

# 博士論文の要旨および 博士論文審査結果の要旨

氏名	12D1101 周 家 星
学位の種類	博士（経済学）
学位記番号	経済博甲第8号
学位授与の日付	2015年3月17日
学位授与の要件	学位規則第4条第1項該当
博士論文題目	<b>日本大企業の株式所有構造の分析</b> <b>—安定株主構造の視点から—</b> Analysis of stock ownership structure of Japanese companies : From the point of view of the stable shareholder structure
論文審査委員	主査 鈴木 健 教授 副査 木村 二郎 教授 副査 上野 勝男 准教授

## &lt;博士論文の要旨&gt;

## 日本大企業の株式所有構造の分析

—「安定株主構造」の視点から—

周 家 星

## 1. 問題意識

1990年代以後、日本の巨大企業の株式所有構造は大きく変化した。最も顕著な変化は法人株主持ち株率の低下と国内外機関投資家の持ち株率の増加ということである。

こうした株式所有構造の変化は法人所有を中心とする株式所有構造、いわゆる法人株主構造の「弛緩」「解消」ということを意味するが、そうすると、ここに解明されるべき1つの問題が浮かび上がることになる。つまり、法人株主構造の「弛緩」「解消」にも関わらず、なお日本企業の安定株主構造は維持されているのかどうかという問題である。

法人による株式所有、法人所有を中心とする株式所有構造が当該企業の経営陣の地位を安定的に支える安定株主構造としての役割を演ずることについて、奥村宏氏、北原勇氏、松井和夫氏を始めとする多くの研究者の見解は共通している。筆者もこうした先行研究に学び、法人株主構造が経営者の支配的地位を支えることに本質的な意味があるとする見地に立つ。だが、この見地に立つ限り、1990年代以後、日本の大企業の株式所有構造に起こっている上記の変化の意味を安定株主構造との関わりにおいて解明するという課題を回避することはできない。

戦後、日本の大企業は法人所有を通じて、株主の安定化を図ってきた。株主の安定化は経営者の地位を支えるという役割を演ずるだけでなく、巨大企

業の成長を支える条件としても大きな役割を演じてきた。だが、株式所有構造が大きな変化を遂げた今日、大企業の安定株主構造が、かつてと同様の構造を維持し、かつてと同じ役割を演じているとは考えられない。

日本における株式所有構造に関する研究には長い歴史があり、多くの成果が蓄積されてきた。90年代以後の株式所有構造の変化についても、多くの研究者が関心を払い、さまざまな視点から分析を続けてきた。ただ、研究の多くは法人株主構造の「弛緩」「解消」が株主構造の核の部分まで進んでいるか否かという問題や株式所有構造の変化が企業経営のガバナンスと企業経営のあり方にどのような影響を及ぼすのかという問題に関心を向けていて、安定株主構造の視点から株式所有構造の変化の意味を検討する研究は必ずしも多くはない。

本論文では、1990年代以後に起こっている法人株主構造の変化をめぐるこうした研究状況を前提に、株式所有構造の変化が「安定株主構造」にとって何を意味するのかという問題について考えてみようと思う。

検討すべき課題は2つである。第1は、法人株主構造が「弛緩」「解消」した今日なお、安定株主構造は存在しているのか否かという問題であり、第2は、安定株主構造が依然として存在しているとすれば、安定株主構造それ自体にどのような変化があったのかという問題である。言い換えるなら、法人所有を安定株主構造の1つの形とすれば、法人所有という形の安定株主構造はそのまま残されているのか、あるいは、法人所有とは異なる別の形の安定株主構造が形成されたのかという問題である。

## 2. 分析対象の限定とその意味

本論文で分析の対象として取り上げるのは大手事業会社200社と3メガバンクである。

まず、事業会社についてであるが、本論文で取り上げるのは、『eol企業データベース』の業種別ランキングに掲載された各業種の2013年度売上高上位5社または10社である。取り上げられたサンプル企業合計は約200社

である。いずれの時期にも吸収合併された企業があり、各時期に取り上げられたサンプル企業数は完全に一致しているわけではない。そのため、サンプル企業数は年によって異なるが、おおむね200社であった。

