

**COE-RES Discussion Paper Series
Center of Excellence Project
The Normative Evaluation and Social Choice of
Contemporary Economic Systems**

**Graduate School of Economics and Institute of Economic Research
Hitotsubashi University**

COE/RES Discussion Paper Series, No.265

March 2008

日本企業の所有構造の発展過程（1950－2004）
—安定株主持株比率の測定—

岡室 博之

（一橋大学）

ウィワッタナカントン・ユパナ

（一橋大学）

沈 政郁

（一橋大学）

Naka 2-1, Kunitachi, Tokyo 186-8603, Japan

Phone: +81-42-580-9076 Fax: +81-42-580-9102

URL: <http://www.econ.hit-u.ac.jp/~coe-res/index.htm>

E-mail: coe-res@econ.hit-u.ac.jp

日本企業の所有構造の発展過程 (1950－2004) —安定株主持株比率の測定—¹

岡室 博之 (一橋大学大学院経済学研究科准教授)
ウィワッタナカンタン・ユパナ (一橋大学経済研究所准教授)
沈 政郁 (一橋大学経済研究所研究員)²

要旨

本稿は、現在までに証券市場に上場した企業を可能な限り網羅的に対象として、1950年から2004年までの日本企業の所有構造の変遷過程を考察する。歴史的な視点に立って、日本企業の所有構造の特徴とその長期的な変化を明らかにすることが、この論文の主な目的である。所有集中度は長期にわたり高い水準で推移していたが、1992年以後徐々に低下した。このことは、1992年以後、株主の構成に何らかの変化が生じていたことを示唆する。1990年以後の株主構成の大きな変化として、金融機関持株比率と法人企業持株比率の低下、外国人持株比率と従業員持株比率の上昇を挙げることができる。また1992年以後、安定株主持株比率が急激に下落していることも示される。この結果は、IPOの時期を基準にしてサンプルを複数のグループに分けても見ても変わらない。この傾向が持続するならば、いずれは米国流のコーポレートガバナンス・システムや会社支配権市場が日本にも形成される可能性がある。最後に、所有構造の測定においては子会社の処理に注意が必要であることが示される。

キーワード：所有構造；安定株主持株比率；同族企業；日本

JEL 分類コード：G32, N85, O16

¹ 本稿の執筆にあたっては、一橋大学21世紀COEプログラム「現代経済システムの規範的評価と社会的選択」と一橋大学経済研究所の財政的支援を得た。ここに記して感謝したい。すべての間違いは執筆者の責任である。

² Corresponding author: E-mail: jw-shim@ier.hit-u.ac.jp

1. はじめに

企業の所有構造の研究は、所有構造の決定要因を探るものと、所有構造を外生変数として捉え、企業の業績や行動との関係を検証するものに大別できる。既存研究の重点は後者にあるが、そもそも所有構造が外生的に決定されるのか、内生的に決定されるのかについても、明確な結論は得られていない。それには、理論的な枠組みがまだ十分に体系化されていないという点も関係しているが、データの制約や分析時期の違い、所有構造に影響を及ぼす制度の差異が大きく関係していると思われる。

そこで本稿では日本企業の所有構造を、歴史的な視点に立って、長期的に描出することを試みる。そのために、現在までに証券市場に上場した企業を可能な限りすべてサンプルとして、1950年から2004年までの所有構造の変遷過程を考察する。

日本企業の所有構造を長期的に分析した研究はすでにいくつか存在する³。既存の研究で使われているデータは個人・金融機関等の保有主体別持株比率で、これは企業の株式全体のうち、どの種類の株主（例えば金融機関合計）がどのくらいの株式を保有しているかを表すものである。このデータからは日本企業の所有構造の全体図を描くことができる。

しかし、この指標は経営者の意思決定に直接的に、また強く影響を及ぼすことができる大株主の分析をすることができないという弱点も持っている。もちろん、大株主の分布と保有主体別持株比率の分布は強い相関関係を持っているが、より経済学的に意味があると思われる大株主の所有集中度や構造、動向を分析するためには、直接的に大株主のデータを利用した分析が必要である。そこで、本稿では個別の大株主のデータを利用する。本稿で使われる大株主データは10大株主のリストとその持株比率である。データは各企業の毎年度の有価証券報告書から手作業により収集された。

本稿の構成は以下の通りである。第2節ではサンプル企業に関するデータの収集の過程を説明し、データソースやデータの制約等について議論する。第3節では、IPO（新規株式

³ 代表的なものとして、橋木・長久保 (1997)、宮島・原村・江南 (2003)等がある。

公開)の時期によって対象企業を区分し、同族企業の割合・子会社の割合・産業別構成・上場廃止確率など、各グループの特性について詳しく述べる。第4節では所有集中度の動向を明らかにし、第5節では制度と経済環境の長期的な変化と関連づけて大株主構成の動向を議論する。第6節では、2つの指標を用いて安定株主持株比率の長期的変化を観察する。第7節で本稿のまとめを述べる。

2. データの収集過程

日本企業の大株主のデータセットとして、日本政策投資銀行の企業財務データがある。しかし、このデータセットには1980年以前の大株主情報がなく、また1980年以前に上場廃止された企業が除外されているという問題がある⁴。最初の問題点は、有価証券報告書が1962年から出版物の形で存在するために、これを利用して手作業で入力することで解決された。ただし、必ずしもすべての企業の有価証券報告書が毎年存在しておらず、いくつかの企業に関してはデータの欠損がある。また、山一証券が1949年から1961年まで発行した『株式会社年鑑』を利用して、1961年以前の大株主のデータと1980年以前に上場廃止された企業(『株式会社年鑑』に掲載されているが、日本政策投資銀行のデータベースには存在しない企業)の情報を収集した⁵。

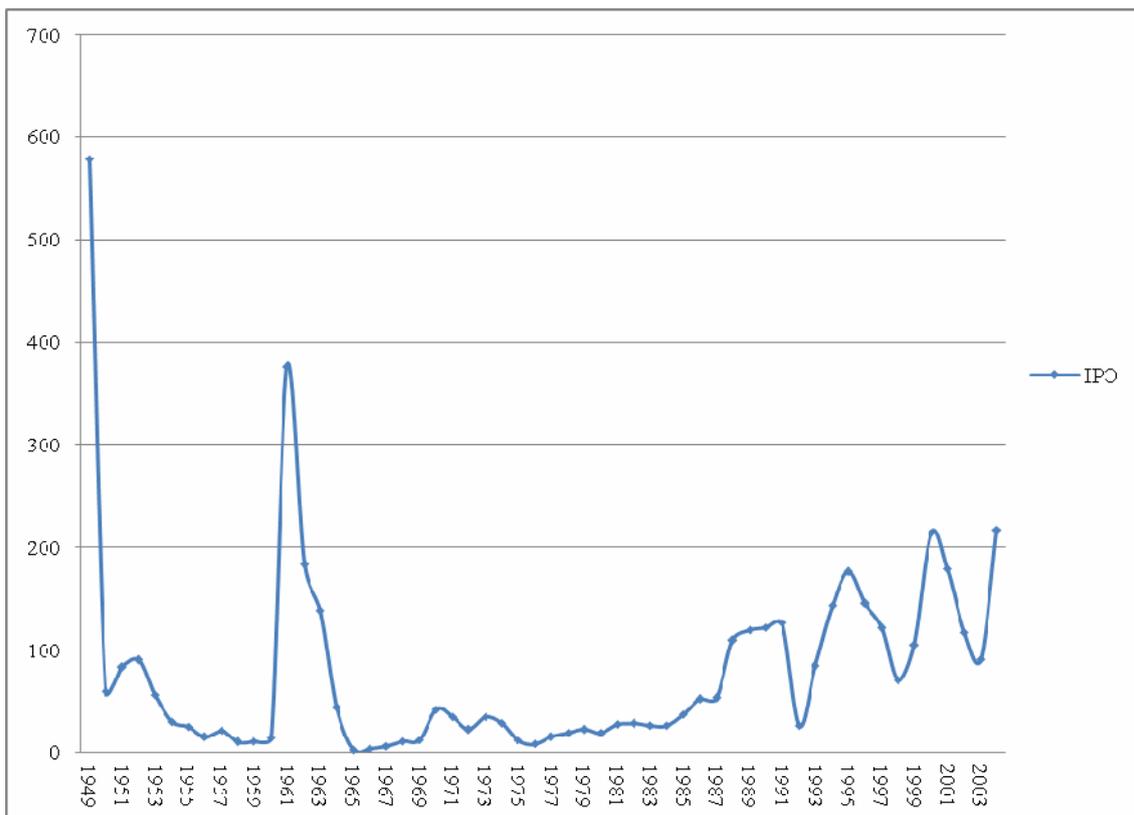
図1は上記の過程を経て集められたサンプル企業の分布を、IPO時期を基準にして示したものである。日本では1949年に戦後初めて株式市場が再開され、約580社がこの時に再上場をはたした。その後、1961年10月に二部市場がオープンし、1961年から1963年にかけて約700社が新規上場を果たした。これらは創業年数の比較的若い企業であり、その約60%が同族企業であった。その後、1985年までIPOは低い水準で推移してきた。しかし、1986年以後またIPOブームを迎えている。この時期にIPOを行った企業には日本証券業協会の

