

株式所有構造の変化と企業行動に関する考察

A Study on the Change of Ownership Structure and Accounting Behavior

西 海 学

NISHIUMI, Satoll

和文要旨

本稿では、わが国における株式の所有割合の変遷を辿り、高度経済成長期に構築されたメインバンク制やケイレツといった所有構造が、バブル崩壊後や金融商品会計基準の導入後、都市銀行や地方銀行の持分割合が急激に減少、および、外国法人や機関投資家の持分割合の増加により、大きく変化していることをあきらかにした。このことから、企業行動が、長期的な企業価値の最大化、および業績の安定といったものから、経営者の利得のみを最大化するような短期的な利益の捻出行動が生じる可能性を考察した。

英文要旨

In this study, it has been considered change of the ownership structure and the corporate activity. After the bubble economy or Kin-yu Big Bang, in the ownership structure of a company, it was shown the percentage of financial institutions decreased and the percentage of a foreign investor and institutional investors increased. Therefore, it was considered that the incentive in which a manager works out short-term profits has arisen.

和文キーワード：所有構造, メインバンク制, ケイレツ, 利益操作, 会計的裁量行動, 実体的裁量行動

英文キーワード：Ownership structure, Main bank system, Keiretsu, Earnings management, Accounting discretion, Real discretion

目 次

- 1 はじめに
- 2 規制の変化と裁量的会計行動
- 3 株式所有構造の動向
 - 3-1 日本における株式所有構造の特徴
 - 3-2 日本における株式所有構造の変遷
 - 3-3 金融機関の株式所有構造の変遷
- 4 株式所有構造の変化と企業行動
- 5 おわりに

1 はじめに

企業の経営活動の状況は、財務諸表を通じて行われるが、究極的には利益という一項目に集約されると言っても良いだろう。この利益を下に利害関係者達は意思決定を行い、また資源配分が行われる。この利益は、エイジェンシー理論研究にもとづいて、経営者は企業収益に関して外部利害関係者よりも多くの知識を有しているという前提に立てば、完全に客観性をもつものではなく、情報優位にある企業によって、経営上の意思決定と会計上のメカニズムが持つ幅とを利用して計算される項目である。もちろん、監査などを経てはいるものの、情報劣位にある外部者が再計算できるものではなく、企業の主観にもとづくものといえるだろう。

企業の利益数値がさまざまな経済的帰結をもたらすとすれば、唯一、利益を計算できる企業、ないしは経営者は、自身にとって有利な経済的帰結をもたらすような利益数値を操作するインセンティブが生まれ得る。このような操作は、利益操作あるいは利益管理、利益制御(earnings management)などと呼ばれている。

利益の操作方法は、ひとつは会計の手續上、経営者側にいくつかのオルタナティブが存在する際、それを活用して会計数値を変化させるもので、一般に会計的裁量行動(accounting discretion)といわれる。これは、数値をどの会計期間に配分するかということ、利益の数値を変化させるものである。もうひとつは、取引そのものを増減させることで、会計数値を変化させるもので、一般に実体的裁量行動(real discretion)と呼ばれている。

これまでの日本の企業は、持ち合い株式等を通じて、メインバンク制やケイレツと言ったかたちでガバナンスされてきた¹。しかしながら、近年、株式の持ち合いの解消やそれに伴うメインバンク制の解消が生じてきているといわれる。そこで、株式の所有構造が、どのような変遷を辿り、どのような企業行動ないしは会計行動を引き起こしうるのか考察する。

2 規制の変化と裁量的会計行動

アメリカにおいては、会計不正によるエンロ

ンの破綻(および、これに類似したワールド・コムの破綻)は、会計や監査、情報公開などの制度見直しの契機となり、2002年7月には上場企業会計改革および投資家保護法(以下、SOX法)が制定された。その結果、Ronen et al[2008]によれば、会計的裁量行動は減少してきていることが報告されている。わが国でも、SOX法に倣った形で規制の改正が行われてきたが、会計的裁量行動はともかく、実体的裁量行動が行われつつあることが、田澤[2010]などで指摘されてきている。

