

2014 年度

桃山学院大学大学院経済学研究科博士学位申請論文

論 題	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—
英文タイトル	Analysis of stock ownership structure of Japanese companies : From the point of view of the stable shareholder structure
執 筆 者	12D1101
	周 家星
演習指導教員	鈴木 健
提 出 日	2015年1月09日

## 目次

はじめに	2
第1章 所有と支配をめぐる議論	5
第1節 奥村宏氏の「法人資本主義」説	5
第2節 北原勇氏の「会社それ自体」説	7
第3節 松井和夫氏の「法人相互支持」説	11
第4節 小括	14
第2章 法人株主構造について	16
第1節 法人株主構造の歴史	16
第2節 法人株主構造の諸側面	19
第3節 法人株主構造の意味	23
第3章 企業間取引と株式相互持合い	24
第1節 企業集団内取引と株式相互持合い	24
第2節 三菱グループにおける株式相互持合いの実態	30
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	34
第4章 大手事業会社の株式所有構造の変化	42
第1節 分析対象の限定と分析の方法	42
第2節 大手事業会社の株式所有構造の変化の実態	44
第3節 機関投資家の性格	47
第4節 国内の機関投資家の実体と性格	49
第5節 外国株主の実体と性格	51
第5章 3メガバンクの株式所有構造の変化	56
第1節 3メガバンクの形成	56
第2節 3メガバンクの株式所有構造の変化	59
第3節 3メガバンクの安定株主構造の再編	64
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	69
第1節 株式持合い減少の理由	69
第2節 大企業の経営戦略の変化と外国株主の増加	71
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	75

はじめに

1990年代以後、日本の大企業の株式所有構造は大きく変化した。最も顕著な変化は次の2点である。

第1は、法人株主持株率の低下ということである。2010年度の「株式分布状況調査」によると、法人株主の持株率（信託銀行を除く）は1990年の60.6%（金融機関35.4%+事業法人25.2%）から、2010年の32.2%（金融機関7.9%+事業法人24.3%）にまで半減した。また、ニッセイ基礎研究所の調査結果によると、株式相互持合比率は1990年の18.0%から、2002年の7.4%まで減少した。

第2は、外国人株主と国内の投資信託、年金基金など機関投資家の持株率の上昇ということである。2010年度の「株式分布状況調査」によると、外国人株主の持株率は1990年の4.2%から、2010年22.2%にまで激増している。個別企業の株式所有構造を見ると、花王、キヤノン、ソニー、ヤマダなど多くの大企業では外国株主持株率が50%を超えている。さらに、信託銀行の持株率は1990年の9.8%（内に投信3.6%、年金0.9%）から、2010年の14.6%（内に投信3.3%、年金2.7%）に微増した。ただ、個別企業の20大株主をみると、ほとんどの大企業の筆頭株主は日本トラスティ・サービス信託銀行ないし日本マスタートラスト信託銀行となっていることがわかる。

こうした株式所有構造の変化を一言で言えば、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」ということになるが、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<sup>1)</sup>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、1990年代以降、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。だが、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る。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、つまり、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どうかという問題である。ここに指摘した問題は、具体的にはつぎのようなことになる。1つは経営陣の支配基盤を支える役割を演じてきた事業会社、銀行などの法人株主が現在も安定株主としての役割を果たしているのかどうかという問題であり、もう1つは大株主として新たに登場した内外の機関投資家を安定株主として捉えることはできるのかどうかという問題である。

以上の問題意識のもとに、私は博士論文のタイトルを「日本企業の株式所有構造の分析—安定株主構造の視点から—」と設定し、日本企業の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をとりあげ解明することにしたい。

本論文は次のように構成される。第1章「所有と支配をめぐる議論」では、戦後日本の株式所有構造に関する代表的な理論を検討する。そこで得られた結論は、株式所有の極端に分散した大企業の経営者にとっては、自らの支配的な地位を安定化させるため一定の持株率が常に必要だということである。経営者の支配的な地位を安定化させる株主構造を安定株主構造と定義すれば、戦後に形成された法人所有を中心とする株式所有構造は安定株主構造の1つの形態に他ならないと考えられる。

第2章「法人株主構造について」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。戦後日本企業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第2章の目的である。

第3章「企業間取引と株式相互持合い」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あるいは株主順位の上にどのように反映されているのかという問題を検討する。

第4章「大手事業会社の株式所有構造の変化」では、大手事業会社20大株主の分析を通じて、大手事業会社の株式所有構造の変化の実態とその意味を解明する。具体的には2

つの問題を中心に検討する。1つは1990年代以後起こっ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のかどうかという問題である。もう1つ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捉えられるのかどうかという問題である。

第5章「3メガバンクの株式所有構造の変化」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実態を解明する。そのうえで、3メガバンクの株式所有構造の変化は安定株主構造にとって何を意味するのかという問題を検討する。

第6章「日本企業の株式所有構造変化の要因分析」では、1990年代以後、日本企業の株式所有構造の変化を引き起こした諸要因を総括し、日本企業の株式所有構造の変化が企業経営の戦略的転換とどのように関わっているのかという問題を検討する。

## 第1章 所有と支配をめぐる議論

本論文の課題は安定株主構造の視点から、日本企業の株式所有構造の変化を分析することであるが、そもそも、安定株主構造をどのように理解すべきなのか。日本企業の株式所有構造の変化の実態とその意味を検討するという作業を始める前に、安定株主構造という概念を明瞭にしておかなければならない。本章では、先行研究を検討しながら、安定株主構造という概念を明らかにする。

戦後日本の株式所有構造には2つの顕著な特徴がある。第1はいわゆる株式所有の分散化現象である。ここで株式所有の分散化には二重の意味がある。まず、株式会社の巨大化につれて、発行された株式総数と株主数が増加するとともに、上位大株主の持株率が低下し、単独または少数の株主だけで巨大株式会社を支配するに足る株式を所有することは極めて困難になっているということである。

第2はいわゆる株式所有の法人化現象である。戦後、財閥解体によって株式所有が分散化し、株式を持たないまたはわずかの株式しか持たない経営者の支配基盤は極めて不安定となった。経営者の支配的な地位を安定化させるため、「安定株主工作」を通じて、法人株主による所有が急速に進んだ。その後、少数株主による支配の集中という事態は回復していない。今日、巨大株式会社には財閥時代と比較されるような支配株主はおらず、銀行、事業会社などの法人が分散的に株式を保有し、法人株主が全体として支配株主としての役割を演ずるという関係が普遍的な現象となっている。

こうした株式所有の分散化及び法人化現象を対象とする多くの研究成果が蓄積されてきたが、奥村宏氏の「法人資本主義」説、北原勇氏の「会社それ自体」説、松井和夫氏の「法人相互支持」説<sup>2)</sup>は、最も代表的な議論と考えられる。

そこで本章では、小論の課題に関わる限りで、三氏の議論を取り上げ、検討しておくことにする。

### 第1節 奥村氏の「法人資本主義」説

戦後日本の株式所有構造に関する研究を代表するものとして、まず奥村氏の「法人資本主義」説を取り上げることにする。氏が提唱した「法人資本主義」という概念はすでに日常用語として定着するほど、氏の研究の影響は大きい。

戦後に形成された法人株主構造に関する氏の見解を要約するならこうである。巨大株式会社において、経営者の支配権は少数の個人大株主の株式所有に基づくものから、法人株主の株式所有に基づくものへと転化した。法人株主と経営者の間には、支配-被支配という相互支配の関係がある。そういう相互支配の関係から、最終的に、相互信認関係が形成されることになる。氏の議論を構成する主要な論点として次の3点をあげることができる。

第1に、巨大株式会社において、経営者は伝統的な個人大株主から独立したが、経営者の支配を成立させる根拠は相互持合いを中心とする法人の株式所有となっている。すなわち、経営者の支配的な地位を安定化させるものは法人株主の株式所有である。

氏はこう述べている。「一方における所有に基づかない経営者の支配、他方における所有に基づいた個人株主の支配という二つの議論に対して、法人資本主義論は法人所有に基づいた経営者による支配ということを主張する。ここで重要なことは法人への株式所有の集中ということと同時に、法人としての会社を代表するのが経営者であるということであり、法人としての会社と自然人としての経営者との関係が大きなテーマになっていく。それは経営者支配を認めるが、その経営者の支配の根拠を問題にするところがこれまでの経営者支配論と異なるところである」<sup>3)</sup>。「この体制は、経営者支配と言えるが、この経営者支配は一社内で現れるのではない。なぜなら一社内では、経営者は単なる雇われ経営者・経営技術者でしかなく、所有権を代表せず何の支配権も持っていないからである。経営者支配を成立させる根拠は、法人の他の法人に対する支配・株式の相互持ち合い体制にある」<sup>4)</sup>。

第2に、法人株主と経営者の関係は支配—被支配関係である。法人会社は他社に対して、支配すると同時に他社に支配されている。そういう相互支配の関係から、さらに相互信認の関係が形成される。

氏によると、「相互支配—相互依存関係は内部的には支配すると同時に支配されるという状態を生むが、しかし外敵に対する安全保障としては極めて合理的で強固なものになる。お互いに外敵に対して防衛しあっているのだから、そこに裏切ったり、あるいは脱落するものは出てこない」<sup>5)</sup>。

第3に、会社の支配体制（内部統治）については自社以外の法人株主が共同支配グループとなる。企業集団を例とするなら、各企業集団の社長会がメンバー企業の支配中枢となる。氏によると、「三菱グループの社長会である「金曜会」はグループ各社に対しては事実上の大株主としての役割を果たしているのである」。「個々の企業だけでは決定的な支配権を持つことはできないが、企業集団としてまとめればそれは大株主としての支配力を持つことができる。しかも重要なことはここで株式を持っている企業は同時に株式を持たれているのであり、支配するメンバーの中に支配されるメンバーも入っているということであり、そういう意味での相互支配が行われているのである」<sup>6)</sup>。

以上に見たように、氏は戦後日本企業における所有と支配に関わる議論の根柢に、法人所有に基づく経営者の支配という考えを設定している。法人所有に基づく経営者支配という見解は、戦後の日本企業の株式所有構造を理解する理論的基礎として、その持つ意義は大きいと思われる。

ただ、法人株主と経営者との関係、株式を所有する企業と株式を所有される企業との関係を支配—被支配関係という視点から理解することについて、筆者にはなお納得しえないところがある。ここで、小論の課題との関連で指摘されるべきは以下の諸点である。

第1に、氏は所有者（法人株主）と経営者の関係を支配すると同時に支配される「相互支配」関係と規定しているが、こうした「相互支配」関係は論理的に成立するかどうか

問題となる。一般的に、支配する側と支配される側は対立の立場に立ち、支配される側は支配する側の意志に服従しなければならない。そう考えれば、「相互支配」は「相互服従」となるが、このようなお互いに服従する状態を想像することは困難である。

第2に、巨大株式会社において、法人株主の数は膨大である。1980年の時点で、三菱銀行には法人株主が1884人いる。そのうち、金融機関は105人、持株率が31.76%であり、その他の法人の株主は1779人、持株率が55.63%である。さくら銀行には法人株主が1631人いる。そのうち、金融機関は88人、持株率が28.85%であり、その他の法人の株主は1543人、持株率が57.66%である。三和銀行には法人株主が2697人いる。金融機関は131人、持株率が8.01%であり、その他の法人の株主は2566人、持株率が61.26%である<sup>7)</sup>。これら数多くの法人株主は各業種に渡り、企業規模にも大きな違いがあるのであり、統一的な意思を形成することは困難であり、共同支配グループを構成することも容易ではない。

第3に、相互持合いを中心とする法人所有は企業集団のメンバー企業に特有の現象ではなく、戦後日本企業の株式所有構造に普遍的な現象である。企業集団のメンバー企業の外に位置する多くの独立巨大企業においても、法人所有は支配的な所有形態となっている。六大企業集団においては、三菱グループの社長会である「金曜会」のようなものがグループ各社に対しては事実上の大株主としての役割を果たしているのであるが、六大企業集団のメンバー企業以外の株式会社において、「金曜会」のようなものは存在するのかが問題となる。存在しなければ、独立巨大企業に対して、これらの法人株主はどのような形で大株主としての役割を果たすことになるのか。

また、日立株式会社等のように、同時に複数の企業集団に参加している企業も少なくはない。こうした場合、同時にいくつかの社長会に支配されるのかという疑問も当然に出てくる。

第4に、企業集団のメンバー企業においても、法人株主の中に、企業集団のメンバー企業以外の法人株主も少なくはない。三菱銀行を例として見れば、1980年時点で、三菱グループの社長会メンバー企業の持株率合計は20%程度であるが、法人株主全体の持株率は80%を超えている。このように、社長会メンバー企業以外の法人株主の持株率合計は社長会メンバー企業の持株率合計（グループ内の持合い）を大幅に上回っているのが一般的な現象である。社長会が大株主としての役割を果たしているとすれば、企業集団のメンバー企業以外の法人企業の持分をどのように理解するのかといった疑問もある。

以上で検討したように、氏の法人所有に基づく経営者支配という見解は戦後日本企業の株式所有構造の法人化現象を全体的かつ理論的に説明したものであり、戦後の日本企業における所有と支配を検討する基礎的な見解をなすものと考えられる。ただ、独立巨大企業や複数の企業集団に参加している企業など個別の企業の株式所有構造について、氏の見解をもってしてはなお説明しえない課題が残ることも事実だと思う。

## 第2節 北原氏の「会社それ自体」説

奥村氏の「法人資本主義」説と並び、北原氏の「会社それ自体」説も代表的な見解の一つであると思われる。氏は1980年代のアメリカの株式所有構造を中心に検討した上で、現代資本主義の一般的な傾向として、株式会社の巨大化とともに、株式所有の分散化と管理機能の複雑化が進み、「会社それ自体」による実質所有が成熟し、「会社それ自体」による支配ができるようになるという見解を提出した。論点は多岐に渡るが、小論の課題との関連で、次の2点を取り上げ、検討してみよう。

第1に、現代資本主義発展の必然的な結果として、巨大株式会社における株式所有の分散化現象と管理機能の複雑化現象が起こる。

第2に、株式所有が分散化し、少数の株主によって支配することのできない巨大株式会社において、会社に対する実質支配権は会社それ自体に移り、経営者が会社それ自体と一体化し、その支配権を代行する。

氏によると「株式会社という企業形態においては一般に会社それ自体による所有という形式が成立しており、その形式は株主の所有から失われていく実質・力がすべてこの会社それ自体に移転・凝集せしめられていく仕組みをなすものであって、多かれ少なかれ一定の実質をふくむものであった。それゆえ、・・・巨大企業において、株式所有の極度の分散と経営管理機能の複雑化の進展にともなって株主が失っていく力は、まずもって、その巨大企業の会社それ自体に移転・凝集し、それによる所有の内容充実を結果するのである。マネジメント・コントロールとは、実は、この実質的所有主体として成熟した会社それ自体による会社資産→現実資本（＝生産手段と労働力、および両者の結合）に対するコントロールの現象形態にほかならない<sup>8)</sup>。「すなわち、所有主体としての実質をもつかぎり・・・その成熟度に応じて・・・『会社それ自体』は同時にまた、その実質的所有にそなわる力を行使すべき支配主体ともなるのであるがあくまでも法人でしかない『会社それ自体』によるその支配行為は、自然人を構成員とする会社内部機構＝経営管理組織をつうじて実行に移される」<sup>9)</sup>。

氏の「会社それ自体」説は「会社それ自体」というものが社会的組織として自立化した現象に焦点を当てて分析した。この見解は巨大株式会社という社会的組織に対する理解には極めて重要な意味があると思われる。

株式会社は「会社それ自体」による実質所有の成熟という段階まで発展していくと、株主にせよ、経営者にせよ、株式会社それ自体を個人資産のように自由に支配、処分できなくなる。株式会社それ自体は私的資産から社会的組織へと転化し、組織内部の支配権は株式所有に基づくものから組織内の職務に基づくものへと転化する。しかも、経営者にせよ、普通の労働者にせよ、組織内の個人はいずれも法人という組織の意志に服従しなければならないこととなってしまう。この点は、株式会社だけでなく、非営利法人や社会団体などすべての社会的組織について見られる共通現象と思われる。

さらに、「会社それ自体」説の下で、氏は日本特有の法人株主による株式所有の集中化現象について、以下のことを指摘した。

第1に、戦後日本の巨大企業は「会社それ自体」による実質的所有はなお未成熟である。すなわち、企業規模・資本規模はそこまで巨大化していないため、外部第三者からの経営介入（乗っ取り）の危険は常にあるから、経営者の支配基盤は極めて不安定である。経営者の支配を安定化させるために、相互持合いを中心とする法人株主構造が急速に普及し、定着したのである。

氏によると、「当時の我が国の大企業では、巨大株主の一大減少、株式の著しい分散化、自己の株式所有に基づかない経営者の登場があったとはいえ、それらは資本規模の真の巨大化によって基礎づけられておらず、したがって、個人や一族あるいは少数の大株主の大量株式取得による支配の可能性が多分に残っていたのであって、そこでは、会社それ自体による実質的所有はなお未成熟であるし、それゆえにまた新しく登場した自己の株式所有に基づかない経営者も、会社それ自体の所有に基づく支配を代行する経営者としての内実を十分備えておらず、その支配力の持続に不安定さを持っていたのである。以上のような状況において、大企業・大銀行のかかなりの数にわたっての株式持合いが急速に普及し、定着していったのである」<sup>10)</sup>。「多数の会社間での株式持合いは・・・、分散的な個人株主の議決権の希釈化をすすめるとともに、新しい第三者（外国資本を含む）による経営中枢の掌握のための株式取得（乗っ取り）を封殺する上に極めて有効な力を発揮して、大企業・大銀行における経営者の地位を集团的な力によって強化しあう関係であると言える」<sup>11)</sup>。

第2に、経営者の支配的な地位を安定化させる機能はどこから生まれるかという点、持合う両社が相互に支配力を持ち、その支配力を行使する可能性を認識した上に、自らの意思に反対方向に支配権を行使せず、相互信認・委任の関係が形成される。経営者（会社それ自体の代表者として）は実質的な支配中枢となり、特殊な場合以外に、法人株主の持株による支配力は経営者に委任し、経営者の自己所有のようなものとなる。

氏によると、「会社相互間での株式持合いをつうじて、経営者は相手方の会社の意思決定に積極的に参加しうる権利をもつのであるが、これは権利を行使しうる可能性であって、実際に行使することを意味するものではない。株式持合いは一般には両社の一定の協調関係のもとで行われ、持合いを通じて新しい相互信認の関係が形成されるからである」<sup>12)</sup>。

「会社間での株式持合いが行われると、会社の意思決定における相互における相互制約関係が生じる。株式所有の著しい分散のもとで、直接的には、A社経営者はB社の意思決定に対し、B社経営者はA社の意思決定に対し、強い支配力を持つことになるわけである。しかし、ここでの強い支配力はA社経営者がB社に対して一方的に株式所有にもとづいて強い支配力を持つという子会社・関係会社の場合とは異なり、A社経営者がB社に対して持つのと全く同じように、B社経営者がA社に対して持つという相互関係にあるのである。したがって、ここではこの支配力はいわば潜在的支配力、支配を行使できる可能性であっ

て、特殊な場合を除けば、実際に支配として実現するものではない。A社の経営者もB社の経営者も、相互に右のように強い力を持ち合っていることを認識している下では、両社の経営者は相手側の経営者の意思に反する方向での支配力を行使しようとはしないのであって、相手側の経営者もまたその支配力を自分の意思に反する方向で行使しないだろうことを期待出来る関係にある。それゆえ、両者の意思に大きな違いや対立が生じないかぎり、相手会社の意思決定にかんしては、その経営者に全面的に委任することになる。新しい相互信認の関係の形成である。この相互信認の関係は原理的には相互に報復を行える力を持っているということに根拠をおくものである」<sup>13)</sup>。

以上、氏の戦後日本の法人株主構造に関する見解を要約すると次のようになる。株式相互持合いをしている両社の間で相互支配の可能性が互いに認識された上で、相互信認される関係が形成される。故に、経営者（会社それ自体の代表者として）は実質的な支配中枢となり、法人株主が経営者の支配を支持しているといった見解である。

前述の奥村氏の見解と対照してみれば、両者の見解には微妙な違いがあることがわかる。奥村氏の主張は法人株主と経営者との間に相互支配の関係から相互信認の関係が形成されるということを主たる論点としていたが、北原氏は奥村氏の見解の基礎の上で、法人株主と経営者との間で、相互支配の関係から相互信認の関係が形成される原因を解釈する議論を展開したということである。氏は法人株主と経営者との間にお互いに支配力を行使する可能性があるところから、相互信認の関係が形成されるということを主張している。

氏の見解は奥村氏の見解にある問題点の大部分を解決しており、その点からすれば、北原氏の見解は奥村氏の見解の修正版と言ってもよい。ただ、法人所有の主要な動機は支配する能力を持つためであるという点で、両者の見解は共通している。こうした法人所有の動機が支配力の集中にあることを強調する見解は対等な株式相互持合い現象を説明するものとしては有効であっても、複雑な法人株式所有構造の現実のすべてを説明する議論とは言えない。