上位企業を取り上げる先行研究は資産総額を基準として上位200社を分析対象とすることが多いようであるが、必ずしも当該の基準によらなければならないということはない。取り上げる企業数も300社であれ、500社であれ、そのこと自体に厳密な意味があるわけではない。

本論文で売上高を基準とし、事業会社上位200社を取り上げたのは、以下の理由によってである。

第1に、取り上げる企業が産業・流通・サービス分野の企業であり、これらの企業の所属する分野における本業ベースでのランキングを表示するには、売上高を基準とするのが合理的であると考えられる。実体経済分野に位置する企業の活動の実態をリアルに反映するのは売上高であると考えられるからである。

第2に、大手事業会社は各業種に均等に分布しているわけではない。単純に売上高上位200社を取り上げると、全業種における代表的な企業を網羅することはできない。それに対して、業種ごとに売上高上位10社または5社を取り上げる方法によると、全業種における代表的な企業を網羅することができ、大企業群全体の株主構成の変化を正確に反映することができると思われる。

また、取り上げた企業数は業種によって違うが、それも大手事業会社の各業種での分布が不均等であることに配慮しているためである。化学、医薬品、機械、電気機器、輸送用機器など大手事業会社が多く集中している業種については売上高上位10社をとりあげ、相対的に大手事業会社が集中していない業種については売上高5社を取り上げた。

第3に、分析の対象を売上高上位200社に限定したのは、単純に資料収集上の考慮によってである。

なお、売上高を基準とする産業・流通・サービス分野の企業200社の株主

構成が、日本の大企業群の株主構成の変化をどの程度反映しているかという点について議論はありうるが、行論中明らかになるように、本論文で取り上げた売上高上位 200 社は、生産・流通・サービス諸分野をほぼ網羅していて、当該諸分野に支配的地位を占める企業群である。

ところで、売上高上位 200 社を取り上げて時系列的な分析を行う場合、200 社の構成はほぼ毎年変動することになるので、次のような問題に直面することになる。つまり、分析の対象として取り上げる時期毎に構成の異なる 200 社を取り上げるのか、それとも、あくまでも基準年として設定した 2013 年の売上高上位 200 社を構成する企業の株主構成を時系列的に分析するのかという問題である。本論文では、後者の見地から上位 200 社の 20 大株主を時系列的に分析している。

つぎに、金融機関について、本論文が分析の対象として取り上げるのは 3 メガバンクである。金融機関には銀行、証券会社、保険会社など多数の会社が含まれている。だが、金融機関において最も重要な位置を占めるのは大手銀行であり、銀行、法人会社、事業会社などから構成される安定株主構造においても大手銀行が主役を演じている。3 メガバンクは日本の金融機関を代表する企業だと考えられる。

以上、本論文は、大手事業会社 200 社と 3 メガバンクの株主構成に見られる変化が、日本の大企業群の株主構成に見られる変化をかなりの程度反映しているという前提のもとに議論を進めている。

### 3. 分析の方法について

本論文では、1990 年から 2010 年までの 20 年間で 6 つの時期に分け、各時期の大手事業会社の 20 大株主の構成を個別に調査し、大手事業会社の 20 大株主構成がどのように推移したかを時系列的に分析している。具体的に取り上げた時期は 91, 96, 99, 03, 08, 11 年の 3 月期決算である。取り上げられた 6 つの時期はいずれも日本の大企業の株式所有構造にとって画期をなす時期と思われる。

1991年、バブル崩壊に伴い、日本経済は「失われた十年」と言われる長期不況に陥った。この背景のもとで、大企業の安定株主構造の中心に位置している株式持ち合いの「解消」は大きく進展した。バブル崩壊後の不況により事業収益が大幅に落ち込んだ事業会社による持ち株の売却が株式持ち合い解消の発端とされている。大和総研によって公表された「株式持ち合いの変遷と展望」（『金融』2011年7月号）によれば、上場企業全体での株式の安定保有比率は1991年度の41.8%から2009年度の15.7%へ、持ち合い比率は1991年度の27.8%から2009年度の6.5%にまで大幅に低下した。