経営者が利益操作を行なうインセンティブについて、実証分析では、経営者のボーナス契約、経営者の交代、負債契約、産業別規制や独占禁止、課税などといった各種の規制、政治コスト、株式の発行、MBOなどが仮説検定されてきている²。

わが国に限って考察すると、これまでのわが国の所有構造は、メインバンク制のもとで株式を持ち合いながら企業統治がなされているといわれてきた。その場合、企業の持分は長期的視野に立って保有されているため、企業側も近視眼的な会計行動をとる必要は必ずしもないので、長期的な視野にもとづいた会計行動をとることが考えられる。そのため、会計的裁量行動については、例えば、経営者の任期満了が近いことや、株主総会での委任状獲得が、わざわざ短期的に増益効果をもたらす会計手続をとるといった形の利益操作を行なうインセンティブにはなりにくいのである。もし仮に利益操作を行なう必要があるとすれば、長期にわたって利益を平準化するような操作(いわゆる利益平準化)や、将来の不確実性に備えて慎重な会計数値を導くような操作(いわゆる保守主義)を行なうことが考えられる。

一方、実体的裁量行動については、操作が比較的行ないやすい支出である、研究開発支出の操作や広告宣伝費の操作が一般的である³。これらの支出は、将来キャッシュ・フローの変化による企業価値の変化という効果があり、利益計算上は、短期的に減益要因、長期的に増益要因となる。そのため、一時的に利益を高めようとする目的で、これらの支出を削減する事は、企業価値の低下を招くことになるため、メインバンク制等のもとでは、このような操作を行なわれ

ないだろう。また、生産量を増大させ、単位当たり製造原価（固定費）を減額させるような操作もあるが、この操作には、過大生産分の不良在庫化、販売単価の引き下げといった、販売リスクや価格リスクをとともなうため、メインバンク制等のもとでは、あえて行なう必要はないだろう。

しかしながら、田澤 [2010] では棚卸資産を通じた実体的利益操作が報告され、また最近の報道によれば、ホンダがリーマン・ショック以降、研究開発支出を削減しており、それゆえ、アメリカでの売上が鈍り、アメリカのコンシューマー・レポートでは新型シビックが、小型セダン部門 12 車種中の 11 位となっている。

持ち合い構造によるこれまでの日本的経営とは異なる企業は、近視眼的なトレーディング目的の持分権者からの圧力により、企業価値の最大化ではなく、経営者自身のキャッシュ・フローの最大化のために、短期的な利益操作を行なうインセンティブが生まれ、会計的・利益操作のみならず、実体的利益操作を行なう可能性がある。