第1に、現実には、相互持合いとは言え、両社の間で常に対等の持株率の相互持合いが成立しているわけではない。A社はB社に対し、持株率が0.1%である一方、B社はA社に対し10%の持株率である場合、両社は相互に対等の支配力（支配する可能性）を保持しているわけではない。ところが、現実には、このように株式相互持合いをしている両社の持ち株率に大きな差がある現象こそ一般的である。

また、株式を相互に持合う両社の規模に大きな差がある場合も少なくはない。資本金1億円の企業と資本金100億円の企業の間には株式の相互持合いがあっても、両社が対等な支配力を持つとは言えない。

第2に、巨大株式会社において、法人株主の数は膨大な数にのぼる。多くの法人株主同士でも持株率は同じではない。一般的には5~10%の株式しか所有しておらず、ほとんどの法人株主の持株率は0.1%または0.01%でしかない。例えば、1980年の三菱銀行を見れば

ば、金融機関を含めて法人株主は1884人、持株率合計が87.39%である。単純平均で、法人株主一人当たりの持ち株率は0.05%でしかない。10大株主を見ても、筆頭株主である明治生命の持株率は5.95%、10位目の株主である三菱電気の持株率は1.46%でしかない。

上記三菱銀行のように、数多くの法人株主が分散的に大部分の株式を所有するという関係こそ戦後日本企業の株式所有構造に共通する現象である。法人株主の持ち株率を個別的にみれば、ほとんどの法人株主の持ち株率はわずかでしかないことがわかる。すなわち、単に持ち株率で見れば、法人株主全体としては株式を所有される会社に対する支配力を持っているが、個々の法人株主は単独で株式を所有される会社を支配できるわけではない。法人所有の主要な動機は支配力を持つためであるとすれば、こうしたわずかの持株率は支配力を持つのに何の意味があるのかといった点に疑問の余地がある。

第3に、戦後に形成された法人株主による株式所有構造を見ると、法人企業間の相互株式持ち合いだけでなく、法人による一方的な株式所有の現象も広くみられる。つまり、A社はB社の株式を所有しているが、B社はA社の株式を所有していないという関係である。この場合、当然のことながら相互支配の関係は生まれない。奥村氏の見解にせよ、北原氏の見解にせよ、こうした法人による一方的な株式所有といった現象を説明していないと思われる。

### 第3節 松井和夫氏の「法人相互支持」説

法人が株式を所有する動機をどのように理解するのかという点について、奥村氏、北原氏の支配する能力を持つためであるという見解に対し、松井和夫氏は経営者の支配的な地位を支持することも含めて、会社の安定的な成長を支持するためであることを主張した。氏の見解の核心は以下の3点である。

第1に、相互持ち合いを中心とする法人株式所有構造は経営者の支配の基礎を提供しているということである。

氏によると、「取引関係のあるもの同士の間で法人間株式相互持ち合い（その広汎な存在はまさに日本的現象）は、既存の経営陣（それが財閥解体などの結果殆ど偶然的にその地位を得たにせよ、同族支配会社に経営の能力と意志のある人物がいなかった結果選ばれてその地位を得たにせよ、ひとたびその地位を得ると）の支配力のよってたつ基礎を提供しているのであり、関係会社・金融機関の経営陣による『共同支配体制』を維持しながら、類いまれなる強蓄積を進めて行くためにとられた最も合理的な方法（したがってまた必然的なもの一事のよしあしは別として）である」<sup>14)</sup>。

第2に、株式相互持ち合いを中心とする法人株式所有構造は経営者の支配を支持する役割を果たしており、経営者と法人株主がともに同一の支配グループを構成しているということである。

氏によると、「従来の「法人支配説」、「機関支配説」、「銀行支配説」の誤りのひとつは、機関株主（ないし法人株主または銀行）と、個人大株主＝経営陣（支配中枢）とを対立的

にのみ把え、両者が共に同一の支配グループを構成している点を見逃し、機関（法人・銀行）による持株が相互補完的・補強的なものであることを見落としたことにあるように思われる（機関持株はアウトサイダーや一般株主からの侵入を阻止するのに貢献する）」<sup>15)</sup>。

第3は、経営者の支配権を維持する法人所有は階層的な構造を形成しているということである。

図1に見られるように、経営者と法人株主はともに同一の支配グループを構成している。こうした支配グループにおいて、個人大株主と役員は共同支配の支配中枢を構成しており、同系企業間の相互持合いは第1の補強装置を構成し、他系列の企業との間での相互持合いは第2の補強装置を構成している。以上のように、同系企業間の相互持合い、他系列の企業との間での相互持合い、個人大株主の持分、役員の持分は補強装置として、共同支配体制を支えているが、同系企業間の相互持合いは最も中核な部分である。

氏の見解をまとめて言えば、次のようになる。つまり、法人株主と経営者は共同支配グループを構成しており、個人大株主と役員は支配中枢に位置し、法人株主は補強装置として、こうした共同支配体制を支えていることである。

以上で検討したように、巨大株式会社における支配体制について、「法人株式所有に基づく経営者支配」という基本的な点で、三氏の見解は共通している。だが、法人所有の主要な動機についての見解には微妙な違いがある。奥村氏、北原氏は法人所有の主要な動機が支配する能力を持つためであることを主張しているのに対し、松井氏は経営者の支配を支持するためであることを主張している。前述のように、法人所有の主要な動機が支配する能力を持つためであることを主張する見解は複雑な法人株式所有の現状の全てを説明できず、法人所有の主要な動機が経営者の支配を支持することを主張する見解はもっとも合理的、現実的なものであると思われる。その理由として、以下の諸点があげられる。

第1に、法人による株式所有を一括して法人所有と言われているが、現実には企業規模を含めて企業の基本状況の差異や個々の法人株主の持株率の程度など複雑な現状がある。にもかかわらず、法人所有の主要な動機は経営者の支配を中心に、株価の維持・向上などを含めて会社の成長を支持することであると理解すれば、わずかの持株率でも、株価の維持・向上などを含めて会社の成長を支持するのに、それだけの意味がある。

奥村氏は最新版『法人資本主義の構造』において、次のように述べている。「トヨタ自動車は1967年夏の段階ですでに「第一段階では金融機関中心に約50%の株式を安定化し、第二段階は鉄鋼メーカー、下請け協会の協豊会メンバー中心にはめ込み、現在60%強の安定比率という。これをさらに70%にするのが目標でここ1年足らずの間にはめ込んだ株数はざっと1億株にのぼる」とされていた」<sup>16)</sup>。この場合、法人株主にとって、0.01%だけの持株率は支配力を持つには何の意味もないが、トヨタ自動車にとっては、少しだけの株を保有してくれても、70%の安定保有率という目標に接近することになる。

第2に、周知のように、法人所有は「安定株主工作」によって急速に進んできた。「安定株主工作」の歴史をみると、ある会社が乗っ取りの防止や株価の維持・向上などの目的で、関係会社に「株式を持ってくれ」という要請を出し、合意の上で、関係会社が一定の株式を保有するという関係が「安定株主工作」の一般的な形態であることがわかる。こうした法人所有の歴史から考えれば、法人会社は支配する能力を持つために、積極的に他の会社の株式を保有するというより、関係会社の経営者の支配的な地位を支持することも含めて、関係会社の安定的な成長を支持するために、関係会社の要請を受けて株式を保有することが現実的である。

第3に、法人所有の目的が政策投資として、取引関係を維持、強化するためであることはいずれの株式会社の有価証券報告書にも書かれている。法人所有と取引関係の維持・強化との内在的関連について、法人保有の主要な動機は支配力を持つためであれば、取引関係のある企業の株を持つことによって、影響力（支配）を及ぼすことができるから、株式を所有される会社は株式を所有する会社との取引関係を解消しない、またはしようとしてもできないこととなる。

現実には、現代資本主義社会において、企業同士が取引関係、人的関係、資本関係を含めて多種多様な関係を持っているのは一般的な現象である。こういう企業間の関係を長期的、安定的に維持することは企業成長上極めて重要な意味がある。そこで、関係のある企業同士は必要だと思えば、合意の上で、相互に一定の株式を持合い、または一方的に低率の株式をもつこととなる。株式を持つことによって、相手企業の経営者の支配権を安定させ、さらに、企業の安定成長に貢献する。それで、もともと友好的関係のある企業が成長していけば、取引関係が当然に維持・強化されるわけである。

すなわち、法人所有が取引関係を維持、強化するという役割を果たす原理は相手会社の株式を所有することによる支配力を通じて、取引関係を維持、強化することができるわけではない。もともと友好的関係のある企業の株式を所有することによって、相手会社の経営者の支配権を安定させることも含めて、相手の会社の安定的な成長を支える。相手会社が成長していけば、自らとの取引関係が当然に維持・強化されるわけである。

以上で検討したように、法人所有の主要な動機が経営者の支配を支持することを主張する見解はもっとも合理的、現実的なものであると思われる。ただ、法人保有の主要な目的は経営者の支配的な地位を支持するためであるとは言え、法人株主の経営者に対する制約力（支配力）を全く無視することもできない。

巨大株式会社の株式所有構造の実態を見ると、表1が示すように、戦後、事業会社と金融機関を含めて法人株主の持株率は徐々に増加し、70年代から、すでに50%を超えている。1990年に、法人株主の持ち株率（信託銀行除き）は60.6%に達した。

さらに、旧六大企業集団をみれば、表2が示すように、70年代から、集団内の株式所有率はほとんど20%を超えている。企業集団内法人持株率の合計だけでは20%以上であるが、

その他の法人持株率を入れれば、法人持株率合計はさらに高くなるわけである。このように、法人株主はひとつひとつの会社に対してはせいぜい数%の株式を所有しているにすぎず、これだけの持株比率だけでは会社支配できるとは言えないが、法人株主の持株を全部合わせると数十%の比率となり、かなりの支配する能力を持っているわけである。

ただ、こういう支配力は松井氏が指摘されたように潜在的なものであり、特殊な場合を除けば、基本的には行使されない。しかも、法人保有の動機もこういう支配力を持つためではなく、こうした支配力はただ理論的に、支配証券という属性の面で、株式を持つ限り、持分だけの支配力を所有しているだけである。

すなわち、法人株主と経営者との間で、法人株主は場合によっては、経営者を支配ないし制約する可能性もあるが、経営者の支配を支持するのが一般的な形態である。そして、法人株主と経営者との関係は実質的に法人企業と法人企業との結合関係となるから、企業の結合関係を考える場合にも、支配—被支配という対立の関係より、相互に協力し、依存する関係の方が本質的なものなのである。

#### 第4節 小括

前述のように、奥村氏、北原氏、松井氏の見解には微妙な違いがあるが、法人所有の主要な役割が経営者の支配的地位を安定化させることにあるという点では共通している。

なぜ経営者の支配的地位を安定化させる必要があるのか、その理由については、すでに奥村氏、北原氏、松井氏を始めとする多くの研究者によって指摘されている。つまり、株式所有が極度に分散化した巨大株式会社において、外部第三者による敵対的な経営介入や乗っ取りの危険が高くなったため、所有に基づかない経営者の支配基盤は極めて不安定となったためである。逆に考えると、巨大株式会社において、外部第三者による敵対的な経営介入や乗っ取りの危険がある限り、経営者の支配地位を安定化させる株主構造が常に必要だということである。

経営者の支配的地位を安定化させる必要性について、さらに北原氏はこう述べている。「米国巨大企業において会社それ自体による実質的所有が成熟し、それに基づく支配を代行する経営者が出現しているところでは、企業規模・資本規模の著しい巨大化の進展のもとで、個人や一族の持ち株比率の顕著な低落、株主数の激増、株式の顕著な分散化が進んだのである。そこでは株式の顕著な分散化によって経営中枢を掌握するには低率の持株で良くなったにもかかわらず、それは（低率とは言え）極めて膨大な資金を必要とするため、個人や一族あるいは少数の家族がそれだけの株式を所有し株式所有に基づく支配を行うことがほとんど不可能となったのである。現実にもそのような支配を行おうとする少数巨大株主が存在しなくなったというだけでなく、個人や一族あるいは少数の連合した大資産家が株式取得をつうじて経営中枢を掌握可能性—いわゆる乗っ取り—もほとんど封じられているという状況において—したがって多数の株主のすべてが株式所有に基づく経営への参加の権利を実質的に行使できなくなっている状況において—このことの基礎の上に、会社それ自

体による所有が実質的なものとして成熟し、会社それ自体による所有に基づく支配を代行する経営者が登場して、かかる経営者が多数の個人株主の意思から独立して、経営政策の決定・企業活動のコントロールを行うことができたのである」<sup>17)</sup>。

以上の引用からわかるように、北原氏の見解によると、会社の規模がアメリカの巨大企業のように、ある程度拡大していけば、敵対的な経営介入や乗っ取りには極めて膨大な資金がかかるから、個人や一族などの外部第三者からの敵対的経営介入や乗っ取りは基本的に不可能となるため、経営者の支配的地位を安定化させる構造は必要ではなくなる。

すなわち、株式所有が極度に分散化した場合、有力支配株主がおらず、いずれの株主も経営に介入する能力も意欲もないので、経営者は委任状の勧誘などの手段を通じて、株主総会で自らの意思を貫徹することができる。だが、同時に、発行された株式の全ても浮動株となり、経営介入や乗っ取りを行おうとする外部第三者がいれば、誰でも、いつでも、株式流通市場から、容易に株式を買い占めることができる。当然ながら、前提条件として、買い占めに膨大な資金が必要である。株式会社の規模が拡大すれば拡大するほど、買い占めにかかる資金も多くなる。故に、株式会社がある程度拡大していけば、個人や家族など自然人は買い占めることができなくなる。

ところが、株式会社や機関投資家などの法人にとって、いくら膨大な資金でも、調達できないことはないであろう。今日の現実に照らして見れば、TOBなどの企業買収上の規制措置が緩和されたし、貨幣資産も実物資産を何十倍も上回っている。巨大企業の規模は1980年代と比べ、何倍も拡大したにもかかわらず、個人や一族は巨大企業への経営介入、乗っ取りは不可能かもしれないが、会社や運用機関などの法人が巨大企業への経営介入や乗っ取りは政策上も、資金上も可能となる条件が存在する。Pension&Investments 誌によると、世界の運用機関が運用する資金は43.1 超米ドル(2010年)に達しており、これに比べると東証の時価総額は8.9%に過ぎない。運用機関が運用資金のごく一部を動かすだけで日本企業を買収できるのが現状であるし、80年代より、さらに容易にできるようになったとも言える。実際にも、近年、国内外では、巨大企業に対する敵対的買収の案件は少ないとは言えない。

今日では、巨大企業の規模はさらに拡大したとは言え、第三者による経営介入や乗っ取りのリスクは逆に高くなり、経営者の支配基盤はさらに不安定化していると言えよう。故に、今日の巨大企業の経営者にとって、自らの支配的地位を安定化させる株主構造が依然として必要であろう。

株式所有が極度に分散化した巨大株式会社において、経営者の支配的地位を安定させる株主構造は常に必要であると考えられる。株式会社の原理は一株一票、資本多数決であるから、株式会社である以上、最終的に所有に基づかない支配はありえないと思われる。すなわち、経営者にとっては、自らの支配権を侵犯され、支配権を奪い取られる脅威が常に

ある。故に、経営者は自らの支配権を保持するために、常に何らかの形の安定的な株主をつくらうとする。

また、経営者の支配基盤が不安定となると、経営者自身が企業の成長の利益を享受できなくなるかもしれないから、長期的に企業成長に努力せず、企業経営上の長期かつ安定な計画が立てられないこととなる。すなわち、企業にとって、事業の成長を考える上で、経営の安定化は不可欠なものである。経営者の支配基盤が不安定化すると企業は激しい競争に勝ち残ることはできない。

故に、一時的、個別的な現象として、株主がいずれも浮動株主という状態に落ちるかもしれないが、長期的、全体的にみれば、経営者の支配は何らかの形の株式所有によって支えられなければならない、経営者の支配的な地位を安定させる構造が崩壊することはないと思われる。鈴木健氏が指摘したように、「株式会社形態をとる会社であれば、濃淡の差はあるが、『支配中枢』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」<sup>18)</sup>。

以上で検討してきたように、安定株主構造というのは一定の強度を持つ経営者の支配的な地位を安定化させる株式所有構造ということである。株式会社形態をとる会社であれば、安定株主構造が形成されるのは一般的な傾向と考えられる。こうした理解の基礎上で考えれば、戦後形成されてきた法人所有は日本企業における安定株主構造の1つの形態に過ぎず、法人株主構造が崩壊しても、安定株主構造が崩壊し、不安定株主構造となることを意味するわけではない。

## 第2章 法人株主構造について

第1章で、戦後日本企業における株式所有構造に関する代表的な理論を検討した。そこで得られた結論は株式所有の極端に分散した巨大株式会社において、経営者にとっては自らの支配的地位を安定化させる安定株主構造が常に必要だということである。経営者の支配的地位を安定化させる株主構造を安定株主構造と規定すれば、株式相互持合いを中心とする法人株主構造は安定株主構造の1つの形態に過ぎないと考えられる。本章で、安定株主構造の視点から、安定株主構造としての法人所有の形成の歴史、その要因、特徴、意味などの諸側面について検討することにする。

### 第1節 法人株主構造の歴史

安定株主としての法人株主構造を理解する入り口として、その歴史を明瞭に知っておかなければならない。本節では、法人所有という形の安定株主が形成される歴史を簡単に振り返っておくことにしたい<sup>19)</sup>。

1、1945-1949年：この時期、財閥解体によって、株式所有は強制的に再配分され、急速に分散化した。その結果、法人株主の持株率が大幅に減少する一方、個人株主が大幅に増

加した。金融機関を含めて国内法人の持株率は1945年の35.8%から1949年の15.5%に減少した、個人株主の持株率は1945年の53%から1949年の69.1%にまで増加した<sup>20)</sup>。

株式会社の支配構造から言えば、誰でも株式市場で容易に大量な株式を買い占めることができるようになっており、戦前の財閥本社の所有を根拠とする経営者の支配基盤は休息に崩れてしまったが、なお新たな支配基盤は形成されない「混乱状態」となった。当時、一連の株式買い占め事件が起こり、陽和不動産のような財閥本拠である企業さえ、株式の買い占めの対象とされたほどである。

2、1950-1955年：前述の「混乱状態」のもとで、企業経営者は自らの支配的な地位を安定化させるため、安定株主の創出を開始した。安定株主を創り出す方法として、株式相互持合いを中心とする法人所有が広範に採用された。奥村宏氏によると、当時、自社株所有が禁止され、そして広範に大衆投資家が株式を所有する基盤はなく、これに代わる有力な機関投資家も存在しないという状況であってみれば、会社が会社の株式を相互に持つ以外には方法はなかった<sup>21)</sup>。

1950年ごろから、財閥本社の解体によって株式が大幅に分散した旧財閥系企業は系列金融機関を中心に株式の買集めを積極的に行い、各分野における巨大企業も下位企業の株式を積極的に取得し、企業の集団化と系列化が急テンポで進んできた。その結果、1949年から1955年までの5年間に、金融機関を含めて国内法人の持株率が倍増し、32.7%となった一方、個人株主持株率が69.1%から53.2%に減少した（表-1参照）。そのため、安定保有比率は1950年の23.6%から1955年の36.8%へと増加し、相互持合いを中心とする法人所有という形の安定株主構造ができた<sup>22)</sup>。

3、1956-1964年：この時期、法人への株式所有の集中化現象が停滞しており、法人株主（金融機関、事業法人）の持株率の伸びが鈍化している。金融機関を含めて国内法人の持株率が1956年の37.6%から1964年の40%へと、10年間で2.4%しか増加していない。その内に、金融機関（信託銀行除く）の持株率は0.2%減少し、事業法人持株率が2.6%増加した（表-1参照）。そのため、安定保有比も大幅に増加していない。安定保有比率は1956年の41.7%から1964年の47.9%へと、6%ほどしか増加していない<sup>23)</sup>。

その原因について、奥村氏は次のように指摘した。「何より法人の株式所有は企業に対する支配集中の武器として使われているのであるから、企業集中運動の局面によってその進み具合も変わってこざるをえない」<sup>24)</sup>。「1956-1964年の間に、日本の産業構造は繊維、石炭を中心とする構造から重化学工業を中心とする構造へ転換した。産業構造の急激な変化という事態に機能的に対応する結果が企業間結合の弛緩、そして法人の株式所有増大傾向の停滞、相互持合率の低下となって現れた」<sup>25)</sup>。具体的に言えば次のものになる。

第1は、産業構造の急激な変化によって、企業間結合関係が弛緩した。この時期に、合成繊維、石油化学、家庭電気、乗用車などが新しい産業として登場し、いわゆる重化学工業化が進展した。これらの新分野に参入しようとする企業が続出し、ここで同一集団内で

