひとつである。日精工業（ブラザー系）・日立建機（日立系）・三菱自動車（三菱重工系）の上場が例として挙げられる。金融機関（銀行・機関投資家）からは、前期同様安定した資金が提供されているが、上位3株主における割合は低下した。これは、この時期の不況とBIS基準達成のため、銀行が採算の合わない保有株処理を進めていたことと、銀行合併が続き5%以上保有している企業株の整理が行われたことなどが原因ではないかと思われる⁴⁾。

長期的に見れば、機械業では、事業法人の株式所有シェアが水準として大きく、かつ、戦後は増加傾向である。また、上位株主の所有シェアは、水準として大きいことが挙げられ、株式保有の分散化が未だ繊維業ほどは達成されていないように思われる（将来、繊維業のように株式所有が分散化されるかどうかは推測できない）。また、規模50位以内の事業法人の株式所有シェアが増加傾向にある一方で、全上場企業としては事業法人シェアは近年低下するという逆の現象が観察できる。これは、各投資主体

が、4位以下の株主の立場としては、株式の所有分を減少させている（事業法人同士であれば持ち合いを解消している）事実を反映しているものと思われる。また、金融機関（銀行・機関投資家）の所有シェアは、上位株主としては、ほぼ横ばいであるが、全上場企業としては明確な増加傾向にある。これは、繊維業と同様に、株主順位4位以下として出資を増やしているものと思われる。ただし、これは、2000年水準の1980年水準との比較であって、1995年あたりからの銀行の企業株処分がどの程度あるのかは、今回の調査からは明らかではない。

IV. 株式所有構造と 金融機関の役割

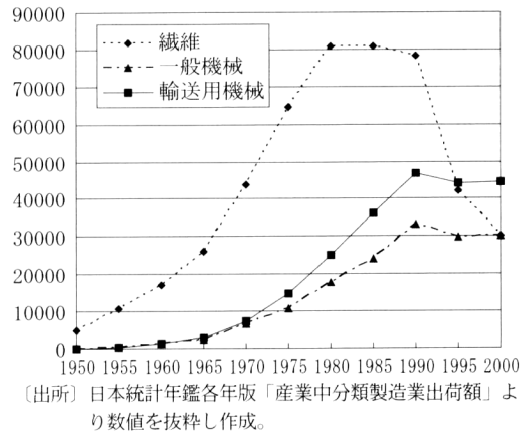
1. Hoffmann 分類と産業固有の株式所有構造

以上の分析を2つの視点からまとめてみよう。ひとつは、産業別に固有な株式所有構造の特徴であり、もうひとつは、産業に限らない一般的な株式所有構造の特徴である。この節では、前者について議論を行う。前章の分析では、繊維業としての特徴と機械業としての特徴が強く表れていた。たとえば、事業法人の株式所有シェアが繊維業では低く機械業では高かった。なお特徴的なことは、繊維業では同シェアが時系列で減少気味であるのに機械業では同シェアは上昇していることである。これは一見すると少し不思議な現象である。もし、「成長はいずれ成熟になる」という観点で株式所有構造の必然性も判断するならば、成長産業の株式所有構造の特徴が時間が経つにつれ成熟産業の株式所有構造の特徴に収斂する運命を意味する

ので、両者は現状で一致せずとも、趨勢的につながり関係が示唆されなければならないからである。今回の分析結果では、両者間につながりがあることを指摘することは非常に難しく、繊維業と機械業の株式所有構造の相違は、むしろ産業固有の特性であるように思われるのである。前述した Hoffmann は、経済発展段階を明らかにする手段として、製造業を消費財製造産業と投資財製造産業に分けて、後者を分母に置いて産出量比率を算出し、長期的にその比率が低下することを指摘した。Hoffmann によれば、その具体的な産業分類は、「消費財製造」につき食料・繊維・皮革・家具の各業種であり、「投資財製造」については、金属・機械・運輸機械・化学の各業種である（「その他産業」の分類もある）。この分類によれば、繊維業は、消費財製造産業に、機械業は、投資財製造産業に分類され、いわば前者は、“早めに成熟する産業”、後者は、“遅めに成熟する産業（もしくは成長している産業）”に分けられているのである。それは、一般に言い換えれば、軽工業、重工業の分類にも言い換えることができるかもしれない。つまり、ここで重要なことは、Hoffmann が両者の違いを時系列上での発展の前後関係に位置づけるのではなく、時系列上でパラレルに同時推移する二元的なものとして捉えていることである⁵⁾。この Hoffmann の明快な二元論は、本稿の分析結果の解釈において、重要な示唆を与えてくれる。ただし、この分類に基づく結論を出す前に、繊維業が成熟産業であって、機械業が成長産業であったという前提についてもう一度確認しておこう。