それでは、日本における株式所有構造は、どのような変遷を辿ってきているのだろうか。

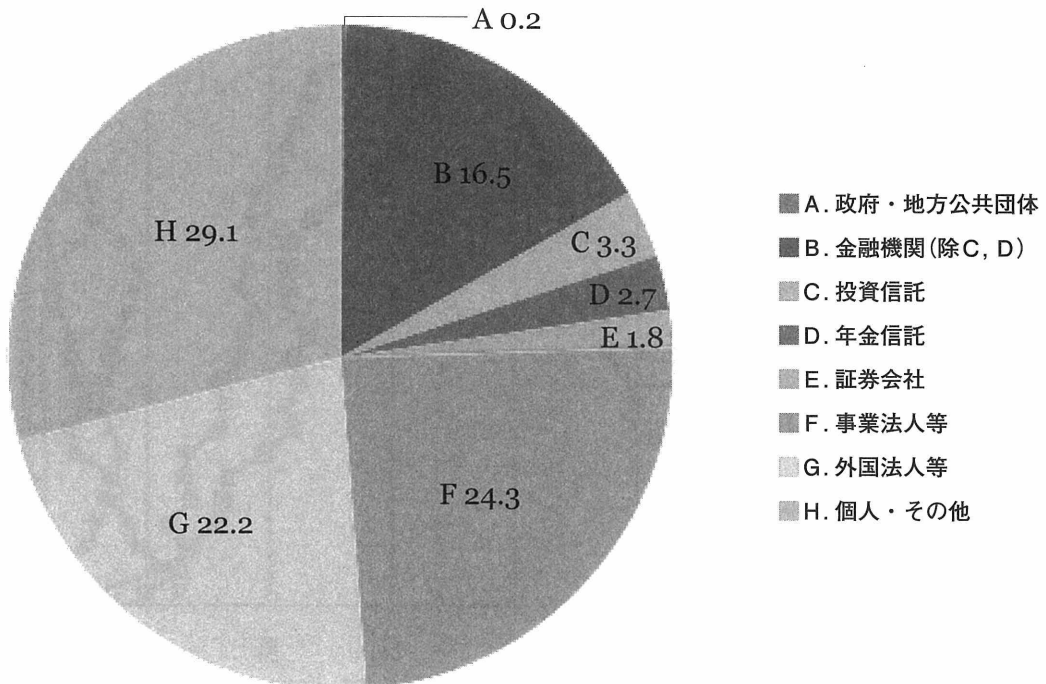
3 株式所有構造の動向

3-1 日本における株式所有構造の特徴

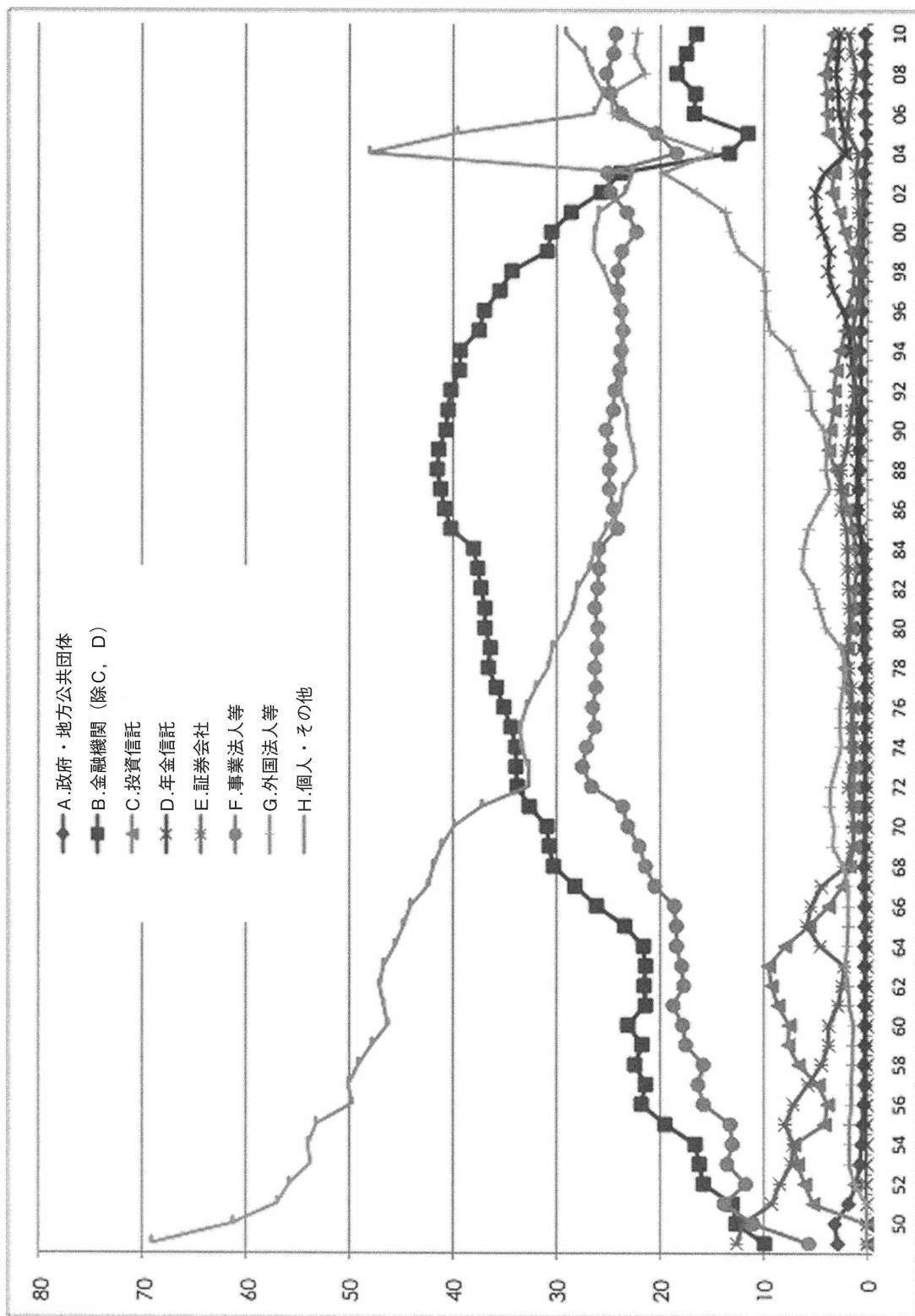
わが国の上場企業の 2010 年における所有構造の内訳は、図表 1 に示す通りである。金融機関（16.5%）、事業法人（24.3%）、外国法人（22.2%）および個人株主（29.1%）によって、そのほとんど（計 92.1%）が保有されており、年金基金や投資信託といった機関投資家の持株割合は、それぞれ 3.3%、2.7% とかなり低いのの特徴である。機関投資家の株式市場ないしはコーポレート・ガバナンスにおけるプレゼンスは、アメリカやヨーロッパと比べてそれほど大きくないようである。