も競合が起こる。企業行動の面から言えば、旧型の産業構造のもとでの企業間結合関係はむしろ企業成長にとっての邪魔になる。また、進出していく分野が全く新しい分野であれば、既存の企業を系列化して進出することは本来不可能である。そこで、各企業は自分で設備投資をして新分野に進出する以外に方法はない。産業構造の急激な変化は旧財閥系企業集団内に分裂的要因を持ち込み、企業集団の結合は弛緩した。

第2は、猛烈な資金需要によって、企業間結合関係が弛緩した。以上のような産業構造の面からの弛緩、流動化がさらに金融面で促進された。新産業分野に進出するための設備投資が猛烈なテンポで行われ、設備投資への資金需要は激増した。これを満たすにはもはや系列融資では不足であり、いきおい系列外の多くの金融機関の協調融資が必要であり、さらに外資導入や株式市場に資金を求めることになる。そこで、企業としては、株式を相互持合していることは資金調達の上で大きな障害になるので、できるだけ相互持合い率を低下させ、投資信託を始めとする大衆資金を調達しようとする。

4、1965-1974年：この時期、資本自由化にともなう外資による敵対的買い占め、乗っ取りへの対策、その後、外資だけでなく、国内資本による買い占め、乗っ取りへの対策、さらに、それらを口実して、実際には株価を相互に釣り上げる（高株価経営）ための手段として、「安定株主工作」が積極的に行われるようになり、一般的な現象となった。その結果、株式の法人への集中化現象はさらに進展した。法人株主（金融機関、事業法人）の持株率は1965年の41.8%から1974年の61%へと、激増した。その内訳を見ると、金融機関（投資信託除く）の持株率が10.5%増加し、事業法人の持株率は8.7%の増加であった。法人株主（金融機関、事業法人）の持株率が急増したため、法人企業間の安定保有も急速に進展した。そのため、安定保有比率は1965年の47.4%から1974年の62.6%へと大幅に増加している<sup>26)</sup>。そのきっかけは以下の三つである。

第1は、1964年から1965年かけて証券恐慌対策として日本共同証券、日本証券保有組合が設立され、これが投資信託組入株を中心に大量な株式を買い入れた。1965年12月末日本共同証券の所有株式は17億強、金額にして1934億円、日本証券保有組合の保有は21億株、金額にして2327億円であった。ところが、1966年から、凍結株の売却が始まり、企業集団ごとにその内部で引き取って持ち合うことになり、その多くは発行企業の関係企業や金融機関への安定株主層に売却された。

第2は、1966年の商法改正によって、第三者割当増資が容易になったため、企業経営の再建や系列関係の結成、強化などの目的で、関係の深い法人企業に第三者割当増資を引き受けてもらうことが多くなった。

第3は、巨大企業がグループ化、系列化のため、放出された凍結株の買い入れ、第三者割当増資の引受を積極的に行ったが、この段階でグループ化、系列化をさらに大規模、高レベルにするため、流通市場から株式を買い集めることも積極的に行なわれた。1971年ごろの「法人買い」ブームはその結果であった。

5、1975－1989年：金融機関の株式保有比率は引き続き増加しており、事業法人等の株式保有比率はやや減少しているものの、安定保有比率は1975年62.3%から1989年の70.8%へと増加している。この増大は主として金融機関の株式保有比率の増大による。この時期は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、自己資本比率規制（BIS規制）合意などにより、銀行による大量のエクイティファイナンスによる増資が試みられ、銀行の増資→取引企業による引受→銀行の取引企業の発行株の購入という形で、株式の保有が積極的に行われたとされている。

6、1990－2010年：これまで比較的安定的であった所有構造は、1990年代に入ると大きな変化を開始した。金融機関の株式保有比率が減少したことに加え、事業法人等の株式保有比率も減少を続けたことにより、安定保有比率は1990年の70.8%から2000年の59.3%へと減少している。この時期は、バブル経済の崩壊に伴う株価の低迷、企業の経営環境の悪化、それに引き続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とされている。他方、この時期には投資信託は一貫して低調なものの、これまで低水準であった外国人の株式保有比率が大きく増加している。

## 第2節 法人株主構造の諸側面

本節では、安定株主としての法人株主構造の諸側面をとりあげ、法人所有という形の安定株主について検討する。

### (1) 安定多数

経営者の支配権を確保するのに必要な持株率を安定多数と定義する。どの程度の株式を所有すれば、経営者の支配権を維持できるのかということについては、それは経営者の判断によっており、したがって安定多数は時代により会社によっても変動する。だが、一般的な傾向を推定することができる。

商法によると（2003年改正以前）、普通決議は総株主の議決権の過半数に当たる株式を有する株主が出席し、その議決権の過半数以上の多数が賛成することが必要となり、特別決議は株主の議決権の過半数に当たる株式を有する株主が出席し、その議決権の3分の2以上の多数が賛成することとなっている。換言すれば、2003年まで、法律上、過半数の株式を所有していれば、経営者の支配権を安定化させられる。つまり、安定多数は50%以上であると考えるよい。

ところが、商法改正によって、2003年4月から株主総会での特別決議事項に関する定足数が過半数から3分の1に変更された。つまり、法律上、安定多数は50%から33%に減ることになった。そのうえ、企業規模の拡大に伴い、発行済株式総数の巨大化と株式所有の分散化が進んでおり、株式の買い占められるリスクが小さくなるので、実際に、巨大株式会社において安定多数は33%以下に減っていると考える良い。さらに、持株率が少なかったり、あるいは株式を所有していないけれども友好的な関係を維持する会社にあっては、買収防衛協力の要請を受けると株式を買い増したり、新規発行を引き受ける場合があり、

事情によって持株を売出しても、要請があれば、買い戻す場合もある。このような潜在的な「安定株主」の存在を考えれば、安定多数はさらに低減するはずだ。

安定多数についての明確な規定はないし、時代により企業により変動することもあるため、安定多数を正確に把握することは不可能である。だが、上述の要素を考慮すれば、今日、日本の大企業において、安定多数は20%—25%程度であると推定で斬るようにおもわれる。安定保有率が20%—25%程度に維持されていれば、経営者の支配的地位を安定させることができるということである。

## (2) 安定保有率

安定株主全体の持株率合計を安定保有率と規定する。今日までの法人所有を中心とする安定株主から見れば、安定保有率は常に変動していることがわかる。戦後の法人所有を中心とする安定株主において、90年代のバブル崩壊まで、安定保有率は段階的に増えてきた。特に、70年代から、安定株主工作は国内資本による買収への回避の手段だけではなく、株価操作の手段としても、積極的に使われていたから、多くの会社では安定保有率が安定多数を大幅に上まわり、安定保有率を70%—80%に維持している会社も少なくはない。このように安定保有率を異常な高水準に維持していることはバブルを引き起こす重要な原因のひとつであるともされている。

ところが、バブル崩壊後、安定保有率は逆転し、大幅に低下し始めた。安定株主構造の崩壊という議論が頻出する背景である。だが、安定保有率の減少とともに、安定多数も大幅に低減した。つまり、今日、巨大株式会社において、経営者の支配権を安定化させるための必要な持株率も大幅に低減したので、安定保有率は減少しても、安定多数以下に低下しない限り、安定株主が機能不全になり、崩壊し始まったとは言えない。

## (3) 保有形態

一般的に、安定株主であれば、ある企業の業績や株価など目先の動きには左右されず長期に株式を保有すると考えられる。すなわち、安定株主の保有形態は長期かつ安定的に保有することである。確かに、長期かつ安定的な保有は安定株主の一般的な保有形態であり、法人所有としての安定株主構造も比較的安定していたが、決して不変の保有形態ではない。つまり、長期かつ安定的に保有しなくても、安定株主ではないとは言えない。現に、法人株主が事情により、売ったり買ったりすることは少なくはない。とくに、70年代に、多くの企業は決算対策や財務政策の要請で、安定株主として保有した株式を大量に売却するということが行われた。

ところが、70年代に起こった「法人売却」のほとんどは、合意した上での売却であり、売却された株式が他の友好的な関係のある銀行、事業会社などの法人企業に保有されていた。つまり、全体的に見れば、安定保有率は変化せず、依然として、安定多数を上まわる高い水準に維持している。

典型的な事例を次に掲げておく。「大阪ガスの筆頭株主である大和銀行は1978年4月17日、今年に入って3月までに大阪瓦斯株2,250万株を売却したことを明らかにした。同行は永大産業倒産に伴う不良債権償却の穴埋めのため、全3月期に120億円強の有価証券を計上した模様で、大阪瓦斯株売却はその一環。不良債権の増大で各銀行とも主取引企業の株式売却に踏み切る動きが相次いでおり、今後、銀行の持株比率の大きな変動が予想される。大和銀行が昨年9月までは大阪瓦斯株の1億3,019万株を所有、持株率は9.6%だった。今回の売却で3月までの所有株式数は1億862万株、持株率7.9%となった。場外取引で売却し、日本生命、同和火災海上各500万株、残りは日動火災海上、日商岩井などが買い取った。売却益は13億円程度の模様。大和銀行では全3月期に永大産業の不良債権90億円強のほか、永大産業、不二サッシ工業などの株式評価損25億円を埋めるため、株式売却益60億円、債券売却益60億円強の合計120億円強を計上、大阪瓦斯株売却益はその約1割に相当する」<sup>27)</sup>。

#### (4) 構成メンバー

安定株主構造の構成メンバーは一般的に、その企業の経営者、創業者一族などの個人大株主と友好的な関係のある事業法人会社であるとされているが、厳密な規定は行われてこなかった。例えば、信託銀行、証券会社などは安定株主として捉えられるかどうかということについて、多様な議論がある。現実には、信託銀行、証券会社が株式所有の名義人だけであり、資金元が不明であるので、株式の保有動機が区別できない。データ収集の便宜上、株式持合い状況調査や安定保有率の調査では、信託銀行、証券会社の持分が基本的に除外されている。例えば、ニッセイ基礎研究所、大和総研の株式持合い状況調査では、信託銀行、証券会社の持分を安定保有率に算入していない。

また、一般的に、安定株主構造の構成メンバーの数が多く、少なくとも、何百社にも達する。数多くの安定株主は決して長期間固定し、変動しないというわけではない。逆にいうと、個々の安定株主が変動しても、全体的な安定株主構造が崩壊することにはならない。実際にも、多種多様な原因で、安定株主構造の構成メンバーが変動することはある。この点について、鈴木健氏は企業経営戦略の変化による取引関係の変化で、企業が能動的に安定株主構造の構成メンバーを組み替える（安定株主構造の再編）ことを注目して、このことを金融と事業との2つの面で実証した。「1997年、日産生命が経営破綻したが、旧日産生命の保有株式は安定株主作りを目的に、取引先やグループ企業が相次いで引き取ることになった。日産化学株を日立、日産が引取、日産化学が日立、日産の株式を購入、日本水産株も日立、日産が引受、日産ディーゼル株は取引の部品メーカーが引き取った。日立、日産株について不明である」<sup>28)</sup>。

#### (5) 役割

安定株主としての法人株主構造は株式を所有される側の株式会社と株式を所有する側の安定株主と両方に極めて重要な役割を果たしている。まず、株式を所有される側の株式会社から見れば、以下の2つの主要な役割を果たしている。

第1は、経営者の支配権を安定させることである。この点について、すでに第1章で検討したが、ここで強調したいのは経営者の支配権を安定させることが安定株主の最も基本的、前提的な役割であり、本質的な役割とも言えるということである。

株式を所有される株式会社の側からすれば、安定株主構造が経営者自身の支配的地位と利益を維持するばかりか、企業の支配構造を安定化させることは企業の安定的、持続的な成長にとって極めて重要な意味があるので、企業成長にとっても、支配構造を安定化させることは前提的、基礎的な条件となると考えられる。

安定株主としての法人企業の側からすれば、友好関係にある会社の経営者が交代し、非友好的な経営者が登場することになれば、取引関係を含めて従来の企業間関係が一変する可能性が高い。ただ、企業の成長上、企業間の友好的な関係の維持は非常に重要な意味がある。そういう意味では、安定株主としての株式所有は取引関係、資本関係、人的関係をはじめとする企業間の友好的な関係の維持・強化の手段として使われているわけであるし、最も基本的、前提的な手段と考えられる。

こういう点について、鈴木邦夫氏はこのように指摘した。「旧財閥系企業の新経営陣にとっては、まずなによりも、株主との関係において乗っ取り防止措置を講じて自己の地位・経営権を維持することが、他の役割を果たすための大前提となる」<sup>29)</sup>。そして、「自己を信任する株主（正確には、株数）をいかに確保するかが自己の命運を左右する重要問題となった。このため、企業の経営陣は独占禁止法（およびその改正）などをにらみながら対策を講じていった」<sup>30)</sup>。

第2は、株価の安定・向上を維持することである。理論的には、株価の安定・向上は企業経営の業績の安定・向上につながっているが、事実上、株式市場の需給関係の大きな影響を受けている。安定株主が大量な株式を持ち、売買単位が非常に大きく、その売買動向は株価に大きく影響を与える。企業の経営者にとって、安定株主との合意の上で、都合のいい時に株式を売買すれば、企業業績の安定・向上の他に株価を維持する重要な手段の一つとなる。70年代に、こういう安定保有率を高くし、株式市場の需給関係の調節によって、株価を安定・向上させるいわゆる「高株価経営」が広範に行われていた。

それは、安定株主側から見れば、以下の2つの役割を果たしていることになる。第1は、株式の投資証券という属性の面では、株式を持つだけで、配当や値上がりという投資収益を期待できるということである。もちろん、こういう期待は株価の安定・向上という基礎の上に立つものである。株価が低下したり、頻繁に変動すればするほど、株式を持つだけで、リスクやコストが高くなる。実は、バブル崩壊まで、株価が長時期に高水準に維持されていたため、法人株主のこういう株式の投資収益は極めて大きく、場合によって、自ら

の本業の収益を上回ることもある。しかも、こういう株式の投資収益は含み益であるので、企業の都合により、益出しをし、現実の利益を転化できるという効果がある<sup>31)</sup>。

第2は、株式の支配証券という属性の面では、前述のように、安定株主は経営者と共同支配グループとなり、経営者が支配中枢の位置に立ち、安定株主が経営者の支配を補強するという役割を果たしている。だが、安定株主は経営者に対し、何でも賛成し、物言わない株主であることを意味しない。安定株主と経営者が企業の成長（業績の安定・向上）という面では、基本的利益が一致する限り、安定株主は経営者の支配地位を支持するが、経営者の能力不足や日常経営上に重大な過失があり、会社には大きな損失をもたらした場合、または、経営者と安定株主の間に、重大な矛盾が生じた場合には、安定株主は経営者の意思決定を拒否し、経営者を交替させることも少なくない。すなわち、安定株主と経営者の利益が基本的に一致しているから、特殊な場合以外に、安定株主の株式所有に基づく支配権は潜在的なものであり、現実的に行使されることはない。重大な矛盾を生じるときに、自分自身の利益の確保のために、一定の株式を持ち、経営者に対する制約と監督の力をもつことが必要となるのである。

### 第3節 法人株主構造の意味

前節で述べたように、安定株主としての法人株主構造は株式を所有される側の株式会社にも、株式を所有する側の株式会社にも極めて重要な役割を演じている。ゆえに、安定株主としての法人株主構造は戦後日本巨大企業の成長ないし戦後日本経済の高度成長にとって重要な意味がある。

第1は、個々の巨大株式会社から見れば、安定株主構造の様々な役割の本質は経営者の支配的な地位と企業の存続にあるが、実際には、経営者の支配的な地位の安定化と企業の存続とは1つのことの裏表である。経営者の支配的な地位の安定は企業成長に必要不可欠なものである一方、企業の成長も経営者の支配的な地位の安定化をもたらす。そればかりか、安定株主としての株式所有は取引関係、資本関係、人的関係をはじめとする企業間の友好的な関係の維持・強化の手段として機能しており、経営者の支配的な地位と企業の存続を維持しているということは本質的に安定株主としての法人企業それ自体の成長と経営者の支配的な地位を維持していることとなる。それは取引関係を含めて友好関係にある会社が成長すればするほど、自らの会社との取引が拡大し、自らの会社の業績向上の効果をもたらす、業績向上はまた経営者地位の安定化に貢献するためである。

第2は、全体的に見れば、今日、少数巨大株式会社への経済力の集中が極度に進んでおり、巨大株式会社は国民経済、政治、社会全体に対して圧倒的な影響力を保持している。ところが、巨大株式会社はそれぞれの分野で独占的な地位に立つとは言え、単独に存立できるわけではない。現代資本主義のもとで、巨大株式会社同士がお互いに資本関係、取引関係、人的関係を含めて多種多様な関係を維持しているのは一般的な現象である。巨大株式会社は互いにこうした複雑な関係を保ちながら、各分野で支配的な地位に立ち、さらに、

巨大株式会社が国民経済、政治、社会全体に対し、支配的な地位に立ち、共同で大企業による支配体制を構成していると考えられる。こうした巨大企業の支配体制の面から考えれば、安定株主としての法人株主構造は個々の巨大株式会社の成長と経営者の支配を維持しているばかりか、安定株主としての株式所有は取引関係、資本関係、人的関係をはじめとする企業間の友好的な関係の維持・強化の手段として使われ、それぞれの分野の独占的な地位を維持し合っており、全体的に巨大企業支配体制を維持していることを意味する。

第3は、巨大株式会社において、経営者は実質的な支配者にせよ、会社それ自体の代理人にせよ、会社それ自体という法人を排除し、自然人だけを考えれば、巨大株式会社の存続・維持の中から、最も受益している者は経営者であると考えてよい。株式所有の面からみれば、経営者は一般的にわずかの株式しか持っていないが、個人株主の中では依然として大規模な株式所有者であり、しかも、巨大株式会社の発行した株式が膨大な数であるから、持分の絶対値は決して小さな数ではない。そのため、企業の存続・維持が経営者に膨大な配当金や株価の値上がり利益をもたらす。そして、経営者という職務報酬の面からみれば、経営者が高い年俸と福祉を享受している。図2が示すように、資本金10億円以上の大企業は、2001年度から2006年度へと、経常利益（15.3→32.8兆円）2.1倍と倍増したが、役員給与+報酬（1425→2811万円）は2.0倍に爆発的に増加している。それに反し、1人当たりの従業員給与（賞与含む）（612→591万円）は減少した。そのほかに、経営者は退任後の顧問・相談役や社会的な名誉と地位や政界に進出するチャンスなど様々な利益を享受している。

経営者は巨大株式会社の存続・維持の最大の受益者であると考えれば、巨大株式会社が国民経済、政治、社会全体に対して、支配的な地位に立つという巨大企業支配体制のもとで、自然人の中では、経営者が最も支配的な地位に立ち、利益を享受していることとなるわけである。安定株主構造は株式所有なきまたはわずかの所有しかない経営者の支配的な地位および利益を支持することを意味する。

支配コストの面から考えれば、株式所有率が高ければ高いほど、支配コストが高くなる。100%所有で支配権を握る場合、経営に失敗し会社破綻すれば、財産的に損失は100%である。所有なき支配権を握るとすれば、経営に失敗し、会社破綻しても、財産的には損失はゼロである。ゆえに、所有なきまたはわずかの所有しかない経営者たちにとって、安定株主としての法人株主構造は最低限のコストで最大の収益を獲得する体制にほかならない。

### 第3章 企業間取引と株式相互持合い

前述したように、戦後日本における大企業の株式所有構造を特徴づけるのは、法人株主が安定株主として株式所有構造の中核に位置するという関係である。第2章では、安定株主としての法人株主構造の歴史、諸側面等を概観したが、本章では、法人株主間の株式相互持合い関係が形成される基礎とその特徴について検討することにする。

本章の目的は、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することである。

以下、分析の対象を六大企業集団のメンバー企業に限定し、三つの側面からこの問題を検討することにする。

## 第1節 企業集団内取引と株式相互持合い

本節では、六大企業集団のメンバー企業に限定し、法人株主による株式所有と企業間取引との対応関係について検討する。

### (1) 企業集団内取引と株式相互持合いの歴史

#### ① 戦時（1937—1945年）における企業集団内取引と株式相互持合い

株式の所有関係と企業間取引の対応という問題を検討したのとして、沢井実氏の研究がある<sup>32)</sup>。戦時における財閥系商社と財閥の金融構造を分析した沢井氏によれば、そこには次のような特徴がみられる。

第1に、戦時の財閥系商社は同系企業の原材料の供給と製品販売の窓口としての役割を果たしてただけでなく、同系企業間の経営活動の協調・協力の組織者としても役割を果たしていた。氏は次の例を挙げている。第一、工作機械について、三菱商事は三菱重工業・電機・化工機、東京鋼材、日本建鉄工業など分系・関係会社各社の工作機械調達を担当した。第二、太平洋戦争期に急拡大するいわゆる「南方受命事業」において、商社は軍部と財閥系企業の窓口になっただけでなく、受命事業の円滑な立ち上がりを実現すべくさまざまな活動を組織した。