⁴ なお、1981～2004年の期間に、いくつかの企業についてはデータの欠損が存在するが、我々はそれを手作業でカバーした。

⁵ 以上の作業プロセスにより、現在までに日本の証券市場に上場した企業のうち95%以上をカバーできたと推測される。

店頭登録企業が多く含まれている⁶。IPO 件数は、バブル直後（1992 年）、金融危機の表面化（1998 年）、IT バブルの崩壊（2001 年）の時に大きな減少を示すが、基本的には増加傾向を示している。

図 1：IPO 件数の分布



実際の分析にあたっては、このサンプルを一定の基準に沿ってグループ分けする必要がある。すべての標本を合わせて分析するとさまざまな企業特性の違いが結果に影響を及ぼす恐れがあり、この違いを事前にある程度制御する必要がある。

本稿では IPO の時期を基準にして、サンプルを 4 つのグループに分ける。IPO を行うには、各証券市場で定められた基準を満たす必要があり、IPO の時期を基準にすることで企業の規模、年齢、収益性等が、完全ではないにしろある程度は制御されるからである。

⁶ 本稿では店頭登録も IPO として捉えている。

グループ1は1949年から1960年までに上場した企業で、一番古い企業群である。グループ2は1961年から1970年までに上場した企業で、当時の新興企業と考えられる。グループ3は1971年から1987年までに上場した企業群である。グループ4は1988年から2000年までに上場した企業群である。2001年以後に上場した企業は分析期間が短いこともあり、本稿の分析対象からは除外した。

3. グループの特性

本節では、前節で定義した各グループの特性を、いくつかの側面から検証する。

3. 1 同族企業と非同族企業

まず、近年、研究者の関心を集めている同族企業の視点から、企業を同族企業と非同族企業に分けてみよう。ここで同族企業の定義が問題になるが、本稿では、IPOの時点で創業者一族が上位10人の大株主に含まれるものを、同族企業と定義している⁷。

この定義は狭義の定義である。本来ならば、創業者一族が経営を行っているか否かも考慮すべきである。トヨタ自動車やスズキ、キヤノンの例に見られるように、大規模の企業では創業者一族が大株主の中に現れず、上記の定義では非同族企業に分類されるからである。しかし、ここで対象にしている企業全ての役員データを収集するためには膨大な労力が必要であり、役員情報を含めた同族企業の再定義とそれを用いたグループ分けによる分析は、今後の課題としたい。

次に考慮すべきは、子会社をどのように扱うかである。ここでは、親会社が同族企業ならば子会社も同族企業であると考え。これらをまとめたものが表1である。

全サンプル企業のうち、58%が同族企業で、42%が非同族企業である⁸。グループ1では

⁷ 同族企業に関するより詳しい定義については、Mehrotra et al. (2008)を参照。

⁸ 同族企業は時間とともに非同族企業に成り得るので、この定義は、IPO時点の同族企業が現在でもそうであることを保証しない。

GHQ（連合軍総司令部）の占領政策の影響もあって、同族企業の割合は低い。グループ2から同族企業と非同族企業の割合は逆転する。特に、グループ3とグループ4では70%以上が同族企業である。非常に高い数値であるが、これは同族企業の定義にも関連する。

表1：グループの特性

	同族企業か否か(新規上場時)				総数	子会社か否か(新規上場時)			
	非同族	比率	同族	比率		非同族	比率	同族	比率
グループ1(1949-1960)	715	72.00	278	28.00	993	6	0.60	5	0.50
グループ2(1961-1970)	340	41.62	477	58.38	817	52	6.36	10	1.22
グループ3(1971-1987)	133	28.60	332	71.40	465	32	6.88	15	3.23
グループ4(1988-2000)	425	27.24	1135	72.76	1560	67	4.29	48	3.08
総数	1613	42.06	2222	57.94	3835	157	4.09	78	2.03

創業者が経営している企業は本来の意味での同族企業ではないという見解もある（2代目以降が経営する企業を同族企業と考える）が、本稿では、創業者が経営に携わっている企業も同族企業として定義している。企業の業績比較等を行う際には、創業者とその継承者の影響を明確に区別する必要があるが、ここでは企業の分類を行っているのみであるので、分析上問題はないと考えられる。

グループ1を除くと、子会社として設立された企業は非同族企業で6%、同族企業で3%であり、2倍程度の差がある。子会社の定義は設立時点を基準にしている。設立後、他の企業に買収されて子会社になる場合もあるので、現時点のデータを利用するとその比率はさらに高くなるであろう。表2では同族企業の生存率を計算している。これから、現時点での同族企業の比率の情報を得ることができる。

表 2：同族企業の生存率

	2000年まで同族企業として生き残っている企業					2000年時点の同族企業		
	残存	比率	非同族になる	比率	同族総数	残存	比率	企業総数
グループ1 (1949-1960)	82	29.50	196	70.50	278			
グループ2 (1961-1970)	292	61.22	185	38.78	477			
グループ3 (1971-1987)	269	81.02	63	18.98	332	1717	53.69	3198
グループ4 (1988-2000)	1074	94.63	61	5.37	1135			
総数	1717	77.27	505	22.73	2222			

表 2 は同族企業として IPO を行った企業が 2000 年までどの程度同族企業として存続しているか、そして 2000 年時点で上場されている企業のどれだけが同族企業であることを示している。予想通り、IPO の時期が新しくなるほど、2000 年まで同族企業として存続している割合は高くなる。

表 2 の右の結果から、2000 年時点で上場されている企業のうち、同族企業の割合は約 54% であることがわかる。企業総数が表 1 と表 2 で異なるのは、2000 年までに上場廃止された企業が存在することによる。

3. 2 産業の分布

本節ではグループ間の産業構成の違いを同族企業と非同族企業に分けて考察する。ここから日本の産業の発展過程を考察することができる。

グループ 1 は 1949 年から 1960 年までに上場した企業群である。このグループにおける上位 7 産業は順に化学、運輸・通信、一般機械器具、繊維、卸売・小売、輸送用機械器具、食品で、どの産業でも非同族企業が同族企業より高い割合を示している。運輸通信産業においては鉄道と自動車と海運が主であり、輸送用機械器具産業の繁栄は運輸業の発展に支えられていた。卸売・小売では総合商社と百貨店が主で、これらが拡大する販路や物流を支えていたと思われる。

グループ2は1961年から1970年までに上場した企業群である。このグループにおける上位7産業は順に、一般機械器具、建設、電気機械器具、卸売・小売、輸送用機械器具、化学、食品である。全ての産業において同族企業の割合が非同族企業より高く、上位3産業の同族企業の割合が特に高い。鹿島建設や清水建設、三洋電機などの企業を代表に挙げる事ができる。第二部市場の開設に伴って、それまで上場できずにいた同族企業が一度に上場を果たしたと見ることができる。このグループの化学企業は主に医薬産業に属する。

グループ3は1971年から1987年までに上場した企業群である。このグループにおける上位7産業は順番に、卸売・小売、建設、電気機械器具、一般機械器具、サービス、化学、食品である。やはり、すべての産業において同族企業の割合が非同族企業より高い。その中でも首位である卸売・小売業における割合が群を抜いて高い。この産業ではダイエー、イトーヨーカ堂、西友等、同族経営の小売業が主流を占めている。

グループ4は1988年から2000年までに上場した企業群である。このグループにおける上位7産業は順に、卸売・小売、サービス、電気機械器具、建設、一般機械器具、その他製造業、化学である。卸売・小売とサービスの同族企業が約50%を占めている。楽天やライブドアを含む、多くのIT系の企業がこれに該当する。

時期によってシェアの大きい産業に変動はあるが、グループ1を除き、基本的に同族企業が活発に活動している産業ほど上場企業に占めるシェアが高いことが読み取れる。

3. 3 上場廃止の確率

本節では上場廃止の確率を、上場時期別・産業別に考察する。ここから日本の産業の盛衰を確認することができる。

まず、1950年から1980年までの期間を考察する。この期間に上場廃止された企業は、日本政策投資銀行のデータセットには存在しないが「株式会社年鑑」には掲載されている企業である。全体では約38%の企業が上場廃止されている。日本では上場廃止の確率が低