これに対し、事業会社の持株割合はおよそ 4 分の 1 を占めており、株式持ち合いによるコーポレート・ガバナンスが行われている事を示しているといえ、また金融機関による持株割合の高さはメインバンク制によるコーポレート・ガ

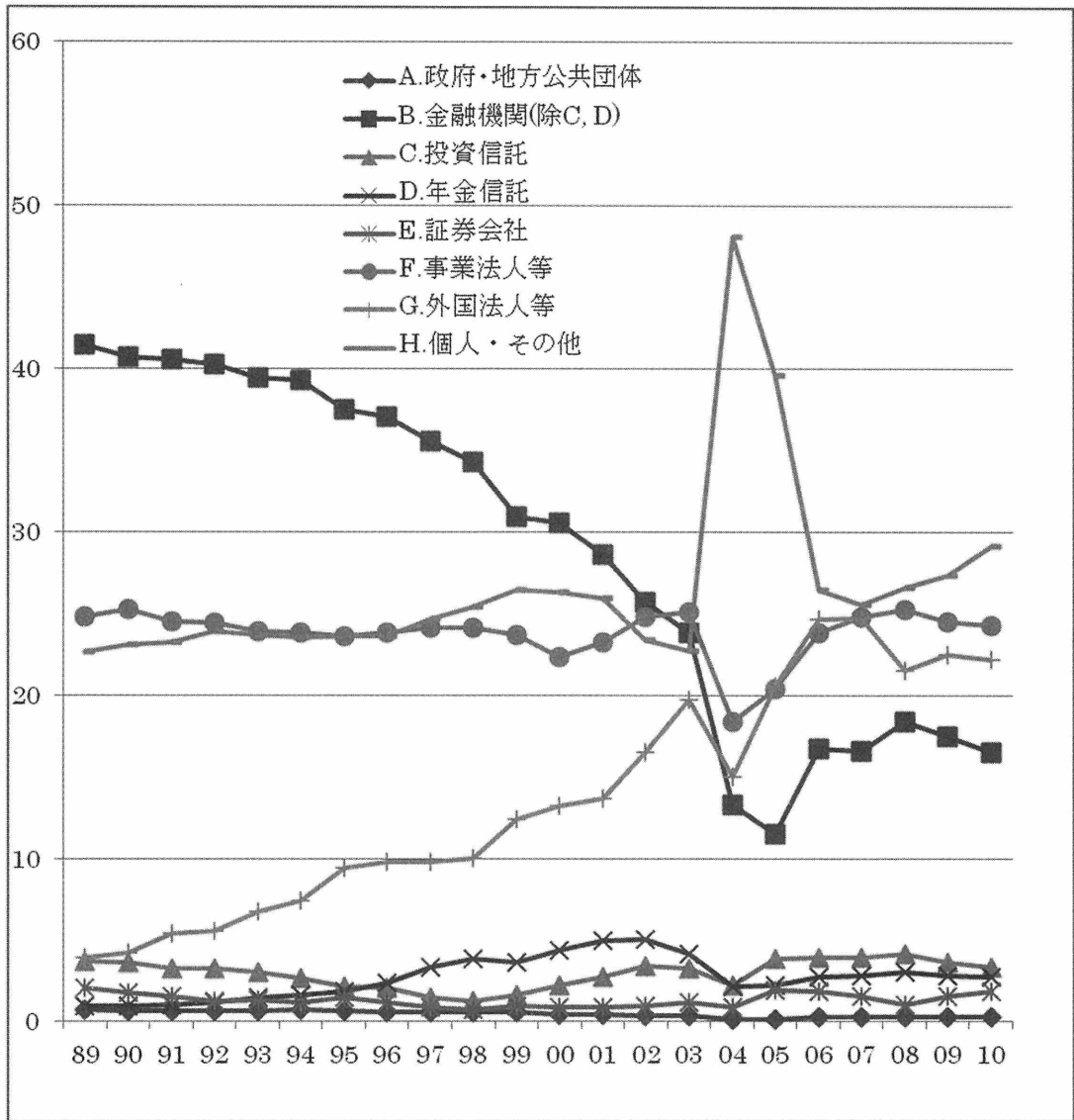
図表 1 2010年度における持株比率(単位:%)



