

持合い構造に関する経営史学的考察と6つの提言（2023/8）

Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.

清水雄也

yuya.shimizu@hibiki-path-advisors.com

目次

1. はじめに	p.2
2. 問題意識の提示 – 投資のグローバル化と日本の市場構造変化.....	p.2
3. 垂直統合型資本主義 – 第二次世界大戦前の所有と経営	p.6
4. 持合い前夜 – 戦後の経済社会	p.11
5. 持合いを加速させた昭和の新型資本主義.....	p.13
6. 米国における株主構造の歴史.....	p.16
7. バブルの醸成について.....	p.19
8. デジタル化の地殻変動と日本企業の地盤沈下.....	p.22
9. 役割を終えても続いた所有構造と今後の急激な変化の足.....	p.25
10. 6つの提言:持合いから、建設的な株主構成へ.....	p.29

図表一覧

-
- 図1： 米国籍の米国株投資信託とETFの累積資金流入
 - 図2： 三井財閥の所有ピラミッド（1937年）
 - 図3： 経営者の経歴別割合
 - 図4： 高碇達之助「昔の経営者と今の経営者」～1916年について
 - 図5： 高碇達之助「昔の経営者と今の経営者」～1947年について
 - 図6： 所有者別持株比率推移
 - 図7： 主要企業グループの社長会（1996年時点）
 - 図8： 12社による持合い構造の概念図
 - 図9： 米国における株式所有構造の変遷
 - 図10： 1980年の主要企業（抜粋）の株主構成
 - 図11： トヨタ型と欧州型自動車生産モデル
 - 図12： 大手銀行の政策保有株縮減方針
 - 図13： 転職希望者数推移（2018～）

本書の作成に際してはデータ、情報の収集の際に内容の正確性につき細心の注意を払っておりますが、その正確性を保証するものではありません。また、本書は特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨または投資、法務、税務、会計などの助言を行うものではありません。

1. はじめに

フラット化された高度情報化社会の中、情報の量の乗数的増加とその質のボラティリティの増加（玉石混交）に人があわただしく対応する時代に入り数十年となり、ここ最近では近歴史的な流れを大局的に見て思考することが著しく減っているように思う。直近、議決権行使助言会社のグラスルイス社が2020年に、そしてインスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ（ISS社）が2022年に、未だに多くの日本企業に現存する、昭和時代の所有形態の象徴であった持合い構造の名残とも言える「政策保有株式」に対して明白に反対の姿勢を掲げた。今後の日本の資本市場に与える影響は大きい。

ここで、改めて一度立ち止まり、日本の資本主義の形と上場企業の「法人」としての形状変化を近現代の経営史の文脈の中、建設的自己批判の精神を持って持合い構造の功罪を再評価の上、時代の移り変わりと共にその役割が終わったことを様々な事例によりご紹介する。変化の大きい資本市場で、このまま変化を拒めば未来がない、という危機意識を持ち、今後の起こり得る市場構造の変動について考察を加えた。その上で投資先を含む上場企業の経営者の皆様への提言という形でまとめてみた。これは政策保有株主が多い企業のみを検討いただきたい限定的なものではなく、今後の株主構成をどうデザインしていくかという広い内容である。

尚、私は学者ではなく、一実務家であり投資家である（ただ、自身の零細企業の経営者ではある）。よってその論拠のベースには多くの学者がその論文や著書にて考察したことに依存する面が多々あると同時に、それをつなぎ合わせていく際に一部個人的視点が入り込むことはご容赦いただきたい。引用元は可能な限り正確に示すことで、「事実」と、「学者の見解」、そして「自身のオピニオン」の差異は明確にしていきたい。勿論関心があれば原著を御覧いただければ幸いである。その上で皆様に、今後の資本市場の変化を前向きにとらえられるヒントとなる内容であることを期待している。

2. 問題意識の提示 - 投資のグローバル化と日本の市場構造変化

2023年の株主総会シーズンで大企業の経営トップの再任率（信任率）が昨年より大きく低下していることは企業経営者の間で衝撃をもって、そして投資家の間でも新鮮な驚きをもって迎えられている。東京証券取引所が今年の1月以降、

上場企業に対して資本コストの認識や ROE の改善について提言を行い、「PBR1 倍問題」として取り上げられているが、この再任率の低下に、より大きく影響を与えているのは、議決権行使助言の世界最大手である ISS 社が社外取締役の割合（1/3 以上及び 2 名以上）や ROE の基準（5 年平均 5% 以上）等に加え、「政策保有株式保有基準」を加えたことによる。世界の投資家からことあるごとに問題視されてきた日本企業に長く引き継がれてきた慣行に対して 2020 年のグラスルイス社に加えて業界最大手が重い腰を上げたことになる。

具体的には、ISS 社は「政策保有株式の過度な保有が認められる企業（政策保有株式の保有額が純資産の 20% 以上の場合）は、経営トップである取締役に対して反対を推奨する」という基準を 2022 年 2 月から導入したのだ。尚、同議決権行使助言会社世界 2 位のグラス・ルイス社は 2020 年の株主総会から既に純資産の 10% 以上の政策保有株式を有する企業のトップには反対推奨することを決定し、これで外堀が埋まった状態になった。

2022 年は ISS 社の発表から株主総会までの期間が短かったことから、特に国内系の多くの機関投資家が、前年の議決権行使行動を踏襲したようであったが、2023 年は十分な検討を加えた上で、助言会社大手両社がそのような基準を設けている場合その助言に従わないことの説明が困難であることを認識し、多くの企業で国内外の機関投資家が企業トップの再任反対に回ることとなったと推測される。これを受けてか、2022-2023 にかけて持合い関係の中心であった大手銀行各行も政策保有株式の縮減を矢継ぎ早に発表している。

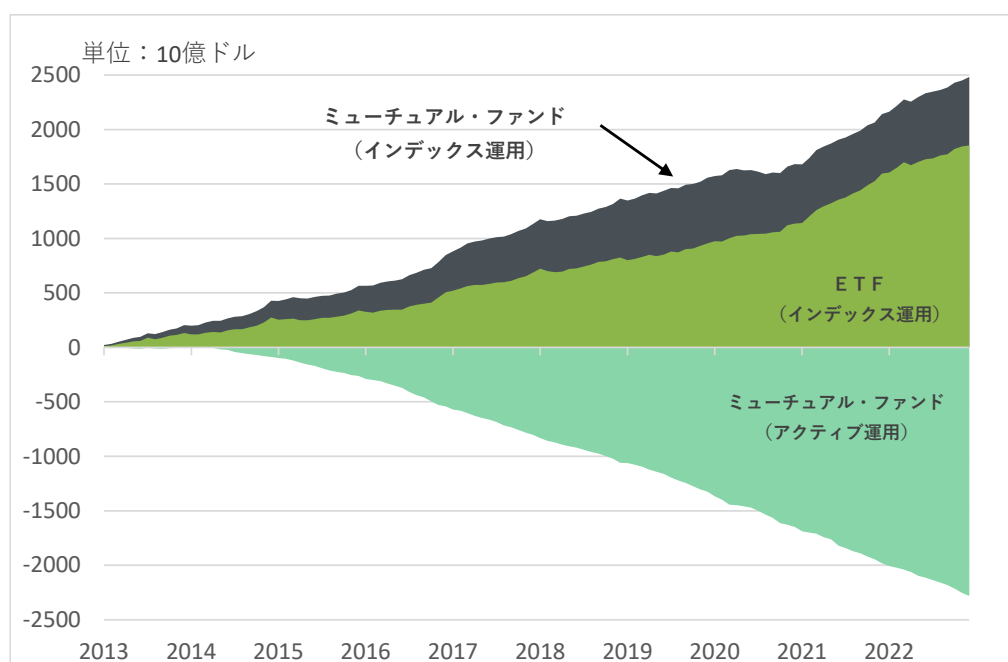
2023 年の最も象徴的であったのが、放送法により外国人株主の議決権割合が 20% 以下に制限されているテレビ業界のフジメディア・ホールディングスであっても代表取締役の 2 名の賛成率が前年の 70% 台から 57~58% に急低下したことであろう。同社は上位株主に、東宝、文化放送、NTT ドコモ、など大手企業が並び、いわゆる、日本の旧来型の持合い構造に依然強く守られている企業の象徴であったが、このような結果となり、既に市場構造は大きく変化したことは多くの経営者の脳裏に焼き付いたことであろう。

既に日本の日々の株式市場取引の約 60% が外国人投資家¹と言われており、さらにその大部分がパッシブ投資（ETF やインデックス近似型取引）に絡むものであると言われてしている。このようなパッシブ化は先ずは世界的なトレンド（図 1）

¹ <https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/investor-type/index.html>

でもあると同時に、日本市場においては、より一層進んでいると言われる。市場全体の ROE やガバナンスレベルが低く、その上、上場社数が 4,000 社近くと多いことにより、運用機関としてのアクティブ運用のモニタリングの費用対効果が合わないことが挙げられている。自国の最大の公的年金である GPIF も日本株式のパッシブ部分を 2005 年～2010 年の平均 70%台後半から 2021 年には 94%近くまで引き上げている²。

図 1：米国籍の米国株投資信託と ETF の累積資金流入



出所：Investment Company Institute 「2023 Investment Company Fact Book」

パッシブ投資は、上場の ETF を購入するか、もしくは目的のインデックスに合わせて投資先を数百社程度選択し機械的に運用をすることが主流で、個別企業の事情につき一定の理解や、それぞれの経営姿勢の将来の方向性などを加味して議決権行使をすることは稀である。基本的に ISS 社といった助言会社の方針に機械的に従うケースが多い。建設的な自己批判を含めて言うと、日本企業全体のガバナンス改革が遅かったが故に、海外資金も日本への投資が全体的に縮小し、そのため手間とコストがよりかかる運用スタイルであるアクティブ投資家が育たず (衰退し)、さらにパッシブ化が進み、議決権行使も極めて tick-the-box 型の投資家が大勢を占めるスパイラルになったことは、日本企業と市場参加者

² 金融庁「資産運用高度化プログレスレポート 2023」p.28

全体としての因果応報ともいえる結果である。

こういった背景がある中で、世界最大手 2 社の議決権行使助言会社が日本の持合いに「ノー」を突き付けたことで日本の株式市場は 2023 年で一つの転換点を迎えたと言える。より進化した取締役会運営とガバナンス意識に立ち、さらにグローバル化する方向にある資本市場と正面から向き合うのか、今後 ESG 全方位的にさらに強まるガバナンス要求と株主からの様々なアクションから距離を置くべく、株式非公開化を行う、または他社からの M&A に応じるのか、多くの企業が決断を迫られることになるだろう。