1995年ごろから、住専問題が顕在化し、その親会社である銀行の株式保有リスクを意識した事業会社による銀行株の売却が進んだ。さらに、1998年前後、不良債権を処理する原資を調達するため、銀行による事業会社の株式の売却も始まった。こうした株式持ち合いの解消と並行し、外国株主による持ち株率の増加もこの時期から顕著になってきた。

2002年ごろ、BIS規制の実施、持ち合い株式の時価評価などの影響を受けて、株式持ち合いの解消はさらに加速された。また、日本トラスティ・サービス信託銀行、日本マスタートラスト信託銀行、資産管理サービス信託銀行の3行もこの時期に設立され、多くの大企業の筆頭株主として新たに登場してきた。

2005年ごろから、一部の企業において、株式持ち合いの解消が停滞し、逆に強化される傾向が見られるが、2008以後、IFRS（国際会計基準）の導入議論や有価証券報告書における「株式の保有状況」の開示義務などの影響を受けて、上場企業全体は再び持ち合い解消に転じたようにみえる。

#### 4. 本論文の構成

はじめに

第1章 所有と支配を巡る議論

第1節 奥村宏氏の「法人資本主義」説

第2節 北原勇氏の「会社それ自体」説

第3節 松井和夫氏の「法人相互支持」説

第4節 小括

第2章 法人株主構造について

第1節 法人株主構造の歴史

第2節 法人株主構造の諸側面

第3節 法人株主構造の意味

第3章 企業間取引と株式相互持ち合い

第1節 企業集団内取引と株式相互持ち合い

第2節 三菱グループにおける株式相互持ち合いの実態

第3節 三菱グループにおける株式所有関係と取引関係の対応

第4章 大手事業会社の株式所有構造の変化

第1節 分析対象の限定と分析の方法

第2節 大手事業会社の株式所有構造の変化の実態

第3節 機関投資家の性格

第4節 国内の機関投資家の実体と性格

第5節 外国株主の実体と性格

第5章 3メガバンクの株式所有構造の変化

第1節 3メガバンクの形成

第2節 3メガバンクの株式所有構造の変化

第3節 3メガバンクの安定株主構造の再編

第6章 日本企業の株式所有構造変化を引き起こす諸要因

第1節 株式持ち合い減少の理由

第2節 大企業の経営戦略の変化と外国株主の増加

第3節 大企業の収益構造の変化と信託資産名義の株主の増加

本論文は内容の上から3つの部分によって構成される。安定株主構造に焦点をあてて、日本の大企業の株式所有構造の変化を検討するため、第1部では、安定株主をどのように理解するのかということ进行を明らかにする。第1章がそれにあてられる。

第2部では、先行研究に学びながら、安定株主の柱としての役割を果たしてきたいわゆる法人所有の実態を検討する。戦後日本の株式所有構造の歴史を安定株主構造の視点から捉えなおし、安定株主構造としての法人所有の形成、要因、特徴、意味などの諸側面について、明確な理解を確立することがこの部分の目的である。

この部分は論文の第2章、3章を含んでいる。第2章では、安定株主構造としての法人所有の歴史、諸側面、意味を検討し、法人所有という形の安定株主構造の全面的な把握に努めた。第3章では、安定株主としての法人株主と株式を発行する企業との間にどのような関係が成立しているのか、そこに成立する関係は持株率の上（あるいは株主順位上）にどのように反映されているのかという問題を検討している。

第3部は4、5、6章から構成され、主として2つの問題を検討している。第1は、90年代以後に生じた株式所有構造の変化のもとで、伝統的な安定株主といわれる銀行、事業会社などはなお安定株主の中核としての役割を果たしているかどうかという問題である。第2は、大株主として新たに登場してきた内外の機関投資家は安定株主と考えられるのかどうかという問題である。具体的には、第4章で大手事業会社の株式所有構造の変化を分析し、第5章で3メガバンクを中心に大手銀行・金融機関の株式所有構造の変化を分析したうえで、第6章で全体を総括し、大企業の株式所有構造の変化の要因を分析している。

## 5. 本論文の分析結果

第1章では、奥村氏、松井氏、北原氏の法人株主構造についての見解を検討し、法人の株式所有の本質的な意味と役割を明らかにした。その上で、経営者の支配的な地位を支える株主構造、すなわち安定株主構造の意味について検討した。そこで得られた結論は次のようなものである。