図表2 わが国の持株比率の変遷(単位:%)



図表3 わが国の持株比率のバブル経済後の変遷(単位:%)



出典：全国証券取引所「株式分布調査」より作成

バランスを反映しているように考えられる。この2点は、日本における所有構造の特徴として挙げられよう。

3-2 日本における株式所有構造の変遷

日本における株式所有構造の変遷を、証券取引法にもとづく株式の取引が行われた1949年から現在に至るまでを示したものが、図表2⁴、1989年から現在に至るまで、いわゆるバブル経済以降を示したものが、図表3⁴である。図表2には、大きな所有構造の変化が2つ示され

ている。

ひとつめは、高度経済成長時以降における、大きな所有構造の変化である。この機関において、個人株主の割合が減少し、それに代わって、金融機関、事業法人の持株割合が急激に上昇していることである。この個人株主の急激な低下は、大村等[2001]によれば、預貯金に対する優遇税制により、家計が株式投資から預貯金へと金融投資をシフトした事が指摘されている。個人株主から放出された株式が、金融機関、事業会社によって取得され、メインバンク制やケ

イレツといった日本的な経営組織, 所有構造は, この時代に形成がなされていったと考えられよう。

アメリカやヨーロッパでは個人株主から放出された株式は, 機関投資家に取得され, 年金基金等は家計の代理人的性格を有していると考えれば, 投資スタイルの変化であり, 実質的には所有構造に大きな変化はないと考えられる。一方, わが国の場合は, 個人株主から放出された株式は, 財閥解体後の, メインバンク制やケイレツといったあらたな企業集団の形成を担ったという, 他国とは大きく異なる特徴がある。もちろん, 家計は株式投資から銀行預金にシフトし, 銀行がその家計からの預金額で株式投資をしていたと考えれば, 家計が間接的に企業に投資しているため実質的には所有構造に変化はないみることができる。だが, 金融機関は株式取得において企業集団の統治という異なる目的があるならば, 所有構造は大きく変化したことになるろう。

もうひとつの変化は, 近年, 特にバブル経済崩壊後における, 企業の所有構造の変化である。金融機関の保有比率は, バブル経済までは上昇傾向であったものが, バブル経済崩壊後は緩やかに低下している。また, バブル経済崩壊後の大規模な金融危機である, 1997年の北海道拓殖銀行, 山一証券の破綻, 1998年の日本債券信用銀行の破綻や日本長期信用銀行の国有化がおこったあたりから, 2000年代前半に掛けて急激に低下している。これは金融機関のコーポレート・ガバナンスに対するプレゼンスが弱まっていることを示しており, メインバンク制の効果の低下をもたらしていると考えられる。