そこで、一投資家である筆者にとって、大きな疑問として湧き上がったのが、「なぜこの持合い構造が日本に出現し、何故今の今まで続いてしまったのか」ということである。それが必要以上に続いてしまった背景に、一定の感情的ノスタルジアがあることは、同じ日本人として理解は出来る。ただ、このような日本独自の資本主義の形があまりにも社会で長く続き「空気化」したことにより、ガバナンス意識の深化が遅れ、バブルの醸成から崩壊へのショックを増幅させ、また、21 世紀のデジタル革命へ出遅れた遠因にもなったと筆者は考える。

高度情報化社会で事業環境の変化が加速する時代になり、日々対応に追われる現在の経営者全般的に、この持合い構造の本質的な意味、また、それが日本の高度成長に実に大きく貢献した背景、さらに、その後の企業社会のガバナンスの進化に大きなマイナス影響を与えてきた事実など、十分に、冷静に咀嚼できていない状況にあると感じ、踏み込んだ形で「持合いの起源は何だったのか」、「その効果は何だったのか」、「何故持合い構造は解消されるべきか」そして「その発展的解消の後にどのような所有構造を企業として目指すべきか」といった一連の問いにつき、経営史学的な考察を加えた上で真摯な提言とさせていただく。尚、「持合い」と「政策保有株式」及び「安定株主」の定義は違うという論点は承知しているが、筆者は、そのガバナンスに与える深層部分を問題視する観点で、ほぼ同一のものとして議論を進めさせていただくことをご容赦いただきたい。

持合いを解消することは、「今までの慣行を変える」ことであり、先人達の想いを考えると躊躇することかもしれないが、まさにそこは、一個人としてでなく取締役会総体としてガバナンスを効かせないといけない部分である。ある時代に出現し、多大なる効果を発揮していたものが、次の時代には意味がなくなり役目を終えることは長い歴史サイクルを見れば日常茶飯事である。本書では、曖昧なノスタルジアではなく、冷静な経営史学の視点から、持合い構造の一定部分は日

本の成長に極めて大きなプラス効果があり、その意図された目的を果たしたことを認識する。そしてその認識の上で、持合いの役割が随分前に終焉したことも理解し、今後の本質的転換へ、上場企業全体として覚悟をもって早急に舵を切れるようにするヒントとすることが狙いである。

3. 垂直統合型資本主義 — 第二次世界大戦前の所有と経営

日本の資本主義の黎明期の方向性を決定づけたのは言わずと知れた渋沢栄一氏である。500社以上の創立に関わったとされる渋沢氏や、他の起業家が形作った明治初期～中期のダイナミックな企業創出に関する研究は盛んに行われてきた。当時代のダイナミズムを語り始めるときりがなく、本書では簡易に触れざるを得ないが、まさに日本が「しがらみを捨て、新しいことに向けて切磋琢磨していた」時代として象徴的である。

同時に、資本蓄積が限られている中で産業の集積と高度化が必要とされた時代であるので、全ての事業がごく少数の影響力のある人材の下で振興したことも事実である。渋沢氏や大倉氏を中心とした、新進気鋭の新グループと共に、実は江戸時代からの続く影響力と財力を通じて明治時代にグループを進化、深化させていったのが今でも日本社会を支配すると言ってもいい三井、住友、といった財閥グループである³。

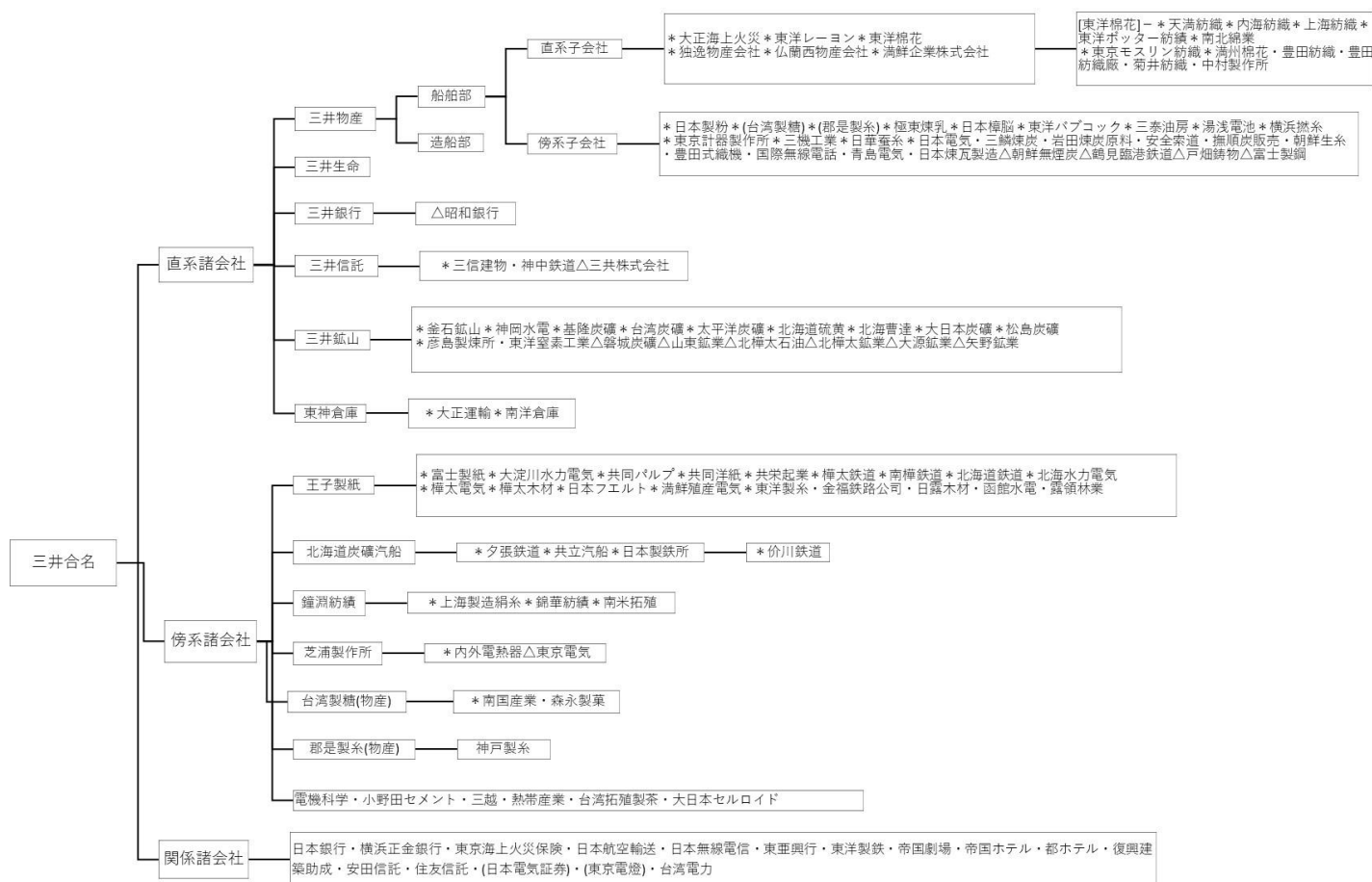
日本は、明治維新で文明開化されたとはいえ、当時は依然としてローカルな社会であり、諸外向との力の差は歴然で、富国強兵、殖産興業というスローガンの下、技術輸入と国力強化に向けて必死に対応することになるが、その中で欧米から輸入された会社制度、特に「株式会社」というシステムをうまく活用し、渋沢系の企業の多くが事業を一気に拡大した。株式会社は、資本の集中とリスク限定の両方を可能にする秀逸なシステムであり、当初から①全出資者の有限責任、②会社機関（株主総会、取締役会、監査役など）、③株式の譲渡性、④確定資本金制などが整備され、その後の資本主義の発展に大いに寄与することとなる。

但し、当時、会社の種類として、株式会社、合資会社、合名会社が並列に法人格として定められ、例えば、江戸時代から続く商家の三井家をルーツとする三井グループは、三井合名会社という会社を明治42年（1909年）11月に設立し、そ

³ 三菱グループは明治時代に入ってから興されている

の後数十年に渡りさらに事業を大きく拡大することとなる。経済・経営学者の岩井克人教授の著書⁴にある1937年（昭和12年）時点とされる図2にその三井財閥の真骨頂を見る思いである。

図2：三井財閥の所有ピラミッド（1937年）



(注) *は三井の支配が決定的、△は準支配、無印は三井の支配がそれ程強くない

出所：岩井克人著「会社はこれからどうなるのか」を参考に Hibiki 作成

会社形態の詳細は別として、明治時代を中心として第二次大戦前の日本の企業形態の象徴と言えるのが、一般的に所有と経営が一体であったという事実である。

⁴ 岩井克人著「経済学の宇宙」より引用

図3：経営者の経歴別割合

	1900年	1928年	1962年
所有型経営者	62.5%	22.1%	11.8%
雇用型経営者 (終身雇用者)	5.5%	22.9%	47.8%
雇用型経営者 (転職者)	31.8%	55.0%	40.4%

出所：岡崎哲二・奥野正寛著「現代日本経済システムの源流」より引用

上記図3のように、明治中期の1900年は所有型経営者（経営者が実際に事業の大株主である）が62.5%と大半を占めており、これは所有と経営を一体化として、取締役になるには株主でないといけなかった旧商法（1893年にて改正版施行）の影響が大きい。商法が改正され、経済規模と企業の数が増大すると、所謂優秀な人材がヘッドハントされて経営者になるケースが増加する（これを「専門経営者」という）。先述の三井財閥においても、元々は三井の一族に属さず、三菱財閥の幹部として活躍をしていた福沢諭吉の甥である中上川彦次郎が経営を任されるようになっていく。これが「雇用型経営者」であり、こういった雇用型の専門経営者も、就任後に借入などをして自社の株式を保有することが通例であり、この時代の「常識」として所有と経営の一体化が維持された。

明治期に発展したこのようなピラミッド型でトップダウンの所有構造は、戦後のGHQによる財閥解体で一掃されることとなったが、実は韓国、イタリア、東南アジアの国々では現在でも数多くみられる構造である。三井の例で言えば、子会社、孫会社、曾孫会社と50%以上を保有して階層を作れば、（そして残りは他の資本家や経営者から調達する）、支配を継続しつつ、実際に保有する資金の何倍もの規模の事業を操れることとなり、グループ全体の成長に大きく寄与することとなった。