第1に、法人所有の本質的な役割は経営者の支配的な地位を安定化させることにあるということ、

第2に、経営者の支配的な地位を安定化させる株式所有を「安定株主構造」と規定するなら、法人所有は「安定株主構造」の1つの形として形成されてきたと考えられるということ、

第3に、株式会社形態をとる会社であれば、濃淡の差はあるが、経営者は「安定株主構造」を形成しようとするし、また一定の強度を持つ「安定株主構造」が形成されるのは一般的な傾向と考えてよいということである。

第2章では、「安定株主構造」としての法人所有の歴史、諸側面、意味を検討し、法人所有という形の「安定株主構造」の全面的な把握に努めた。そこで得られた結論は次のようなものである。

第1に、安定株主としての法人所有形成の歴史を振り返ってみると、その主要な契機は経営者が自らの支配的な地位を安定させるため、いくつかの機会をとらえて積極的に安定株主の創出に努めたということである。

第2に、法人株主の持株率について見ると、法人所有は経営者の支配的な地位を維持するという目的とともに、株価操作などの目的にも使われたため、全体的に法人所有率は異常に高いレベルに維持されてきたように見える。

第3に、法人所有の安定性についてであるが、法人株主による所有は全体的に安定しているが、個々の法人株主の所有状況を検討すると、所有する株式を放出するケースもないわけではない。

第4に、法人所有の意味についてである。巨大株式会社においては、経営者が実質的な支配者であれ、会社それ自体の代理人であれ、自然人だけを見れば、巨大株式会社の存続・維持によって最も多く受益する者が経営者であることは疑いない。この観点からするなら、法人所有という形の安定株主構造は、巨大企業の成長を支える条件として重要な意味をもつだけでなく、株式を所有しないか、またはわずかの株式しか所有しない経営者にとって、自らが最低のコストで最大の利益を享受する体制を支える構造として機能していることは明らかであるように思われる。

第3章では、戦後日本の大企業の株主構造を特徴づける法人間株式相互持

ち合いが、相互に株式を持ち合う企業間の事業上、金融上の取引関係とどのように対応しているのかという問題を検討した。そこで得られた結論は以下のものである。

企業の安定株主の中核を構成するのは当該企業の重要な取引先である大企業・大銀行・金融機関である。企業集団のメンバー企業は基本的に企業集団内の企業、銀行・金融機関を重要な取引先としているが、集団外の企業、銀行・金融機関を主要な取引先としている場合も少なくない。こうした取引関係の現状は安定株主構造を理解するうえで、集団外の大企業、大銀行・金融機関の存在も無視できないということを意味している。

三菱グループの三菱重工業、三菱商事、三菱銀行（現三菱東京UFJ銀行）の20大株主を見れば、集団内の企業と並び、集団外の巨大金融機関も大きな存在であることがわかる。20大株主が安定株主構造の中核であることを前提とするなら、集団内の企業と集団外の巨大金融機関が安定株主構造を支える2つの柱をなしていることは否定できない。

第4章では、大手事業会社の20大株主の構成と持ち株率の変化の実態を分析することによって、次のことが明らかになった。

第1に、銀行、生損保などの伝統的な安定株主は大手事業会社の20大株主の中に占める比重が大幅に減少したにもかかわらず、銀行、生損保はなお安定株主の中核に位置しているということである。ただ、伝統的な安定株主による持ち分だけで経営陣の支配基盤を支えるのはもはや不十分だということもわかる。

第2に、内外の機関投資家は議決権行使や投資判断を行う際に、親会社である内外の大手銀行・金融グループからの影響を無視できないと思われる。さらに、内外の大手銀行・金融グループは出資者の利益だけでなく、事業会社との関係上の配慮で、議決権行使や投資判断を行う可能性もあることを考えることが重要であると思われる。