第2に、戦時の財閥系企業の資金需要が急速に増加したとき、財閥系銀行は系列融資比率を高めることで系列企業に対するメインバンクとしての地位を維持した。

1940年に、三井銀行の系列融資比率は11%（本社・直系向け）、三菱系金融機関の系列融資比率は21.8%、住友系金融機関の系列融資比率は12.3%であったが、1944年、三菱は40.2%、住友は16.7%までに増加した。こうした戦時における財閥系金融機関の系列融資状況を検討したうえで、氏は「軍需金融等特別措置法制定を画期に、日銀借入金を背景に資金供給力を強化した財閥系銀行は自系列主要企業に対しメインバンクとしての地位をより鮮明にしたのである」<sup>33)</sup>と述べている。

こうした三菱財閥内の事業上、金融上の取引関係が三菱系企業の中に張り巡らされる株式所有関係と対応していることは言うまでもない。

また、戦前、戦時における財閥系企業の株式所有構造を検討した奥村宏氏によれば、戦前・戦時における財閥系企業の株式所有構造には次のような特徴がみられる<sup>34)</sup>。

第1に、財閥家族は財閥本社の株式の大部分を持ち、財閥本社は直系、準直系企業の株式の大部分を所有していた。こうした持株関係は財閥家族・財閥本社を頂点とする垂直的な結合関係いわゆるピラミッド型所有構造の基礎を構成していた。

第2に、財閥家族・財閥本社支配の補強装置として、同系企業間の株式相互持合いもかなりの程度行われていた。たとえば、持株会社指定時の三井財閥を見ると、三井鉱山が三井化学、三井農林、三井軽金属の株式を所有、三井生命が三井本社、三井物産、三井鉱山、三井信託などの株式を所有、三井化学が東洋高压の株式を所有、三井船舶が三井造船、大正海上保険などの株式を所有するという関係が形成されていた。こうした関係は三井財閥についてだけ見られるのではなく、三菱財閥、住友財閥の株式所有構造にも共通してみられる構造であった。

## ② 講和発効直前（1952年）における企業集団内取引と株式相互持合い

敗戦後、一連の財閥解体措置の実施によって、戦前の財閥は解体された。財閥解体は取引面、株式所有面において財閥傘下企業に大きな衝撃を与えた。財閥解体の過程を検討した宮島英昭氏によれば、当時の財閥系企業における取引と株式所有の関係には以下の特徴がみられる<sup>35)</sup>。

第1に、取引の面では、三井物産、三菱商事が解体された影響を受けて、財閥系企業の一部は新たに自社の販売体制を構築することになったが、多くの財閥系企業では三井物産、三菱商事に代わり、その継承会社への委託を中心に販売体制を再編することになった。

それに対して、当時の金融機関は1社も持株会社に指定されなかっただけでなく、占領当局は金融機関と同系企業との間の融資を通じた関係に対して明示的な処置も加えなかったため、戦前からの金融機関と同系企業との密接な融資関係は温存された。

この時期、系列融資が財閥企業にとってもつ意義について、宮島氏は次のように述べていた。一つは、講和発効前後の系列融資は企業再建期にあった事業会社の財務的な再建にとって重要な意義をもった。もう一つは、系列融資は同系列内の比較的小規模な企業、特に戦後、解体措置によって新設された企業、たとえば、商社の解体によって設立された継承会社、あるいは住友本社の営業部が独立した日本建設産業（後の住友商事）にとって初期の資金調達に大きな意味を持った。

第2に、株式所有の面では、これまで財閥支配の基礎を成した財閥家族・本社所有、同系企業間の相互所有は処分され、その後の同系企業間株式保有も禁止されたため、旧財閥系企業は戦前の財閥家族、本社、同系企業の所有を根拠とする経営者支配の基盤崩壊に直面し、しかも新たな支配基盤が形成されないある種の混乱状態に陥ることになった。こうした株式所有面における混乱状態を背景に、一連の株式買い占め事件が起こり、三菱グループの拠点企業である陽和不動産でさえ買い占めの対象とされていった。

以上、戦前・戦時、講和発効直前における財閥企業の取引と株式所有状況を概略的に見たが、それによって明らかなのはつぎのことである。集団内取引と株式相互持合いはともに戦後企業集団の主要な特徴として継承されているが、それぞれの形成される経緯は大きく異なっている。取引面における旧財閥系企業間の相互依存関係は戦前から長い歴史の中で形成され、敗戦後にも大きく破壊されず、今日まで維持されてきた。他方、戦後企業集

団メンバー企業間の株式相互持合いは旧財閥系企業間の相互株式所有として、戦前・戦時すでにその萌芽が形成されていたが、それは財閥解体によって破壊された。その後、講和発効以後再び形成されはじめ、いくつかの段階を経て今日まで維持されている。

ところで、一旦中断された旧財閥系企業間の株式相互持合い関係はなぜ講和発効後に再び形成されたのか。次に、この問題について検討してみよう。

## (2) 企業集団内取引と株式相互持合いの関係

上で指摘したように、財閥解体以後、旧財閥傘下企業の所有株式は分散し、財閥家族・財閥本社と同系企業による所有はほぼ解消した。このことは、これまで財閥家族・本社、同系企業の株式所有によって支えられてきた財閥傘下企業の経営者支配の基盤が崩壊したことを意味する。ただ、このような状況のもとでも、旧財閥傘下企業の経営者は株価や経営の自律性を維持するため、公式・非公式の方法によって安定株主確保の方策を積極的に展開していた。

講和発効直前における旧財閥系企業の安定株主確保の方策について、宮島氏は次のように指摘している。「第一は、証券民主化の方針にしたがって、従業員持株を促進させることである。だが、こうした自社の融資による従業員持株は拘束できないため安定株主工作としては限界があった。実際、株価の低下の局面で従業員保有株が売却される事例も多かった。第二は、経営者が非公式な黙契を通じて第三者に自社株を保有させる場合である。第三の方法は、自社株、財閥解体措置によって処分すべき同系企業の株式、並びに規制によって保有を禁止された株式を同系以外の金融機関に預金を引き換えとして引き受けてもらうケースである。なお、右の事例で各社が講和以前の局面で、安定株主工作の目安としていたのはいずれの場合も25-30%であった。各社はほぼ30%程度を目安として、以上の手段を利用しながら経営の自律性の危機に対処した」<sup>36)</sup>。

宮島氏の指摘によって、当時の旧財閥系企業が株主の安定化方策を講ずる過程で次の2つの問題に直面していたことがわかる。

第1、当時、旧財閥系企業はさまざまな方法で、30%程度の安定保有率を維持していたが、それはなお経営の自律性を保つのに十分な比率ではなかったということである。大規模な買い占め事件を経験した旧財閥系企業は安定株主の持ち株率合計を高めることを意識する。

第2、当時の安定株主化方策はいずれも一時的な措置であり、安定株主として、それ自体の安定性が不十分である。「従業員保有株」のように、株価の低下の局面で急に売却される可能性もある。安定株主構造の安定性を確保するために、旧財閥系企業は上述の安定株主を入れ替えようとする。

安定株主確保をめぐるこうした問題を解決するには、法人株主を安定株主として確保する以外にはないということになる<sup>37)</sup>。だが、株式を発行する企業側からみれば、どの企業を安定株主として位置づけ、どれだけの株式所有を要請するかという問題が残る。同時に、

株式を所有する企業の側からみれば、どの企業のどれだけの株式を所有するのかという問題が生ずる。言い換えれば、法人企業と法人企業の上に株式の所有・被所有関係が形成されるとき、その基礎にあるのはいかなる関係かという問題である。

この点について、鈴木健氏は次のように述べていた。「安定株主構造としての株式相互持合いの關係に共通するのは恒常的な取引關係にある企業・商社・銀行の間で、それらの取引關係をベースとして安定株主になり合う關係が一般的に成立しているということである。事業法人と事業法人の間で、事業法人と商社の間で、事業法人や商社と銀行の間で、取引關係—この取引關係は多くの場合互恵的な性格をもっていることが前提となる—を基礎として株式相互持合いの關係が形成されているということである」<sup>38)</sup>。

法人企業間の株式所有關係は取引關係を基礎として形成されるという見解に立てば、旧財閥系企業といえども安定株主としての法人株主は取引關係にある企業に求める以外はないということになる。

ただ、旧財閥系企業は主要な取引先を同系企業に集中していたため、同系以外の企業は主要な取引先關係というわけではなく、安定株主として多くの株式を所有する株主として位置づけることにはやや難点があるということになる。安定株主を確保しようとするれば、勢い取引面における相互依存關係にある同系企業が相互に株式を持ち合うという關係を選択することになるのは当然の成り行きであった。

以上の背景のもとで、旧財閥系企業間の株式保有を制限していた一連の措置が解除された直後、一旦中断されていた旧財閥系企業間の株式相互持合い關係が再び形成され始めることになった。講和発効直後（1952年9月）、旧財閥同系企業による保有株が財閥系企業総発行株に占める比率は、三菱系が1951年（講和発効直前）の1.8%から10.8%、住友系は0.1%から10.5%まで急増した。三井系も2.7%から5.4%まで増加した<sup>39)</sup>。

### （3）企業集団と株式相互持合い

1950年代、旧財閥系企業間の株式持合い率が大幅に上昇し、ほぼ同時期に旧財閥系の三つの企業集団（三井、三菱、住友）が輪郭を現した。旧財閥系企業間の株式持合いと企業集団の形成が時期的に重なっているということは、旧財閥系企業間の株式持合いと企業集団の形成との間になんらかの關係があることを推測させる。この問題についてすでに多くの論者による研究が蓄積されてきたが、ここでは、橋川武郎氏と鈴木健氏の見解だけを取り上げ検討してみよう。

橋川氏の見解は次の2点に要約できよう。第1に、株式相互持合いによる株主安定化は企業集団の基本的な機能であり、取引コスト削減、情報の交換、リスク・シェアリングなどの諸機能は付加的機能である。この点について氏は次のように述べていた。「戦後、新たに企業集団が形成されたのはなぜだろうか。別言すれば、企業集団が形成される契機となった基本的機能は何だったのだろうか。結論を先取りすれば、その答えは株式相互持合いによる株主安定化に求めることができる」<sup>40)</sup>。

第2に、株式相互持合いによる株主安定化は企業集団の固有の機能である。この点について氏は次のように述べていた。「取引コスト削減、情報の交換、リスク・シェアリングなどの諸機能は必ずしも企業集団の固有のものとはいえない。取引コストの削減は長期の安定的な取引関係にある複数の企業間に一般的に生じうるし、情報の交換、リスク・シェアリングはなんらかの利害の一致に基づき、資本系列と無関係に提携関係を結ぶにいたった企業同士のあいだでもみられるからである」。「企業集団の固有の機能はあくまで、株式相互持合いによる株主安定化に求めるべきであろう」<sup>41)</sup>。

前記第1の論点を証明する論拠として、氏は「三井不動産は同系企業の株式所有によって株主安定化問題が解決され、またそれによって、積極的な経営戦略をとるようになった」といった事例をあげた。三井不動産の事例から読み取れることは①三井不動産にとって、株主安定化が経営上に決定的な意味を持つこと、②現実的に、三井不動産の株主安定化問題が結局同系企業の株式所有によって解決されたということである。

だが、第1の論点が成立する必要条件は①当時の旧財閥系企業にとって、なによりも安定株主の確保が経営上のもっとも緊急な課題であること、②安定株主確保が同系企業によらなければならないことである。対照してみれば、三井不動産の事例は必要条件①を説明できるが、必要条件②を説明できないということがわかる。三井不動産の株主安定化問題が事実上同系企業の株式所有によって解決されたということは三井不動産の安定株主確保が同系企業によらなければならないということを証明できるわけではないからである。

また、前記第2の論点が成立する必要条件は、①取引コスト削減、情報の交換、リスク・シェアリングなどの諸機能は企業集団だけでなく、資本系列、融資系列などにもみられること、②株式相互持合いによる株主安定化は企業集団だけに見られ、企業集団以外の企業には見られないということである。氏は第2の論点を証明するため、必要条件①について詳しく検討したが、必要条件②については触れていない。つまり、株式相互持合いによる株主安定化が企業集団以外にも見られるかどうかについては検討していない。しかし、企業集団以外にも見られるとすれば、株式相互持合いによる株主安定化は企業集団の固有の機能とは言えないことになる。

以上の検討によって、橘川氏の見解には論点を支える論拠に不十分さがあることが分かる。加えて、旧財閥系企業の株主安定化問題は同系企業の株式所有によって解決されたといった事実の裏側に、なぜ旧財閥系企業間の株式相互持合いという形の安定株主構造が同系企業を中心に形成されるのか、また株式相互持合いによる株主安定化は旧財閥系企業だけに見られる現象であるのか、それとも戦後日本の大企業に普遍的に見られる現象であるのかなど一連の理論問題が残されている。

これらの問題を検討したのは鈴木健氏である。氏は企業集団形成の論理と株式相互持合いによる安定株主構造形成の論理を区別すること、また大企業結合の一般的な論理と大企業結合の一形態としての企業集団の論理を区別すること、そして安定株主構造としての株

式相互持合いの一般的な論理と企業集団メンバー企業間の株式相互持合いの論理を区別して論ずべきことを主張した。

氏の見解を概略的に見れば、次のようになる<sup>42)</sup>。第1に、大企業にとって、市場競争のなかで製品の価格、設備、販売市場などの蓄積条件を確保するにはこうした蓄積条件を提供しうる大企業間と緊密な関係（結合関係）を保持することは重要な条件の一つである。大企業間の結合関係を維持することはきびしい競争のなかで大企業が自らの地位を保持する要求に強制されるものであり、旧財閥系企業だけでなく、戦後日本の大企業に普遍的に見られる現象である。

大企業間結合にはいくつかの形態があり、企業集団はその一つである。旧財閥系企業が企業集団という形で結合するには複雑な歴史的な経緯があるが、その形成要因を構成する基礎はこうした大企業結合の一般的な論理である。

第2に、法人企業間の株式相互持合いは企業集団のメンバー企業に固有のものではなく、戦後大企業の間に見られる関係である。安定株主構造としての株式相互持合いの基礎には、恒常的な取引関係にある企業・商社・銀行の間で、それらの取引関係をベースとして安定株主になり合うという関係がある。企業集団メンバー企業が相互に安定株主として株式を持ち合うのは、企業集団を構成するメンバー企業間に互恵的な取引関係があるからである。

以上に見たように、鈴木氏は取引面における大企業間の相互依存関係のうちに、企業集団の形成、集団内株式相互持合いの形成要因を見た。こういった見解は企業集団や集団内株式相互持合いに対する本質的な理解に重要な方向を示したと思われる。以下、氏のこうした理論的な指摘を基礎に、企業集団における株式相互持合いと取引関係の実態を検討することにする。

## 第2節 三菱グループにおける株式相互持合いの実態

本節では、代表的な企業集団である三菱グループの中から、同グループ中枢に位置すると見られる三菱銀行、三菱商事、三菱重工業一俗に三菱「御三家」と言われる一の3社を取り上げ、それぞれの株式所有一被所有の実態を分析し、三菱グループメンバー企業間の株式相互持合い構造に占める3社の株式所有一被所有の位置を検討することにする。

### (1) 三菱銀行の株式所有と被所有

#### ① 三菱銀行の株式所有

表-3は、三菱銀行の1992年度の株式所有の内訳を示したものであるが、そこに示されるのは次の事実である。

第1に、三菱グループ内企業と三菱グループ外企業に対する株式所有状況を対比してみれば、三菱銀行は全上場企業のなかの616社の3504百万株を所有しているが、三菱グループ25社に対して938百万の株を所有しており、全616社の4%しか占めない三菱グループ25社に対する持株数が株式所有総数の26.7%に達する。三菱グループ外企業591社に対し

て1社あたりの持株数は434万株であるが、三菱グループ25社に対して1社あたり持株数は3750万株であり、前者の8倍を超えている。三菱グループ外企業591社に対する持ち株率平均は0.65%であるが、三菱グループ25社に対する持ち株率平均は4.47%であり、前者の6倍以上となっている。

第2に、三菱グループ外の企業を、三菱銀行が融資額1位を占める企業とその他企業に分けて対比してみれば、三菱グループ外の企業591社に対して1社あたりの持株数は434万株であり、持ち株率平均は0.65%であるが、融資額1位を占める企業127社に対しては1社あたりの持株数が415万株、持ち株率平均は3.96%となる。両者の間には、持株数はほぼ同様であるが、持ち株率において大きな差がある。原因として考えられるのは三菱グループ外企業のなかで、融資額1位を占める企業の規模はその他企業より全体的に小さいということである。持ち株率から見れば、三菱銀行は融資額1位を占める企業に対する株式投資はその他企業より集中している傾向が見られる。

第3に、融資額1位を占める企業を三菱グループ内企業と三菱グループ外企業に分けて対比してみれば、融資額1位を占める企業のなかで、三菱グループ内企業20社に対して、1社あたりの持株数は3750万株であり持ち株率平均は4.43%となる。三菱グループ外企業127社に対しては1社あたりの持株数は415万株であり、持ち株率平均は3.96%となる。両者の間に1社あたりの持株数は十倍ほどの差があるが、持ち株率はほぼ同様である。考えられる原因として融資額1位を占める企業のなかで、三菱グループ内企業の規模が三菱グループ外企業より大きいということがある。ただ、持ち株率から見れば、「融資額1位を占める企業」のなかの三菱グループ内企業に対する株式投資が三菱グループ外企業より集中しているという傾向は見られない。

## ② 三菱銀行の株式被所有

次に三菱銀行の株式非所有について検討する。まず、三菱銀行の株式被所有関係を全体として見てみる。1992年、三菱銀行の法人株主は6780人で、持ち株率合計90.39%であり、法人株主1社あたりの持ち株率は0.01%である。そのうち、金融機関は213社で、持ち株率合計35.29%、1社あたり持ち株率は0.16%である。事業法人は6567社で、持ち株率合計55.1%、1社あたりの持ち株率は0.008%である。

それに対して、三菱グループ25社の持ち株率合計は25.62%で、1社あたりの持ち株率1.02%である。三菱グループ25社だけで持ち株率は全法人株主持ち株率の28.34%を占める。平均値から見れば、三菱グループメンバー企業の持ち株率は全法人株主持ち株率の100倍となり、持ち株率の最も低い三菱化工機でも、事業法人株主持ち株率の平均値をはるかに超えている。

次に、20大株主に限定してみよう。三菱銀行の20大株主の持ち株率合計は36.92%である。そのうち、三菱グループの明治生命と東京海上は1位と2位の位置を占めており、三菱グループ10社で、持ち株率合計が22.71%、20株主持ち株率の3分の2に占めている。

20 大株主は生命保険 7 社、事業会社 10 社、東京海上火災、日本債券信用銀行、日本長期信用銀行によって構成されていることがわかる。うち事業会社 10 社は三菱グループメンバー企業 7 社（三菱重工業、三菱商事、旭硝子、三菱電機、三菱地所、麒麟ビール）、三菱グループ外の企業 3 社（新日本製鉄、味の素、近畿日本鉄道）である。

## (2) 三菱商事の株式所有と被所有

### ① 三菱商事の株式所有

表-5 は三菱商事の株式所有状況（1992 年度の一時的所有もの）を示している。見られるとおり、三菱商事は 786 社、合計 13 億超の株式を所有している。そのうち、三菱グループのメンバー企業は 21 社、所有する株式は合計 4 億超株となっている。会社数では、三菱グループのメンバー企業 21 社は三菱商事が株式を所有する 786 社の 0.03% しか占めないが、持株数では、三菱グループのメンバー企業に対する持株数が全持株数の 32.9% を占めている。三菱商事の所有する株式の 3 分の 1 は三菱グループメンバー企業の株式である。

### ② 三菱商事の株式被所有

表-4 によると、1992 年三菱商事の法人株主は 1211 社で、持ち株率合計は 85.17%、法人株主 1 社あたりの持ち株率は 0.07% である。そのうち、金融機関は 183 社で、持ち株率合計は 65.19%、平均は 0.35%、事業法人は 1028 社、持ち株率合計は 19.98%、平均は 0.012% である。そのなかで、三菱グループメンバー企業 25 社の持ち株率合計は 33.22% で、1 社あたりの持ち株率は 1.33% である。

また、20 大株主をみると、20 大株主の持ち株率合計は 58.51% で、そのうち三菱グループメンバー企業 7 社の持ち株率合計は 28.76%、20 大株主持ち株率合計の半分を占めている。20 大株主の内訳を見ると、三菱グループの金融機関 4 社、事業会社 3 社、グループ外の金融機関 13 社となっている。筆頭株主の東京海上をはじめ、三菱グループの金融機関 4 社は上位 4 位を占めているが、グループ外の金融機関 13 社も高い比率の株式を所有している。

## (3) 三菱重工業の株式所有と被所有

### ① 三菱重工業の株式所有

表-5 で見たように、1992 年の時点で、三菱重工業は 216 社、775 百万近い株を所有しており、1 社あたり 350 万株となる。そのうち、三菱グループメンバー企業 15 社の持株数は 364 百万株であり 1 社あたりの持株数 2400 万株となる。三菱重工業が所有する三菱グループメンバー企業 15 社の持株数だけで全 216 社に対する持株数の 47% を占めており、三菱グループメンバー企業に対する 1 社あたりの持株数は全 216 社に対する 1 社あたりの持株数の 6.7 倍となる。