さらに明治後期から昭和初期にかけては、資本主義黎明期で成長への渴望が強く、所有型経営者が多かったこともあり、企業のM&Aも非常に多かった時期である。東急グループの創始者であり、「強盗」と揶揄されることもあった五島慶太も鉄道事業を中心にアグレッシブな買収手法を駆使してグループを急拡大する。ここで、歴史を一旦触れて触れねばならないのが、果たして法人（株式会社）

はモノなのかヒトなのか、という法人名目説、法人実在説論争である⁵。

当時の五島慶太のように、会社をハコとみなして右から左へ売り買いする視点からすると法人は「モノ」ととらえられる。また、法人そのものに人格がなく、様々な契約（サービス、労働、調達）をする実質的な意思を持たないために捺印若しくはサインをする代表者（代表取締役）を据えねばならない点でもモノと言える。しかし、それと同時に、会社は、工場や施設の資産の保有者となり、同時に他の会社の株主になり、その経営の方向性に影響を与えるという点では、それらが人間の臓器のような身体内部や衣服を構成するという意味ではヒトである。この、モノであり同時にヒトでもある株式会社というシステムの奇異な特徴が、資本主義発展の礎でもあり、株主と経営者のプリンシパル・エージェント問題の出発地点となる。

明治期のコングロマリットのように、会社が他の会社をヒトとして所有する重層構造を構築したとしても、その一番上には生身の人間としての株主が存在し、その最上段レイヤーの関係性のみを見ると、ごく少数の出資者が自社の取締役として会社及びグループ全体を実質支配しており、ここには法人名目説が合致する。そのごく少数（もしくは1名）の出資経営者が自身が所属する会社の方向性を自在に操れるというところだ。現代においても個人商店や未上場のファミリー企業などはまさにそのものである。

その場合は、経営は所有者のモラルによって決定づけられ、ガバナンスはそれに劣後することとなり、明治大正時代、そのシステムを利用し私腹を肥やすことに勤しんだ出資経営者が数多く存在したことは、東洋製罐を設立し、初代電源開発の総裁にも就任したことで知られる高碇達之助の「昔の経営者と今の経営者」に1916年（大正5年）頃の実態を言わば苦言のように記述されている（図4）。渋沢氏が、P. ドラッカー⁶からも尊敬された経営者であり、今でもその著書「論語と算盤」が経営者に愛読される背景には、「士魂商才」という精神で、公共性と経済性両方をバランスよく追及した、いわば俗人的ともいえる倫理観の高さがベースにあったことによる。

⁵ これは、岩井克人先生の様々な書籍に詳しく記載されている

⁶ 「マネジメント - 課題・責任・実践」日本語版序文で渋沢を賞賛（Appendix に抜粋を記載）

図4：高碓達之助「昔の経営者と今の経営者」～1916年について

“わたしがまず気に食わなかったのは、第一に、会社の従業員の知らぬ間に、会社の株式はAからBに大量に移動し、移動するたびに経営首脳が変わり、方針が一向に定まらない。” “第二に、経営首脳者は、会社の基礎を良くする事よりも、株主の歓心を得るために高率の配当をする。そして株の値上がりを狙っている。つまり支配人は会社の業績の良否よりも株価の上下に心を使うありさまで、言い換えれば、株主の権力が絶大で従業員の意向は無視されている事であった。”

出所：高碓達之助「昔の経営者と今の経営者」より引用

江戸時代末期から明治に至る、謂わば西部劇の Wild-Wild-West 的な世の中であったことで、江戸時代の富豪の多くが古き良き番頭経営を続けた結果、時代の流れに適応出来ずに衰退していった中で、特に異彩を放っていたのが先述の三井家である。当時の番頭は日常業務を司り、戦略的なことは依然として家族の話し合いでなされておりこの「戦略と戦術の分割」が激動の時代に命取りとなったが、三井家がこの時代を乗り切ったその策に、戦後の持合い構造のヒントが隠されていると筆者は見ている。

三井家は、大元方（おおもとがた）という、持ち株会社のような仕組みを1710年に導入し、三井9家（のち11家）の資産を一括管理していた。これが先述の三井合名会社の発端なのであるが、ここで、家ごとの収益の分配は話し合いによって行われ、資産の処分を勝手に行う権限はそれぞれの家に認められなかった。家全体の資産を一族で「総有」し、一族で協力しながら事業の発展に尽くすように家憲に定められていた。つまり、法的に言う使用・収益・処分の自由という「所有」の概念が制限されたことにより、家を超長期で存続させるという視点に基づき、浮き沈みにより資産を処分するなどの独善的な誘惑を排除し、その上で外部経営者の立場であった三野村利左衛門という優秀な番頭経営者を守り、一族の発展を成し遂げた。ここに、経営の長期視点を守るべく戦後進化した法人をヒト化する持合い構造の一つのヒントがある。つまり、ピラミッドの一番上において、結果的に「小さいグループ内で相互に緩やかにけん制と協力をしあう」持合い構造のような平坦な形になっていたことは極めて興味深い。

4. 持合い前夜 — 戦後の経済社会

先述の高碓達之助が、第二次大戦後に満州より日本に帰国し、改めて見た日本の資本主義の姿は戦前のそれと大きく異なっていた。再び著書から抜粋する。

図5：高碓達之助「昔の経営者と今の経営者」～1947年について

“株主の権益は全然無視され、事業の経営は従業員によって牛耳られて、丁度私が大正5年に初めて日本に帰ってきた時とは、全く反対の状態であった。” “すなわち、株式配当のごときはすべて二の次で、従業員の待遇がまず第一義となり、誰一人として会社の基礎の強化や資本の蓄積など考えるものがないありさまであった。この傾向は、資本の必要に応じ、その後おいおい改善されてきているが、今なお根本的な変化は認められないのである。”

出所：高碓達之助「昔の経営者と今の経営者」より引用

1945年、敗戦後直後の11月に「持株会社解体に関する覚書」によってGHQにより財閥解体が開始され、さらに同12月には労働組合法が制定され、株式会社の主権は完全に労働者に移った。先ず多くの企業の本社(持株会社)・財閥家族所有株式が持株会社整理委員会に強制移管され、また、富の再配分のため、当時のGNPの約1割に相当する財産税が富裕層に課せられた。この財産税の物納部分の約3割が株式であったと言われることから類推されるように、それまで社会を支配していた財閥が完全にその力を失い、株式所有構造も一気に変化した。

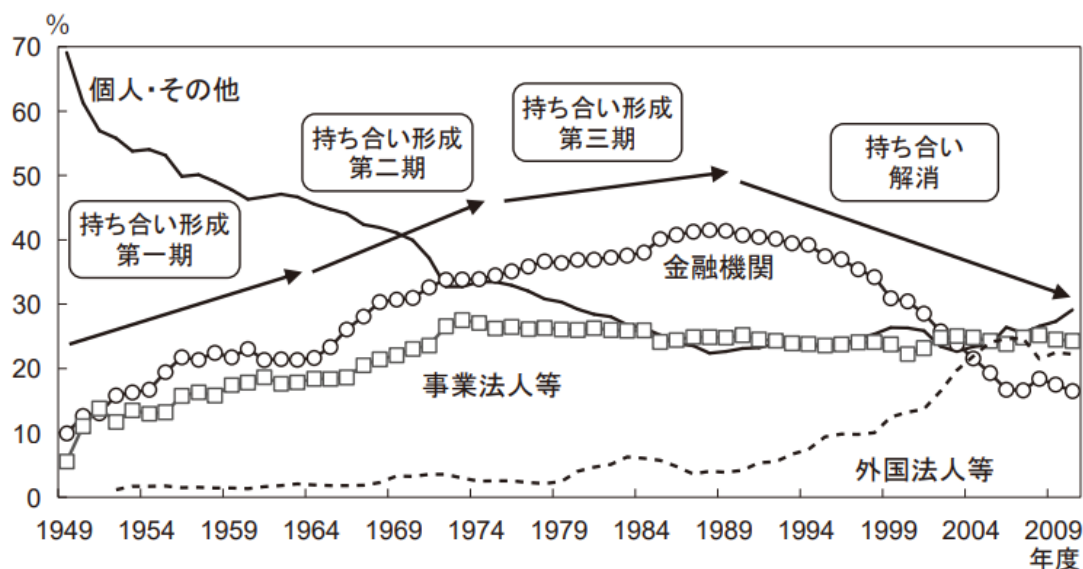
また、経営者側で言えば1947年公職追放令、1948年財閥同族支配力排除法による戦争関係・財閥関係の経営者により当時の有力経営者の多くが追放された。大部分の企業の要職の後を継いだのが内部昇進者であったが、多くの場合、それまで経営経験が一切なく、戦前の資本の論理に翻弄されてきた労働者階級の人材であり、であるからこそ、労働者重視に一気に振り子が振れたことにより上記高碓のコメントとなったのである。源氏鶏太著『三等重役』という小説では、前社長が公職追放されてしまったため、総務部長から、自身の意向関係なく突然に社長になってしまった主人公の悲喜交々がコミカルに描かれている。

このように、所有の観点からも経営の観点からも戦前の企業行動の常識を完全に否定することにより戦後の社会経済の再興が開始されたが、そのオピニオンリーダーとなったのが経済同好会経済民主化委員会という組織であり、その委員長であった大塚万丈は「資本家の私益を放逐して社会公益を以てこえに代え

る」と述べている。ここに（１）所有構造の転換の問題と、（２）会社をどう経営すべきか、というガバナンスの問題が同時に発生し、その処方箋としての 1980 年台まで拡大を続け、今現在でも日本の特殊性として問題視される持ち合い構造への胎動が始まる。先に所有構造にタッチしていきたい。

戦前戦中において官民一体となり暴走してしまったそれまでのトップダウンの資本主義の形を改めさせようと、GHQ と新政府は、富が国民に広く分散される形を理想として、財閥や富裕層から集められた株式を一気に市場に放出し、それは従業員などにより購入された。それにより、東京証券取引所が設立された 1949 年当時の個人の持ち株比率は 69%と極めて高かった（図 6）。

図 6：所有者別持株比率推移



出所：株式会社大和総研「株式持合いの変遷と展望」2011年7月⁷

続いて、東西冷戦の影響もあり、身内となった日本への GHQ の強権的な圧力がその後急激に弱まり、最初に解体指定を受けた 325 社にも及ぶ企業群が、実は一部を除いて大部分がそのままの形で存続することとなった。また、当初から社会的コストが大きすぎるといった理由などから解体の対象にされなかったのが銀行であり、企業の発行済み株式の 5%を上限に保有（継続及び新規購入も含め）出来ることとなった。

⁷ 1985 年度以降は単位数ベース、2001 年度からは単元数ベース。金融機関は投資信託、年金信託を除く（1978 年度以前は、年金信託を含む）。2004 年度、2005 年度はライブドアを除いている。2006 年度以降は、ジャスダック上場会社分を含む。

