

ドイツ企業の所有構造と株式市場

三田村智（慶應義塾大学・院生）

伝統的にユニバーサルバンク制度を採用してきたドイツでは、信用銀行・州立銀行が企業の負債と株式の大部分を保有する一方、株式市場は他の先進諸国と比べて未発達であった。信用銀行・州立銀行は、単に大株主であるだけでなく、監査役会への役員派遣、寄託株式議決権の代理行使を通じて、強大な権力を有し企業の経営に関与してきたとされる。こうした銀行による企業支配が、当該企業にとって長期安定株主としてのプラスの効果をもたらすものであったのか、それとも単に銀行が企業から私的便益を搾取する手段に過ぎなかったのか、については様々な実証結果がある。70、80年代のデータを用いた研究の多くは前者の仮説を支持するものであり、英米にみられる株式流通市場での売買を通じた短期投資家主導型モデルとは対照的に、大陸型の長期投資家主導型モデルとして評価された。

90年代以降の一連の資本市場改革の中では、外国人投資家や個人投資家の参加を促進すべく、投資家保護政策の一環として透明性基準が強化された。旧ノイアマルクトで設けられた高い透明性基準は、同市場閉鎖後に公定市場および規制市場で「プライム・スタンダード」と呼ばれる国際的な透明性基準として引き継がれた。また、従来の透明性基準は国内向け基準「ゼネラル・スタンダード」として維持され、2種類の透明性基準の中から選択できるようになった。こうして、市場内に異なる透明性基準が存在することにより、自社銘柄の高い流動性を求める企業とそうでない企業が同基準の下で概ね区分された。

プライム・スタンダード採用銘柄は透明性の高さを理由に、高い流動性を確保できるようになった。その結果、プライム・スタンダード採用企業においては、銀行などの大株主による株式の長期保有は減少し、小口分散化された株式保有が増加した。一方のゼネラル・スタンダード採用銘柄では、相対的に低い流動性の下で、大株主による集中保有構造が維持された。すなわち、透明性基準に関する企業の選択は、当該企業の株式所有構造と関連するものであった。

では、この株式所有構造と当該企業の市場価値・成長性との間には、一連の資本市場改革によって発展を遂げた株式市場において、どのような因果関係が成り立っているのだろうか。例えば、特に高い透明性基準を採用した企業では、銀行による株式保有の減少傾向が現れるが、このことは当該企業の市場価値・成長性とどのような関係にあるのだろうか。本報告では、かかる因果関係に関する分析を、透明性基準の選択等による株式流通市場における流動性の高さの違いを考慮して行う。そのため、流動性の高いDAX企業等だけでなく、流動性の低いゼネラル・スタンダード採用銘柄や規制市場所属銘柄も分析対象として取り上げる。