表3：IPO 時期別にみた IPO 企業の産業構成

産業	グループ1 (1949-1960)				グループ2 (1961-1970)				グループ3 (1971-1987)				グループ4 (1988-2000)			
	非同族		同族		非同族		同族		非同族		同族		非同族		同族	
	数	比率	数	比率	数	比率	数	比率	数	比率	数	比率	数	比率	数	比率
食料品	36	3.63	29	2.92	12	1.47	26	3.18	6	1.29	15	3.23	14	0.90	40	2.56
繊維品	56	5.64	24	2.42	12	1.47	11	1.35	1	0.22	2	0.43	6	0.38	5	0.32
木材・木製品	3	0.30	2	0.20	0	0.00	1	0.12	0	0.00	1	0.22	1	0.06	4	0.26
紙・パルプ	21	2.11	7	0.70	7	0.86	9	1.10	2	0.43	2	0.43	1	0.06	9	0.58
出版印刷	2	0.20	1	0.10	0	0.00	7	0.86	0	0.00	1	0.22	5	0.32	21	1.35
化学工業	82	8.26	27	2.72	31	3.79	33	4.04	9	1.94	16	3.44	19	1.22	41	2.63
石油精製	3	0.30	5	0.50	1	0.12	1	0.12	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
ゴム製品	5	0.50	4	0.40	5	0.61	4	0.49	1	0.22	3	0.65	1	0.06	4	0.26
窯業・土石製品	33	3.32	12	1.21	14	1.71	18	2.20	1	0.22	1	0.22	9	0.58	20	1.28
鉄鋼	48	4.83	11	1.11	11	1.35	11	1.35	1	0.22	4	0.86	7	0.45	1	0.06
非鉄金属	26	2.62	6	0.60	10	1.22	5	0.61	1	0.22	3	0.65	4	0.26	4	0.26
金属製品	13	1.31	6	0.60	10	1.22	23	2.82	3	0.65	14	3.01	15	0.96	37	2.37
一般機械	55	5.54	26	2.62	41	5.02	66	8.08	9	1.94	28	6.02	15	0.96	59	3.78
電気機械器具	29	2.92	13	1.31	28	3.43	62	7.59	9	1.94	38	8.17	23	1.47	90	5.77
輸送用機械器具	43	4.33	22	2.22	30	3.67	36	4.41	9	1.94	8	1.72	8	0.51	33	2.12
精密機械器具	9	0.91	6	0.60	5	0.61	14	1.71	2	0.43	9	1.94	6	0.38	12	0.77
その他製造業	11	1.11	4	0.40	13	1.59	21	2.57	3	0.65	11	2.37	15	0.96	52	3.33
農林水産業	4	0.40	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	1	0.22	0	0.00	1	0.06
鉱業	32	3.22	5	0.50	1	0.12	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
建設業	5	0.50	3	0.30	35	4.28	61	7.47	23	4.95	26	5.59	41	2.63	61	3.91
卸売業・小売業	51	5.14	23	2.32	34	4.16	41	5.02	30	6.45	119	25.59	88	5.64	391	25.06
不動産業	15	1.51	3	0.30	5	0.61	3	0.37	7	1.51	6	1.29	18	1.15	24	1.54
運輸通信業	86	8.66	18	1.81	21	2.57	14	1.71	7	1.51	5	1.08	30	1.92	27	1.73
電気業・ガス業・水道業	15	1.51	1	0.10	0	0.00	3	0.37	0	0.00	2	0.43	3	0.19	0	0.00
サービス業	32	3.22	20	2.01	14	1.71	7	0.86	9	1.94	17	3.66	96	6.15	199	12.76
総数	715	72.00	278	28.00	340	41.62	477	58.38	133	28.60	332	71.40	425	27.24	1135	72.76

いという一般的な認識からすると、相当程度高いレベルだという印象を受けるかもしれない。しかし、この期間は 1950 年から 1965 年までの、日本経済がまだ安定する以前の時期

を含んでいるので、これはそれほど特異な数値ではないと考えられる。

この期間における、上場廃止企業数の上位7産業は、順に運輸・通信、卸売・小売、輸送用機械器具、窯業、繊維、鉱業、一般機械器具である。運輸・通信業では、多くの鉄道会社の倒産や合併、海運再建整備に関する臨時措置法に基づく海運会社の合併が生じていた。また、卸売・小売業においても総合商社を中心として多くの合併がおきていた⁹。政府の主導や産業の衰退によって、高い上場廃止率を示しているのが特徴的だと言える。

次に、1981年から2000年までの期間を見てみよう。まず、グループ1の上場廃止比率は約10%で、上場廃止比率の上位7産業(15%以上)は紙・パルプ、窯業、卸売・小売、木材、鉄鋼、石油、運輸・通信であった。グループ2の上場廃止比率も約10%で、上位6産業(同14%以上)は紙・パルプ、不動産、精密機械器具、窯業、卸売・小売、サービスであった。グループ3の上場廃止比率は約8%で、上位6産業(同10%以上)は繊維、鉄鋼、精密機械器具、不動産、輸送用機械器具、卸売・小売であった。グループ4の上場廃止比率は約4%で、上位5産業(同5%以上)は鉄鋼、不動産、建設、金属製品、精密機械器具であった。

1950年から1980年までの高い上場廃止比率(38%)に比べて、1981年から2000年までは比率が低い(10%未満)ことが特徴として挙げられる。ただし、前者は30年間、後者は20年間を対象にしているので、観察期間の長さを等しくすれば、その差はより小さくなる。また、後者はバブル崩壊後の時期を含んでいるので、不動産業の上場廃止比率が比較的高いのもう一つの特徴である。

4. 所有集中度

本節では大株主集中度を考察する。大株主集中度として、首位から第10位までの株主(10大株主)の持株比率の合計として定義される、上位10社(人)集中度を用いる。所

表4：各グループの上場廃止確率

⁹ より詳しくは Shim and Okamuro (2008)を参照。

産業	上場廃止期間 (1950-1980)						上場廃止期間 (1981-2000)								
	グループ1 (1949-1960)			グループ1 (1949-1960)			グループ2 (1961-1970)			グループ3 (1971-1987)			グループ4 (1988-2000)		
	総数	廃止数	廃止比率	総数	廃止数	廃止比率	総数	廃止数	廃止比率	総数	廃止数	廃止比率	総数	廃止数	廃止比率
食料品	65	21	32.31	44	3	6.82	38	1	2.63	21	1	4.76	54	1	1.85
繊維品	80	30	37.50	50	4	8.00	23	1	4.35	3	1	33.33	11	0	0.00
木材・木製品	5	0	0.00	5	1	20.00	1	0	0.00	1	0	0.00	5	0	0.00
紙・パルプ	28	14	50.00	14	4	28.57	16	6	37.50	4	0	0.00	10	0	0.00
出版印刷	3	0	0.00	3	0	0.00	7	0	0.00	1	0	0.00	26	1	3.85
化学工業	109	31	28.44	78	6	7.69	64	2	3.13	25	2	8.00	60	1	1.67
石油精製	8	2	25.00	6	1	16.67	2	0	0.00	0	0	0.00	0	0	0.00
ゴム製品	9	2	22.22	7	0	0.00	9	0	0.00	4	0	0.00	5	0	0.00
窯業・土石製品	45	12	26.67	33	8	24.24	32	6	18.75	2	0	0.00	29	1	3.45
鉄鋼	59	25	42.37	34	6	17.65	22	0	0.00	5	1	20.00	8	2	25.00
非鉄金属	32	7	21.88	25	3	12.00	15	2	13.33	4	0	0.00	8	0	0.00
金属製品	19	12	63.16	7	0	0.00	33	1	3.03	17	1	5.88	52	4	7.69
一般機械	81	28	34.57	53	4	7.55	107	14	13.08	37	2	5.41	74	2	2.70
電気機械器具	42	9	21.43	33	3	9.09	90	7	7.78	47	4	8.51	113	1	0.88
輸送用機械器具	65	32	49.23	33	0	0.00	66	5	7.58	17	2	11.76	41	0	0.00
精密機械器具	15	5	33.33	10	0	0.00	19	4	21.05	11	2	18.18	18	1	5.56
その他製造業	15	7	46.67	8	1	12.50	34	2	5.88	14	0	0.00	67	1	1.49
農林水産業	4	2	50.00	2	0	0.00	0	0	0.00	1	0	0.00	1	0	0.00
鉱業	37	30	81.08	7	0	0.00	1	0	0.00	0	0	0.00	0	0	0.00
建設業	8	3	37.50	5	0	0.00	96	9	9.38	49	2	4.08	102	9	8.82
卸売業・小売業	74	34	45.95	40	9	22.50	75	14	18.67	149	15	10.07	479	21	4.38
不動産業	18	8	44.44	10	0	0.00	8	2	25.00	13	2	15.38	42	6	14.29
運輸通信業	104	39	37.50	65	10	15.38	35	1	2.86	12	1	8.33	57	0	0.00
電気業・ガス業・水道業	16	0	0.00	16	0	0.00	3	0	0.00	2	0	0.00	3	0	0.00
サービス業	52	24	46.15	28	2	7.14	21	3	14.29	26	1	3.85	295	12	4.07
総数	993	377	37.97	616	65	10.55	817	80	9.79	465	37	7.96	1560	63	4.04

有構造の分析を行う際に、子会社の処理に注意しなければならない。子会社は独立企業と異なる所有構造を持っており、一緒に分析を行うと結果にバイアスが生じる可能性がある。そこで以下の分析では子会社を別のグループとして分析している。このグループに入る子会社には、設立当時から子会社である企業と、設立後に他の企業に買収されて子会社にな

ったものが含まれる。子会社グループは毎年の標本数にばらつきが大きく、その変動を解釈するには注意が必要であり、他のグループとの差を確認する程度にしか利用できない。同様に、グループ1については、1950年から1962年まではサンプルの変動が大きく、グラフの動きが他の期間に比べて激しい。実際の動きはグラフで示されたものよりも滑らかであることに注意が必要である。