また、取得金額から見れば、全 216 社に対する株式の取得金額は 1400 億円程度であり、三菱グループメンバー企業 15 社に対する株式の取得金額は 620 億円程度であり、全株式の取

得金額の44%を占めることになる。三菱グループメンバー企業15社の1社あたりの取得金額は41億円程度で、全216社に対する平均取得金額と比べて6倍の差がある。

## ② 三菱重工業の株式被所有

1992年、三菱重工業の法人株主は4792人で、持ち株率合計57.7%である。法人株主1社あたりの持ち株率は0.012%である。そのうち、金融機関は496社で持ち株率合計43.8%、1社あたり持ち株率は0.088%である。事業法人は4296社で、持ち株率合計13.9%、1社あたりの持ち株率は0.003%である。

ところで、三菱グループ22社の持ち株率合計は19.93%であり1社あたりの持ち株率0.542%である。持ち株率の最も高いのは三菱信託銀行で5.94%、持ち株率の最も低いのは三菱化工機で0.01%である。

三菱グループ22社の持ち株率は全法人株主持ち株率の3分の1を占める。平均値から見れば、三菱グループメンバー企業の持ち株率は全法人株主持ち株率の18倍となり、持ち株率の最も低い三菱化工機でも、持ち株率は事業法人株主持ち株率をはるかに超えている。

20大株主を見ると、三菱重工業の20大株主の持ち株率合計は34.54%である。そのうち、三菱グループの三菱信託銀行、三菱銀行、明治生命3社は上位3位を占めており、三菱グループ6社で、持ち株率合計が17.61%、20大株主持ち株率の半分を占めている。

20大株主の内訳を見ると、三菱重工業の20大株主は三菱グループ6社、グループ外の金融機関13社と自社持株会によって構成されている。三菱グループ内の金融機関4社とも20大株主に入っており、三菱信託銀行、三菱銀行、明治生命保険は上位3位の株主となっている。

以上、三菱銀行、三菱商事、三菱重工業3社における株式所有と株式被所有の実態を個別に検討したが、3社に共通に見られる傾向として次のことを指摘できる。

第1に、株式所有については、3社とも三菱グループメンバー企業の株式を中心に所有するという傾向がみられるが、三菱グループ外の事業会社や金融機関の株式も大規模に所有している。

第2に、株式被所有については、3社の発行した株式とも多数の企業によって分散的に所有されている。そのうち、三菱グループメンバー企業による被所有が著しく多いが、三菱グループ外の事業会社や金融機関も多くの株式を所有している。20大株主に限定してみると、三菱グループ外の事業会社や金融機関がほぼ半分を占めている。

すなわち、3社は多数の事業会社や金融機関に対して広範な株式所有・被所有の関係をもっており、3社が株式の所有・被所有の関係にある事業会社や金融機関は、次節で検討するように、事業上・金融上の取引関係を持つ場合が多い。

さらに20大株主を安定株主構造の中核部分と前提すれば、三菱グループメンバー企業がこうした主要部分において中核としての位置を占めていることは否定できないが、グループ外の巨大大業会社や金融機関の存在も無視できない。むしろ、こうしたグループ外の

巨大事業会社や金融機関も安定株主構造を支える重要な柱の一つと考えるのが、事実の正確な理解だと思う。

### 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

本節では、三菱銀行、三菱商事、三菱重工業における株式所有関係と取引関係の実態を分析し、株式所有と取引の対応関係について検討することにする。

#### (1) 三菱銀行における株式所有と取引関係の対応関係

##### ① 事業会社の三菱銀行に対する株式所有と借入<sup>43)</sup>

表-6は、三菱銀行の株主上位10位の事業会社を取り上げ、それぞれの三菱銀行に対する株式所有と三菱銀行からの借入を一覧したものである。そこに示されるのは、①10社はいずれも三菱銀行による融資額が高い事業会社であること、②事業会社による三菱銀行の株式所有率と借入額とは必ずしも対応していないということ、③三菱銀行による事業会社に対する持ち株率も三菱銀行の融資額と対応していないということである。

以上の事実が意味することは次のようである。第1に、全体としてみれば、三菱銀行に対する持株数の多い事業会社は三菱銀行による借入額の高い事業会社に集中する傾向がみられるが、個別にみれば、事業会社の三菱銀行に対する持株数は融資額が高いほど多くなるという傾向は見られない。

第2に、全体として見れば、三菱銀行が多くの株式を所有する事業会社は融資額が大きい事業会社に集中する傾向がみられるが、個別にみれば、三菱銀行の事業会社に対する持株数は融資額が大きいほど多くなる傾向はない。

##### ② 三菱銀行の事業会社に対する株式所有と融資

表-7は、三菱銀行の株式保有企業のうち、持ち株率上位50社と下位50社を取り上げ一覧したものである。表-7の示すのは次のことである<sup>44)</sup>。

第1に、三菱銀行の上位50社に対する持ち株率平均は5.02%であるが、下位50社の対する持ち株率平均は1.68%である。上位50社のうち、融資を確認できる会社は42社で、三菱銀行が融資順位1位を占める会社は37社、2位を占める会社は5社である。下位50社のうちに、融資を確認できる会社は39社で、三菱銀行が融資額1位占める会社は4社しかない。このことは、三菱銀行が融資額1位の企業に対する持ち株率が高くなる傾向を示しているということ、言い換えるなら、三菱銀行は融資額1位企業に対して株式投資を集中する傾向が見られるということである。

第2に、上位50社において三菱銀行が都市銀行の中で持ち株率1位を占める会社は41社で、下位50社において、三菱銀行が都市銀行の中で持ち株率1位を占める会社は7社しかない。そして、三菱銀行が持ち株率1位を占める会社48社のうち44社は三菱銀行が同時に融資額1位を占めている会社である。

このことは、三菱銀行が都市銀行のなかで融資額1位を占める企業に対して、持ち株率も都市銀行の中で最も高い比率を維持していることを示している。つまり、三菱銀行の事業会社に対する持ち株率順位は融資額順位と対応する傾向が見られるということである。

第3に、「上位50社」のなかに、三菱グループメンバー企業が持ち株率合計10%以上の企業は34社であるが、下位50社のなかに、三菱グループメンバー企業持ち株率合計10%以上の企業は6社しかない。さらに、上位50社と下位50社の内訳をみれば、「上位50社」において、三菱グループメンバー企業、三菱系子会社、三菱系との間に深い関係がある企業（いわゆる準三菱系）は圧倒的な多数を占めているがわかる。ただ、下位50社のなかに、いわゆる三菱系または準三菱系の企業はほとんど見られない。

### ③ 都市銀行全体の事業会社に対する株式所有と融資

三菱銀行の持ち株率順位上位50社と下位50社に対して、都市銀行全体として株式所有、融資関係においてどのような関係を持つのかを検討して得られた結果は次のようなものである。

第1、上位50社において、株式所有関係が確認されたのは140行（延べ数、以下同じ）であり、うち130行は株式を所有される事業会社との融資関係が確認できる。下位50社において、株式所有関係が確認されたのは152行であり、うち139行は株式を所有される事業会社との融資関係が確認できる。このことは、三菱銀行だけでなく都市銀行全体が、融資関係を基礎として事業会社に対する株式投資を行っていることを示している。

第2、表-8は融資と持ち株率を確認できる銀行に限定し、それぞれの順位の対応関係を一覧にしたものであるが、そこから都市銀行の事業会社に対する株式投資と融資関係について次のことが明らかになる。

つまり、都市銀行による事業会社に対する株式投資と融資の対応関係について、上位50社と下位50社にはほぼ共通な傾向がみられるということである。具体的には、①持ち株率順位と融資額順位に対応している傾向が見られるということ、②融資額順位と持ち株率順位が一致する銀行数は融資額順位が低下するにつれて減少する傾向があるということである。融資額1位の銀行はほぼすべて持ち株率1位を占めているのに対して、融資額2位の銀行が同時に持ち株率2位を占めるケースは70%であり、融資額3位の銀行が同時に持ち株率3位を占めるのは60%でしかない。

以上、三菱銀行の事業会社に対する株式投資の検討によって、明らかになるのは次のことである。つまり、三菱銀行は事業会社に対する融資額における順位を基礎に当該企業に対する持株数を決める傾向が見られるということである。三菱銀行は事業会社に対する融資額における順位に応じて当該企業に対する持株数を決める投資戦略をとっていたと言い換えてもよい。三菱銀行の融資額1位の企業に対する持ち株率は高い傾向が見られるし、融資額1位企業群の頂点にたつ三菱グループメンバー企業に対する株式投資は最も集中し

ている傾向がみられる。事業会社に対する持ち株率が当該企業に対する融資順位によって決められるという傾向は、三菱銀行だけでなく、都市銀行全体に共通する傾向でもある。

## (2) 三菱商事における株式所有と取引関係の対応関係

### ① 金融機関の三菱商事に対する株式所有と融資

表-9は三菱商事に対する融資と金融機関による株式所有を一覧にしたものである。そこに示されるのは次のことである。

第1に、都市銀行のなかで、三菱商事は三菱銀行を中心に、東京、一勸など8行から借入をしており、融資額1位を占める三菱銀行は三菱商事に対する持ち株率が都市銀行のなかで1位を占め、他の東京、一勸、三和、東海、さくら、住友、富士7行が三菱銀行に続き、それぞれ一定の株式を所有しているということ、さらに8行は持ち株率における順位が融資額における順位と完全に一致しているということである。

第2に、信託銀行のなかで、三菱商事は三菱信託銀行を中心に、東洋信託、住友信託など6行から借入をしており、そのうち、融資額1位、2位の三菱信託、東洋信託は三菱商事の株式を所有していることが確認できるが、他の4行には確認できない。加えて、三菱信託、東洋信託は持ち株率における順位と融資額における順位が一致していることも分かる。

第3に、生命保険の中で、三菱商事は明治生命を中心に、生命保険会社7社に借入をしていることが確認できる。そのうち、融資額1位の明治生命は持ち株率1位を占め、融資額2位の第一生命は持ち株率3位、融資額3位の住友生命は持ち株率4位、融資額4位の日本生命は持ち株率2位となっている。

第4に、長信銀のなかで、融資額1位の日本興業銀行は1.25%の株式を持っていることが確認でき、他の日本長期銀行、農林中金の株式所有状況は確認できない。地方銀行のなかで、静岡、福岡などの銀行が貸入をしているが、株式所有は確認できない。

三菱商事は都市銀行を中心とし、信託銀行、地方銀行、生命保険を含む金融各部門の多数の金融機関から借入をしているが、それぞれの金融部門において中心的な位置を占めているのは三菱商事と同じ企業集団メンバーの金融機関である。三菱商事に対する金融機関の持ち株率は基本的に融資額における順位を基礎としていると考えられる。

### ② 三菱商事の金融機関に対する株式所有と借入

表-10は三菱商事の金融機関に対する株式投資と金融機関による三菱商事に対する融資関係を一覧にしたものである。そこからうかがえるのは次のような傾向である。

第1に、三菱商事は三菱銀行をはじめとする融資額上位8位までの都市銀行のすべてに対し、株式を所有している。そのうち、上位5位までの都市銀行に対し、三菱商事の持株数は融資額の順位と一致しているが、融資額6位のさくら銀行に対する持株数は8位、融資額8位の富士銀行に対する持株数は6位となっている。三菱商事はまた北海道拓殖銀行、

大和銀行の株式を所有しているが、この2行による三菱商事に対する融資状況は確認できない。

第2に、三菱商事は投資信託銀行の中で融資額1位の三菱信託に対する持株数が最も多く、融資額3位の住友信託に対する持株数は2位である。その他、融資関係が確認された東洋信託、三井信託、安田信託、中央信託4行については、三菱商事の株式所有は確認できない。

第3に、長信銀の中で、三菱商事は融資額2位の日本長期銀行に対する持株数が最も多く、融資額1位の日本興業銀行に対する持株数は2位となっている。注意すべきなのは2行の融資額にかなりの差があるが、持株数はほぼ同じ水準だということである。

第4に、地方銀行の中で、三菱商事は融資額1位の静岡銀行の株式を最も多く所有しているが、融資額3位の八十二銀行に対する持株数は2位となっている。山口銀行、常陽銀行などについて、三菱商事との融資関係が確認されたが、三菱商事の株式所有状況は確認できない。

以上、三菱商事の金融機関に対する株式所有を見ると、融資額が大きな金融機関に対して、より多くの株式を所有するという傾向がみられる。ただ、個別に見れば、こういった関係は成立しない場合もある。これは三菱商事による金融機関の株式所有は、三菱商事の株式所有戦略だけで決定されるのではなく、金融機関の側の安定株主選択戦略の影響も受けていることを示している。

#### ④ 三菱商事と事業会社との間における株式所有と取引関係

三菱商事の「有価証券報告書」(1993年3月期)の「流動資産」と「流動負債」を見ると、三菱商事の売掛金の主要な相手先のなかに、三菱重工業、旭硝子など三菱グループメンバー企業や三菱製紙販売、三菱商事石油など三菱グループメンバー企業の子会社が並んでおり、買掛金の主要な相手先のなかで、三菱重工業、三菱製紙、三菱電機、三菱石油など三菱グループメンバー企業が並んでいる。こうしたことから、三菱商事がそれぞれの分野において、三菱グループメンバー企業を主要な取引先とし、同時に多数の企業と取引をしていると推測しても大過ない。すなわち、三菱商事と事業会社との取引関係については、いずれの分野にせよ、当該部門における大企業の中の1社ないし数社を主要な取引先とし、同時に多数の企業と取引関係を保持しているとみられる。

三菱商事の事業会社に対する株式所有についても、これと同様の傾向がみられる。三菱商事の「有価証券報告書」(1993年3月期)の「有価証券明細表」によれば、輸送用機器の部門において、三菱商事は三菱重工業、三菱自動車をはじめ、7社の株式を所有していることが確認でき、うち三菱重工業(54150千株)、三菱自動車(77414千株)に対する持株数は本田技研(4264千株)、トヨタ自動車(194千株)、マツダ(1740千株)など6社よりも多い。

ガラス・土石の部門において、三菱商事は旭硝子をはじめ4社の株式を所有していることが確認でき、うち旭硝子（14950千株）に対する持株数は他の3社をはるかに上まわっている。パルプ・製紙部門において、三菱商事は6社の株式を所有しており、うち三菱製紙（8671千株）に対する持株数は北越製紙（1564千株）、本州製紙（1501千株）などより多い。それ以外に、石油・石炭製品において三菱石油の株式を最も多く持ち、精密機器においてニコンの株式を最も多く持ち、倉庫・運送において三菱倉庫の株式を最も多く持ち、海運において日本郵船の株式をもっと多くもっているなど、多くの分野においてこういった傾向がみられる。

すなわち、各分野における1社ないし数社を主要な取引先とし、同時に当該分野の多数の企業と取引をしているという三菱商事の取引関係は株式所有に反映されているということである。こういった取引関係と対応し、三菱商事の事業会社に対する株式投資も主要な取引先である大企業の株式を中心とし、さらに多数の取引関係がある企業の株式を所有するという傾向を示している。

### (3) 三菱重工業における株式所有と取引関係の対応関係

#### ① 金融機関の三菱重工に対する株式所有と融資

表-11は金融機関の三菱重工業に対する株式投資と融資を一覧したものである。そこから確認できることは次のことである。

第1に、三菱重工業は都市銀行の中で三菱銀行を中心に、さくら、東海、住友、一勧など7行から借入をしている。こうした融資関係と対応し、融資額1位を占める三菱銀行は三菱重工業に対する持ち株率も都市銀行のなかで1位を占めている。他の都市銀行の三菱重工業に対する株式所有は確認できない。

第2に、三菱重工業は信託銀行の中で、三菱信託銀行を中心に、住友信託、東洋信託など7行から借入をしており、そのうち融資額上位4位までの三菱信託、住友信託、東洋信託、三井信託4行は同時に投資信託銀行の中で三菱重工業に対する持ち株率4位を占めている。しかも、それぞれの融資額順位と持ち株率順位は完全に一致している。中央信託は融資額7位を占めているが、持ち株率は5位となっている。

第3に、三菱重工業は生命保険の中で、明治生命を中心に生命保険会社11社から借入をしている。そのうち、融資額上位6位までの生命保険会社は同時に、三菱重工業に対する持ち株率上位6位を占めている。融資額1位と2位を占める明治生命、日本生命はそれぞれ持ち株率の1位と2位となっている。他の4行は融資順位と持ち株率順位は一致していない。

第4に、三菱重工業は損害保険会社の中では東京海上から最も多く借入をしている。それに対応して、東京海上は損害保険会社の中で、三菱重工業に対する持ち株率1位を占めている。長信銀の中で、興銀、長銀、農中は融資額上位3位を占めているが、それに対応して、興銀、長銀、農中はそれぞれ持ち株率の1位、2位、3位を占めている。

多数の金融機関が三菱重工業に対して貸出をしており、株式も所有しているが、確認できるのはごく一部だけである。ただ、確認できないということそれ自体は三菱重工業に対する融資額と持株数が少ないかまたはないということの意味するから、確認されたこの一部の金融機関は三菱重工業に最も多く貸出をしている金融機関であると同時に、三菱重工業の株式を最も多く所有する金融機関でもあると理解してよい。さらに、確認された金融機関のなかでも、個別的にみれば、金融機関のすべてにおいて三菱商事に対する持ち株率と融資額順位が一致しているとは言えないが、全体としては金融機関の三菱商事に対する持ち株率が融資額順位に対応する傾向がみられる。

また、金融機関側からすれば、多数の金融機関が同時に三菱重工業に貸出をしているが、うち三菱系の三菱銀行、三菱信託、明治生命は中核的な位置を占めている。三菱銀行、三菱信託、明治生命は三菱重工業との融資関係が系列融資関係にあるが、他の金融機関は三菱重工業との融資関係において協調融資関係の位置にある。こういった融資関係の中における位置に応じて、三菱銀行、三菱信託、明治生命は三菱商事に対する持株数もそれぞれの金融部門のなかで1位を占めるということになっていると考えられる。

## ② 三菱重工業の金融機関に対する株式所有と借入

表-12は三菱重工業の金融機関に対する株式投資と金融機関の三菱重工に対する融資関係を一覧にしたものである。表-12から以下のことが確認できる。

第1に、三菱重工による都市銀行株式の所有は、三菱重工に対する融資額上位4位までの三菱、さくら、東海、住友に対する持株数が最も多い。一勸、東京、富士3行に対する株式所有が確認できないが、上記4行より少ないことがわかる。個別にみれば、融資額1位の三菱銀行に対する持株数は最も多く、融資額4位の住友銀行に対する持株数も4位となっているが、融資額順2位のさくら銀行に対する持株数は3位、融資額順3位の東海銀行に対する持ち株数は2位となっている。

第2に、信託銀行のなかで、三菱重工業は融資額1位を占める三菱信託に対する持株数が最も多く、融資額5位を占める安田信託に対する持株数が2番目となっている。融資関係が確認された他の住友信託、東洋信託、三井信託、日本信託、中央信託に対する株式所有は確認できない。

第3に、長信銀のなかで、三菱重工業は融資額1位と2位を占める日本興業銀行、日本長期信用銀行に対する株式投資が最も多かったが、融資額4位を占める日本債券信用銀行に対する株式投資は3番目となっている。

第4に、地方銀行の中で、三菱重工業は融資額5位を占める八十二銀行に対する株式投資が最も多かったが、融資額1位を占める横浜銀行に対する株式投資は2番目となっている。そのほか、損害保険会社のなかで、三菱重工業は融資額1位の東京海上に対する株式投資が最も多い。

全体として、三菱重工業が株式を最も多く持っている金融機関は最も多く借り入れている金融機関であり、三菱重工業の金融機関に対する株式投資は主要な借入先を中心として行われる傾向がみられる。個別に見れば、金融機関に対する株式投資が融資額と対応しないケースはある。

### ③三菱重工業と事業会社との間における株式所有と取引関係

三菱重工業の「有価証券報告書」（1993年3月期）の「流動資産」を見れば、三菱重工の売掛金の主要な相手先のなかに三菱商事（27260百万円）、住友商事（22477百万円）、西華産業（4820百万円）3社がある。これは三菱重工業が商社との取引関係において、三菱商事を中核とし、同時に住友商事、西華産業などその他の商社とも取引関係を保持していることを意味する。

株式所有の面において、三菱重工業は三菱商事に対する持株数が48920千株、住友商事に対する持株数は確認できないが、西華産業に対する持株数は750千株である。三菱商事に対する持株数が突出して多いことがわかる。三菱商事を中心とし、複数の商社の株式を所有しているということである。さらに、三菱商事、住友商事、西華産業は三菱重工業に対する持株数がそれぞれ54150千株、8231千株、750千株である。三菱商事は三菱重工業に対する持株数が住友商事、西華産業より多いが、これは三菱商事にとって、三菱重工業が輸送用機器部門における主要な取引先であることを反映している。