そのような所有構造と企業の置かれた状況の中、復興金融公庫の停止や、政府機関保有株式の節操ない売り出しなどで深刻な不況が発生し、個人株主の多くが生活のために株式を売却を余儀なくされ、ほどなく銀行がそういった株式を大量に取得するようになる。それと同時に、投機的に買い集められた株式を同じ企業グループ内で引き取ったり、予防的にグループ企業に頼み込んだりといったことが増えていった。こういった緊急避難的な動きが持合い形成の第一期となったのだ。

5. 持合いを加速させた昭和の新型資本主義

先述の通り、戦後財閥解体とその後の株式分散により、含み資産を多く持つ旧財閥系傘下企業の株式買い占めや乗っ取りといった事例が頻発し、経験のない多くの若い経営層の頭を悩ませることとなった。そこで前章で掲げた(2)経営の問題が重要となってくる。当時は、戦前の資本主義構造の象徴でもあった、持株会社を設立することは禁じられており、企業の長期的視点の経営を守るために、銀行を含む、グループ水平の関係性を維持しつつ、相互に助け合う持合いの構造が、経営を安定化させるための一つの手段として加速することとなる。

そして、このような企業集団再結成が進捗し、その象徴となったのが、1950年頃から順次始まり、今でも形を変えて現存する、旧財閥系や銀行系を中心とする「社長会」の存在であった(図7)

図7：主要企業グループの社長会(1996年時点)

	三井	三菱	住友	芙蓉	三和	第一勸銀
名称	二木会	金曜会	白水会	芙蓉会	三水会	三金会
会社数	26社	28社	20社	29社	44社	48社
設立年	1961年	1954年頃	1951年	1966年	1967年	1978年
開催日	毎月1回 第1木曜日	毎月1回 第2金曜日	毎月1回 第4水曜日	毎月1回 第4月曜日	毎月1回 第3水曜日	3か月に1回 第3金曜日

出所：宇田川勝・生島淳編「経営者に学ぶ日本経営史」

株式を相互に持ち合う主要な理由は、長期的な目線で、企業を短期視座の株主から守り、事業と産業を成長させる、ということであり、当然ながら当時の日本政府の方向性と合致しており、勢いを増すこととなるが、その思想の通奏低音部分

として無視してはならないのが雇用の安定化への渴望である。内部昇進型の人材が経営を司る中、世界と伍すような産業の発展には技術力の向上が不可欠であり、熟練労働者や技術者の流動性を低下させ、自社内で技術蓄積を図ることは資本の安定化と共に経営の最重要課題の一つであった。

そのため、これも日本独自である企業別労働組合の結成が主流となり、企業別に工場労働者と事務職員の分け隔てなく合掌した、いわゆる家族主義的なエネルギーが 60 年台～70 年台の高度成長のエンジンとなる。そのような経営と現場の関係の形は 1958 年に出版された J. C. アベグレンの「日本の経営」にて、初めて客観的な視点で分析され、今でも言葉として存続する「終身雇用」という概念が提示された。

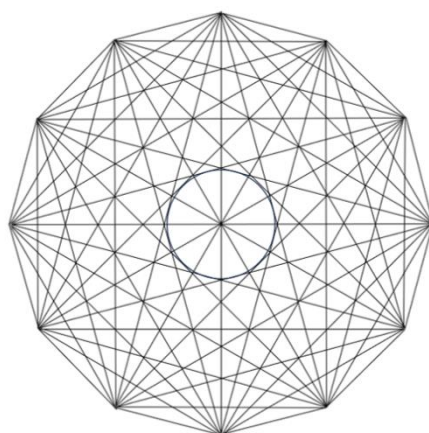
アベグレンは実際には日本的経営の特徴を賞賛するだけでなく、労働者が過度に守られており、生産性が欧米に比べて極めて低いという建設的な批判もその著書で行ったが、実際にはそのような日本的経営が（非効率な面を認めても）高度成長の原動力であったことは間違いなく、この終身雇用、年功賃金、企業別組合を神格化する風潮が 1970 年代には台頭し、1979 年には、日本の経営手法を世界が学ぶべきという論調で有名な、「ジャパン・アズ・ナンバー・ワン」が出版された。

このように経営史的な観点で事実関係を辿ると、日本独自の持合い構造自体が、歴史の荒波にもまれつつ、極めて経路依存性の高い状況で、時代に即して形成されたことが理解できる。そして、その所有構造に支えられたことで日本が 20 年という極めて短期的な時間軸で経済大国として主要先進国に肩を並べたことは一つの歴史的事実として肯定されてもいいと考える。しかし、このような日本賛美が頂点に達する中、当時の内部監督型の日本の企業がバナンス構造の薄弱性がバブル醸成の道筋に寄与していたことも現在では一般的に認識されている。これについては 7 章で触れる。

持合い構造の理論的な部分に話を移す。法人の「ヒト」化の問題である。ここには、先述の岩井克人先生の論点⁸を引用させていただく。以下の 12 角形の図は岩井氏によるものであるが、問題の本質が簡単及び痛烈に表現される。

⁸ 岩井克人著「会社はこれからどうなるのか」「経済学の宇宙」より

図8：12社による持合い構造の概念図



出所：岩井克人著「会社はこれからどうなるのか」より引用

ここでは、仮想の状況として12社で企業グループを結成し、相互に助け合うという緩い連携の下で他の11社の株式を5%ずつ持合うこととする。そうすると、自社の発行済み株式の55%をそういった相互扶助関係性のある11社で過半数所有することとなり、取締役の再任等の決定を実質支配することとなる。たかだか12社の5%程度の持分の連携で一般株主の議決権をほぼ無意味なものとする構造を構築することが可能であり、経営の方向性をそのグループで決定づけることとなる。これはプレーヤー同士の「競争」が前提となる資本主義システムの中で「契約などによらない多数水平連携」が存在しうることを示した極めて経営史的に興味深い現象であり、まさに日本人の、ある意味信頼ベースで動く社会規範があってこそその現象とも捉えられるが、そのさらなる考察は他のアカデミアに譲るところである。

いずれにせよ、そういった連携の中で銀行が金庫番として企業のモニタリングを担い、さらに融資という形で資本も拠出する番頭役となるが、基本姿勢は、経営に問題ない場合には介入しないという暗黙の了解があり、経営者が様々な株主の声に翻弄されることなく、資本蓄積と技術蓄積を最優先する長期経営が可能となった。悪く言うと、特定の支配株主が居らず、オーナー企業でもないにも係らず、内部昇格によって経営を担うこととなった経営者が、取締役会のリーダーとして、さもオーナーのようにふるまえる環境が成立する。これは、「経営者革命」と称された1930年代～1960年代の米国と似ている。

そして、制度的にもそのような環境を支える要素があった。会社法において、取締役会と代表取締役制度が1950年から導入されたが、独立社外取締役は必要と

されず、多くの企業では、持合い関係先の経営者が社外取締役として招聘された。代表取締役という制度も、米国的システムを形だけ導入したこととなり、株主からの監視に対して緊張感を常に要求された米国の CEO の状況と異なり、従業員の中から競争を勝ち抜いて昇進してトップ（社長）に就いた人物が同時に代表取締役にも就任する形が自然と定着した。社会経済が比較的安定し、成長していた時代に最も相性が良いと考えられる「連続的な変化及び改善」を互惠関係において是認し、過去からの線形の発想による事業経営が主流となり、それらをグループ企業間で相互に、「あ、うんの呼吸」で内部監督していくシステムとしての取締役会運営がこの時代の経営の中心となった。

当時のコーポレートガバナンス体制と取締役会運営の特徴と問題点は、太田行信著「経営者革命としての日本的経営者モデル、株主反革命としてのコーポレートガバナンスコード（2023年）」⁹に以下のように簡潔に纏められている。研究者により異なる見解がある分野であるが、太田氏の見方に筆者も基本的に賛同する。

- **株式持合い構造からくる株主交渉力の弱さ(もの言わぬ株主)**
- **株式持合いのための資産の固定化、株主資本の空洞化と間接金融への過度な依存**
- **内部者に占められた、外部の牽制が効かない取締役会、代表取締役の絶対的権力**
- **新卒一括採用と男性従業員中心の年功序列昇進制度のなかでの均質組織**
- **経営者階層の流動性不足と交代市場の不在**
- **企業別労働組合による労使一体協調体制と労働者からの圧力低下**

この互惠的な関係が今現在でも、形として「政策保有株式」「安定株主」のように言葉を変えて存在し、ガバナンス力の本質的な力を弱める極めて重大な問題と通じる部分なのである。経営者としての高い倫理性を体現した、渋沢栄一や高碕辰之助がもしこのような状況を見ることが出来たとしたらどのような感想を持ったか、想像に尽きない部分である。

6. 米国における株主構造の歴史

前章では、日本における「所有と支配の分離」の歴史的経路とそのロジックやガバナンスに対する潜在的な影響につき考察したが、実は米国においても資本主

⁹ https://researchmap.jp/yukinobu_ota/published_papers/41877943

義成長過程において大きな潮の満ち引きがあったことを本章では簡単に紹介する。日本独特と感じられていることが、実はそれは現象面だけを見た表面的な理解であり、日本も米国も構造の進展と変化において似たような状況があったことが理解いただけるであろう。今後急激に進むであろう日本の上場企業における所有構造の変化の方向性に対し一つのヒントとなるものと理解している。

米国の資本主義の歴史研究において、避けて通れないのが、会社法学者の A. バリーと経済学者の G. ミーンズが 1932 年に共著として発表した「近代株式会社と私有財産」という著書である。これは二人が実施した壮大な実証研究における論文であるが、米国の企業が巨大化し、大規模な資本調達の中で株主が分散化し、株主自体の経営への無関心化により、企業の所有者とは言えない専門経営者¹⁰が会社を支配するようになっており、極めて重大なガバナンス上の問題となっていることを提起した。バリー＝ミーンズによると、大株主が発行済み議決権の 20%未満しか保持していない企業を「経営者支配」と定義し、1929 年に大企業 200 社を調査したが、その経営者支配企業が全体の 44%に及ぶという調査結果であった。