第5章では、3メガバンクを中心に、大手銀行・金融機関の株式所有構造の変化を検討した。そこで得られた結論を概略的に示すなら以下のものであ

る。

第1に、3メガバンクにおいて、20大株主に位置する同系列の保険会社、事業会社が減少したと同時に、国内外の機関投資家が大幅に増加してきた。20大株主を安定株主構造の中核と前提すれば、法人所有という安定株主構造が大きく変化したことを確認できよう。

第2に、新たに20大株主として登場してきた金融機関名義の株主は様々な投資信託銀行や投資信託口であるが、数多くの投資信託銀行は実は国内外の特定の巨大銀行・金融機関と深く繋がっており、巨大銀行・金融機関の投資信託部門であると考えても大過ない。3メガバンクにとって、機関投資家による株式所有も本質的に、安定株主と同じような意味をもっていると考えられる。

第6章では、株式持ち合い減少を引き起こす諸要因を総括した上で、外国株主の増加と大企業のグローバル戦略の関わり、日本国内信託銀行名義株主の増加と大企業の資産運用重視の財務戦略の関わりを検討した。

90年代以後の日本企業の株式所有構造における変化として、何よりも顕著なのは国内外の機関投資家が20大株主に占める比率を急速に高めてきたということである。こうした変化について、様々な解釈がなされているが、私は安定株主構造それ自体が崩壊したというのではなく、法人所有という形の安定株主構造が機関投資家所有という形の安定株主構造へ転換しつつあると考えるのが最も合理的であると考ええる。

欧米巨大金融機関を中心とする外国株主の増加について言えば、それは日本の大企業と欧米金融機関の新たな関係を反映していると考えられる。グローバル化経済が進展する条件のもとで、世界進出を進めようとする日本大企業と欧米の巨大金融グループとの思惑の一致が背景にあり、それを背景に新たな連携を進めている結果とみることができるのではないかと考えられる。

国内の信託銀行名義株主の増加は、日本企業の財務活動による収益力の増加という財務戦略の変化と深くかかわっている。世界経済全体の停滞や不安

定という厳しい状況のもとで、本業に基づく営業利益を拡大することが困難となる局面で、それでもなお安定的に成長する条件を確保するため、企業は財務活動による収益力の増加を重視してきた。変化の激しい金融市場で企業が金融商品の売買を通じて金融収益を確保し経常利益の増大を図ることは容易ではない。資産運用・管理の専門的な金融機関に委託するのは当然の選択である。多くの大企業の20大株主の中に、事業会社、保険会社、銀行といった伝統的な安定株主による信託銀行名義での株式保有のケースが多く見られるようになってきているのは、こうした事情を背景としている。

こうして、90年代後半以後、国内外の信託銀行名義の株主による持ち株率が大幅に増加してきたが、こうした信託銀行名義の株主は単に資産運用を目的としているだけでなく、客観的には伝統的な安定株主と同様に、経営者の支配基盤を支える役割も果たしていると考えられる。伝統的な安定株主とされる、大手銀行、保険会社、大手事業会社は、国内外の巨大銀行・金融機関を母体とする資産運用・管理の専門的金融機関を通じて株式投資その他の金融活動を強化し、それによって金融収益を最大化すると同時に、株式の売買活動が企業の安定株主構造に与える影響を抑制することもできる。2000年代以降、日本大企業の株式所有構造において、浮動株を安定株主に組み入れるシステムが機動し始めたのではないかと考えられる。

**<博士論文審査結果の要旨>**

申請者：周 家 星

論文題目：日本大企業の株式所有構造の分析

—安定株主構造の視点から—

学位申請の種類：甲（課程博士，経済学）

**審査報告書目次**

1. 論文の主題
2. 論文の構成と概要
3. 論文の評価
4. 結 論

**1. 論文の主題**

本論文は、1990年代以降に顕著な変化を示す日本企業の株式所有構造を分析し、安定株主構造の観点からその変化の意味を明らかにしようとしたものである。

戦後日本の株式所有構造に見られる最大の特徴は、法人が株式所有構造の中核に位置し、しかも法人株主間の相互持ち合いの広範なネットワークが形成されていることである。法人所有と法人間相互持ち合いの意味について、長い研究の歴史と膨大な研究成果の蓄積があるが、法人所有が客観的には経営陣の地位を安定的に支える安定株主構造としての役割を演じてきたことについて、多くの研究者の見解は一致している。