他の分野においても、三菱重工業は同一分野における2社に対する持株数に大きな差があることが確認できる。たとえば、三菱重工業の「有価証券報告書」（1993年3月期）の「有価証券明細表」によれば、海運における日本郵船（54473千株）と大阪商船三井船舶（32932千株）、石油・石炭製品における三菱石油（6575千株）と日本石油（2201千株）、食品におけるキリンビール（6477千株）とアサヒビール（1100千株）などの例である。

三菱重工は各分野における1社ないし数社を主要な取引先とし、同時に当該分野の多数の企業と取引をするという取引関係と対応して、三菱重工業の事業会社に対する株式投資も主要な取引先である大企業の株式を中心とし、取引関係がある多くの企業の株式を所有する傾向が見られる。

### まとめ

法人株主による株式所有の1つの重要な役割は株主の安定化である。多数の法人株主はそのすべてが安定株主とはいえないが、大部分は安定株主の役割を果たしていると考えられる。企業集団メンバー企業が法人株主構造の中核的な位置を占めるということは企業集団メンバー企業が安定株主構造の中核的な位置を占めているということの意味する。

このことは、どの大手企業にとっても、安定株主構造を構成する法人株主がいずれも同じレベルの役割を演じているわけではなく、最も安定的、中核的な法人株主が存在しているということの意味している。これらの法人株主は一般の法人株主と比べ、相対的に高い持ち株率を保持する傾向がみられるし、ほとんどの場合、歴史的にも親密な関係にあるこ

とが多い。言い換えれば、安定株主構造は水平的な構造ではなく、階層的な特徴を持つ構造だということである。企業集団メンバー企業の場合は同系企業が中核的な位置を占めており、他系列の事業会社、金融機関、下請け企業などの法人株主はその外側の位置を占めている。

安定株主構造が階層的な構造であることを早い時期に指摘したのは松井和夫氏である<sup>45)</sup>。図－1に示されたように、氏は個人大株主と役員を支配中枢、同系企業間の相互持合いと他系列の企業との間の相互持合いを支配中枢の支配的な地位を支える補強装置と規定し、同系企業間の相互持合いは共同支配の基礎のコアであることを指摘した。

松井氏の指摘は戦後日本の株式所有構造を理解する最も現実的な見解と思われるが、松井氏の見解の基礎上で、さらに次のことを補充したい。

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。図－1に示される「補強装置1」には同系企業間の持合だけでなく、他系列の企業との持合いも入れる方が現実的である場合もある。三菱重工業、三菱商事、三菱銀行の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 大手事業会社の株式所有構造の変化

1990年代以後、日本の大企業の株式所有構造は大きく変化した。最も顕著な変化は一言でいえば、法人株主持ち株率の低下と内外の機関投資家の持ち株率の増加ということである。

本章では、こうした株式所有構造の変化に伴い、浮かび上がった2つの問題を検討する。1つは銀行、生損保などの法人株主がなお安定株主としての役割を果たしているのかどうかという問題である。もう1つは大株主として新たに登場してきた内外の機関投資家が安定株主としてとらえられるのかどうかという問題である。

### 第1節 分析対象の限定と分析の方法

本節では、第4章で取り上げたサンプル企業の20大株主構成の推移を検証することの意味と、分析の方法について述べる。

#### 1. 分析対象の限定とその意味

初めに、本章における分析対象の限定とその意味について触れておくことにする。

本章が分析の対象として取り上げるのは、『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<sup>46)</sup>。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。だが、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。

本章で売上高を基準とし、銀行・金融諸分野を除く事業会社上位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衡的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ができない。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は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は各業種での分布が不均衡であることを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、売上高上位 10 社までをとりあげ、相対的に大手事業会社が多く集中していない業種について、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、小論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。小論は、200 社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たがた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。

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なう場合、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。小論では、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。

## 2、分析の方法について

次に、本章で取り上げる 2010 年の売上高上位 200 社を構成する大手事業会社の株式所有構造を分析する手続きについて触れておくことにする。

本章では、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的に調査し、大手事業会社の 20 大株主構成がどのように推移してき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、住専問題が顕在化となり、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眼立つようになってきた。

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みられるが、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である。

## 第2節 大手事業会社の株式所有構造の変化の実態

株式所有構造の分析においては、誰がどれだけ所有しているかを知ることが分析の大前提である。この事実を収集した上で、大株主と投資先企業との関係进行分析し、20大株主構成の変化は大手事業会社の経営者にとって何を意味するかという問題を検討することが可能となる。株式所有構成の時系列的な分析によってこうした問題を解明するには、20大株主を構成する事業会社、銀行、信託銀行、生損保、自社所有、持株会、外国株主などそれぞれについて、その変化も含めて事実を知ることが前提とならなければならない。

### 1、20大株主の構成と持ち株率の変化

表-13は企業あたりの20大株主の持ち株率合計を3段階に分けて、各段階がサンプル企業全体でどのくらいの割合を占めているかその分布状況を示したものである。表1が示すように、大手事業会社の20大株主持ち株率合計はいずれの時期にも30～60%程度に維持されている。20大株主はいずれも安定株主構造の中核を構成していると考えられる。20大株主の構成を考えず単に持株率合計を見れば、これは大手事業会社の安定株主の中核部分による持ち分が大きく変化していなかったことを意味する。

さらに、表-14はサンプル企業全体において、どのようなタイプの法人が株主となっているか、その主なタイプの比重を比べたものである。表-14によれば、銀行、生損保、事業会社といった伝統的な安定株主は20大株主持ち株率合計に占める比重が大幅に低下した。これは伝統的な安定株主による持分だけで、経営陣の支配基盤を支えるのが不十分ということを意味する。

### 2、20大株主に占める各持ち株主体の地位の変化

#### (1) 大手事業会社の20大株主に占める事業会社株主の地位の変化

表-14、表-15が示すように、事業会社は20大株主持ち株率合計に占める割合と20大株主に占める株主数が各時期でほぼ変わらなかった。大手事業会社の20大株主を全体的に見れば、事業会社の占める比重は大きく変化しなかったといえよう。

だが、個別的に見れば、大手事業会社の20大株主に占める事業会社の変化は両極分化していることがわかる。例えば、三菱食品では、2011年3月期の20大株主の中で、三菱商事を始め事業会社15社がみられる。メディopalホールディングスでは、武田薬品工業をはじめ事業会社8社がみられる。アルフレッサホールディングスでは、第一三共を始め事業会社7社がみられる。業種別から見れば、例えば、農林水産業に属する日本水産、極洋などの各社では、20大株主に占める事業会社が各時期でほぼ変化しなかった。他方、電子機器業に属する日立製作製作所、パナソニック、ソニーなど多くの会社では、2011年3月期の20大株主の中で、事業会社が1社も見られなかった<sup>47)</sup>。

つまり、「市場の圧力が有効に働いて持合い解消を進展させる企業群と、企業間関係を重視して持合いの維持を継続する企業群とが併存している」<sup>48)</sup> といったことは明らかになっている。

#### (2) 大手事業会社の20大株主に占める銀行株主の地位の変化

表-14、表-15を見れば、90年代後半から、銀行全体は事業会社に対する持ち株率を大幅に減少したことがわかる。銀行は大手事業会社の20大株主に占める地位が90年代後半まで、大きく変化しなかったが、2000年代に入ってから、低下しつつある。

2000年代に入って、大手事業会社の20大株主に占める銀行株主の地位が大幅に低下したのは銀行の再編、BIS規制、株式保有リスクの増加など複雑な背景のもとで起きたことであるが、それは銀行と事業会社の持ち株関係が解消されたことを意味するわけではない。

表-16は銀行と生損保の各々で持ち株率トップを占める特定の銀行・生保の変化しなかった企業がどのくらいあるかを示したものである。表-16によれば、前の時期に比べ、持株率1位を占める銀行株主が変わらなかったケースはほとんどである。実は、持株率1位の銀行だけでなく、20大株主に占める他の銀行についても、同じような傾向が見られる。

すなわち、銀行は事業会社の株式を放出する際に、自らの持ち株率順における位置を変えないようにしている傾向がみられる。70年代から、銀行と事業会社の間に、融資取引と株式保有の両面から、強固な関係が形成されており、銀行の株主順位が融資関係に基づいて決定されるということは既に多くの研究者によって指摘されてきた。2000年代に入って、銀行は全体的に事業会社に対する持株率を大幅に減少したにもかかわらず、こうした関係は維持されていると言える。

#### (3) 大手事業会社の20大株主に占める生損保株主の地位の変化。

表-14、表-15に示されたように、生損保は銀行と同様に、2000年代に入ってから、事業会社に対する持ち株率を大幅に減少した。だが、生損保の持株率が減少する幅は銀行より小さい。それは生損保がBIS規制の影響を受けなかったためであると考えられる。また、2000年代に入って、大手事業会社の20大株主に占める生損保の地位の低下も銀行と同様に、保険会社の再編や株式保有リスクの増加などの影響を受けたからである。

にもかかわらず、持株率1位の生損保をはじめとする生損保会社全体は大手事業会社の20大株主に占める順位がほとんど変わらなかった。こうした株主順位は生損保と投資先企業の親密度合いを反映しているものと考えられる。生損保業界の再編や生損保による事業会社株式の放出はこうした基本的な関係を変えていなかったと推測できよう。

#### (4) 大手事業会社の20大株主に占める信託銀行株主の地位の変化

表-14、表-15に示されたように、大手事業会社の20大株主に占める信託銀行株主の地位は大きく変化しなかった。だが、2000年前後、信託銀行それ自体は2つの大きな変化を遂げた。第1は、信託銀行の「銀行勘定」と「信託勘定」の分離ということである。2003年頃から、大手事業会社の20大株主の中で、大手信託銀行各社の「銀行勘定」の姿はまだ見られるが、「信託勘定」の姿はほとんど見られなくなってきた。

第2は、資産管理業務に特化した信託銀行である日本トラスティ・サービス信託銀行（信託口）、日本マスタートラスト信託銀行（信託口）、資産管理サービス信託銀行（信託口）3行が初めて大株主として登場したことである。これまで信託銀行の「信託勘定」に所有される株式はこの3行の信託口に移転されたと思われる。

#### (5) 大手事業会社の20大株主に占める自社所有、持株会の地位の変化

2000年代入ってから、大手事業会社の20大株主の中で、自社所有、持株会の占める比重は増加したことが確認された。

自社所有、持株会は様々な役割を演じているが、安定株主としての役割がその1つであることは否定できない。既に検討したように、2000年代に入ってから、株式持合いの「弛緩」「解消」の傾向がみられ、特に銀行・金融機関と事業会社の株式持合いの解消は顕著となってきた。伝統的な安定株主による持分だけで、大手事業会社の経営陣の支配基盤を支えるのは不十分だということが明らかになっている。大手事業会社にとって、伝統的な安定株主の役割を補完するために、自社所有、従業員持株会、取引先持株会、自社投資会など各種の持株会を推進することは重要な選択肢になるだろう。

#### (6) 大手事業会社の20大株主に占める外国株主の地位の変化

表-14、表-15によれば、外国株主は2000年代に入ってから、大手事業会社の20大株主の中に占める比重が一気に増加してきた。大量に増加してきたのは外国系の投資ファンドであり、持ち株率はほとんど5%以下に止まっている。だが、全体的に、外国株主は大手事業会社の株価形成や企業の経営活動に大きな影響を与えられるようになってきたことは否定できない。

以上の検討を通じて、次のような結論を得た。つまり、伝統的な安定株主は20大株主に占める比重が大幅に減少したが、銀行、生損保は安定株主の中核に位置していると思われる。ただ、伝統的な安定株主による持分だけで、経営陣の支配基盤を支えるのは不十分であり、そこに、内外の機関投資家の評価の問題が浮上することになる。すなわち、内外の

機関投資家が安定株主として捉えられるのかどうかということは大手事業会社の安定株主構造が崩れたか否かという問題の焦点となっている。

以下の3、4、5節では、内外の機関投資家を安定株主として捉えることができるのかどうかという問題を中心に検討する。

### 第3節 機関投資家の性格

本節では内外の機関投資家と大手事業会社の経営陣との関係を検討し、機関投資家の性格を明らかにする。

機関投資家と企業の経営陣の関係を検討する際に、次の3つの問題を避けて通れないと思われる。第1に、機関投資家の投資目的は、純粋資産運用であるとして、それは安定株主としての役割と矛盾しているのかどうかという問題である。第2に、機関投資家の投資目的は、投資先企業との取引関係の維持・強化にもあるかどうかという問題である。第3に、機関投資家による企業への影響力をどのように評価すべきなのかという問題である。以下、この3つの問題を巡って、機関投資家と企業の経営陣との関係を検討し、機関投資家の性格を明らかにする。

第1は、機関投資家の投資目的が純粋資産運用であるとして、それは安定株主として役割を果たすことと矛盾しているのかどうかという問題である。

安定株主としての法人株主の投資目的は投資先企業との長期的な取引関係の強化・維持であり、機関投資家の投資目的は純粋資産運用であると言われている。機関投資家の投資目的が法人株主と違うため、安定株主として捉えられないという見解は一般的である。

ところが、機関投資家の投資目的は純粋資産運用であるとしても、実際には機関投資家は安定株主としての役割を果たしていると考えられる。それは安定株主の諸特徴が機関投資家についても見られるためである。

安定株主としての法人株主には3つの特徴があるとされている。第1は長期かつ安定的に株式を保有することである。第2は現在の経営陣を支持することである。第3は攪乱的介入者や敵対買収者に株式売却しないことである。以下、機関投資家についてもこの3つの特徴がみられるかどうかを検討してみよう。

安定株主の特徴の1つ目は長期かつ安定的に株式を保有することである。数多くの機関投資家は株式の保有期限が様々であるが、大手機関投資家の中には、株式を中長期に保有するものが少なくないと言われている。当然、機関投資家側の「長期」と企業側の「長期」は必ずしも一致しているわけでもない。ファンドンであれば、運用期間の終了に伴い、保有している株式を売却せざるを得ないこともある。

たが、大手事業会社の20大株主の構成の変化を検討すれば、次のようなケースが広くみられる。つまり、個別の機関投資家は保有している株式を売却し、20大株主から姿を消したが、新たに20大株主として登場するのも機関投資家である。すなわち、大手事業会社の20大株主に限定してみれば、個別の機関投資家の売買行動で、それ自体の大株主としての

位置は変動するにもかかわらず、大手事業会社の 20 大株主の構成は全体的に大きく変化しない。

安定株主の 2 つ目の特徴は現在の経営陣を支持することである。伝統的な安定株主はいわゆる「物言わぬ株主」であるのに対して、機関投資家は「物言う株主」だと言われている。

ところが、大手機関投資家は株式を中長期間保有してインカムゲインを得ようとするところは周知である。これらの機関投資家が議決権を行使する目的は経営陣の支配権を奪取することではないし、無理な配当要求などの攪乱的な介入でもなく、長期的な企業価値の向上を目指してインカムゲインを得ようとするところだと言われている。

企業価値に関する解釈はさまざまであるが、最終的に企業の存続（具体的に業績の安定・向上、株価の安定・向上という二つの面を含む）に帰結することになる。企業の存続という点では、経営者と機関投資家との間に大きな矛盾はないと思われる。

当然、企業価値に対する理解という点で機関投資家と経営者は全く一致しているわけでもない。たとえば、機関投資家は一般的に ROE/ROA など経営上の指標を重視しているが、経営者は、ROE/ROA<sup>49)</sup> を重要な指標として認識していても、必ずしも最重要視しているわけではない。だが、これらは根本的な矛盾ではなく、機関投資家との対話を通じて解決できる矛盾だと考えられる。実際にも、近年、IR 活動<sup>50)</sup> は盛んになったようである。

安定株主の 3 つ目の特徴は攪乱的介入者や敵対買収者に株式売却しないことである。

企業側が敵対的 TOB（株式公開買付け）にかけられる場合に、買収プレミアムが十分となれば、機関投資家はそれが企業価値の創出面で問題含みであっても応じるわけである。ところが、現実には、大手機関投資家は敵対的 TOB に応じることが多くないと思われる。

第 2 は、機関投資家の投資目的が投資先企業との取引関係の維持・強化にもあるかどうかという問題である。

大手事業会社の 20 大株主に占める機関投資家はほとんどカストディアンである。カストディアンの場合、株式の議決権や投資判断はほとんど運用機関による行われるが（公的年金など大手機関投資家は独自で議決権を行使することもある）、運用機関は実務上で保管機関である信託銀行側に白紙委任状を提出することも多いようである。

今日、日本においても欧米においても、大手銀行・金融グループはいずれも銀行業務を中心に、信託業務、証券業務、資産運用・管理業務、その他金融関連業務を行う総合的な金融機関となっており、それぞれの分野に特化した子会社はまた各自の分野で重要な位置を占めている。現実には、資産の運用機関と管理機関は同一の銀行・金融グループの傘下に位置する子会社であるケースが多く見られる。たとえば、三菱東京 UFJ フィナンシャルグループでは、三菱 UFJ 投信やエム・ユー投資顧問などの子会社が運用している資産の管理業務をほとんど三菱 UFJ 信託、日本マスタートラスト信託などの子会社に委託している。

資産の運用機関や保管機関は委託者責任で議決権行使や投資判断を行うと言われているが、運用機関や保管機関は議決権行使、投資判断を行う際に、親会社である内外の大手銀行・金融グループとの利害が一致しないこともありうると思われる。

つまり、運用機関や保管機関は議決権行使、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受けることが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、投資判断を行うことも十分に考えられる。

第3は、機関投資家による企業への影響力をどのように評価すべきかという問題である。

以上で検討したように、機関投資家の投資目的が純粋資産運用であるとしても、安定株主として役割を果たす可能性は十分に考えられる。だが、これは大手事業会社が内外の機関投資家による支配のもとに置かれるようになったことを意味するわけではない。

大企業会社の20大株主構成を見てわかるように、大手企業会社の発行した株式の大部分は大量の機関投資家に分散的に保有され、個々の機関投資家の保有率はせいぜい数%であり、5%を超えているケースはほとんどない。しかも、機関投資家間の利害は常に一致しているわけではないため、複数の機関投資家が協調して議決権を行使することも必ずしも多くないわけである。

すなわち、機関投資家全体は株価や企業行動への影響力が無視できないが、個別の機関投資家は所有している株式だけで、事業会社を支配することができるわけでもない。機関投資家は安定株主として捉えられるとしても、せいぜい数%の株式を持っている個々の機関投資家は企業の経営陣の支配基盤を支えられるわけではなく、大量の機関投資家は共同で安定株主としての役割を果たしていると思われる。

また、ヘッジファンド等を対象に、外国投資ファンドが投資先に与えた影響について個別的に検討した「外国投資ファンド等に関する調査・分析」でも同じような結論が得られている。

「外国投資ファンド等に関する調査・分析」によれば、「業績や財務指標への影響として、経営者支援に類型した投資ファンドに投資された企業において業績や財務指標を向上させるケースがあると予想したが、はっきりした影響は確認できなかった。プライベート・エクイティ・ファンドが上場企業を非上場化して抜本的な事業再編を行うような場合と異なり、ヘッジファンド等が投資先企業の経営陣に対して行う提案では、顕著な形で業績面での効果が現れない可能性がある」<sup>51)</sup>。

#### 第4節 国内の機関投資家の実体と性格

本節の目的は20大株主に占める国内機関投資家の実体と性格を具体的に検討することである。20大株主に占める国内機関投資家はほとんど生損保と信託銀行である。以下、それぞれの実体と性格について検討する。

##### 1、生損保の実体と性格について

大手事業会社の 20 大株主の中で、大手生損保は現在でも大きな存在である。特に日本生命、第一生命、明治安田生命、東京海上日動火災保険は多くの事業会社の 20 大株主に位置している。

かつての保険会社、特に大手生命保険、損害保険会社が大手銀行と同様に安定株主の中核として役割を果たしていることはすでに多くの研究者によって指摘されている<sup>52)</sup>。川北英隆氏が指摘したように、これまで保険会社は機関投資家であるが、機関投資家としての役割を果たしておらず、「モノ言わぬ機関投資家」と見られていた<sup>53)</sup>。

ところが、近年、大手生損保会社は独自のガイドラインを設定し、議決権などを積極的に行使するようになってきた。「モノ言わぬ機関投資家」から「責任ある機関投資家」へと転換したと言われている。表-17 は生保各社が議決権行使の基本的な考え方を自社ウェブサイト上で公開した内容をまとめるものである。表-17 を見て、各社は独自に基準を定めて賛否を判断していることがわかる。

保険各社はガイドラインを設定する際に、機関投資家としての受託責任、社会的責任を果たし、議決権行使や「目的を持つ対話」を通じて、企業の持続的な成長を促すといった考えを基本的な原則にしている。例えば、東京海上日動火災保険の議決権行使に係る基本的な考え方は次のとおりである。

「当社は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な目的を持った対話等を通じて、当該企業の企業価値の向上や毀損防止に努め、持続的成長を促すことが、保険契約者・被保険者等の中長期的な利益に繋がると考えております。具体的には、損害保険事業を営む当社においては、投資先企業が企業価値を向上させ持続的に成長することが当社の資産価値を高め、保険金等をお支払いする能力を中長期的に引き上げることに結びつくものと考えております」<sup>54)</sup>。