また、より好意的に解釈し、資本主義の進化であるという観点で、1941 年 J. バーナムは著書「経営者革命」にて、所有に基づく所有者支配の時代から、所有に基づかない経営者支配の時代が来たのはまさに経営者による資本主義の革命であると提唱し、賛否両論入り乱れ様々な論考がなされた。ロックフェラーやカーネギーといった、以前より所有と支配の構造を堅持していた大資本家との対比という意味で、このような株式市場の民主化、所有の分散が進んだことが当時一般的には良いこととされた。そしてそのことが、GHQ が戦後日本で主導した証券市場の民主化の一つの背景であったと推察されるが、そういった過度の所有の分散化による問題も実はこのように米国内で当時から指摘をされ、論争となっていたことは興味深い。ただ、この経営者支配は 1960 年台まで継続することとなった。

第二次大戦後の米国資本市場では、経済的には好況となり、経営を支配した多くの専門経営者の会社拡大の野望に火が付き、1960 年代後半にはある意味収益性を無視した拡大型、拡散型の M&A や付随的なスピノフが一大ブームとなり、多くの大企業でコングロマリット化と収益性の低下が進行した。その活況な資

¹⁰ Mabel Newcomer の 1950 年の 428 社の調査によると、専門経営者の 50.9%が経営している企業の株式の 0.1%未満しか保有をしておらず、32%が 0.1%～1%の所有であった。

本活動を支えたのが 1960 年代から同じく台頭し始めた年金基金やミューチュアルファンドであったが、そういった機関投資家が徐々に市場で力を強めていった流れは「経営者革命」へのアンチテーゼとして「株主反革命」と呼ばれた。

そのきっかけは、大戦に従事した国民の英雄ともいえる世代が仕事の引退の時期を迎えつつある中、その老後の生活を守るべく 1974 年に従業員退職所得保障法（通称 ERISA 法）、1978 年には内国歳入法（401K）が整備されたことによる。簡単に言うと株式投資の利益に対する課税が退職後まで繰り延べられることとなり、多くの従業員が株式投資をするインセンティブが増したことで、そういった従業員が個別に投資を考えるよりも企業がそういった年金をまとめて運用する専門部署を作るなど、それをビジネスチャンスととらえてその資金を預かり運用する機関投資家が一気に増えることとなり、市場の所有構造の様相が変貌したのである（図 9）。

図 9：米国における株式所有構造の変遷

	1970年	1980年	1990年	1995年	2000年
個人	68.0	58.6	50.3	49.1	42.6
公共部門	0.0	0.0	0.1	0.3	0.7
銀行	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
保険基金	3.3	5.3	4.6	5.3	6.5
年金基金	9.2	18.5	25.1	23.2	19.0
投資信託等	4.7	2.8	6.6	12.1	18.5
その他	11.6	9.8	6.3	3.7	2.6
外国人	3.2	5.0	6.9	6.2	10.0
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

出所：寺本義也・坂井種次編著『新版 日本企業のコーポレートガバナンス』より Hibiki 作成

しかし当初は、機関投資家は株式保有企業の経営には無関心で、所有している株式を頻繁に売買する短期的志向の浮動株主層であった。ただ、ベトナム戦争後に米国が不況に陥り、膨れ上がったコングロマリットが切り売りされるような M&A が活発化すると同時に、機関投資家の所有比率が徐々に高まるにつれ、大株主の立場を利用して、業績の低迷した保有先企業に対して株価の上昇のための経営改革に向けて圧力を行使するなどのアクティビスト化が進行した。取締役会に取締役を送ったり、業績悪化した企業のトップ経営者を交替させるなどがその典型的手段であった。株価に無頓着であると捉えられた CEO の更迭劇は、米国の代表的企業でもある IBM などでも頻発し、取締役会の反乱という言葉も

一世を風靡した。

同時に KKR、ブラックストーンなどといった大型の買収ファンドなども出現し、ジャンクボンド発行による LBO といった新しいファイナンス手法も開発され、企業コントロール (M&A) 市場も活性化したが、当然ながらその議決権の多さ故に、M&A の成否の可能性のキャスティングボードを握るのもこういった「金も口も出す」機関投資家が中心となり、1990 年代以降、所有と経営の分離による経営者支配の時代が終焉し、新しい株主復権の時代が到来したのである。

このように、米国市場の所有構造の変遷を駆け足で見ると、米国でさえも、その歴史の中で法人のモノ→ヒト→モノ化の大きな潮流の変化を経ていることが分かる。日本では戦後の混乱期の玉突き事故のような形で発生した持合い構造にて「経営者支配」が経路依存的に実現されたが、米国では、所有の極度の民主化 (分散化) 進展での株主の無関心化と無力化により、全く同じような「経営者支配」がなされていたことは、おそらく偶然ではなく、高度成長期における経営判断の迅速化や企業の技術蓄積や競争力効果の強化のために資本主義というシステム自身がお膳立てした、神の見えざる手のような必然ではなかったかと筆者は考える。

但し、問題は、米国では、このような機関投資家の出現と台頭で、株主反革命が実現し、資本市場におけるガバナンス面のモニタリング機能の進化とそれによる企業ダイナミズムの活性化により、現在まで続く未曾有の資本市場の活況が実現された訳だが、このような株主反革命は、日本においては、持合い構造の進化 (「政策保有株式」「安定株主」というように言い方が変化しているが本質的に同じ) 及び長期化で未だに本格的に実現していないということである。それが今後急速に不可逆的に実現する流れになってきているというのが本書の提言内容を支える重要な前提である。

7. バブルの醸成について

戦後の持合い構造の進展とそのガバナンスの問題点については 4 章で触れたが、本章ではその持合い構造がバブル醸成期に与えたであろうマクロ経済的影響について考察する。

持合い構造の最終到達地点とその終焉が始まったのが 1980 年代のバブル期で

ある。1960年代には、2度のケネディショックがあり、1970年代には2度のオイルショックと、株式市場にとって厳しい時代となった。1960年代にはスパイラル的な売りが加速したことで、政府は緊急的に株式を買い取る機構を発足させ、市場が安定化した後にその株式をグループ企業や銀行グループに売却をし、くしくもさらに持合い構造を加速させた。対内直接投資の自由化と共に外資からの買収懸念も生じ、企業は安定株主工作に勤しむこととなる。以下の図10は1980年の会社四季報新春号から抜粋した主要企業の大株主(上位6社)である。理論的に完全支配が達成される5%ずつとは言えないが、現実的にそれにかなり近い構造が依然として成立していたことが見てとれる。

図10：1980年の主要企業（抜粋）の株主構成

住友銀行		三井物産		三菱重工業		新日本製鉄	
住友生命	5.2	三井銀行	6.0	三菱銀行	5.4	日本興業銀行	3.0
日本生命	3.8	富士銀行	4.7	明治生命	4.0	日本生命	2.8
松下電器産業	3.6	東京銀行	4.0	三菱信託銀行	3.6	明治生命	2.0
久保田鉄工	2.6	三井生命	3.8	東京海上火災	3.1	富士銀行	1.8
住友化学工業	2.5	大正海上火災	3.2	三菱重工持株会	2.9	第一生命	1.8
旭化成工業	2.1	日本生命	2.5	日本生命	2.6	三井信託銀行	1.8
〈外国〉	0.2	〈外国〉	1.0	〈外国〉	3.2	〈外国〉	1.2
上位主要株主	19.8	上位主要株主	24.2	上位主要株主	21.6	上位主要株主	13.2

トヨタ自動車工業		日本郵船		日立製作所		日本電気	
三井銀行	5.0	東京海上火災	5.8	日本生命	4.2	住友生命	8.7
東海銀行	4.9	日本証券金融	5.7	第一生命	2.7	住友銀行	6.3
三和銀行	4.8	三菱重工業	4.7	明治生命	2.6	大和証券	4.9
豊田自動織機	4.4	明治生命	4.5	日立グループ社員持株会	2.5	住友海上火災	3.5
日本生命	3.8	三菱銀行	3.5	日本興行銀行	2.4	日本生命	3.4
日本長期信用銀行	3.5	三菱信託銀行	3.5	三和銀行	2.2	第一生命	3.4
〈外国〉	0.6	〈外国〉	0.5	〈外国〉	11.2	〈外国〉	2.1
上位主要株主	26.4	上位主要株主	27.7	上位主要株主	16.6	上位主要株主	30.2

出所：1980年会社四季報・新春号より抜粋

国内経済的には、日本の奇跡（Japan Miracle）といわれた1960年～1970年代前半が終焉し、経済規模の拡大とともに世界経済の波を大きくかぶるようになり、特に1985年のプラザ合意は日本全体に大きなショックをもたらし円高不況となった。しかし、その不況への対応として、日本銀行が1986年1月から1987年2月にかけて、公定歩合を5度に分けて5%から2.5%まで一気に引き下げたことが、マクロ政策的にバブルを発生させた最初の要因と目されている。経済大国となって内外収支不均衡が拡大し、内需拡大を各国から迫られていたこともあり、金融政策が過度に緩和的であり、結果的に思い返すと「悪い」政策であったことは否めない。

しかし、この緩和的な政策に、全員参加型で乗っかってしまう素地が、持合い構造による内部監督型ガバナンス構造で企業サイドに万全な形で準備されていたことは実は並列してバブル醸成の要因として議論されるべきであると筆者は考える。今、60代以上の日本人にとり、バブル経済は様々な形で記憶に残っているので詳細を述べることは不要であるが、本書に関わる文脈で記す。

まず、当時、結束された企業グループで最も重要なモニタリング機能を果たしていた銀行による間接金融型支配が、債券を中心とした直接金融市場の進化により、特に大企業の間で影響力が低下しつつあった中、金利低下による不動産価格の上昇によって、融資機能の価値復権を目指し、銀行が多くの企業に不動産投資や開発を支援、斡旋したことがバブル形成の油に大きく火を注いだこととなった。直接金融ではなく間接金融によるガバナンスと言われた時代であるが、その中心であった銀行自身の債権者である預金者に当然ながらガバナンス監視機能はなく、銀行の株主はそれぞれグループ企業で固められていては、そこにブレーキをかける「何か」は存在しえなかった。

さらに、企業自身についても資本コストの理解がなく、長期金利に対しても圧倒的に低い配当利回り（1980年～1986年平均で1.2%）で資金を調達できることもあって株式の増資によって資金を調達し、それをさらに本業とは関係のないファンド・トラストといった株式投資や不動産開発に注ぎこむ異常なスパイラルとなったことの要因にガバナンスの不在があったことは否定できないであろう。時代が浮ついていた、という感傷的な問題ではないと考える。

ただ、果たしてガバナンスが効いていたら拡散型の企業行動が抑制されたかどうかは、答えのない問であろうし、その時代の空気もあり、実はされなかった可能性も高いと筆者自身も考える。しかし、そうであったとしても、より株主価値を意識するオーナー系企業や持合いの少ない外部監視の強い企業の方が、経済情勢（特にバブル終盤期において）を警戒心を持って観察する蓋然性は、少なくとも理論的には高かったであろう。