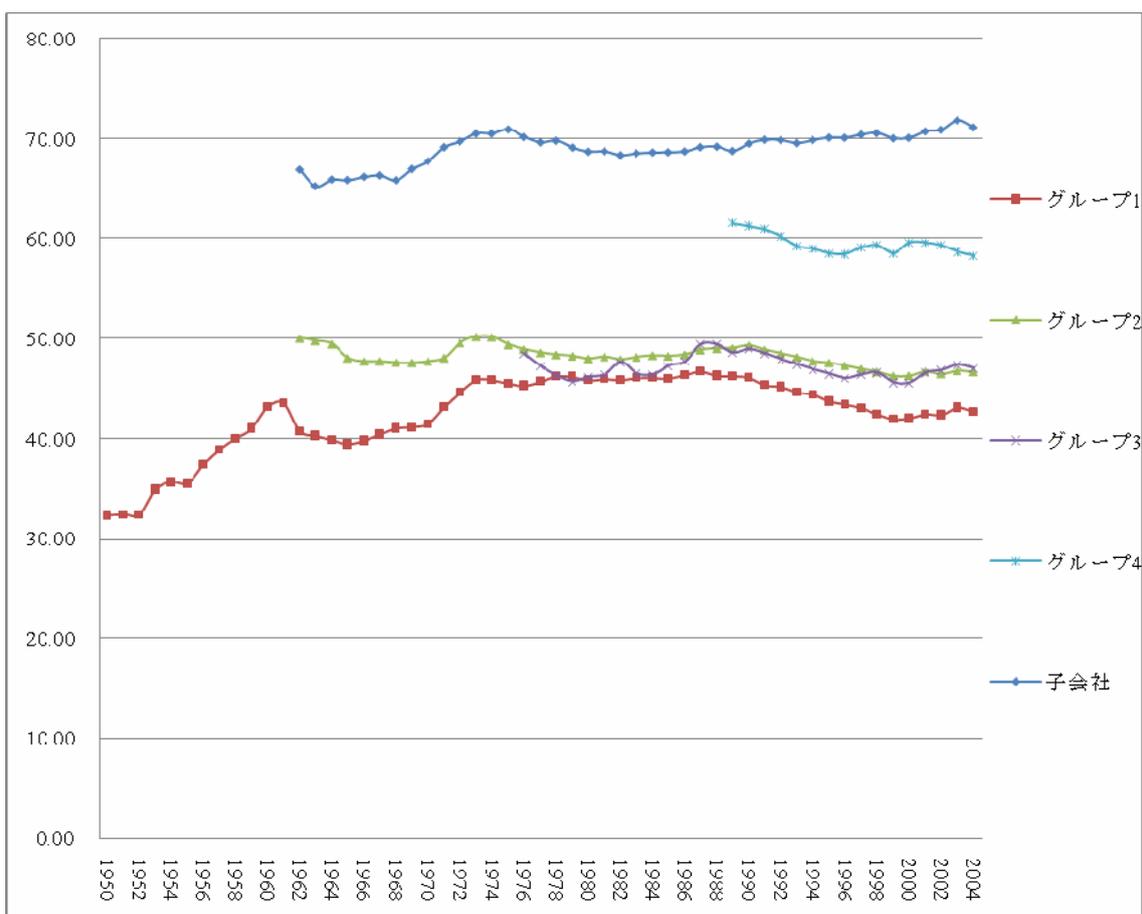
Demsetz and Lehn (1985)においては、所有集中度と企業の規模の間に負の関係が見られる。企業の規模が大きくなるにつれて、資金制約を強く受ける個人や家族メンバーの持分は小さくならざるを得ない。また、投資先企業の規模が大きくなっても、機関投資家が同水準の持株比率を維持することは、リスクを分散させることができないという意味で、より危険性が高まることを意味する。Demsetz and Lehn (1985)は、このために機関投資家も企業規模の増大につれ持分を減少させると主張した。

しかし、図2はこのような予測と違う動きを示している。類似した動向を示しているグループ1とグループ2についてみると、所有集中度は1988年までは上昇または安定的な動きを示し、1989年から1999年までは減少していたが、2000年以後はまた上昇している。事前にサンプルをグループ分けしているのだから、このような動きは新規参入企業の影響ではないと言える。

この動きの背景として、日本企業の大株主の大部分を占めている、金融機関と法人企業の動向が重要だと思われる。1989年までの安定的な時期には、銀行と保険会社を中心とする金融機関と関連会社や取引先企業を中心とする法人企業の持株比率の合計が安定的であったと考えられる¹⁰。しかし、バブル崩壊以後、大きな打撃を被った金融セクターは、もはやかつてのような役割を果たすことができず、保有株を手放し、その結果として所有集中度が下がってきたと思われる。この点に関しては後の章でさらに詳述する。

図2：所有集中度の推移

¹⁰ 多くの既存研究はこの合計を安定株主持株比率と定義している。



所有集中度の動向に加えて、その水準も重要な意味を持つ。全体として所有集中度の水準は高いと思われる。グループ1、グループ2、グループ3のいずれにおいても、1988年までは10大株主の所有集中度が45%から50%の間を推移していた。その後1999年まで減少しているが、依然40%を超えている。仮に10大株主がみな友好的な株主ならば、日本企業には平均して40%以上の安定的な防壁が存在していたことになり、これが2000年以前まで敵対的M&Aが日本にあまりなかったことの一つの根拠になると考えられる。

グループ4における所有集中度は60%程度の水準で推移しているが、上場して間もない同族企業が多くを占めていることを考えれば、高い株式集中度を示していても不自然ではない。子会社グループは予想通り、約70%の高い株式集中度を示している。

全体的には、グループ1からグループ3までがほぼ同様の傾向を示していることが特徴

であると言える。グループごとの企業特性には大きな違いがあるにも関わらず、所有構造の動向には差異があまり見られないというのは興味深い結果である。

5. 大株主の構成

本節では、所有構造のより具体的な指標として、大株主の構成に焦点を当てる。その準備として、まず大株主を、銀行、保険、証券、その他金融機関、法人企業、個人、従業員持株会、外国人、財団法人、その他のカテゴリーに分類する。その他金融機関には信用金庫やベンチャー・キャピタルなどが含まれる。

銀行、保険、証券、その他金融機関の持ち株比率の合計を金融機関持株比率と定義する。以下では各グループについて金融機関持株比率、法人企業持株比率、個人持株比率、外国人持株比率、従業員持株比率の動向を観察する。

5. 1 グループ1（1949～1960年IPO企業）の大株主構成

先にも触れたように、1960年以前のグループ1はサンプルのサイズに変動が大きいので、動きにばらつきが多い。よって、所有構造の推移を見るときには、グラフよりも滑らかな線を想定する必要がある。

具体的な考察に入る前に、日本企業の所有構造に影響を及ぼした、1950～2004年間の制度と経済環境の変化について言及しておこう（以下の記述は主に橋木・長久保（1997）と宮島・原村・江南（2003）に基づく）。

日本では戦後、GHQの政策により、持株会社の解体、財閥家族の企業支配力の排除、過度集中力排除、株式保有の分散化を柱とする財閥解体によって、財閥家族や財閥持株会社の持株が大量に放出され、広く一般に販売された。その結果が、図3では1950年の高い個人持株比率として表れている。これに加えて、企業の所有構造に大きな影響を及ぼすこと

になる独占禁止法が1947年に制定された。この法律は、非常に厳格なものであった¹¹。

しかし、この基本方針は長く続かなかった。非常に厳しい規定を実際の事件にそのまま適用するのは難しく、独占禁止法は1949年と1953年の2度にわたって改正されることになった。改正のポイントのひとつは、金融機関と法人企業の株式保有に関する規制を緩和することであった。例えば、法人企業の株式と社債の保有制限が廃止され、金融機関の株式保有の上限が発行済株式総数の5%から10%に緩和された。その結果が、図2では1950年から1960年にかけて金融機関持株比率と法人企業持株比率の急増として表れている。

1960年代の制度・環境の変化としては、1964年に日本がOECDに加盟し資本の自由化が促進されたことと、証券恐慌対策として設立された日本共同証券・日本証券保有組合保有の凍結株が、証券恐慌が終わった後に、株式市場に放出されたことを挙げることができる。資本の自由化が進んだことにより、企業内部では外資による乗っ取りの危機感が生じ、それに対抗する手段として、合併・業務提携・資本提携による産業の再編成、株主の安定化工作による株式持合いが関連企業や銀行を中心として行われた。

また、1960年中頃の不況により株価が下落し、証券不況がおこると、経営の危機に瀕した証券会社や投資信託会社の救済のために日本共同証券、日本証券保有組合が設立され、一旦これらの機関に凍結された株式の多くが、その後、発行企業の関係企業や金融機関等の安定株主層に売却された。図3では、それらが1964年から1972年までの法人企業持株比率の高い伸び率と、1964年から1978年までの銀行持株比率の安定的上昇と関連付けられる。

3つ目の制度・環境変化は、1980年代半ばから1990年までの時期に、銀行に対して時価ベースのエクイティファイナンスによる増資が認められたことである。自己資本比率規制（BIS規制）合意などにより、銀行は大量のエクイティファイナンスによる増資を行い、銀行の増資は取引企業によって引き受けられた。その結果、銀行は取引企業の発行株をさ