バブル崩壊を境に、伝統的に大企業の安定株主としての位置を占めてきた法人株主の持ち株率が低下し始め、代わって国内外の機関投資家が持ち株率を増加させて株式所有構造の中核的位置を占める事態が顕在化している。この事態を分析し、法人株主構造の弛緩・解消、さらには安定株主構造の弛緩・解消を主張する議論が頻出してきた。

本論文の提出者である周家星氏の問題意識は、1990年代以降に顕著となる株式所有構造の変化をもって安定株主構造の弛緩・解消とすることはできるのかという点にある。氏はこの問題意識のもとに、法人所有と安定株主構造に関する理論研究の成果を反省したうえで、1990年代以降の法人株主構造の変化の現実を分析し、それが直ちに法人株主構造の解消・弛緩を意味するのかどうか、さらには法人所有によって支えられる安定株主構造の崩壊・弛緩を意味するのかどうかという問題を検討している。法人株主構造の変化は直ちに安定株主構造の弛緩・解消を意味するものではなく、安定株主構造の組換えないし形態転化として理解されるべきものだというのが、本論文で示された氏の結論である。

## 2. 論文の構成と概要

本論文は次のように構成されている。

第1章 所有と支配を巡る議論

第2章 法人株主構造について

第3章 企業間取引と株式相互持ち合い

第4章 大手事業会社の株式所有構造の変化

第5章 3メガバンクの株式所有構造の変化

第6章 日本企業の株式所有構造変化を引き起こす諸要因

以上にみるように本論文は全体で6つの章より成るが、内容の上からみると3つの部分から成る。第一は、安定株主構造の理論的解明に充てられる部分であり、第1章がそれに相当する。第二は、安定株主構造に関する理論的解明を前提に、戦後日本の株式所有構造を安定株主構造の観点から捉えなおし、安定株主構造としての法人所有の形成要因・特徴・意味などの諸側面について明確な理解を確立することに充てられた部分である。第2章、第3章がそれである。第三は、1990年代以降に顕著となる株式所有構造の変化それ自体を分析した部分であり、本論文の核心的論点の解明に充てられた部分である。そこでは端的に二つの課題が設定されている。一つは、1990年代

以降に顕著となる株所有構造の変化の下で、伝統柄的な安定株主とされる銀行・事業会社等は今なお安定株主の中核としての位置を占めているのかという問題であり、二つは、1990年代以降、大株主として登場する内外機関投資家を安定株主として捉えることはできるのかという問題である。第4章、第5章、第6章がその解明に充てられている。

以下、各章の概要を紹介することにする。

第1章は、戦後日本の株式所有構造を特徴づける法人株主所有の本質的な意味の検討に充てられている。当該問題を論ずる代表的論者である奥村宏氏、北原勇氏、松井和夫氏の見解を検討したうえで、周氏の到達した結論は、戦後日本の株式所有構造を特徴づける法人株式所有の本質的な意味は経営者の支配的地位を支える安定株主構造としての役割にあるということである。周氏は、この結論を敷衍し、安定株主構造をこのように規定するならば、経営者が安定株主構造を形成しようとするのは一般的傾向として貫くであろうと述べている。

第2章では、戦後日本の株式所有構造の成立の歴史を振り返り、安定株主構造の観点から法人所有の諸側面を検討し直している。法人所有が経営者の支配的地位を安定的に支える安定株主構造としての役割を演ずるということは、当該企業の株式を事実上所有しない無所有経営者が、最低のコストで最大の利益を享受する体制を支える構造でもあるという指摘は、重要である。

第3章は、戦後日本の株式所有構造のもう一つの特徴である、法人間相互持ち合いを取り上げ、株式相互持ち合いが形成される根拠の解明に充てられている。株式相互持ち合いは、相互持ち合いに入り込む企業間の事業上、金融上の取引関係と対応しているのかどうか、対応しているとすればそれはどのようなものなのか、といった論点である。

周氏が到達した結論はこうである。大企業の主要株主の多くは当該企業の安定株主構造の中核を形成しており当該企業の主要取引先でもあるケースが多い。株式相互持ち合いの基礎に相互に持ち合う企業間の事業上・金融上の連関があるということである。このことは、企業集団メンバー企業の場合