もう一つのわが国の所有構造上の特徴である事業会社の持株比率であるが, 1990年が25.2%, 2010年が24.3%と, バブル崩壊後において, 単位数ベースでは特段の変化は見せていない⁵。株式持ち合い構造は崩れていないと見られることも出来るが, メインバンク制の頂点に立つ銀行の持株比率が低下している事とあわせて考えると, 株式持ち合いの効果は低下しているのではないかと推測される。

3-3 金融機関の株式所有構造の変遷

金融機関から放出された株式は, 図表2を見

る限りでは, 多くを外国人投資家が, 一部を年金基金が取得している事が観察される。メインバンク制の頂点に立つ金融機関は普通銀行である事を考慮に入れ, どのような金融機関が, バブル経済後において, 持株比率を変化させてきたか示したものが図表4⁴である。

バブル経済崩壊後, 普通銀行と生命保険が持株比率を大きく引き下げているのに対し, 信託銀行の持株比率が上昇し, 2000年以降は金融機関の中で最も高い持株比率となっている。金融機関の持株比率は低くなりながらも, 20%前後は保たれていたが, 実際には, メインバンク制の頂点に立っていた普通銀行の持株比率は, ここ数年は3%台であり, メインバンク制がかなり弱まってきている事を示しているといえよう。また, 信託銀行が家計の代理人的な性格を有すると考えるならば, 企業統治の主翼を担ってきた普通銀行が, 株式を放出することで, 企業統治におけるプレゼンスを弱めてきているみることができるのではないだろうか。

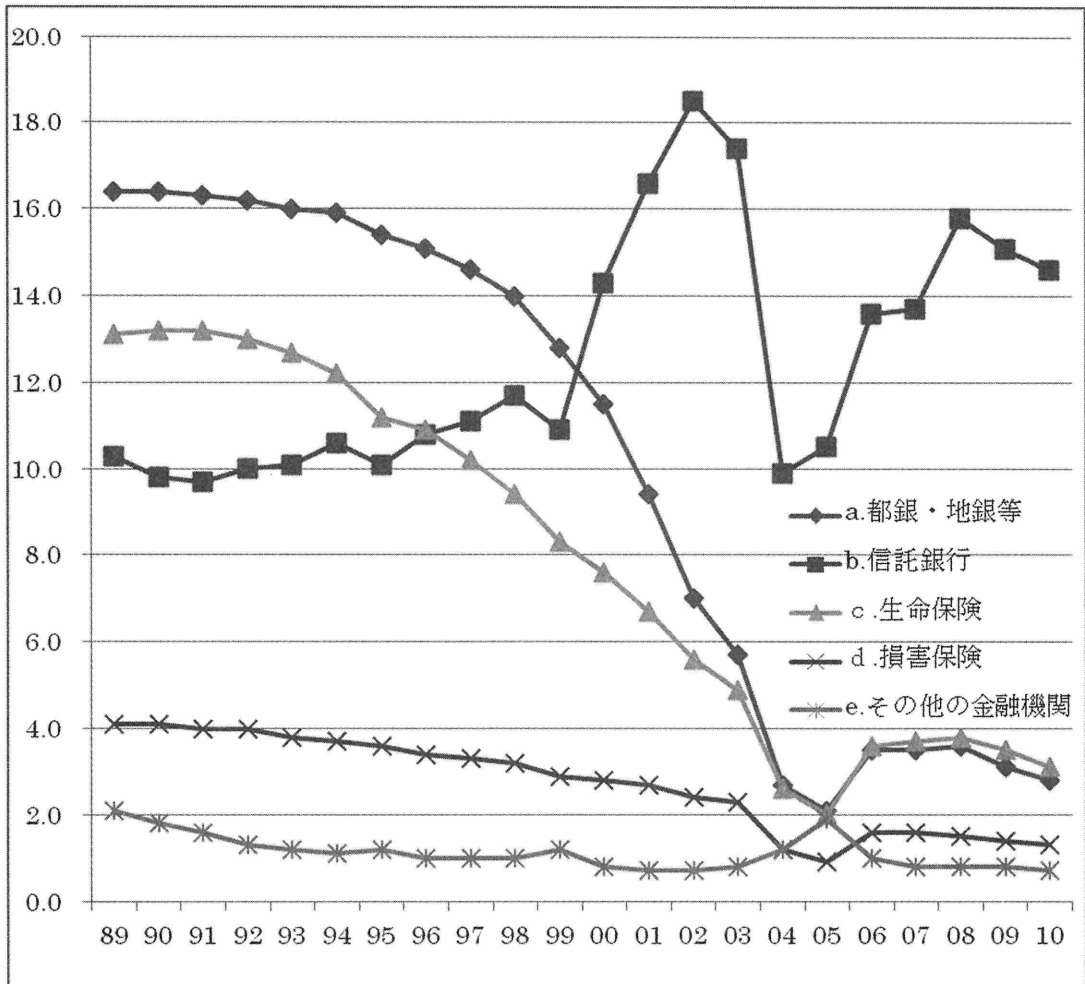
信託銀行の保有分には, 主に, 信託銀行自体が株式を取得している場合と, いわゆる信託口として取得した分がある。前者は信託銀行が金銭信託等の運用のため保有しているものであり, 後者はほかの主体から預かって管理している株式である。それゆえ, 信託銀行保有分は, 普通銀行保有分とは異なり, 機関投資家保有分の性格を有すると解されよう。