最後に、株価と不動産バブルの発生という現象面だけを見ると、表面的にはずいぶん異なるが、株主不在による経営者支配の暴走という観点からみると、米国の1960年代のM&Aブーム及びコングロマリット化とその発展的経路につき類似性がある。インフレ環境下で、資産の値上がりについていく手段が当時の米国の場合では、資産を抱負に抱える割安な企業の買収であり、日本の場合不動産投資とウォーターフロント銘柄といった資産株であったと考えられる。前述の通

り、米国ではその後に株主反革命という、振り子が戻る局面が反作用として即座に出現したが、日本においてバブル崩壊によりある程度振り子が戻ったとは言え、米国程には完全に戻らなかったことが興味深い。

8. デジタル化の地殻変動と日本企業の地盤沈下

また、直接的な関連を指摘することは困難であるが、この所有構造が世界のデジタル化の進展に対しての日本企業全般の機動的な対応力の欠如という現象の遠因でもあるという意味で、その影響は完全に排除することもできない。ここではそれについて私見を簡単に述べさせていただく。

日本企業、特に電機メーカーを中心とするエレクトロニクス産業が世界を席卷していた時代の一つの特徴は 20 世紀の象徴である、「アナログ」を中心とした技術進化の時代であったということだ。中野明氏「IT 全史 - 情報技術の 250 年史」に詳しいが、日本企業はその時代進化に極めて柔軟に対応できる特質を持っていたと言える。アナログ信号の特徴は、デジタルとの対比で言うと、それが「連続した波形である」という点に尽きる。デジタルは「0」と「1」のビットという単位で表現される「離散型」の信号である。そのアナログの歴史は古く、それこそ通信回線に音声を乗せるというコミュニケーションの欲求から始まり、電話、無線通信（ラジオ）、テレビ放送、と段階を経て進化していった。その技術進化は消費欲求の面から大衆化されたが、同時に企業意思決定や連携の方法の進化にも大きく貢献した。

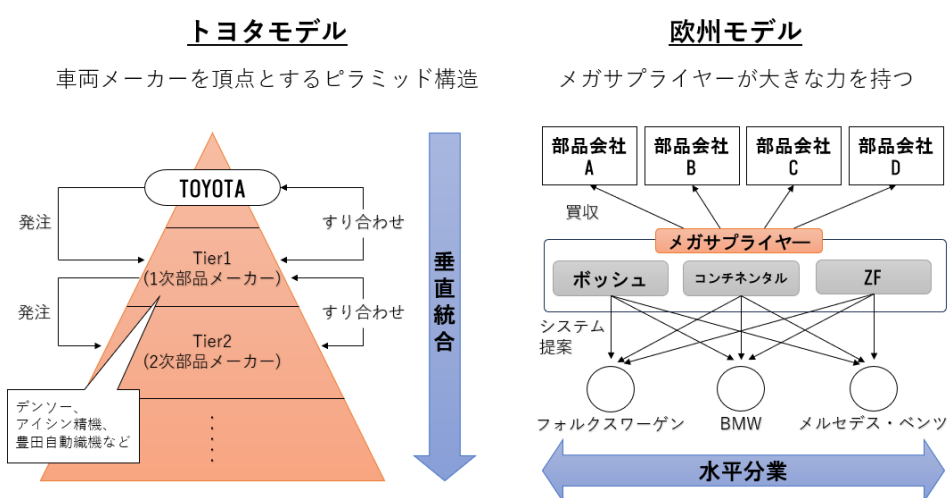
そこで大切になったのがハードウェア、それがステレオであり、テレビであり、電話であり、ファクスマシンであり、様々なモノ（ハード）であった。一つ一つの情報信号と経路が断絶されており、昭和後期にテレビのスピーカーから流れる歌謡曲にカセットデッキを必死に近づけて録音し、多少の雑音など気にせず何度も聴いていた時代は既に歴史で語られるのみのものとなった。

日本企業が得意としたのは、欧米が 19 世紀から進化させてきたこのようなシステムを受入れ、進化させてより良いものを作ることであった。そこには当然ながら 4 章で見てきた、企業間を超えた連携体制が極めて強い効果を発揮する。

持合い関係と若干異なるが、同様の効果を発揮したのがこちらも高度成長期に発展した日本独特の「系列システム」である（図 1 2）。特に自動車メーカーと

電機メーカーはその中心であり、旧財閥グループとは異なる独自の発展経路をたどってはいるが、前出の 7 章図 10 を見る限り、株主は当時の大手銀行等で固められている。また例えばトヨタ傘下の主要企業などはそれこそトヨタの直接間接の持分で十分な連携を生むようにコントロールされていた。以下の図はそのような連携を前提とした生産システムを欧州型のシステムと対比したものである。

図 1 1：トヨタ型と欧州型自動車生産モデル



出所：週刊東洋経済 2017 年 4 月 29 日号

世界でも有名になった、Just-in-time という生産システムは、企業間を超えた多くの企業の滅私奉公ともいえる強い連携が生んだアナログ時代の最高傑作であった。Face-to-face で多くの企業の研究者や技術者が連携し、生産システムを人間の体の血流のように連続的に結合し、それを実際に運用したのである。実は米国も同じような垂直統合型で企業が発展したが、かたや、欧州モデルは、水平分業が歴史的になされている。

自動車業界のデジタル化は EV 化の流れでまさに急激に進展している最中であり、米国でも部品大手のコンチネンタル社が、EV 部門を 2021 年にスピンオフするなど激動の時代に入っているが、数十年前に先行して地殻変動が起こったのが電機業界であり、様々な違った信号形式にあうベストなハードウェアを極めて高度な暗黙知によって創造する意味がすたれていったことは皆の記憶にも新しいことと思う。このようなデジタルの地殻変動の最も震源の大きいものは、20 世紀終盤で米国で始まった WWW (World-wide-web) であることはおそらく

多くの方が同意するところであろう。性能が良いマルチメディアパソコンが普及しつつあった 1990 年代に、WWW が出現したことで、それまで都度アナログ・デジタルの変換がなされていた情報がほぼ全てデジタルでやり取りできるようになる。そして時代を大きく変えた、2007 年の iPhone の出現で、デジタルが人々の生活を支配するようになる。

デジタル時代には情報がフラット化し、大量のデータが時間的及び情動的ロスもなく簡易に伝わるので、すりあわせというよりは水平分業によるモジュール化が特に優位となる。半導体製造ファウンドリとして世界最大となった 1987 年創業の台湾の TSMC はまさにデジタル化時代の恩恵をビジネス面から受けると同時にその時代に合った「分業の事業モデル」特性をいち早く見抜いた創始者のモリス・チャンの俗人的なビジョンの賜物であるが、それを可能としたのが、実は台湾政府であったことは興味深い。米国でキャリアを積んでいた彼を呼び戻し、しがらみを断ち切り、トップダウンで権力と資本を与えたのである。

ご承知の通り、連携のメンタリティは、漸進的な変化に強く、独創的な発想に対しては、マイナスの効果を発揮しやすい。また、人間を含む生物全般は、その進化の過程で環境変化に対して本能的に防御的な姿勢を持ちやすい。元々そのような本能を持っている人間が居て、集団的意思決定である取締役会や、経営会議において、似たような立場、経歴、発想の人間において構成されており、それを補強する盤石な所有構造があったとしたら、変化の萌芽が極力排除されてしまうような意思決定をする蓋然性が高くなることは自明の理ではなからうか。

3 章において、明治時代、渋沢栄一に代表されるような所有型経営者、また中上川彦次郎に代表される（転職型）雇用の専門経営者が中心となり、百鬼夜行の激動の時代において日本の資本主義を発展させたことに触れた。そこには、ある意味連携も何もなく、食うか食われるかの競争があり、自身の財産と人生を賭けた闘いの連続で、俗人的な嗅覚、エネルギーそして倫理観がものをいった時代である。

現在、そのような自己批判を消化しつつあり、守りだけではなく攻めのガバナンスも強化し、復活する日本企業が増えていることは、一投資家として嬉しく思うが、それでも過去 30 年間を見ると、上記のような連携やそのシステムを担保した持合い構造に過度に依存しなかった新興企業の成長の方が著しいことは、明らかである。現在時価総額日本上位 10 社に入るキーエンスの上場は 1987 年であり、ファーストリテイリングは 1994 年であり、大企業ではあるが比較的歴史

の浅い企業である。

このようにデジタル化時代に成長した企業とそうでない企業を、所有構造やそのガバナンス構造から議論した分析はまだほぼなく、今後のアカデミアの研究に期待したいところであるが、ここではその因果関係の一つの見方ということの問題提起の意味で提示をさせていただいた。

9. 役割を終えても続いた所有構造と今後の急激な変化の足音

今まで様々な視点で、持合い構造が、一時代には強い効果を発揮し、反面、時代が変化すると共にマイナスの効果を発揮してきていることを、様々な史実やアカデミアの考察を交えながら論じてきた。しかし、大いなる疑問は、持合いというものが、時代の役割をほぼ終えたともいえるのにかかわらず何故現在においても形を変えて残ってしまっているのか、何故バブル崩壊 30 年を経てしても資本市場全体としての株主反革命がまだ起こっていないのか、ということである。尚これに対しては残念ながら筆者も明白な答えを持ち合わせていない。

バブル崩壊は、明治維新と同じように、大きな社会変革の機会であり日本再生のチャンスであった。多くの大企業が倒産し、不良債権問題は極めて深刻で、外資の参入やファンドの参入も相次いだ。ただ、それまでの膿を出し切り、持合い構造含めて、ガバナンスシステム、経営システム全般を変えていく気運が市場全体に浸透せず、今この 2020 年代に入って外部の声である GL 社や ISS 社が声をあげねばならなかったことに、日本企業全体としての自己変革力の低さがあることは間違いない。

資本主義の本質や所有と経営の分離、そして経営者支配の意味の理解や分析がアカデミアの世界にとどまってしまう、ビジネスの世界にて充分議論及び消化がされずに、状況対応型でアクティビストの台頭などを単なる現象面として表面的に捉え、その構造的側面から目を背けてきたようにも見える。

しかし、時代は既に待ったなしで前進している。(1) 所有構造の変化と、(2) 従業員ロイヤリティの変化という 2 点で解説する。

(1) 所有構造の変化 – BIS 規制と銀行

先述の通り、日本の高度経済成長を実現させた立役者として、グループを支える番頭としての銀行の役割が挙げられる。各企業集団の中核に位置する銀行において、結束の象徴である政策保有株の保有はそれまでのシステム及び伝統などを維持するうえで必要だったと考えられる。しかし、90年代後半にバブルが崩壊し所有株式を売り出し利益を出す、いわば、「持合いの崩れ」が始まった。とりわけ、持合いの中心にいた銀行は不良債権問題を経て体力が低下し、また様々な規制が厳格化される流れの中で、所有株式の売却をする差し迫った必要が生じ、さらに今後その流れが加速すると筆者は見ている。