¹¹ 詳細については橘木・長久保（1997）および公正取引委員会（1977）を参照のこと。

らに購入することになり、株式の保有が積極的に行われた。これは、図3では1984年から1989年までの銀行持株比率の高い伸び率として現れている。

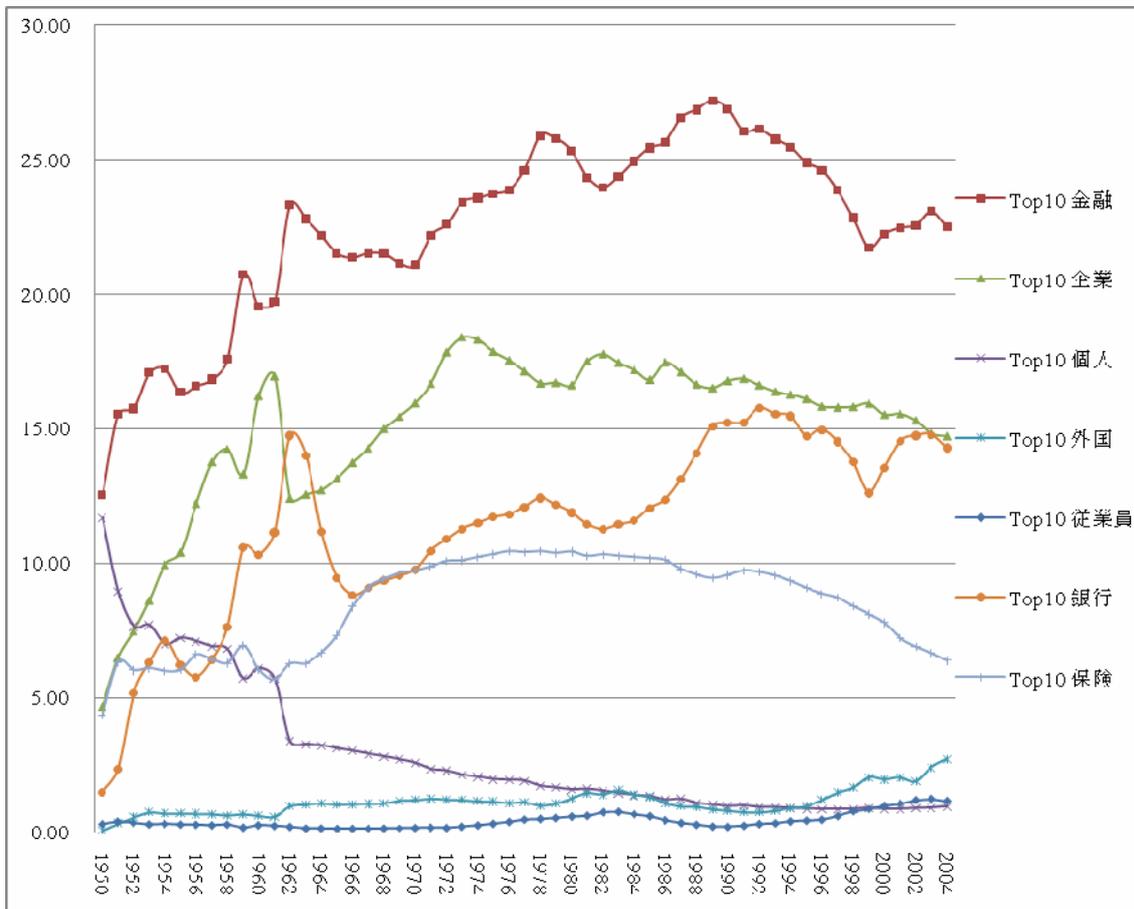
最後は1990年以後の時期で、バブル経済の崩壊にともなう株価の低迷、企業の経営環境の悪化、それに基づく銀行の不良債権問題等により、特に金融機関が保有株式の売却を継続的に進めた。これは、図3における1990年以後の金融機関持株比率の低下と関連している。以上が、日本企業の所有構造に影響を及ぼした制度や経済環境の変化で、これら4つの要因がグループ1の大株主構成の動向を非常に良く説明している(図3)。以下では、保有主体の類型別の動向をもう少し詳しく見てみよう。

10 大株主の中で最も高い比重を占めているのは金融機関である。金融機関持株比率の変動は銀行持株比率の変動とほぼ一致する。1988年まで小規模の増減を繰り返しながら上昇し、約28%で頂点を迎えている。バブル絶頂期の1989年から1998年までは低下している。銀行持株比率と保険持株比率も同じ動向を示す。金融機関持株比率は1999年以後上昇に転じているが、これは銀行持株比率の上昇に起因する。保険会社の持株比率は1990年以後一貫して減少を続けており、特に1994年以後の減少率が大きい。

次に大きな比重を占めているのは法人企業である。法人企業持株比率は1972年まで上昇して約18%で頂点を迎える。その後は安定的に減少し、2004年時点で約14%である。企業規模拡大による影響を最も受けやすい個人持株比率は、1950年の約11%から2004年の約1%まで一貫して減少している。外国人持株比率と従業員持株比率は1994年までは非常に低い水準で推移していたが、1994年以後は上昇している。2004年時点の外国人持株比率は約3%、従業員持株比率は約1%である。

以上の結果をまとめよう。グループ1は1949年から1960年までに上場した企業群で、サンプル企業の中では最も古い上場企業のグループである。このグループはGHQの政策やその後の経済環境の影響を直接受けながら存続してきた企業であり、企業の所有構造の長期的動向を代表しているものである。また、同族企業の割合が少なく、1960年代に形成

図3：グループ1（1949～1960年IPO企業）の大株主構成



された系列の中核を成す企業が多く含まれることから、金融機関、特に銀行との強い関係を示す企業群である。その意味では、金融機関の動向がこのグループの所有構造に強い影響を及ぼしており、バブル前後で所有構造に大きな変化が生じていると言える。バブル崩壊前までは金融機関が強い影響力を持っており、金融機関持株比率は上昇していた。しかし、バブル崩壊後、金融機関自体の経営が危うくなるにつれて、その影響力は弱くなり金融機関持株比率は下がってきている。反対に外国人持株比率は上昇している。

5. 2 グループ2（1961～1970年IPO企業）の大株主構成（図4）

グループ2はグループ1と異なり、同族企業の割合が高い。よって、個人持株比率が高

いと予想される。予測通り、1962年時点で個人持株比率が最も高く、個人が約22%を占めていた。その後資金制約を強く受けて個人持株比率は低下し、2004年時点では約3%まで落ち込んでいる。

法人企業持株比率は17%から22%の間を比較的安定的に推移している。金融機関持株比率はグループ1と異なり、法人企業持株比率より低い。当初の約8%の水準からピークである1990年の約20%まで上昇し、その後1998年まで下落するが、1999年以後は上昇に転じている。金融機関持株比率、銀行持株比率、保険会社持株比率の動向はグループ1と基本的に同様である。

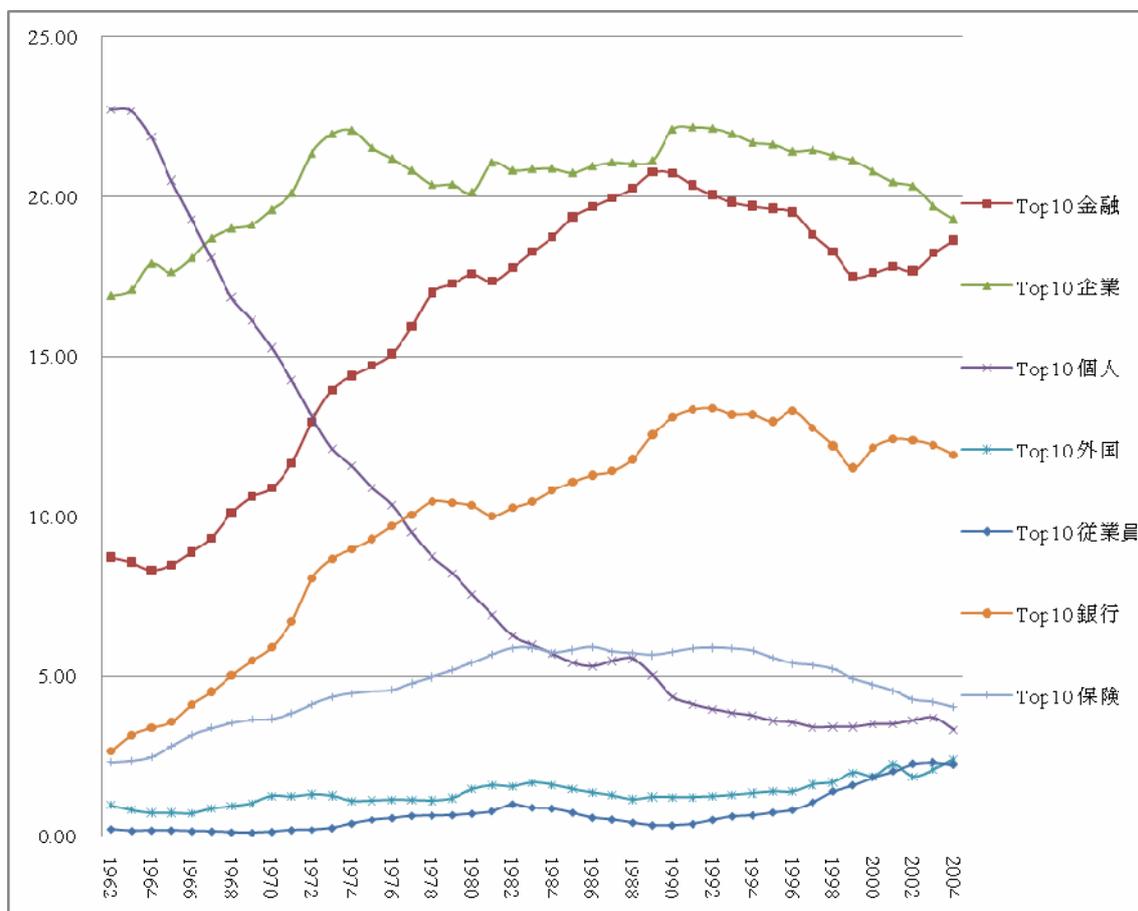
外国持株比率と従業員持株比率の動向もグループ1と同様で、1994年以後上昇し、2004年時点で外国人持株比率も従業員持株比率も約2%である。