4 株式所有構造の変化と企業行動

メインバンク制のもとでの企業行動は, 濱本[1993]によれば, 株式を持ち合っているグループ間の純利益は, 配当性向が高くても低くてもあまり変化するとは考えにくく, グループの軸となるメインバンクは株主であるとともに債権者であるため, 企業行動として安定的な配当, 低配当性向, 保守的な会計政策が選択されるとしている。それゆえ, 会計的裁量行動は, 保守的な会計政策のもとで利益平準化を達成できるようなものになるろう。また, 眞鍋等[2010]では, 所有構造において債権者の地位が高まると, 保守的な利益計算, 配当行動を指向するようになる事を例証している。

近年においては, メインバンクの中心となる

図表4 各種金融機関の持株比率の変遷



出典：全国証券取引所「株式分布調査」より作成

普通銀行の持株割合がかなり低くなり、それらの地位が低下したならば、利益計算や配当行動において、保守的でなくなることが考えられる。普通銀行の持株割合が減少した分の行き先は、信託銀行と外国法人である。信託銀行の保有分は、他の主体からの信託口分であるため、個人株主か、あるいは機関投資家に類する性格を持つと考えられる。一方、外国法人については、主に、日産に対するルノー、スズキに対するVWのような、長期的な資本提供と経営参画を目的としたものと、機関投資家を通じた株式保有とがある。そのため、普通銀行に代わって株式を保有する主体は、外国法人の一部を除けば、長期的、安定的な資本提供のために

株式保有をしているわけではないため、メインバンク制や持ち合いといった日本の所有構造は、2000年あたりから瓦解したのではないかと考えられる

しかしながら、事業会社の持株比率は横ばいで推移しており、メインバンク制やケイレツが未だ残っている可能性がある。銀行の企業に対するガバナンスについては、金融商品会計基準により時価評価が強制され、保有することでリスクを伴う株式保有を止めながらも、債権により未だ行なっている可能性があるかどうか、また、事業会社による株式の保有目的、保有期間の変化を調査、検討し、メインバンク制や株式持ち合いの効果が解消しているか考察する必要

があろう。

5 おわりに

バブル経済崩壊と会計制度改革は、持ち合い株におけるいわゆる含み益経営を継続する事を困難にし、普通銀行がリスク低減のため株式を手放す結果を生んだと考えられる。そのため、ここ20年で、わが国の所有構造は大きく変化している。この所有構造の変化は、企業行動、あるいは会計行動にどのような影響があたえているか、利害関係者間の効用最大化行動の調整として利益操作がどのような形で行なわれているかという視点で、今後、実証的に分析を行なう必要があろう。

また、近年の国際会計基準へのコンバージェンスという形の会計制度改革によって、Barth et al [2008] では、欧米を中心とした21カ国の企業を対象に、会計情報の質が高まったという実証結果を示している。一方、Paananen [2009] ではドイツ企業、向 [2009] では日本企業を対象に分析した結果、ドイツおよび日本では、国際会計基準へのコンバージェンスの度合いが高まる事で、会計情報の質が高まったという証拠は得られていない。国際会計基準へのコンバージェンスが、会計情報の質や価値を高めるという考え方は、金融システムや企業の所有構造によって成立する場合とそうでない場合があるのかもしれないだろう。特に、わが国では、会計制度改革の進展にともない、所有構造の変化が生じているので、この点を踏まえた上で、会計制度改革と利益操作、とりわけ実体的利益操作との関係を分析する事を今後の課題としたい。