最近の規制強化の中でも、とりわけ金融危機の再発を防ぎ国際金融システムのリスク耐性を高める観点から、自己資本比率規制が厳格化されたことについて考えたい。2017年3月には自己資本規制の最終版にあたるバーゼルⅢが最終合意された。これにより2023年1月1日から様々な施行が各国で順次行われる形となった。日本においても、バーゼルⅢ対応に向けて、2022年4月28日、金融庁が、バーゼルⅢの最終合意を踏まえた、「銀行の自己資本比率規制の改正告示(確定版)」等を公表した。リスク資産におけるリスクウェイト(RW)が各種引き上げられ、株式においては現状の100%から250%に上げられることになった。

これにより銀行としてはRWの高い資産を減らす必要が生じ、政策保有株についてはもう持ちきれない状況となった。バーゼルⅢの波が到達した同時期から日本を代表するメガバンクは図12が示すように次々と政策保有の縮減方針を打ち出し、特に三井住友トラストHDは2021年5月に早々に政策保有株式の全売却の方針を公表し、市場を震撼させた。

図 1 2 : 大手銀行の政策保有株縮減方針

金融機関名	保有簿価 (億円)	進捗と今後の展開	削減目標 (億円)	目標時期
三菱東京UFJFG (信託銀行含む)	18,500	2022年度は約1,540億円の政策保有株式を売却。2021年度から2023年度の3ヵ年で5,000億円の政策保有株式の売却をめざす。	5,000	2023年度末
みずほFG	9,973	15年3月末に簿価で2兆円近かった残高は今年3月末時点で約1兆円に半減。今後3年間で3000億円を削減し、純資産に占める保有残高を時価で20%未満とする。	3,000	2025年度末
三井住友FG	11,500	5ヵ年で3,000億円の削減計画（2020～24年度）に基づき、2022年度迄の3年間で1,800億円を削減。今後3ヵ年で2,000億円を削減する計画。次期中計期間中に純資産に占める残高20%未満目指す。	2,000	2025年度末
三井住友 トラストHD	5,000	2017年3月期から21年3月期までの5年間で計1426億円（簿価ベース）を売却。23年度から3年間で1500億円売却し、最終的に約1兆4000億円をすべて売却する。	1,500	2025年度末

(注) 保有簿価は MUFG は 2021/3 期、他は 2022/3 期ベース

出所：各社 2023/3 期決算説明会資料より Hibiki 作成

昭和初期から持合いの中心的存在を担ってきた銀行は既にこのように、世界で闘う上では、株式の保有縮減はやむを得ない状況である。これは日本のこの所有構造のガバナンスや所有構造の問題と全く違った視点で起こっているやに見えるが、大元をただと、リーマンショックで露呈した米国の大手投資銀行などのガバナンス不在の状況でバランスシートでリスクを取りすぎて金融システムが崩壊しかけたことの反省から、“too big to fail” の大手銀行には予防的措置を取らせるということであり、視点を変えると実はガバナンスの問題でもある。

(2) 従業員ロイヤリティの変化

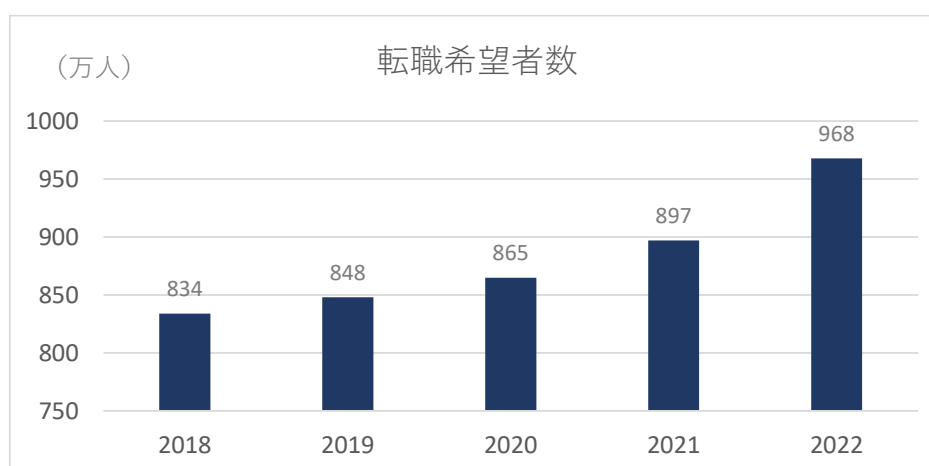
4章に記述の通り、そもそもの持合いといった構造を開始するインセンティブとなったのは、自社内への技術蓄積を可能とする従業員の安定化であった。そこには、「企業内特殊的技術」が大切にされた産業資本主義時代の象徴的な特徴があった。その先人達の技術蓄積の賜物として今の姿がある企業も多く、日本の機械や精密加工などの技術はそのお蔭で依然として世界トップレベルであることは世界的に認められている。

しかし、二つの意味で、“初期の”持合い構造が守ろうとした当初の終身雇用の概念は形骸化している。一つは、技術蓄積が既に企業内では完結出来ずに、世界的なネットワークの中で発展する時代（まさにデジタル時代）に入っているということである。技術力を進化させる上でも新しい発想や違った専門性を持つ中途

採用の重要性は高まり、また、様々な国の人々と高いレベルで議論できる対外的コミュニケーション力も必要とされ、新卒による純粹培養型人財“のみ”で、動きの速い世の中の舵取りを任せられる組織や次世代幹部人財プールを育てることが極めて困難となっていることである。人財は一定程度他社に流出してしまうことを前提に、反対に他社からも途中で獲得せねばならない環境となっている。

また、二つ目として、図13にある通り、既に実際のここ数年の年間の転職者である約300万人を大きく超えて「転職希望者数」は近年1,000万人近くまでに激増しており、従業員サイドから見ても一社で一生を過ごすことが全く当たり前でなくなっていることが挙げられる。ネットワーク型社会であることで、必要とする技能を身に着ける、もしくは進化させるべく、転職することが良いキャリアを形成する重要な手段になっている。一企業の経営者としては悲しい事実であるが、それが現実である。

図13：転職希望者数推移（2018～）



出所：総務省「労働力調査」より Hibiki 作成

このように、持合い関係を堅持する中心的存在であった銀行が否応なく売却に転じていることと、そもそもの持合い関係が守ろうとしたはずである人材確保の考え方も大きく変貌してしまっている。

当時持合いが企図した「長期的視座の経営」も、実際に一定時期は極めてうまくいったが、時代の変化を読み、機敏に対応する「攻めのガバナンス力」が弱いこともその後の経緯において露呈された。今の時代において、企業の価値を向上させるための持合いのメリットは一体何なのか、良い理由を絞り出すことは困難となっている。つまり、持合い、政策保有株式、安定株主といった定義は、既存

経営者にとっての「暗黙の賛成票」という意味以外の意味をほぼ失い、さらにその後ろ盾であった銀行は BIS 規制強化というエクスキューズを得てそのポジションからそろりと下りつつあるのだ。

10. 6つの提言: 持合いから、建設的な株主構成へ

前章までは、過去の日本の資本主義の肯定でもあり否定でもあった。これは、日本経済社会の今までの発展の経緯をもってして、致し方ないことかと思う。この最終章においては、そういった日本の経緯を十分に理解する一人の投資家としての提言となる。筆者は有名でも何でもない小市民であることも事実でもあるが、一個人として日本の過去の経済社会発展に対する深い敬意と様々な問題を指摘せざるを得ない苦しみがあった上での提言であることは強調しておきたい。

であるからこそのこの長すぎる前振りであり、この日本という経済社会が歩んできた栄華と苦悩を消化した上で前に進むための提言である。ありきたりの内容とも取れるかもしれないが、今まで長々と展開してきた議論の文脈と掛け合わせていただきたい。

さて、では、政策保有株式の関係性が今後加速的に解消されていく中で、企業価値の最大化、資本市場での評価の最大化のために能動的にどのような株主を惹きつけていくかを包括的な中長期の事業・経営戦略の一環として検討及び実行する企業と、そういうアプローチを取らない企業に二分化されていくと考えられるが、以下は積極的なアプローチを取る企業に対する 6 つの未来志向の提言である。全ての企業がそうあるべき、とも、全ての企業でそれが可能であるとは筆者も考えておらず、そうでない企業は M&A や MBO を活用し非公開化を目指すべきであると筆者は考える。

提言1: 経営者、従業員が多くの自社株を所有する

提言2: とことん自社株を買う

提言3: アクティブな機関投資家を惹きつける

提言4: 個人株主をファンにさせる

提言5: 外国人株主を積極的に受け入れる

提言6: 他社を買収し積極的にシナジーを実現する

提言1：経営者、従業員が多くの自社株を所有する

所有と経営の分離は経済社会が発展し、企業が大規模化する流れにおいてある意味必然ともいえるが、それがプリンシパル・エージェントの問題を出現させ、意図する形及びせざる形の両面において「経営者支配」の潜在的問題を引き起こすことは既に述べた。この問題を最小化する上で、その企業の経営に携わる人間が、自身の企業の価値上昇による資産増加という形で経営の成果を得ることに倫理的な問題はない。[2022年 年始レター「経営者の覚悟」\(リンク\)](#)の5章にてGMの例を挙げさせていただいたが、時にどうしても近視眼的になることがその性質上排除できない資本市場と対峙していく上で、その時間的ミスマッチの受け皿として自己株買いを行い、インサイダーであり共に汗を流す仲間である経営幹部や従業員に付与していくことはしごく合理的である。株式報酬として持ち分を積み立てさせ、退職金として取り扱う場合の税務メリットも存在する。