図表 3 は、繊維と一般機械、輸送用機械の最近50年間の出荷額の推移である（共に本稿では機械に分類されるが、重電は電気業から分けて

図表 3 繊維業、一般機械、輸送用機械の出荷額
(単位 10億円)



統計をとることができなかったため図には含まれない)。これを見ると、繊維出荷額のピークが1980-1985のあたりであったことなどから、繊維業がその時点で成熟産業となっていたことが確認される（ただし個別企業はアジアなどに生産拠点を移しているケースもあり、企業単位として必ずしも図のような生産縮小が行われているわけではない）。一方で、機械に属する一般機械と輸送用機械という2つの分野（重電は除く）では、バブル崩壊時点の出荷額のピーク水準をその後もほぼ維持しているため、成熟産業と呼ぶには慎重になるべきで、むしろ日本経済が落ち込む間に抵抗力のある産業基盤を示し、未だ成長過程にある産業として受け止めるべきであろうと思われる（事実、最近の数年間では自動車業を中心に出荷額は大幅に拡大している）。また、一般に、成熟産業では、高度成長産業よりも合理化などが進み、生産や販売面での合併等が進んで、それらの集中度が高まる傾向にあると一般に認識されている。前章の売上シェアの推移を見れば、繊維業は、戦後に上位5社で35.6→42.8→48.1、上位10社で53.8→62.3→67.7というやや増加傾向を持ち、機械業は、戦後に上位5社で52.1→50.3→49.1、上位

10社で68.3→67.8→69.3とやや低下もしくは横ばい傾向を持っている。以上の事実を考慮すれば、わが国においても、Hoffmannの主張する、繊維業○消費型製造産業=成熟産業、機械業○投資型製造産業=成長産業、という分け方が有効であると思われる。したがって本稿では、Hoffmannの主張する分類を踏襲すべきものであると考える。このようなHoffmannの二元論の立場から、本稿では、以下の事実を産業固有の株式所有構造の特徴として結論づける。

- ・事業法人の株式所有シェアが繊維業では低く機械業では高かった。
- ・事業法人の株式所有シェアは繊維業では減少気味であるが機械業では上昇している。

また、上記事実と、上位3株主の所有シェアの水準から以下を導くことができるであろう。

- ・株式保有は繊維業の方が分散化傾向にあり、機械業では非分散化傾向にある。

2. La Porta et al 論文への批判

産業に固有の事情を認めることは重要なことである。たとえば、自動車業界の系列関係の財務関係の特徴は繊維業界には異質なものであるし、繊維業界の多角化の動きも自動車業界にそのまま適用して考えられるものではない。それらは高度に当該業界の持つ固有の特性に帰着すべき事柄であって、趨勢の中で同じ次元の要因として扱うことには慎重になるべきであると考えられる。

従来までの文献では、株式所有構造を産業別に分けて考察するという視点が抜けていたように思われる。たとえばLa Porta et al [1999]は、27の豊かな国において時価総額上位20社の株主構造を調査し、Berle and Meansのいう