には比較的見易いが、集団外企業との間にも実は同じ関係が形成されている。大企業の多くは6大企業集団のいずれかに所属し、同一集団内の企業・銀行・金融機関が安定株主として株主構造の中核に位置するという関係におかれてきた。その場合、集団内企業の間で相互に持ち合うケースが多いから、株式相互持ち合いと事業上・金融上の取引関係の対応は明瞭である。ただ、これら大企業の取引関係は企業集団内に限定されているわけではない。集団外企業との事業上・金融上の取引関係が広範に形成されるというのがもう一方の現実であり、ここでもまた取引関係を根拠とする株式相互持ち合いが広範に形成されることになる。その結果、当該企業の安定株主構造は、いずれも取引関係を基礎として形成される同系集団内企業との相互持ち合いと集団外企業との相互持ち合いという2本の柱によって構成されることになる。

松井和夫氏によってすでに闡明されていた結論であるが、周氏が本論文の主題に即してこの関係をクローズアップしたことは、本論文の結論を柔軟なものにするうえで積極的な意味を持つものと考えられる。

第4章と第5章は、1990年代以降、大手事業会社の株式所有構造に生じた変化（第4章）と、3メガバンクの株式所有構造に生じた変化（第5章）を分析し、その意味について検討している。1990年代以降の大手事業会社と3メガバンクの20大株主構造を見ると、伝統的な安定株主とされてきた銀行、生損保はなお中核的位置を保持しつつも、その比重は大きく後退し、それら法人株主だけで経営陣の安定的地位を支えるには不十分な事態に立ち至っている。こうした伝統的な株主に代わり、20大株主の一翼を担って登場したのが内外の機関投資家である。

伝統的な安定株主である銀行・生損保の後退と、それに代わって登場した内外機関投資家株主の役割をどのように評価するのか、第4章と第5章では、まずこの事実を1990年代以降の20大株主の変遷を跡付けることによって明らかにしている。

第6章は、第4章と第5章で明らかにされた事実、日本の大企業の20大

株主の中核に位置する伝統的株主である銀行・生損保の比重が後退し、代わって20大株主のなかに機関投資家が確固とした位置を占めるに至ったという1990年代以降に顕在化した事実をどのように考えるのかという問題をとりあげ論じている。

この問題は、1970年代すでにアメリカ大企業の株式所有構造の研究分野で論じられていた問題である。問題の性格上、実証の困難な問題であることは当時から周知のことであった。傍証によって推理を重ね、ある結論に至るといレベルに止まらざるを得ない性格の問題であったし、今日でも、本質的に問題の困難さは変わっていない。

だから、周氏もまた、推理によってある種の結論に至るとい仕方で問題に一応の決着をつけるという解決の仕方を免れることはできない。周氏の推論を跡付けるところである。

20大株主に登場する内外機関投資家の多くは内外の大手銀行・金融グループの子会社であり、株主としての議決権投資や投資判断に際して親会社の意思によって左右される。

親会社としての内外の大手銀行・金融グループは、事業会社との事業上の関係を配慮したうえで議決権投資や投資判断を行うという関係を保持する。

国内信託銀行名義の株主の比重の高まりは、日本企業が財務活動をつうじて金融収益を増加させようとする財務戦略を背景としており、大企業側の財務活動を支える役割を信託銀行が演じるという点で両者の事業上・金融上の取引関係が結びついている関係を基礎としているであろう。

3大信託会社の株主名義が20大株主の中核に位置するという事態については、かつての伝統的な安定株主とされてきた事業会社、銀行、生損保が信託名義の資産として株式所有を行っていると考えのがもっと合理的な解釈であろうと思う。

外国の機関投資家が株主として登場するというのは、日本の大企業の多国籍化に伴う外国金融機関との金融的な取引関係を背景としていと考えられる。グローバルな展開を遂げることについて、欧米金融機関と日本の大企業