以上の結果を総括すると、グループ2は同族企業が多く含むことから、初期時点（1962年）では個人持株比率が高いが、それを除くと、基本的には図3で表わされているグループ1と類似した動向を示していると言える。系列の中核を成している企業は多くは含まれていないので、金融機関持株比率が法人企業持株比率より低いのも特徴的である。しかし、グループ間には企業特性に多くの違いがあるにも関わらず、所有集中度と同様に、大株主構成の長期動向もグループ1とグループ2ではほぼ同様である。この結果が、企業の発展過程で生じる普遍的な傾向なのか、それとも日本に特殊的な結果なのかは、今後の研究の課題としたい。

5. 3 グループ3（1971～1987年IPO企業）の大株主構成（図5）

グループ3の動向は基本的にはグループ2の動向とほぼ一致する。1990年まで金融機関持株比率は増加し、その後減少している。法人企業持株比率は約15%から19%の間で上下している。予測通り、同族企業が70%を占めるこのグループにおいて、個人持株比率は減少している。個人持株比率が1986年と1987年に上昇しているのは、この2年間に多くの

図4：グループ2（1961～1970年IPO企業）の大株主構成



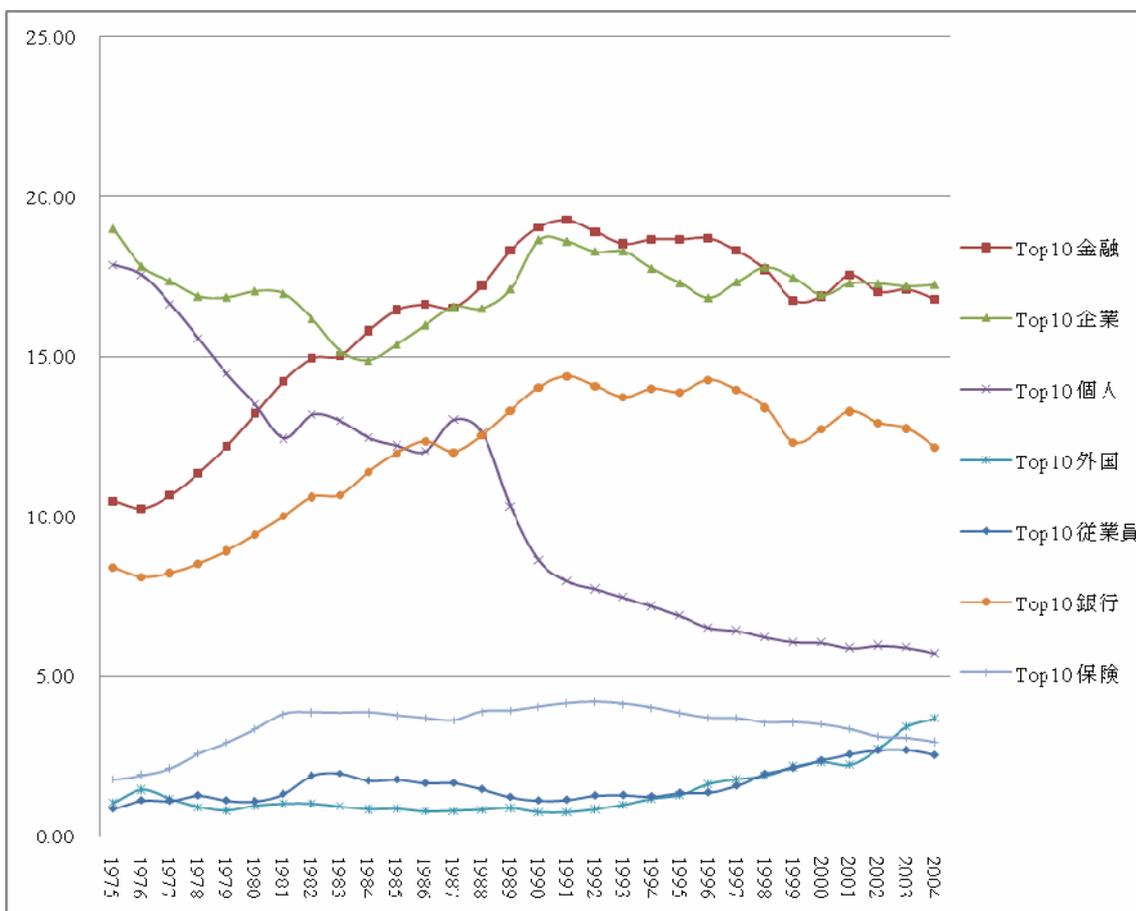
新しい企業が上場したことに起因する。この影響を除くと、個人持株比率は図4と同様に一貫して低下していることになる。

外国人持株比率と従業員持株比率の動向も図4と同様に1994年以後上昇している。2004年時点で、外国人持株比率は3.7%、従業員持株比率は2.5%である。

5. 4 グループ4（1988～2000年IPO企業）の大株主構成（図6）

このグループの大株主構成は上記の3つのグループとは多少異なるが、同族企業と非同族企業の構成割合や分析期間の短さを考慮すると、基本的には図4と図5で示されたものと同様の動向を示している。個人持株比率は減少傾向にある。金融機関持株比率は1999

図5：グループ3（1971～1987年IPO企業）の大株主構成



年までは減少しているが、その後やや上昇している。上場して間もない企業が多いので、金融機関との関係はまだ弱い。

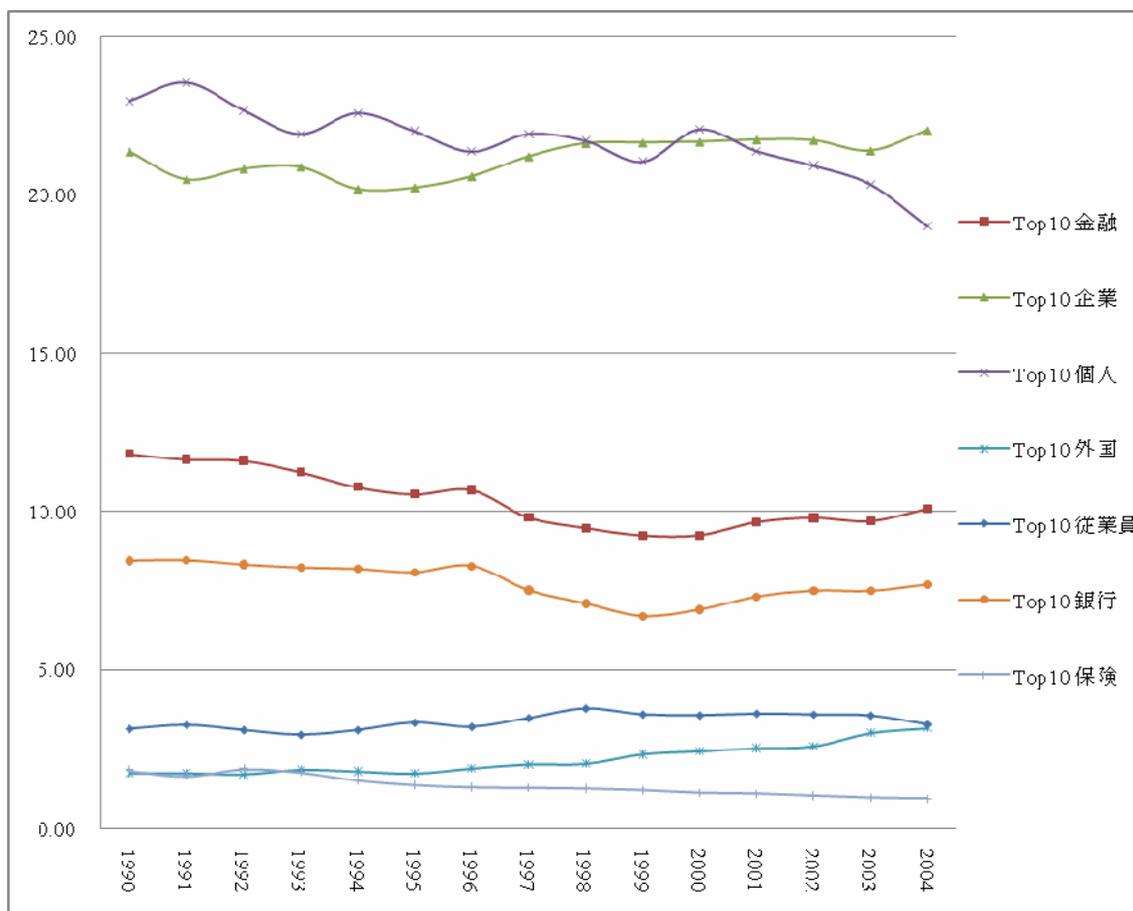
外国人持株比率も1994年以後上昇しており、2004年時点で、外国人持株比率は3.2%、従業員持株比率は3.3%である。

5. 5 子会社の大株主構成 (図7)