にもかかわらず、事業会社が保険商品を購入する主要な顧客である関係が変わらないかぎり、保険会社を事業会社側の経営陣にとっての安定株主と考えて、大過ないと思われる。理由として、次の 2 点を挙げられる。

第 1 に、保険会社の議決権行使の目的は投資先企業の持続的な成長である。これはこれまで法人安定株主の目的と一致している。

第 2 に、既に第 2 節で検討したように、大手事業会社の 20 大株主に占める保険会社の持株率も株主数も大幅に減少したにもかかわらず、個々の保険会社のこれまで形成された株主順における位置が変わらなかった。つまり、保険各社の株主順における位置は投資先企業との親密度合いに基づいて決定されるという関係は維持されている。

## 2、信託銀行の実体と性格について

2000 年代に入って、大手事業会社の 20 大株主に位置している信託銀行の中で、日本トラスティ・サービス信託銀行（信託口）、日本マスタートラスト信託銀行（信託口）、資産管理サービス信託銀行（信託口）3 行が圧倒的な多数を占めるようになってきた。

日本トラスティ・サービス信託銀行は2000年10月、住友信託銀行と大和銀行が50%ずつ出資して設立された。2002年に三井トラストホールディングスが出資して、3社が3分の1ずつの出資となった。2011年3月の時点で、三井住友トラストホールディングスの持株率は66.66%、りそなホールディングスの持株率は33.33%となっている。

日本マスタートラスト信託銀行は2002年に、三菱信託銀行29%、UFJ信託銀行29%、日本生命29%、明治生命10%、ドイツ銀行3%の出資で設立された。2011年3月の時点で、三菱UFJ信託銀行の持株率は46.5%、日本生命の持株率は33.5%、明治生命の持株率は10%、農中信託銀行の持株率は10%となっている。

資産管理サービス信託銀行は2001年に、みずほ信託銀行（みずほFG）54%、第一生命23%、朝日生命10%、安田生命9%、富国生命4%の出資で設立された。

上記の3行とも複数の銀行・金融機関の出資によって設立されたが、この3行の設立された経緯からみれば、日本トラスティ・サービス信託銀行は三井住友ホールディングスの子会社と考えられる。三井住友ホールディングスは三井住友フィナンシャルグループの子会社ではないが、三井住友フィナンシャルグループと深い関係を持っていることが否定できない。同様に、日本マスタートラスト信託銀行は三菱東京UFJフィナンシャルグループの子会社と考えられる。資産管理サービス信託銀行はみずほフィナンシャルグループの子会社と考えられる。

さらに、上記の3行が設立された背景を検討した藤田宏氏によれば、この3行の設立は銀行の収益源の多角化戦略に関わるし、内外の機関投資家や金融機関の資産管理にとって必要ともされている<sup>55)</sup>。

以上で検討したように、複数の大手銀行・金融機関は競争条件の変化に応じて、各自の信託部門を集中し、この3行を設立した。3行とも独立している会社のように見えるが、実際には大手銀行・金融機関の資産管理に特化した部門にすぎないと思われる。この3行は大手銀行、証券会社、保険会社、投資ファンドなどとともに、複雑な金融システムを構成している。こうした「階層的な金融ネットワーク」において、膨大な資金を有し、銀行業務、信託業務、証券業務などあらゆる金融業務を行う総合的な金融機関である大手銀行（3メガバンク）は中枢の位置を占めていることが無視できない。

## 第5節 外国株主の実体と性格

本節の目的は外国株主の実体を明らかにした上で、外国株主の性格を検討することである。外国株主とはいえ、実は様々なタイプがある。表-18が示したように、大手事業会社の20大株主の中で見られたのは外国系事業会社、外国系証券会社、ADR(米国預託証券)、外国系投資ファンドという4つのタイプである。以下、それぞれのタイプに該当する株主の実体と性格を具体的に検討する。

### 1、外国系の事業会社

外国系事業会社はほとんど輸送用の機器、石油・石炭という2つの部門に集中しており、いずれも親会社か戦略的提携会社である。たとえば、日産とルノー、スズキとフォルクスワーゲン、マツダとフォード・モーター、コスモ石油とインフィニティ・アライアンス、東燃ゼネラル石油とエクソンモービル、昭和シェル石油とシェル・ペトロリウムなどである。いずれも歴史的な背景があり、90年代以後も大きな変化が見られなかった。

## 2、外国系の証券会社

大手事業会社の20大株主の中で見られたのはJPモルガン証券、パークレイズ・キャピタル証券、ドイツ証券、三菱UFJモルガン・サンタレー証券、メリルリンチ日本証券の5社である。従来、証券会社の株式保有動機は様々であるため、安定株主としては捉えられなかった。だが、注意すべきなのはこの5社がいずれも外国系の大手銀行・金融機関の在日子会社ということである。同時に、この5社の親会社であるJPモルガン・チェース・バンク、パークレイズ、ドイツ銀行、モルガン・スタンレー、バンク・オブ・アメリカも日本の大手事業会社の株主の中に重要な位置を占めている。これらの証券会社は議決権行使や投資判断を行う際にも、それぞれの親会社である外国系の大手銀行・金融グループからの影響を受ける可能性が無視できない。

さらに、これらの証券会社それ自体も証券業務分野で大手事業会社と様々な関係を持っていることが無視できない。実際には、外国系の証券会社が大手事業会社の主幹事証券を務める例も枚挙できない。

## 3、ADR(米国預託証券)

大手事業会社の20大株主の中で見られた米国預託証券に該当する株主はBONYメロンフォードボジタリーレシートホルダーズ、モックスレイ・アンド・カンパニー、ナッツ・タムコである。それぞれは米国預託証券の受託機関であるザバンクオブニューヨークメロン、JPモルガン・チェース、シティバンクの株式名義人である。

ADRの発行会社との権利関係では、ADR保有者が実質的に原株式の保有者として取り扱われ、当該ADR保有者による原株式に関する諸権利の実行（配当受領、議決権行使、会社からの諸通知の受領等）は預託機関を通じて直接ADR保有者により行われることとなる。ただ、ADR所有者の指示がなければ預託機関は発行会社へ議決権の白紙委任を行うという権利関係になっている。すなわち、ADRは発行会社の経営陣にとって都合がいい株主と考えてよい。

## 4、外国系投資ファンド

外国系投資ファンドはさらに3つのタイプを含んでいる。それぞれは独立系投資ファンド、政府系投資ファンド、銀行系投資ファンドである。以下、各タイプの投資ファンドを個別的に検討する。

### (1) 独立系投資ファンド

小論では、株主の名称や住所から、政府系投資ファンドないし銀行系投資ファンドと推測できないものをすべて独立系投資ファンドと定義する。具体的にPEファンド、アクティビスト、ヘッジファンド、投資信託など様々な投資ファンドが含まれている。これらの投資ファンドの真の所有者や運用戦略、投資目的などは様々であり、その実態は不明である。たが、独立系の投資ファンドの中に、経営者支援ファンドとされているものもいくつか見られた。たとえば、友好的アクティビストとして知られるタイヨウ・パシフィック・パートナーズである。

## (2) 政府系投資ファンド

### ① サウジアラビア通貨庁 (15) <sup>56)</sup>

小論では、株主の住所がサウジアラビアと記載された株主をサウジアラビア通貨庁の運営するファンドと推測する。大手事業会社の20大株主の中で、サウジアラビア通貨庁の運営するファンドと見られた株主はサジャップ、ジュニパー、タムツ、ニッポンベスト、ハイアットである<sup>57)</sup>。

### ② シンガポール政府投資公社 (10)

小論では、株主名義に「シンガポール政府」という言葉がついている株主をシンガポール政府投資公社の運営するファンドと推測する。大手事業会社の20大株主の中で見られたこういった株主はNTリ・シンガポール政府インベストメント、シンガポール政府インベストメントの2つである。

### ③ 中国政府系 (108)

SSBT・OD05・オムニバスアカウントトリーティ、OD05・オムニバスチャイナトリーティ 808150、オーエム04・エスエスビー・クライアントオムニバスという3つの株主は実は同一の株主だとされている。

株主名義の中に「チャイナ」という言葉が入っているため、中国政府系の投資ファンドと推測する見解は多かったようである<sup>58)</sup>。

ところが、上記の3つの株主の住所はステート・ストリート・バンクのオーストラリア支店の住所と一致していることから、「SSBT・OD05」はステート・ストリート・バンクの略称と推測する見解もあるようである。こうした見解に立つと、この3つの株主はステート・ストリート・バンクの保管や運営しているファンドと考えられる。

さらに、ソニーの2011年度「有価証券報告書」は「主として欧米の機関投資家の所有する株式の保管業務を行うとともに、当該機関投資家の株式名義人となっています」と記載している。

以上の検討はいずれも推測に過ぎず、真の出資者、投資目的、運用戦略などの実態が見られない。実際には、これらの投資ファンドは「謎の投資家」と言われている。だが、これらの投資ファンドが政府系投資ファンドだとすれば、投資戦略や投資目的は一体何なのか。

政府系投資ファンドを研究している中村みゆき氏によれば、「政府系ファンドの投資動向は、短期売買せずに長期的視点から投資を行うこと、投資手法は基本的に伝統的ポートフォリオ投資型であるが、近年、ヘッジファンドと同様の投資戦略を持つ長期絶対リターン追求型や未公開株式や不動産に投資を行うプライベート・エクイティ型も登場してきている」<sup>59)</sup>。

さらに、政府系投資ファンドの投資戦略について、氏はシンガポール・テマセク持株会社の事例を中心に政府系ファンドにおける投資戦略を検討し、次のように指摘した。

「実際にテマセク社による2006年タイの衛星通信企業シン・コーポレーションのM&A問題は当時のタクシン政権の崩壊に発展し、買収企業の株価暴落により大きなキャピタルゲイン損を生んだ。また2007年インドネシアの通信会社Telkomsel社とIndosat社38の株式取得はいずれも独占禁止法に抵触するとして、事業競争監視委員会（KPPU）に訴えられる問題に発展した。いずれもテマセク社は過半数所有を有するものでなく、かつ企業支配を目的としない株式取得であるとの主張をした。またサブプライム時のメリルリンチ、バークレイズなど欧米諸国の金融機関に対する出資も政治的意図に基づいた投資であるかという点が国際的議論として浮上した」<sup>60)</sup>。

### (3) 外国銀行系投資ファンド (463)

小論では、株主名義の冒頭が外国銀行・金融機関の名称（あるいは略称）を含んでいる株主を外国銀行・金融機関が運営や管理している投資ファンドと推測する。以下、こうした株主を外国銀行系投資ファンドと称する。

表-18が示すように、大手事業会社の2013年3月期の20大株主に位置している外国株主の大部分は外国銀行系投資ファンドである。90年代後期以後、大幅に増加してきた外国株主は主として外国銀行系投資ファンドであるとも言える。

表-19は外国銀行系投資ファンドに該当する株主をまとめて一覧表にしたものである。表-19に示されたように、20大株主の中で見られた外国銀行系投資ファンドは463社（述べ株主数）である。これらの株主も真の資金の所有者や株式保有動機が見られなく、名称から外国系の銀行・金融機関が運営や管理している投資ファンドと推測することしかできない。

ところが、こうした数多くの外国銀行系投資ファンドの親会社（投資ファンドを運営や管理している会社）である欧米の大手銀行・金融機関はせいぜい16行である。しかも、米国系の大手銀行・金融機関傘下の投資ファンドは圧倒的な多数を占めている。

上記の親会社である欧米の大手銀行・金融機関16行はいずれも世界中で有数な大手銀行・金融機関だけでなく、その傘下に位置している投資銀行業務や保管業務などの部門（あるいは子会社）もそれぞれの分野では重要な位置を占めている。しかも、これらの銀行・金融機関はいずれも日本に進出して、子会社を設立している。

さらに、前述の ADR の受託機関にせよ、20 大株主に位置している外国系証券会社の親会社にせよ、いずれも上記の 16 行の中で見られる。すなわち、この 16 行はファンドの運営・管理を通じて、日本の大手事業会社の大株主として登場してきたと同時に、証券業務、国内外の融資などの金融業務上でも、日本の大手事業会社と様々な関係を持っていると考えられる。

欧米の大手銀行・金融機関と日本の大手事業会社の取引関係に関する事例は枚挙できないが、一例として、次の新聞記事を見てみよう。

「外国銀行の在日支店が融資を積極化している。企業向け貸出残高は四月末、前年同月比四二%増と二〇〇〇年四月に現行方式で統計を始めてから最高の伸びを記録した。外銀がノウハウを持つ M&A（企業の合併・買収）向け融資を増やしているためとみられる。

日銀の統計によると、外国銀行の企業向け貸出残高は昨年十二月にプラスに転じて以降、増加基調が定着。四月末は四二%増の四兆四千百七十九億円となった。国内では大型 M&A が相次ぎ、銀行が多額の資金を融資する例が増えている。

ソフトバンクによる英ボーダフォン日本法人買収では、協調融資した七金融機関のうち五機関を外国系が占めた。ドイツ銀行などが約千億—二千億円融資したようだ。

外銀のみで融資するケースも出てきた。西友はシティバンク、香港上海銀行、スタンダード・チャータード銀行の三行との間で五百億円の融資枠（コミットメントライン）を結んだ。三行は西友の親会社のウォルマート・ストアーズの取引銀行。事業会社の世界的な再編で、国内企業と外銀との取引が増えている」<sup>61)</sup>。

すなわち、欧米の大手銀行・金融機関の世界戦略の一環として、日本の大手銀行・金融機関、大手事業会社との協力・協調関係を維持・強化するのは不可欠と思われる。欧米の大手銀行・金融機関は株式保有先の企業との取引関係上の配慮で、投資判断や議決権を行う可能性もあると考えられる。

しかも、日本の大手事業会社は世界中の資本との競争に勝ち残り、世界市場を舞台とするとして成長しようとするれば、世界市場に支配的な地位を占める欧米の大手銀行・金融機関との提携も不可欠の条件となる。世界進出を課題とする日本の大手事業会社側からすれば、欧米の大手銀行・金融機関との提携を確保する方法として、自社株式を欧米の大手銀行・金融機関に提供することが有力な選択肢になると考えられる。

以上の分析を通じて、明らかになった筆者の見解は次の通りである。

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、生損保は安定株主の中核に位置していると言えよう。また、伝統的な安定株主による持分だけで、経営陣の支配基盤を支えるのは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受けることが無視できないということがわかる。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考えることが重要であると思われる。

安定株主構造が階層的な構造であることを早い時期に指摘した松井和夫氏の見解に立つと、銀行、生損保などの伝統的な安定株主は大手事業会社の安定株主の中枢に位置していることが変わらなかったが、内外の機関投資家は「補強装置」としての役割を果たしていることも無視できないと言えよう。

## 第5章 3メガバンクの株式所有構造の変化

前章で、大手事業会社の株式所有構造について検討したが、銀行・金融機関の株主構成の分析を除外して日本大企業の株主構造の分析として完結しないことは言うまでもない。本章では、日本の銀行・金融機関の株式所有構造の変化と実態を把握した上で、株式所有構造の変化に伴い、支配構造または安定株主構造がどのように変化したかということを実証的に解明しようとする。

### 第1節 3メガバンクの形成

90年代後半以後、日本の銀行・金融機関の経営環境は深刻な変化を遂げた。その変化に対応した結果、銀行・金融機関はかつてない規模で再編された。一連の吸収合併の結果、都市銀行を始めとする大手銀行20行が現在の6行に集約され、その頂点に立つのは2002年に成立された三井住友フィナンシャル・グループ、2003年に成立されたみずほフィナンシャル・グループ、2005年成立された三菱UFJフィナンシャル・グループである<sup>62)</sup>。以上の3つの巨大銀行グループの成立に伴い、日本国内金融市場で3メガバンク体制が出来上がった。

以上で述べたように、3メガバンクは複雑な歴史的背景の下で繰り返された吸収合併によって形成されたものである。故に、3メガバンクの株式所有構造を分析する前に、3メガバンクの形成された歴史的背景と過程を知っておかなければならない。

#### (1) 3メガバンクの形成された歴史的背景

3メガバンクの形成は複雑な歴史的背景の下で起こった現象であるが、概括的に言うと、最も本質的な変化は以下の2点がある。

第1に、収益構造の変化。高度成長期が終わった後に、事業会社は銀行に対する資金需要が落ち着いたと同時に、巨大事業会社の資金調達方法も多様化し、「無借金経営」現象が顕著となった。そのため、銀行の事業会社への貸出は大幅に減少した。1970年、都市銀行の資産の9割近くは貸出で、企業向けの貸出が資産の8割以上あったに対し、2010年、貸出は都市銀行資産の44.5%、全国銀行資産の52.6%にまで低下した。加えて、金利自由化の影響で、金融機関の預金と貸出の利鞘が大幅に縮小した。都市銀行では、預貸金利鞘は70年代の3%台から、2010の1%ほどにまで低下した。銀行の利鞘を中心とする収益構造の収益率は低下し続けている。

さらに、90年代に入ると、不良債権の処理に伴い、銀行・金融機関の構造的な問題が表面化し、利鞘を中心とする収益構造を転換しなければならないところにまで来た。故に、バブル崩壊後、銀行は新たな収益基盤を真剣に探していた。その1つは信託業、証券業など金融の他の分野への参入であり、いわゆる金融業務の自由化である。もう一つは多様化する個人・企業に多様な金融商品・サービスを提供することであり、いわゆる金融商品・サービスの多様化である。

このような多様化、専門化する金融商品・サービスを安価で提供できるため、銀行・金融機関は銀行、信託、証券などの各業務分野を集約、統廃合し、さらに連携強化し、グループをして、シナジー効果を追及しようとしている。それで、グループとして一体運営をすれば、グループ各社がそれぞれの強み・特色を活かしながら、グループとしての総合力を発揮することができると思われるため、吸収合併によって、銀行を中心とする金融各分野を通じたグループ企業を結成するのは当然の選択肢となった。

第2に、銀行・金融機関の競争条件の変化。90年代後期以後、対外資本取引の自由化と外国金融機関の国内市場への参入の許可という金融国際化の2つの主要内容は完全に実現されたため、外国巨大銀行が次から次と日本国内に子会社を設立し、国内金融市場の各業務分野に参入してきた。それで、国内金融市場において、日本の銀行・金融機関は国内の銀行・金融機関と競争するだけでなく、外国の銀行・金融機関とも競争しなければならない。他方、グローバル化、多国籍化が主流となった現代経済社会の背景のもとで、日本国内の事業会社は次から次と積極的に海外進出の経営戦略を取り、多くの事業会社では、海外業務がますます重要な部分となってきた。特に、巨大事業会社では、すでに地球規模の最適資源配置を視野に入れるグローバル経営の段階に立ち至っていると言っても過言ではない。それに伴う、多国籍化した事業会社が銀行・金融機関にグローバルな金融サービスを要請するのは当然なことである。だが、日本の銀行・金融機関はグローバル的な視野を持たず国内市場に局限する経営戦略を取れば、多国籍した事業会社のニーズに応じきれなくなる。故に、日本の銀行・金融機関は吸収合併を含め、多様な措置を通じて、国際的な競争力のある、国内外で多様な金融サービスの提供できる多国籍総合的な金融機関になる以外に道がない。

## (2) 3メガバンク形成の経緯

### ① 三菱UFJFGの形成

2001年4月に、東京三菱銀行、三菱信託銀行および日本信託銀行が株式移転により持株会社である三菱東京フィナンシャル・グループを設立した。同年、三菱信託銀行、日本信託銀行および東京信託銀行が三菱信託銀行を存続会社として合併した。2002の9月に、連結子会社である東京三菱証券および東京三菱パーソナル証券は持分法適用関連会社である国際証券および一成証券と国際証券株式会社を存続会社として合併し、三菱証券に商号変更した。これで、東京三菱銀行、三菱信託銀行および三菱証券などの主要な3社を統括し、

銀行業務を中心に、信託業務、証券業務、資産運用・管理業務、その他金融関連業務を行う総合金融機関である三菱東京フィナンシャル・グループが出来上がった。

三菱東京フィナンシャル・グループの成立と同時の2001年4月に、三和銀行、東海銀行および東洋信託銀行が株式移転により共同完全親会社であるUFJホールディングスを設立した。2002年の1月、三和銀行と東海銀行が合併し、UFJ銀行に商号変更、東洋信託銀行が東海信託銀行を合併し、UFJ信託銀行に商号変更した。さらに、2004年4月に、UFJホールディングスがUFJつばさ証券を直接子会社した。これで、UFJ銀行、UFJ信託銀行、UFJつばさ証券3社を主要な子会社とし、銀行業・信託銀行業を中心にリース業務、証券業務、投資信託委託・投資顧問業務、クレジット・カード業務等あらゆる金融機関業務を行う総合金融機関であるUFJホールディングスが出来上がった。