との間に思惑の一致があるということである。

以上、内外機関投資家とりわけ内外信託銀行名義の株主による持ち株率の増大は、直接的には信託銀行の側の資産運用によって規定されているのだが、本質的には信託銀行に資産運用を信託する伝統的株主の意図によって規定されているのであり、信託銀行名義の株主は客観的には当該企業の経営陣にとって安定株主の一翼をなす株主としての役割を演じることになる。

安定株主構造の組み替え、ないし形態転化を遂げる過程で、機関投資家の親会社である内外の大手銀行・金融機関は、かつて所有する大企業株式を子会社である信託銀行に運用委託することによって株式投資収益の最大化を図る一方、株式の売買活動による安定株主構造への打撃を最小限にとどめることが可能となった。見方を変えれば、浮動株さえ、安定株主構造に組み込む構造を作り上げるに至ったとみることもできるのではないか。

機関投資家名義株主の増大に関する周氏の推論を辿ると、およそ以上の様である。大筋において納得しうるものであろう。

### 3. 論文の評価

第一に評価されるのは、1990年代以降の株式所有構造の変化、法人株主構造の変化は、直ちに安定株主構造の弛緩・解消と等置されるべきものではなく、伝統的な安定株主である銀行・事業法人等に代わって内外機関投資家が安定株主の地位を占めるに至った事態として理解されるべきものであり、そういう意味で安定株主構造の形態転化として理解されるべき事態であることを、詳細な事実の分析に基づいて主張している点である。

この分野でも多くの優れた研究者による多くの研究成果が日々蓄積され続けているが、周氏の研究成果は、そうした研究の一環をなすものとして遜色なく、当該分野における一つの研究成果としての位置を占めるに足る到達段階にあると言える。

第二に評価されるのは、周氏の研究方法についてである。日本企業の株式所有構造に関する研究の歴史は古く、文字通り膨大な研究成果が蓄積され

ている。氏は、この研究成果に学ぶことなくして1990年代以降の株式所有構造の変化の意味を捉えることはできないという自覚のもとに、株式所有論の分野における膨大な研究成果を検討して法人所有、安定株主構造に関する認識を整理し、そのうえで1990年代以降の売上高上位200社の20大株主構造の変化を分析するというオーソドックスな研究方法を貫いている。

売上高上位200社の20大株主の20年間にわたる変遷を追跡する一方、安定株主構造に関する膨大な研究業績を検討して自らの理解を確立し、そうして1990年代以降に顕著となる株式所有構造の変化の意味を闡明するという作業は、現状分析の分野に要請されるオーソドックスな研究方法を継承したものであり、周氏が研究者として当然に要請される研究方法を確立しえたことを反証するものとして、評価されて然るべきものとする。

以上に指摘した本論文の積極的に評価すべき点と共に、主題に即してなお実証・論証の不足していると考えられる論点もある。

第一は、内外機関投資家による株式所有の評価にやや説得力を欠くという点である。伝統的な安定株主である銀行・事業法人等に代わって登場した内外機関投資家を新しい安定株主として評価する氏の主張が説得的であろうとすれば、この点の解明は避けられない。ただ、この点の解明は、容易ではないことも事実である。機関投資家の実態を把握するビジネスが成立するという事態が、解明の困難を反証している。

第二は、1990年代以降の株式所有構造の変化の画期として6つの時期が設定されているが、これら6つの時期が株式所有構造の変化との関連でより積極的に位置づけられるべきではなかったかと思われる。そうすることによって、個別的には解明困難な機関投資家による株式所有比率上昇の意味もより浮き彫りにできたのではないかと思われる。

しかし、以上に指摘した問題点とりわけ第一の点は、当該問題を扱う研究者の誰もが直面して解決していない問題であり、その解決を本論文に求めるのは望蜀の嘆というべきであろう。ここでの指摘によっても本論文の価値はいささかも減じられるものではない。

#### 4. 結 論

本論文の精査と最終試験日の口頭試問に基づき、学位申請者周家星氏は、経済学研究の分野における自立した研究者として研究活動を行う学識と能力を有するものと判断する。よって、申請者周家星氏に博士（経済学）の学位を授与することが相当と判断する。

2015（平成27）年2月14日

審査委員（主査） 鈴木 健

審査委員（副査） 木村 二郎

審査委員（副査） 上野 勝男