子会社グループの大株主構成はほぼ予想通りで、法人企業持株比率が圧倒的に高く安定している。これは主に親会社による持株の比率であると考えられる。

高い法人企業持株比率の影響で、その他の持株比率はグラフからは読み取りにくいが、

図6：グループ4（1988～2000年IPO企業）の大株主構成



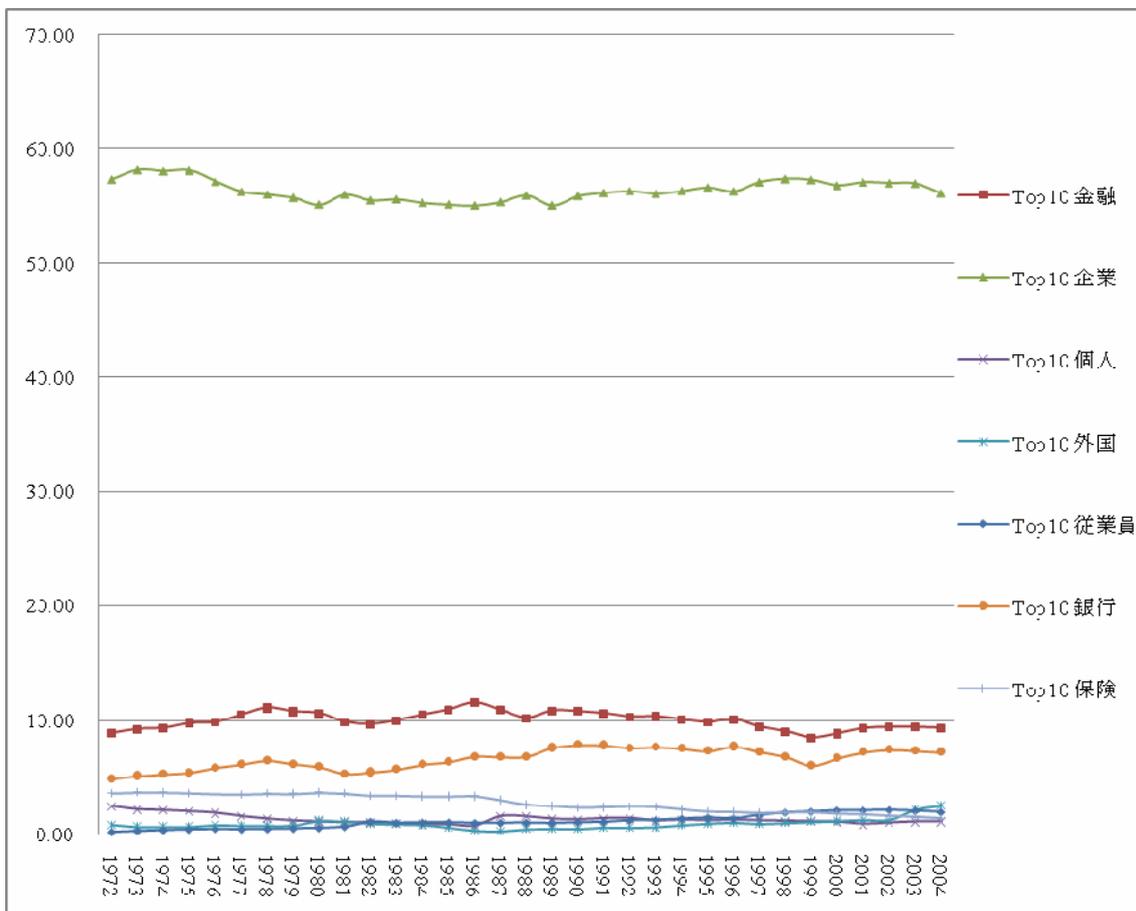
基本的に今までの結果と同様の動向を示している。2004年時点で、外国人持株比率は2.5%、従業員持株比率は約2%である。この結果から、所有構造の分析を行う時には、子会社の扱いに注意を払う必要があるということが示唆される。

5. 6 大株主構成についての観察の要約

各グループ間にはサンプルの構成に違いがあるので、株主類型別の持株比率の水準には差異が存在する。しかし、全体的な動向はグループ間で類似していることが確認された。

金融機関持株比率は1988年まで上昇していた。バブル崩壊直前まで金融機関が日本の企業の大株主として影響力を強めていった。しかし、バブル崩壊後、金融セクターに大き

図 7. : 子会社の大株主構成



な損失が生じ、金融機関はそれまでの行動からの離脱を余儀なくされた。1989年から1999年まで金融機関持株比率は減少し、金融機関の大株主としての地位は徐々に低下していった。特に、保険会社の持株比率は1990年以後一貫して低下している。しかし、銀行持株比率は2000年から上昇に転じた。

法人企業持株比率はある一定の範囲で上下を繰り返している。各時点での事業関係や取引先・関係企業の影響と解釈できる。個人持株比率は資金制約の影響で一貫して低下している。

1994年以後は、外国持株比率と従業員持株比率の上昇が一つの特徴である。徐々にではあるが外国持株比率の上昇が確認できる。

子会社グループは高い法人企業持株比率を示す。よって、所有構造の分析を行う際には、子会社の影響を制御しなければ、結果にバイアスが生じる可能性が高い。

この論文では同族の持株比率を明示的に分析していないが、それは個人持株比率と強い相関を持ち、個人持株比率の動向とほぼ一致すると予想される。

本節の観察の結果を第4節の所有集中度の議論と関連付けると、1990年頃までは金融機関と法人企業を中心とする安定株主主体の大株主構成を維持していたが、バブル崩壊以後、徐々に安定的所有構造が解体され、それが近年注目を集める敵対的買収やM&Aのブームにつながっていると思われる。

そこで、次節では安定株主の持株比率を測定することにする。

6. 安定株主持株比率

まず問題になるのは、安定株主の持株比率をどのように定義するかである。すべての株主について当該企業との関係を調査し、安定的かどうかを区別して安定株主持株比率を計算するのが最善の方法である。しかし、この方法には膨大な時間が掛かる上に、測定に少なからず恣意性が混ざる可能性がある。本節では5大株主に関する2つの指標を用いて安定株主持株比率を測定し、長期的な動向を観測する。

6. 1 指標1：継続的に上位株主に含まれる株主の持株比率合計（図8）

安定株主持株比率の第一の指標は、次のようにして求められる。ある時点の上位5人（社）までの株主とその5年後の上位5人の株主を比較し、5年後にも上位5人に含まれる株主を安定株主と見なす。そして、このように定義された安定株主の持株比率を合計する。例えば、株主Aが1965年に筆頭株主であり、1970年に第3位であれば、株主Aは安定株主であるが、1970年に第6位になっていれば安定株主ではない。1965年と1970年の上位5人で共通する株主がAとBのみであり、1965年におけるAの持株比率が20%、Bの持株比

率が10%であれば、1965年の安定株主持株比率は30%となる。

図8はこのような方法による測定の結果で、全てのグループにおいてほぼ同様の動向を示している。グループ1からグループ3に関して言えば、1992年までは27%から30%の間を、特に1972年以後安定的に推移していた。換言すれば、平均的に30%の安定株主持株比率が1992年まで存続していたことになり、これはかなり強い防護壁としての役割を担っていたと思われる。しかし、1992年以後その比率は急激に低下しており、1999年時点では15%〜17%程度にまで落ち込んでいる。

グループ4と子会社グループに関しても水準の差異は存在するが、1992年以後、急激に低下しているのは同様である。安定株主持株比率は1999年時点でそれぞれ28%ないし37%まで低下している。

1998年からの低下率は少し落ち着いているようにもみえるが、この傾向が続くとするならば、安定株主持株比率はいずれ10%を下回るようになるであろう。これは防護壁が相当程度低くなっていることを意味し、最近のM&Aブームや敵対的買収の動きとも整合的である。

6. 2 指標2：初期時点の5大株主の持株比率の推移（図9）

安定株主持株比率を測定するもうひとつの指標として、次の方法を用いる。ある時点の上位5人の大株主の持株比率合計と、5年後のその5人の持株比率合計を計算し、前者から後者を差し引く。当初の上位株主の持株比率が減少すれば、安定株主持株比率も小さくなる。例えば、1965年の上位5人の持株比率合計が40%で、同じ5人の合計持株比率が1970年に25%になっていたとすれば、1965年の安定株主持株比率は15%になる。なお、我々のデータには10位の株主までしか収録されていないため、5年後に11位以下に順位の下がった株主の持株比率はゼロと計上される。

所有構造が安定的であれば、5年間の持株比率の変化は小さいはずである。逆に所有構

造が不安定であればその差は大きくなるはずである。もし差がマイナスならば所有構造がより安定的になったことを意味する。

図9は図8とほぼ同様の結果を示している。1992年までは平均して4%から8%の水準で変動していたが、その後上昇し、1999年ではすべてのグループにおいて10%ないし13%まで急増している。これは、1999年の5大株主の持株比率合計と比べて同一の5人の2004年の持株比率合計が10%ないし13%程度低下していることを意味し、それだけ所有構造が不安定的になっていることを意味する。