参考文献

- Arya, Anil, Jonathan Glover, and Shyam Sunder [1998], "Earnings management and the revelation principle," *Review of Accounting Studies*, Vol. 3, pp. 7-34.
- [2003], "Are unmanaged earnings always better for shareholders?" *Accounting Horizons*, Vol. 17, Supplement, pp. 111-116.
- Barth, Mary, W. R. Landsman and M. H. Lang [2008], "International Accounting

Standard and Accounting Quality," *Journal of Accounting Research*, Vol.46, No.3, pp.467-498.

- Lambert, Richard A. [2001], "Contracting theory and accounting," *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, pp.3-87.
- Paananen, M. and H. Lin [2009], "The Development of Accounting Quality of IAS and IFRS over Time: The Case of Germany," *Journal of International Accounting Research*, Vol.8, No.1, pp.31-55
- Ronen, Joshua, and Varda Yaari [2008], *Earnings Management: Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*, Springer.
- Sunder, Shyam [1997], *Theory Of Accounting and Control*. South-Western College Publishing. 山地秀俊, 松本祥尚, 鈴木一水, 梶原晃訳 [1997], 『会計とコントロールの理論』, 動草書房。
- 大村敬一, 首藤恵, 増子信 [2001], 「機関投資家の役割とコーポレート・ガバナンス」, 第60号, 5-42頁。
- 岡部孝好 [2003], 「市場の期待利益数値と裁量的会計行動」, 『国民経済雑誌』第188巻, 第6号, 27-38頁。
- 木村史彦 [2003], 「経営者の近視眼的投資行動と企業のガバナンス構造～研究開発投資水準の決定をめぐる～」, 『管理会計学』第11巻, 第1号, 43-55頁。
- 須田一幸 [2000], 『財務会計の機能: 理論と実証』, 白桃書房。
- 田澤宗裕 [2010], 「棚卸資産を通じた報告利益管理 -- 実体的操作と会計的操作の識別」, 『現代ディスクロージャー研究』, 第10巻, 21-44頁。
- ニッセイ基礎研究所, 『株式持ち合い状況調査』, 年度版 (2003年度まで), <http://www.nli-research.co.jp/index.html>
- 濱本道正 [1993a], 「日本企業の株主構成と会計政策: 米国との比較を通じて」, 『会計』, 第143巻, 第5号, 643-659頁。
- [1993b], 「日本企業の支配構造と会計行動: 保守的会計政策を中心に」, 『横浜経営研究』, 第13巻, 第4号, 329-336頁。
- [1995], 「日本型会計システムの成立基盤」, 『横浜経営研究』, 第16巻, 第1号, 52-58頁。

--- [2001], 「コーポレート・コントロールと会計行動」, 『横浜経営研究』, 第21巻, 第4号, 221-238頁。

真鍋 和弘, 西海 学 [2010], 「会計上の保守主義が企業財務（資本コスト）に与える影響」, 『愛知学院大学論叢 経営学研究』, 第19巻, 第2号, 69-86頁。

向 伊知郎 [2009], 「日本の会計基準の国際化と会計情報の質」, 『経営管理研究所紀要』, 第16巻, 53-68頁。

注

1 濱本 [2001], 227頁

2 契約理論ベースのこのラインの実証研究については須田 [2000] に詳しい。

3 木村 [2003] では, 研究開発支出のコントロールによる利益操作について分析されている。

4 2004年度～2006年度における急激な変動は, 2005年度まで調査対象会社となっていた(株)ライブドアによる大幅な株式分割の実施等に伴うものであり, 本質的な変動を示すものではない。

5 ただし, 時価総額における持合い株式の占有率は1989年から2000年にかけて7%低下している事が, ニッセイ基礎研究所の株式持合い状況調査によって明らかにされている。