ような分散化現象は一般的に起きていないと主張している。しかし、現在、時価総額の大きい企業というのは、一般に、情報通信、エレクトロニクス、自動車といった業界に属するものあり、産業の特性から海外大企業や国内大企業と高度の出資関係ができやすい会社であったり、起業以来強力なカリスマ経営者による高い出資割合が確認される会社であったりするものである。伸び盛りの業界であるため、独特な技術力によって、資金面以外での親子関係が緊密な企業群も多い。そのような時価総額の大きい企業群を、過去の企業群と比較して、株式所有構造の分散化が見られない(特定の出資母体の出資割合が大きい)と導き出すことは、いわば当たり前の結果を述べているに過ぎないのではないだろうか。現在、わが国の繊維産業に属する企業は、時価総額上位20社どころか上位50社にもランクインしていない(2005年3月1日現在)。このような旧来からの企業群の分析抜きに株式所有分散化の時系列変化の結論を出しても良いのであろうか。La porta et alの結論は、現在の大規模企業群の産業特性は旧来の企業群の産業特性とは異なるので、現在の大企業にはBerle and Means流の経営者支配像は適用しづらいという程度のことを結論として述べるべきではなかろうか。一方で、現在、時価総額面で上位20社からは陥落してしまった成熟産業の企業群においては、本稿の繊維産業の分析で確認したように、Berle and Means流の株式所有構造の分散化現象は観察される可能性があるのではないかとと思われる。Berle and Meansは、主に個々の企業の進化を基にして経済全体を俯瞰したものであり、La porta et al論文は、それを異なる企業同士の比較において反論しているようにみえる。ただし、本稿

は、Berle and Means 説についてもとくに支持するものではないことを重ねて強調しておく。Berle and Means 説のように、個々の企業の進歩が、経済全体の傾向と一致するとは思われないからである。産業別の特性があるために、少なくとも現代21世紀初頭の経済・産業構造においては、成長中の産業に非分散化傾向を、成熟した産業においては分散化傾向があるという二元論的結論を主張するものであり、それらから経済全体の傾向をただひとつのものとして導き出すことは難しいと考える。

3. 政治的要因と一般的な株式所有構造

前章の繊維業と機械業の比較分析では、産業に限らない一般的な株式所有構造の特徴も現れていた。ただし、同じ次元で趨勢的な株式所有構造を論じる際には、産業の事情は排除できたとしても、政治的・制度的な要素をどう扱うかがより重要な問題となるであろう。米国では機関投資家が全発行株式の約半分を所有しながら、個々の機関投資家は個々の企業の発行株式数においては多くの場合1%以下しか所有しないという状況にある。このような株式所有状況に関して、Roe [1994] は、米国での政治や法規制が企業の株式所有の分散化現象を生じさせたと指摘した。Roeによれば、米国の政治はポピュリズムの伝統を受けて銀行に対する企業株式保有規制を行い、意図的に株式所有を分散させたのである。わが国ではそれほど強力な銀行の株式保有規制はないので、機関投資家だけではなく銀行も株式を持つことができた。米国では、機関投資家が行っている株式保有という役割をわが国では銀行と機関投資家が共同で担っている。すなわち、両国では、事業法人ではない機関（米国では機関投資家、わが国では

銀行と機関投資家）が、継続的な資金供給源（個人投資家・個人預金者）を背景として、直接的・間接的なリスクテイカーとなって、株式を保有し株式市場を支えている状況は同じである。それは、必然的なことだと考える。わが国では、米国のように連邦制ではなくいわば中央集権制であるために、全国規模の大銀行が成立し、他国に比べても特定少数の銀行（旧財閥系銀行）に資金が集中する構造となっており、それが企業への資金貸し出しをはじめとした主要なリスクテイカーとなった。いずれの国も、成熟国は人口に占める老人の比率が高まり貯蓄が年金や保険など機関投資家にも流れ、そのような金融機関（銀行・機関投資家）の株式市場での役割が重要となる。ここで銀行が入るかどうかは、政治的な制度の違いによるのであって、Roeはそのことを株式所有構造の重要な形成要因として強調しているのである。さて、政治的・法制度的な観点で言えば、わが国では、もうひとつ重要な事件があった。戦後に財閥解体という大きな経済的枠組みの変更を行ったために、戦前と戦後では経済構造と株式所有構造に明らかに連続性がないのである。そのことから、政治的・法制度的な枠組みが株式の所有構造に強い影響を与えることが確認される。もし、そのような大規模変革がなかったとしたら、わが国のその後の株式所有構造も少なからず違ったものになっていただろう。一方で、戦後の1960年以降という期間では、そのような政治や法制度の大変革はなされておらず、株式所有構造について一般法則を導き出せる期間として認知すべきであろうと思われる。それは、戦後の繊維業の安定した株式所有構造の推移を見ると理解できる。このような理解を前提にして、本稿のこれまでの分析で明らかになったも