提言2：とことん自社株を買う

政策保有株式の売却は当然ながら自社株の市場での供給圧力となる。自社のことを良く理解して長期的視座をもって所有してくれそうな機関投資家に吸収してもらうことも可能であるが、(M&A等のインサイダー案件が走っている場合を除き) 先ずは自社で吸収することがコンフリクト回避及び実行可能性という意味で優先すべき手段であろう。既に言い古されてはいるが、自社株は、提言1のような株式報酬にも活用でき、M&Aの通貨(株式交換)としても活用でき、それらの喫緊のニーズがなければ消却をすれば良いだけの話である。東京証券取引所(「東証」)の今年に入ってからの様々な発行体への呼びかけに応じて自社株買いは増加しており、若干行き過ぎという論調もあるが、様々な投資プラン(設備投資、事業投資、M&A)と並列にリスクリターンを検討し、自己株への投資のROIが高ければそれを実行することには何の理論的破綻もなく、こちらもしごく合理的である。ただ、「事業や戦略投資とのリスクリターンを比較分析」した上で決断していない場合には、ガバナンス上の問題があると言える。東証が投げかけている資本コストによる議論において、市場が現状の株価から逆算される形で付与しているアズ・イズの資本コストが、経営陣が考えている資本コストより高すぎるのであれば、自社株を買ってその乖離が大きいことを市場に伝達すべきである。

提言3：アクティブな機関投資家を惹きつける

2章で述べた通り、投資家のパッシブ化は大きな流れとして避けられない現象で

あり、それによりグローバルなプレゼンスを持つ議決権行使助言会社の影響力が極めて大きくなっている。当然そういった助言会社の助言基準を意識することで機関投資家層全体を「支援型株主化」することも極めて重要な視点であるが、大変残念ながら、パッシブ投資家はその性質からして経営の根幹に関心はなく、彼らの資金流入や市場動向に応じて売買をする。であるからこそ、ファンダメンタルをベースにアクティブな投資判断をする機関投資家は、良くも悪くも自社の良き理解者であり、良い経営判断により、短期的には結果が出ないが企業価値の向上に資する長期的経営をしている場合には、良き応援者となる。当然ながらファンダメンタルの機関投資家と言えども助言会社の推奨は一つの判断の軸となるが、独自の基準において議決権行使をする局面も増えており、さらに売買に関しては、上記の通り、「良い経営をしているのに市場との時間軸ミスマッチが発生し、株価が下落し割安になっている状況」と判断される場合において、株式の買い手となってくれる。ただ、米国の歴史と今後の所有構造の進展可能性から類推するに、今後全ての機関投資家が少かれ多かれ「モノ言う株主化」し、様々な株主総会議案を是々非々で検討することとなろう。前提としては、ガバナンス・コードの基本原則4に記載の通り、取締役会として「適切なリスクテイク」が行われていることを投資家に広く指し示す努力が必要である。機関投資家を「良き友」とするには、相応のガバナンス上のコミットメントとその内容の市場への伝達（IR上の施策）が必須であることは言うまでもない。

提言4：個人株主をファンにさせる

日本においてバブルの崩壊を経て個人資産形成の手段としての株式投資へのイメージが痛んでしまい、個人投資家の存在感が低下して久しい。しかし「新NISA」の導入に代表されるように、貯蓄から投資への流れは、政策面においても重要視されている。今後こういった政策の効果により、株式市場に参入してくる個人投資家層が増える蓋然性は高い。個人投資家はファンド運用会社と違い、説明責任がなく、短期の株価を追うというよりは、長期のファンとして企業を応援するエモーショナルバイヤーであることも多い。であるからこそ、機関投資家と違ったPR的なアプローチが必要ではあるが、特にB2C企業において、自社のサービスや製品のユーザーや顧客をファン層と定義して株主になっていただくことの親和性は極めて高い。日本独特のシステムである株主優待もその一つの手段であったが、これは時代の流れで廃止される方向性にある。原点に戻り企業価値の向上（インカムゲインやキャピタルゲイン）でファンの期待に応えることは、実際本筋であり、株主の資産効果で購買力が増加して自社製品にさらに還流することも期待できる。ちなみに、米国の大手トイレタリーメーカーであるP&G（プロクター&ギャンブル）は、発行済み株式の60%以上を機関投資家が所有する、

極めて機関化された株主構成であるが、実は個人投資家も 35%程度を所有する¹¹という意味で、個人株主層に支えられた企業である。

提言 5：外国人株主を積極的に受け入れる

言うまでもないが、東証の投資部門別で最大の所有者は外国人投資家であり、概ね全体の 30%を所有する主体である。その比率は過去 40 年ほぼ一貫して上昇してきており、持合い解消部分の受け皿に既に担ってきたと言える。その文脈で、既に外国人投資家を意識せずに上場企業を経営することは不可能である。外国人投資家とは言っても、ほぼ全てが機関投資家であり、日本人担当者が分析を担当していることも多く、外国人として分けることが無意味化しているとも取れるが、重要なことは、国内の政策保有株式が大きく売りに動くときに構造的に購入主体となり得るのは誰か、ということである。

日本の年金資金は少子高齢化もあり、今後流出が増え、構造的には所有の拡大は期待出来ない。また、個人投資家層の拡大には上記の通り一定の期待があるが、その購入経路の中心は、個別企業に強い思い入れや感情がない限り個別株というよりは ETF や投資信託になろうことは想像に難くない。海外投資家と言えども 2 章の通りパッシブ化が進展する蓋然性は高いが、「構造的に継続資金流入が可能である」唯一ともいえる主体は外国人投資家であることは間違いない。「うちはまだ外国人投資家比率が低いから関係ない」という視点がもし一部経営者にあるとしたら、今後自社の株式を持ってくれる人が誰か、という長期視座に立った場合、完全に間違った発想であると言える。外国人比率が低いから「こそ」問題であると感じるべきであり、IR 資料、決算資料等の英語化は喫緊の課題として認知し、さらにその上で積極的に海外投資家にアプローチして認知度を上昇させていかねばならない。これは弊社から送付した [2022 年 7 月東証へのレター \(リンク\)](#) においても強調している点であり、こちらのエンゲージメントコメント¹²にも載せさせていただいている。尚、東証の視点も、企業は早急に英語化に対応すべきであるとみていると、筆者は感じている。

提言 6：他社を買収し積極的にシナジーを実現する

M&A は簡単ではない、ということは重々承知しているが敢えて最後の提言として申し上げる。株主をどうするか、という視点とは異なるが、今後 3~5 年程度の資本市場の方向性からすると必要なマインドセットであると考える。

¹¹ <https://www.nasdaq.com/articles/heres-what-the-procter-gamble-companys-nyse-pg-shareholder-ownership-structure-looks-like>

¹² https://hibiki-investment-news.com/eng/japan-exchange-group_20221122/

東証からのプレッシャー、議決権助言会社のハードル、ESG 視点のタスク、投資家自体のグローバル化など、上場企業として向き合わねばならない課題は激増の一途を辿っている。経営上の課題が日々山積する中、上場企業としてのリクワイアメントは今後さらに厳しくなっていく。過去のような「結果報告」を主眼とする IR 業務の延長線上では対応が困難であることは間違いない。上場企業としてそこに今まで以上の多大なリソースとエネルギーを振り向けることはマストである。そのような中、多くの企業が合従連衡や非公開化を視野に入れざるを得なくなることは想像に難くない。業界内や事業バリューチェーン上にそういった企業は常に潜在的に存在しているが、市場の激変によってより顕在化する（しやすい）状況が想定できる。提言 1～5 までを真摯に実行し、高い評価（高いバリュエーション）を実現している場合に、株式交換などで良い条件で他社を買収したり統合する可能性は高まる。また、6 章で米国のケースで述べたように、今後、日本においても選択と集中により企業価値を上げる目的のため、傘下の事業の売却や部門売却を模索する企業も増加するであろう。所有構造が変革する市場構造の変化を敢えて逆手に取り、企業として「適切なリスク」を取ることは「良い経営」の一つの条件であり、株主の評価にもつながり得る。



政策保有株式という概念が今後数年かけて消滅していくという視点の下、未来志向型の上場企業としてどう対応すべきか、上記の通り 6 つの提言とさせていただいた。「建設的株主」という表現では言葉足らずであるが、この提言自体は奇をてらうものではなく、一般的に言われていることである。ただ、本提言の背景やロジックを、1 章～9 章までの紙面を使い解説をさせていただいたつもりである。これは日本の上場企業全体への提言であり、それらをどう組み合わせでどう実行するか否かも含め各企業の問題意識と実行力に委ねられるところである。バブル崩壊以降、急激に輝きを失ってしまった日本企業と、世界の中で地盤沈下が進んだ日本の資本市場が共に復活するかどうかは、企業経営者と取締役会の危機意識とガバナンスの所在にかかっている。既に筆者の提言について当然のように実行している企業はリーディング企業としてその方向性でさらに邁進していただき、そうでない企業は今が変革のラストチャンスというつもりでご検討いただきたい。

以上

2023/8/26

Appendix

ドラッカー「マネジメント - 課題・責任・実践」(1974) 日本語版への序文より抜粋

本書は経営の「社会的責任」と「利潤」との間には、いささかも基本的対立のないことを主張している。逆にもし経営者が「“利潤の確保”こそ第一の社会的責任である」ということを認識し損なうなら、それは経営者の資格要件を問われるほどの決定的な誤認である。…….. 利潤はたんに企業経営者や投資家が「手に入れたいと願う」何ものかではなく、それは経済社会全体が必要とする何ものかである。ちなみに共産主義社会ですら資本主義社会と同じく利潤を必要としている。…….. 一つの社会をとってみると、ある時点でその社会の企業全体の五分の二程度が赤字を余儀なくされているであろう。そして全体の三分の一は、通常なんとか採算を維持する程度に運営されている。したがって黒字の企業は、つねに数においては彼らより多い赤字企業の方をカバーせねばならぬ運命にある。…….. アメリカ人がこれまでそうであったように、「利潤」が投資家や企業の経営者のみの追い求めるものとするのは、無責任きわまる態度である。しかしまた多くの日本人やヨーロッパの企業経営者のように、それを「汚い用語」だとして、なるべく考えようとしないのも同じく無責任な態度ではなからうか。…….. 経営者は彼の企業の活動が、外部の自然環境や社会生活に与える衝撃について責任を負っているが、彼はまた第一義的ではないにしても、彼の管理下にある経済的資源の節約につとめる責任もある。経済的資源の節約とは、明日の必要を満たすための最小限の「利潤」を意味すると考えてよい。各国の企業経営者がこのことを理解していないことこそ、実に今日経営者への信任がガタ落ちし、経営が脅威に直面している最も大きな原因の一つなのである。収益性は企業にとってなくてはならぬもの、つまり真の意味での「コスト」として強調することは、本書の中で終始変わらぬ主題の一つである。

100年前、渋澤栄一がわれわれに教えたことがあるとすれば、それは「経営者には責任がある」という一つのことである。しかし彼らの第一義的な責任は経済的責任である。彼らはそれを立派に履行してのみ、その社会的責任、なかんずくわれわれが過去数年はつきり意識するようになった外部環境に対する社会的責任に取り組むことができるであろう。