図8：継続的に上位株主に含まれる株主の持株比率合計

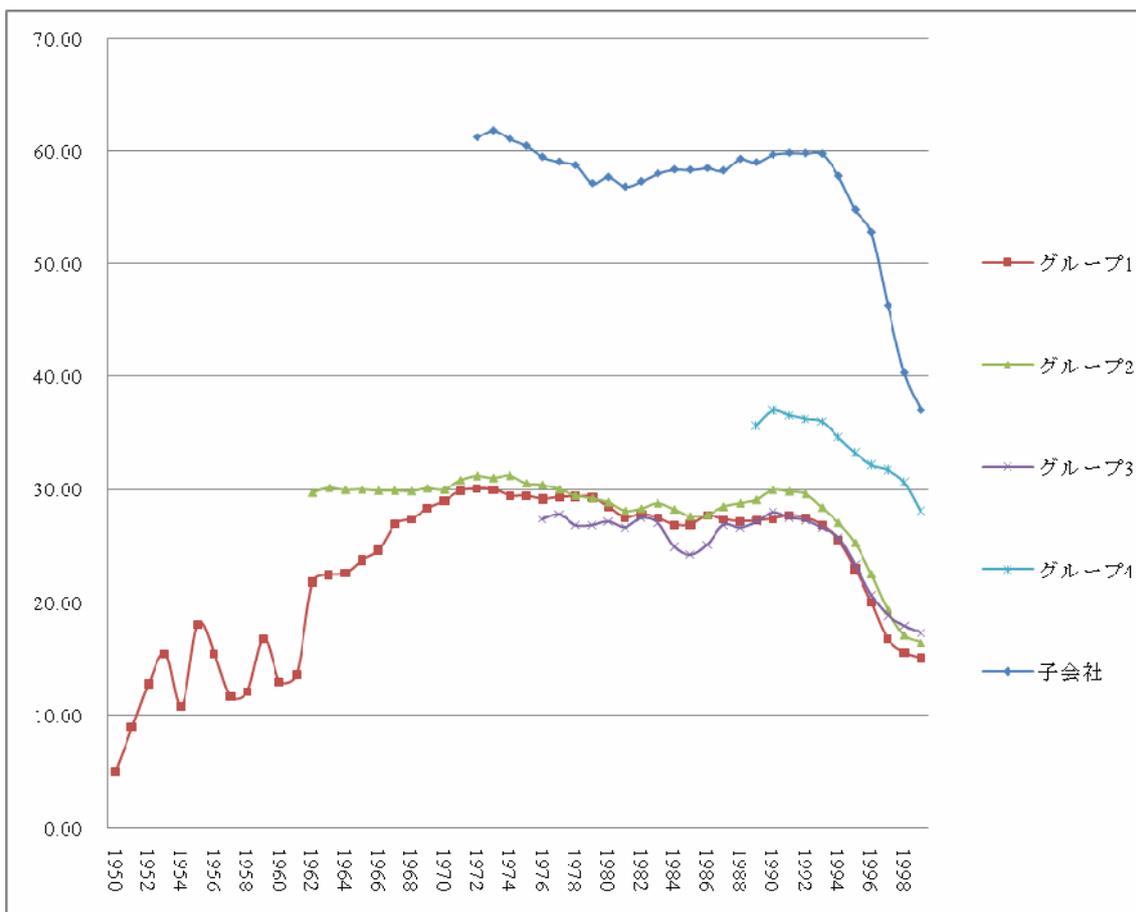
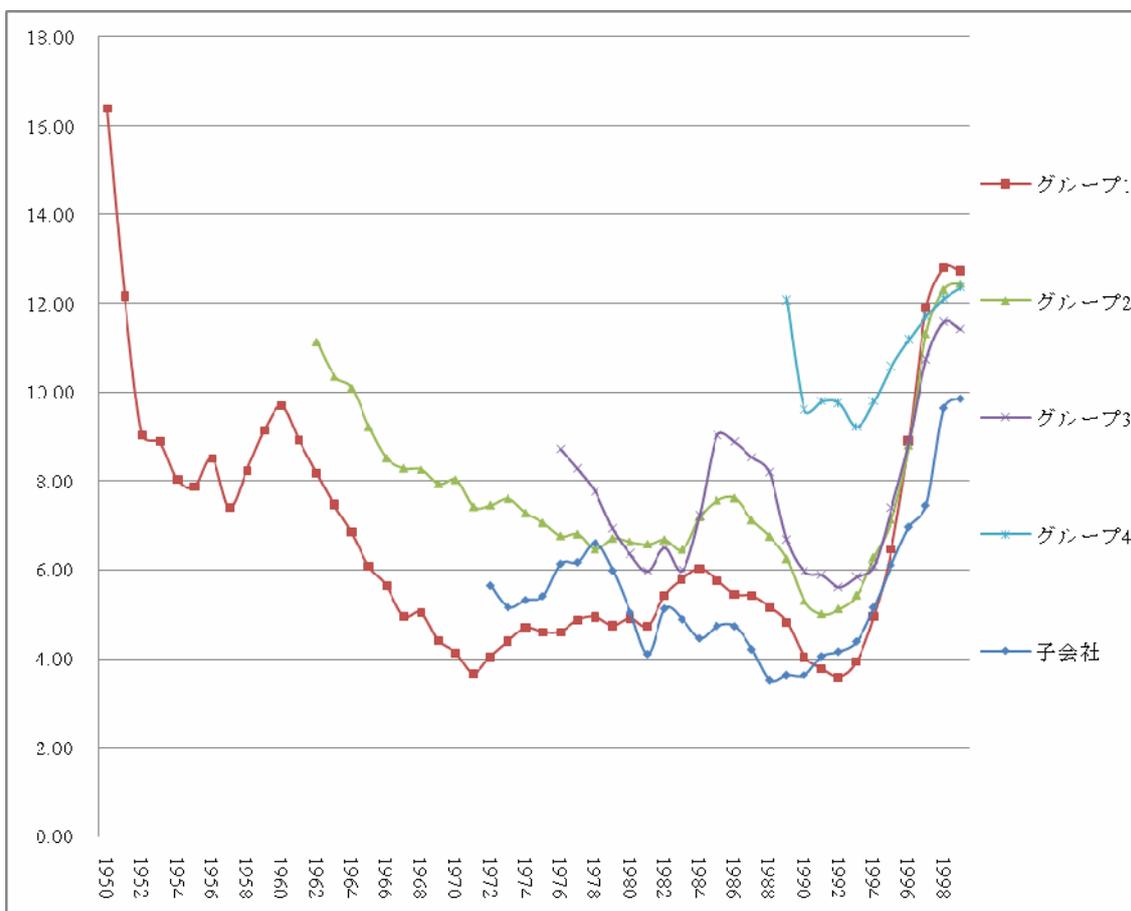


図9：初期時点の5大株主の持株比率の推移



6. 3 安定株主持株比率の要約

以上、2つの指標を用いて安定株主持株比率の動向を示した。いずれの指標も、1992年以後、安定的所有構造が崩壊している様子を示している。この傾向が持続するのであれば、近い将来に安定株主持株比率は10%を下回る可能性が高く、米国流のコーポレートカバナンスシステムや会社支配権市場が日本にも形成される可能性があると考えられる。

7. 結論

本稿では、現在までに証券市場に上場したすべての企業を可能な限りサンプルとして、1950年から2004年までの日本企業の所有構造の変遷を考察した。

主な結果は、既存文献により提示されている事実とほぼ一致する。バブル崩壊前までの日本企業の所有構造は、所有集中度、大株主の構成、安定株主の持株比率において高い水準と小さい変動をみせていた。株式所有の主な主体は、銀行を中心とする金融機関と法人企業であった。しかし、バブル崩壊後、3つの面で大きな変化が生じている。所有集中度は低下し、大株主の構成にも変化が生じ、安定株主持株比率は急落している。特に、近年の外国人持株比率と従業員持株比率の上昇は注目に値する。

もう一つの特徴は、第3節で議論したように、同族企業と非同族企業の割合、産業構成、企業規模においてグループ間に多くの違いがあるにも関わらず、全体的な所有構造の推移には大きな違いは見られないということである。これが普遍的な傾向なのか、日本企業に特有の傾向であるかどうかは、今後の研究の発展に委ねる。本稿は日本企業の所有構造の長期的な推移を企業の上場時期別に示し、産業構成や同族会社の比率など重要な視点からの考察を加え、また子会社の扱いの重要性を明らかにした。その意味において、日本企業の所有構造の研究に本稿が少しでも寄与していれば幸いである。

参考文献

公正取引委員会（1997）「独占禁止政策30年史」丸沼書店。

橋木俊詔・長久保僚太郎（1997）「株式持合いと企業行動」『フィナンシャル・レビュー』43号、158-173.

宮島英昭・原村健二・江南喜成（2003）「戦後日本企業の株式所有構造—安定株主の形成と解消—」『フィナンシャル・レビュー』68号、203-236.

Berle, A. and Means, G., 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Harcourt, Brace, & World, New York.

Demsetz, H., 1983. The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics* 26, 375–390.

- Demsetz, H. and Lehn, K., 1985. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy* 93, 1155–1177.
- Demsetz, H. and Villalonga, B., 2001. Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance* 7, 209-233.
- McConnell, J., Servaes, H., 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics* 27, 595–612.
- Mehrotra, V., Morck, R., Wiwattanakantang, Y., and Shim, J.-W. (2008), Adoptive Expectations: Rising Sun Tournaments in Japanese Family Firms, 一橋大学 COE/RES Discussion Paper Series No. 232, January 2008.
- Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R., 1988. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20, 293–315.
- Shim, J.-W. and Okamuro, H. 2008. Mergers by Family and Non-family Firms in Japan, 1955-1973: Does Ownership Matter?, 一橋大学 COE/RES Discussion Paper Series No. 224, January 2008.