ののうち、産業に限らない一般的な株式所有構造の特徴は、以下の事柄である⁶⁾。

- ・金融機関（銀行・機関投資家）の株式所有シェアは長期的に増加している。（ただし2000年水準の20年前水準と40年前水準との比較という意味に於いて）

このことは多くの文献でも確認されていることであるし、ことさらここで強調すべき事ではないが、本稿では、前節の産業固有の傾向と区別して産業を越えた現象と定義するところに意義があると考えられる。前章の分析で、全上場企業における金融機関の所有シェアは繊維産業（成熟産業）・機械産業（成長産業）ともに増加している。これは、大きな株主（上位3位まで）以外の下位株主（4位以下）として金融機関保有株式数が大いに増加していることを意味している。銀行は、高度成長期以来のコンスタントな預金資金の流入に際して、企業への貸し出しや国債購入などの確定利子を得るものへの資金供給を増やす一方、企業株式の購入にも資金を振り向けていった。それは、貸し出しだけに偏らないという自らの資産ポートフォリオを最適化させる行動でもあったし、グループ内の発言力の維持や企業のメインバンク指定維持の意図もあった。機関投資家も、個人契約者・個人投資家の金余りを背景にして、企業の自己資本・他人資本への資金供給を増加させた。金融機関（銀行・機関投資家）の投資の際には、まとまった金額をこなせる大型株を購入対象として選ぶとか、株価格付などを参考に安全性の高い株式を買うとか、株価指数に追随する主要銘柄を買うなど、中小上場企業よりも大規模上場企業への投資を加速させる付加的要素も絡んでいたように思われる。そうした資金は、成長が見込まれる機械業に限らず安定感のある繊維業の

企業にも多少の資金を向かわせる原因となったと推察され、上述したような共通の特徴を生じさせることになったものと思われる。

V. 結 論

本稿では、従来あまり議論の対象となっていなかった産業別という概念を株式所有構造解明のキーワードとして分析を行っている。本稿での主張は、分散化について全産業を同一視したうえで実証的な分析を試みても、産業間の盛衰があるので、企業所有の分散化傾向を真に調査したことにはならないということである。産業によって、Berle and Means 流の株式所有構造の進展の必然性の是非を問うた点で一定の意義があるものと思われる。また、それとは別に、産業を越えた長期的傾向として、今回の分析でいうカテゴリーの金融機関（銀行・機関投資家）の株式所有の増加傾向を示した。特に、機関投資家の株式投資は、先行する米国機関投資家の株式保有動向やわが国の高齢化社会の進展を合わせて考えると、今後も引き続き増加傾向を保つ可能性が高いものと思われる。

注

- 1) 三菱は、三菱合資（三菱財閥の持株会社）を1937年に株式会社組織へと移行して、株式会社三菱社とし、1940年に株式を公開し、1943（昭和18）年に、三菱本社と改称した。三井は、1940年に三井合名（三井物産の持株会社）と旧三井物産が合併し、新三井物産を創ったが（現在の三井物産とは異なる）、再び分かれて、1944年に株式会社組織の三井本社とした。1937年住友合資社（住友財閥の持株会社）は、株式会社住友本社となった。本稿の1939年のデータでは、三菱社・三井合名・住友本社という財閥持株会社保有分は、事業法人に分類される。
- 2) 1939年のデータには規模上位50社中主に下位の16社に関して資料に直近年の売上収入の記載がなかったが、資本金で売上収入を単回帰し、これを持って個別企業の売上シェアを推定した。資本金にかかるパラメータ値は1.268（標準誤差0.244）、定数項は-6003、決定係数は0.458であった。
- 3) 1939年のデータには規模上位50社中主に下位の15社に

については、資料に直近年の売上収入の記載がなかったが、資本金で売上収入を単回帰し、これを持って個別企業の売上シェアを推定することにした。資本金にかかるパラメータ値は0.813 (標準誤差0.074)、定数項は-1136、決定係数は0.786であった。

- 4) 独禁法11条、銀行法16条の3、銀行法52条の24。
- 5) Hoffmann 流の分類に対する反論は塩谷祐一 [1965] 参照。
- 6) 大口個人投資家の所有シェアが長期的に低くなるのは常識的であるので、ここでは特に挙げない。大口の個人投資家は企業の必要とする追加的な多額の資金需要に応えられないうえに、長期的には相続税も課せられるため、時系列上における大口投資家所有シェアの低下は必然的であると思われる。ただし、特定の業界（たとえば小学館や講談社など大手出版業など）は、追加資金需要がそれほど大きくないので、そのような所有シェアの低下は明確ではない。

参考文献

- 浅子和美・江口武久 [1989], 「日本の株式市場における投資主体別行動」『ファイナンシャル・レビュー』大蔵省財政金融研究所
- 小林襄治 [1983], 「事業法人の株式保有」『証券研究』Vol. 67, 151-231頁, 日本証券経済研究所
- 丸淳子 [1983], 「個人投資家の株式投資について」『証券研究』Vol. 67, 291-345頁, 日本証券経済研究所
- 小畑二郎 [1983], 「銀行の株式投資をめぐる諸問題 - 高度成長期の銀行融資との関連を中心に -」『証券研究』Vol. 67 「日本の株式保有構造」, 25-150頁, 日本証券経済研究所
- 塩谷祐一 [1965], 「工業化の二部門パターン・ホフマン法則の批判」『経済発展と産業構造』春秋社
- 高柳暁 [1972], 「産業における成長と組織」『経済成長と産業構造』中央大学経済研究所編
- 仁木雄策 [1984], 「わが国株式所有構造の特徴」『インベストメント』大阪証券取引所
- 広田真人 [1999], 「株式所有構造とコーポレート・ガバナンス」『証券経済研究』第22号, 69頁
- 三宅一弘・米澤康博 [1993], 「わが国株式市場における投資部門別株式投資行動」『証券経済』第185号, 日本証券経済研究所
- Berle, A.A. and G.C. Means [1932], *The modern corporation and private property*, Commerce Clearing House, New York.
- Byrd, J., R. Parrino and G. Pritsch [1998], "Stockholder-Manager Conflicts and Firm Value," *Financial Analysts Journal*, May/June 14-30
- Clark, C. [1940], *The conditions of economic progress*, Macmillan
- Demsetz, H. [1983], "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm," *Journal of Law and Economics*, 26, 2375-390
- Demsetz, H. and K. Lehn [1985], "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, Vol. 93, No. 6, 1155-1177
- Friedman, B. M. [1996], "Economic Implications of Changing Share Ownership," *Journal of Portfolio Management*, 22, 59-70
- Hoffmann, W.G. [1958], *The Growth of Industrial Economies*, Manchester
- Kuznets, S. [1955], "Economic Growth and Income Inequality," *American Economic Review*, 45, 1-28
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, [1999], "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance*, 54, 471-517
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R.W. Vishny [1977] "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, 52, 1131-1150
- McConnell, J.J. and H. Servaes [1990] "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal Financial Economics*, 27, 595-612
- Rajan, R.G. and L. Zingales [1995] "What do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data," *Journal of*

産業特性と企業所有の長期的関係について

: 一つの非共産主義宣言』ダイヤモンド社,
1974)

Shleifer and Vishny [1986], "Large Shareholders
and Corporate Control," *Journal of Political
Economy* 94, 461-488

Stulz, R. M. [2000], "Financial Structure, Corpo-
rate Finance and Economic Growth," *In-
ternational Review of Finance*, Vol. 1, no. 1,
pp. 11-38

(東海大学政治経済学部助教授)

Finance, Vol. 50, No. 5, 1421-1460

Roe, M.J. [1994], *Strong managers, weak owners:
the political roots of American corporate fi-
nance*, Princeton University Press (北条裕
雄, 松尾順介『アメリカの企業統治(コーポ
レート・ガバナンス): なぜ経営者は強くなっ
たか』, 東洋経済新報社, 1996)

Rostow, W.W. [1960], *The stages of economic
growth: a non-communist manifest*, (木村健
康, 久保まち子, 村上泰亮『経済成長の諸段階