さらに、2005年、三菱東京フィナンシャル・グループとUFJホールディングスは合併し、三菱UFJFGとなった。2004年8月に、三菱東京フィナンシャル・グループと株式会社UFJホールディングスとの経営統合、並びに両社傘下の銀行、証券会社の経営統合についても同時に基本合意を達成し、2005年の10月に、株式会社三菱東京フィナンシャル・グループとUFJホールディングスが合併し、金融持株会社三菱UFJFGを成立した。同時に、三菱信託銀行とUFJ信託銀行および三菱証券とUFJつばさ証券も、それぞれ合併し、三菱UFJ信託銀行、三菱UFJ証券に商号変更した。2006年1月、東京三菱銀行と株式会社UFJ銀行が合併し、三菱東京UFJ銀行に商号変更した。

これで、三菱東京UFJ銀行、三菱UFJ信託銀行、三菱UFJ証券を主要な子会社とし、子会社232社(内に連結子会社231社、持分法適用の非連結子会社1社)及び関連会社66社(内に持分法適用関連会社65社、持分法非適用関連会社1社)を持ち、銀行業務を中心に、信託銀行業務、証券業務、クレジットカード・貸金業務、リース業務、その他業務など、あらゆる金融業務を行う巨大かつ総合的な金融機関である三菱UFJFGが結成された。「Top 1000 World Banks 2012 (2012年版 世界の銀行トップ1000)」によると、三菱UFJFGは上位2位で、総資産額が213兆円超に達した<sup>63)</sup>。

## ② 三井住友FGの形成

2001年4月に、さくら銀行(三井銀行)と住友銀行が合併し、三井住友銀行を成立した。2002年の7月に、三井住友銀行は、持株会社を設立し、これを核としてグループ経営改革を行うことを決定した。同年9月に、三井住友銀行が株式移転により完全親会社である三井住友FGを設立し、三井住友銀行がその完全子会社となった。

その後、三井住友FGは2003年2月に、三井住友カード株式会社、三井住友銀リース株式会社及び株式会社日本総合研究所を完全子会社化し、3月に、三井住友銀行と株式会社わかしお銀行が、株式会社わかしお銀行を存続会社として合併し、商号を株式会社三井住友銀行に変更した。続いて、2006年9月に、SMBCフレンド証券株式会社を株式交換により完全子会社化し、2007年10月に、三井住友銀リース株式会社と住商リース株式会社

が合併し、三井住友ファイナンス&リース株式会社を成立し、2009年10月に、日興コーディアル証券株式会社を完全子会社化した。

これで、三井住友銀行を主要な子会社とし、連結子会社327社、持分法適用会社47社を持ち、銀行業務を中心に、証券業務、リース業務、クレジットカード業務、投融資業務、ベンチャーキャピタル業務などのあらゆる金融業務を行う巨大かつ総合的な金融機関である三井住友FGが結成された。「Top 1000 World Banks 2012 (2012年版 世界の銀行トップ1000)」によると、三井住友FGは上位16位で、総資産額が139兆円超に達した。

### ③ みずほFGの形成。

2000年9月、第一勧業銀行、富士銀行及び日本興業銀行が株式移転により、共同で完全親会社であるみずほホールディングスを設立した。同時に、証券分野で、同年10月に、第一勧業証券株式会社、富士証券株式会社及び興銀証券株式会社の合併により、みずほ証券株式会社が設立された。信託分野で、第一勧業信託銀行、富士信託銀行及び興銀信託銀行の合併により、みずほ信託銀行が設立された。

2003年、みずほホールディングスの出資によりみずほFGが設立され、株式交換によりみずほホールディングスがみずほFGの完全子会社となった。その後、銀行、信託銀行、証券分野の戦略子会社を直接の子会社又は関連会社とし、これらを含む主要グループ会社に対してみずほFGが直接的な経営管理を行う体制を整備するなどの「事業再構築」を実施した。このような一連の「事業再構築」の実施を経て、みずほFGはみずほ銀行及び株式会社みずほコーポレート銀行、みずほ信託銀行、みずほ証券などの中核4社を柱とする新たな体制を開始した。

これで、連結子会社152社及び持分法適用関連会社22社等を統括し、銀行業務を中心に、証券業務、信託業務、資産運用・管理業務などのあらゆる金融業務を行う巨大かつ総合的な金融機関であるみずほFGが結成された。Top 1000 World Banks 2012 (2012年版 世界の銀行トップ1000)」によると、みずほFGは上位11位で、総資産額が161兆円超に達した。

以上で検討したように、嘗ての主要な都市銀行、信託銀行、証券会社は一連の吸収合併を通じて、三井住友FG、みずほFG、三菱UFJFGといった3メガバンクに集約した。同時に、あらゆる金融業務を行う巨大かつ総合的な金融機関であり、世界有数の巨大な金融機関に変身することもできた。

## 第2節 3メガバンクの株式所有構造の変化

本節では、筆頭株主と10大株主あるいは20大株主と2つの側面から、1970年～2010年までの40年間の3メガバンクを中心とする日本の銀行・金融機関の株式所有構造の変化と実態を検討する。

### (1) 筆頭株主の変化

#### ① 頭株主持株率の変化。

表-20 は 1970 年～2010 年までの 40 年間で 7 つの時期に分けて、各行の筆頭株主持株率を一覧表にしたものである。表-20 を見てわかるように、2010 年まで、筆頭株主持株率は 5% 前後に留まっており、大きく変動してなかった。全体的に見れば、筆頭株主の持株率が非常に安定していると言ってもよい。とは言え、全然変動していないわけではなく、小範囲内で増減しており、変動の幅は 5% を超えることは基本的にない。

1970 年の時点で、銀行・金融機関の株式所有は既に非常に分散化している。筆頭株主持株率が 10% 以上のは東洋信託 1 行しかなく、15 行の内に 10 行の筆頭株主持株率は 5% 以下であった。2010 年まで、7 つの時期の中に、小範囲内で増減していたが、増加するまたは減少する傾向は見えなかった。例えば、1970～1990 年まで、三菱銀行、東京銀行、三菱信託 3 行の筆頭株主とも明治生命であるが、1970 と 1990 年と比べ、三菱銀行では、明治生命の持株率が 0.14% に減少した。東京銀行では、明治生命の持株率が 0.86% に増加した。三菱信託では、明治生命の持株率が 3.09% に減少した。

2000 年まで、筆頭株主は基本的に系列の生命保険会社であり、いわゆる安定株主であるから、持株率が安定しているのは当然なことだと思われる。ところが、2000 年以後、筆頭株主はいずれも投資信託や外国株主に変わったのに、2003 年、2008 年、2010 年 3 つの時期だけを見れば、持株率も大きく変動したことはなかった。三菱 U F J F G では、4.8% から 6% へと変化し（三菱 U F J F G の成立は 2005 年である）、三井住友 F G では、4.4% から 6.6%、6.3% から 6.2% へ変化し、みずほ F G では 10.92% から 6.14%、6.14% から 5.67% へ変化した。（2003 年に、みずほ F G の筆頭株主はみずほホールディングスであり、自社所有と考えられる。2 位の株主日本トラスティ・サービス信託銀行信託口であり、持株率が 5.38 である）

90 年代後半から、都市銀行の証券、信託業務の展開に伴い、同系列の信託銀行が都市銀行の傘下に入れられたから、信託銀行の筆頭株主の持株率が大幅に増加した。2000 年、日本信託では、筆頭株主三菱銀行の持株率が 82.26% に増え、東洋信託では、筆頭株主三和銀行の持株率が 12.04% に増え、安田信託では、筆頭株主富士銀行の持株率が 56.37% に増えた。その他に、吸収合併も何回もくり返していた。

ただ、吸収合併によって、筆頭株主持株率は大きく変動したことは見えなかった。例えば、1996 年、三菱銀行と東京銀行が合併し、東京三菱銀行になった。筆頭株主の持株率が 1990 年に三菱銀行の 5.66%、東京銀行の 5.76% から 2000 年に東京三菱銀行の 5.3% へと変化した。2001 年、東京三菱銀行、三菱信託銀行、日本信託銀行が合併し、三菱東京フィナンシャル・グループとなった。筆頭株主の持株率が 2000 年に東京三菱銀行の 5.3%、三菱信託銀行の 4.51%、日本信託銀行の 82.26% から 2003 年に三菱東京フィナンシャル・グループの 5.4% へと変化した。2005 年、三菱東京フィナンシャル・グループと U F J ホールディングスが合併し、三菱 U F J F G となった。筆頭株主の持株率が 2003 年に三菱東京フィ

ナンシャル・グループの5.4%、UFJホールディングスの4.5%から2008年に三菱UFJFGの4.8%へ変化した。

## ② 筆頭株主主体の変化。

表-21は7つの時期に各行の筆頭を示す一覧表である。表-21が示すように、各行の筆頭株主は2000年前後に大きく変化した。2000年まで、同系列の生命保険が筆頭株主はほとんどだが、2000年以後、3メガバンクの筆頭株主はいずれも日本国内投資信託銀行や外国株主になった。例えば、2000年まで、三菱銀行の筆頭株主は明治生命で、三井銀行の筆頭株主は三井生命で、住友銀行の筆頭株主は住友生命で、富士銀行の筆頭株主は安田生命であった。2003年、三菱東京フィナンシャル・グループと三井住友FGの筆頭株主は日本トラスト・サービス信託銀行信託口であり、UFJホールディングスの筆頭株主はディービー・ゼネラル・ノントリーティであり、みずほFGの筆頭株主はみずほホールディングスである。2008年に、みずほFG、みずほFGの筆頭株主は日本トラスト・サービス信託銀行信託口であり、三井住友FGの筆頭株主は日本マスタートラスト信託銀行信託口である。2010年に、三菱UFJFG、三井住友FG、みずほFG3行の筆頭株主はいずれも日本トラスト・サービス信託銀行信託口となった。

さらに、2000年まで、各行の筆頭株主が非常に安定していた。例えば、2000年までの4つの時期に、三菱銀行、東京銀行の筆頭株主が明治生命、三和銀行の筆頭株主が日本生命、住友銀行の筆頭株主が住友生命、第一勧業銀行の筆頭株主が朝日生命であった。

ところが、2000年以後、各行の筆頭株主はいずれも代わりました。2003年に、三菱東京フィナンシャル・グループでは、筆頭株主が日本トラスティ・サービス信託銀行信託口となった。UFJホールディングスでは筆頭株主がディービー・ゼネラル・ノントリーティとなった。三井住友FG、みずほFGでは、筆頭株主が日本トラスティ・サービス信託銀行信託口となった。

2003年以後、3メガバンクの筆頭株主は再び安定するようになった。日本トラスティ・サービス信託銀行信託口は2003年以後にほとんど各行の筆頭株主の位置を占めている。

前述のように、3メガバンクの成立まで、銀行間の吸収合併は何回もくり返したが、吸収合併によって、筆頭株主主体の変化は2000年前後全然違う。2000年まで、合併して成立した会社の筆頭株主は基本的に合併する会社の筆頭株主の中から出る。1990年、太陽神戸銀行と三井銀行が合併して、太陽神戸三井銀行（さくら銀行）になり、合併した後の筆頭株主は三井銀行の筆頭株主である三井生命である。1996年、三菱銀行と東京銀行が合併し、東京三菱銀行になった。合併前後の筆頭株主とも明治生命である。ところが、2000年以後、こういう傾向が見えなくなった。2001年、東京三菱銀行、三菱信託銀行、日本信託銀行が合併し、三菱東京フィナンシャル・グループとなった。筆頭株主が明治生命、東京三菱銀行ではなく、日本トラスティ・サービス信託銀行信託口である。三和銀行、東海銀行、東洋信託が合併し、UFJホールディングスになった。筆頭株主が日本生命、トヨタ自動車、

三和銀行ではなく、ディービー・ゼネラル・ノントリーティである。つまり、2000年ごろから、銀行・金融機関の合併と同時に、系列の生保や銀行が大量に十大株主から退出した。

## (2) 20大株主の変化

### ① 20大株主持株率合計の変化。

表-22、表-23が示すように、2011年まで、各行の十大株主持株率合計は20%—30%、20大株主持株率合計は30%—40%の範囲内で変動しており、分散するまたは集中する傾向が見えなかった。全体的に見れば、10大株主持株率合計も20大株主持株率合計も大体安定しておる。とは言え、20大株主内の各株主の持株率変動しなかったのではなく、場合によって各株主が持株を増減したりすることは普遍的な現象である。ただ、20大株主全員の持株率が低く、変動する幅が小さいから、(筆頭株主でも、持株率が5%程度でしかない。)持株率を増加したり減少したりしても、20大株主持株率合計には大きな影響がない。

そして、10大株主持株率合計を時系列に見てみよう(一部の銀行の20大株主が開示されていないから、10大株主持株率合計をみる)。1970—1990年までの3つの時点には、10大株主持株率合計の平均はそれぞれ26.3%、26.9%、24.8%であり、変動した幅が小さかったが、2000年の時点で、33.3%にまで大幅に増加した。それは日本信託銀行が東京三菱銀行に子会社され、東京三菱銀行の持株率が85.96%に激増し、安田信託銀行が富士銀行に子会社され、富士銀行の持株率が67.4%に激増したから。2003年に、一連の合併で、三菱東京フィナンシャル・グループ、UFJホールディングス、三井住友FG、みずほFG4行となり、十大株主持株率合計が24%となった。2000年の日本信託銀行、安田信託銀行の十大株主持株率の激増を排除すれば、合併する前後の10大株主持株率合計が大きく変化しなかったとは言える。そして、2008年、2010年の10大株主持株率合計が24.9%、21.8%となった。これまで見てきたように、日本信託銀行、安田信託銀行の子会社化されたことを排除すれば、各行の10大株主持株率合計がよく変動していたが、変動する幅は5%を超えたことは基本的になく、全体的にみれば、非常に安定しているとはいえる。ただ、単に2010年と1970年と比較すれば、三菱UFJFGは23.1%で、3%ほど減少した。三井住友FGは22.5%で、4%ほど減少した。みずほFG19.91%で、6%ほど減少した。

### ② 20大株主主体の変化

1970年に、各行が既に系列の金融機関(銀行、生損保)と事業会社を中心とする構造ができあがった。例えば、1970年に、三菱銀行では、20大株主の内に、生損保5社、信託銀行1社、銀行1社、事業会社13社がある。2000年ごろまで、個人や外国株主の姿が見えなく、こういう構造が安定的に維持されてきた。

2000~2003年の間に、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を始めとする日本国内投資信託銀行が大量に登場した。2003年に、三菱東京フィナンシャル・グループでは、系列の金融機関(銀行、生損保)と事業会社が11社、日本国内投資信託銀行が7社、外国株主2社となった。三井住友FGでは、系列の金融機関(銀行、生

損保)と事業会社が11社、証券会社1社、日本国内投資信託銀行が7社、外国株主2社となった。みずほFGでは、系列の金融機関(銀行、生損保)が6社、日本国内投資信託銀行が3社、自己所有1社となった。

2003年から、さらに、外国株主が大量に20大株主の中に入るようになった。2010年に、三菱UFJFGでは、系列の金融機関(銀行、生損保)と事業会社3社、日本国内投資信託銀行7社、外国株主10社となった。三井住友FGでは、系列の金融機関(銀行、生損保)2社、日本国内信託銀行4社、外国株主12社、自己所有2社となった。みずほFGでは、日本国内信託銀行6社、外国会社3社、系列生保1社となった。

すなわち、20大株主の中には、系列の金融機関(銀行、生損保)と事業会社を中心とする構造が2000年ごろから、日本国内の投資信託銀行と外国株主(両方ともほとんど信託資産である。)を中心とする構造に転換し始め、2008年ごろに、こういう転換の過程はほぼ完全した。とはいえ、2000年から2010年の間に、20大株主が2000年までのように基本的に変動しないわけではなく、大量に変動しているが、代わりに入ってきたのも日本国内の投資信託銀行と外国株主である。例えば、2008年と2010年と比べると、三菱UFJFGは20大株主の内に、10社が変わった。三井住友FGでは、20大株主の内に、14社が変わった。みずほFGでは、6社が変わった。

### (3) まとめ

筆頭株主、20大株主を中心に、3メガバンクの株式所有構造の変化を時系列にみてきたが、本章の主題との関連で指摘しておかなければならない諸点は以下のようなものである。

第1は、いずれの時期にも、筆頭株主持株率が5%程度に維持されること。これは三メガバンクが依然として、「株式所有が分散化しており、少数の株主が支配できない」という状態にあることを意味する。すなわち、巨大株式会社の規模がさらに大きくなったとは言え、経営者支配地位を安定化させるための「安定株主」依然として必要であるし、経営者が安定株主を創出しようとする動機も依然として存在している。しかも、規模がいくら大きくても、容易に敵対買収対象になってしまう今日では、安定株主を創出しようとする動機は前よりもっと強くなったわけである。

第2は、20大株主持株率合計がいずれの時期にも30%—40%程度に維持されていること。20大株主はいずれも安定株主ではなくても、安定株主構造の中核を構成していると考えられるから、これは20大株主の主体を考えず単に持株率合計を見れば、安定株主の中核としての20大株主の持株率合計が大きく変化していなかったことを意味する。すなわち、安定株主構造の中核部分の持株率が大きく変化していない。

第3は、2000年以後、系列の金融機関(銀行、生損保)と事業会社を中心とする20大株主構造が2000年ごろから、日本国内の投資信託銀行と外国株主(両方ともほとんど信託資産である。)を中心とする構造に転換したこと。すなわち、日本国内信託銀行と外国株主を安定株主として捉えれるとすれば、安定株主が崩壊していなく、依然として存在している

とはいえよう。逆に、日本国内信託銀行と外国株主を不安定株主として捉えたとすれば、3メガバンクにおける安定株主構造が崩壊し、「不安定株主構造」へと転換したとも言えよう。

### 第3節 3メガバンクの安定株主構造の再編

前節で、3メガバンクを中心とする日本の銀行・金融機関の株式所有構造の変化と事態を検証した。そこで明らかになったのは、2000年ごろから、20大株主が系列の金融機関（銀行、生損保）と事業会社を中心とする構造から日本国内の投資信託銀行と外国株主（両方ともほとんど信託資産である）を中心とする構造に転換し始め、2008年ごろに、こうした転換がほぼ完成したように見えるということであった。

本節では、3メガバンクの20大株主の大半を占める日本国内の投資信託銀行と外国株主をどのように理解すべきかかという問題を検討する。

前章で、信託資産としての株式所有の議決権や処分権は最終的に親会社である巨大銀行・金融グループに保有されているという結論をえた。こうした結論を前提に、2003年、2008年、2010年に3メガバンクの20大株主に位置している日本国内の投資信託銀行と外国株主の親会社の正体を分析する。その上で、3メガバンクの20大株主を系列所有、自己所有、国内銀行所有、外国銀行所有などいくつかのタイプに分類する。

#### （1）三菱UFJFG

##### ① 2003年の20大株主

日本生命、東京海上火災保険、第一生命、三菱電機、旭硝子、明治生命、新日本製鐵、キリンビール、日本郵船、三菱地所、トヨタ自動車、日本マスタートラスト信託銀行（三菱重工）、日本マスタートラスト信託銀行（明治生命）の13社を系列所有に分類する。

日本マスタートラスト信託銀行（信託口）、UFJ信託銀行信託A口の2社を自己所有に分類する。日本マスタートラスト信託銀行、UFJ信託銀行信託はいずれも信託資産である。2行とも三菱UFJFGの子会社であるため、議決権や処分権を行使する際に親会社である三菱UFJFGからの影響を受ける可能性がある。日本マスタートラスト信託銀行（信託口）、UFJ信託銀行信託A口による株式所有は三菱UFJFGの自己所有と同じような役割を演じると考えられよう。

日本トラスティ・サービス信託銀行信託口、三井アセット信託銀行年金2口、三井アセット信託銀行管理有託の3社の親会社とも三井住友トラストホールディングスであり、国内銀行所有に分類する。

ヒーローカンパニーはADR（米国預託証券）の受託機関であるBNYメロン・グループの株式預託名義人である。チェース（ロンドン）はJPモルガン・チェースの子会社が管理や運営している信託資産であると考えられる。

##### ② 2008年の20大株主

日本生命、明治生命、第一生命、トヨタ自動車、マスタートラスト信託銀行（三菱重工）、マスタートラスト信託銀行（明治生命）の6社を系列所有に分類する。

マスタートラスト信託銀行信託口、三菱UFJ信託銀行信託口、自社など5社を自己所有に分類する。日本トラスティ・サービス信託銀行信託口、日本トラスティ・サービス信託銀行信託口4、住友信託Bの3社とも三井住友トラストホールディングスの子会社である。国内銀行所有に分類する。

インベスターズ・バンク・ウェスト・トリーティ、ステート・ストリート・バンク&トラスト、ステート・ストリート・バンク&トラスト 505103、ステート・ストリート・バンク&トラスト (OM02) の4社はステート・ストリート・バンクの管理している信託資産だと推定できよう (インベスターズ・バンク・ウェスト・トリーティはインベスターズ・バンクの管理している信託資産と推定するが、インベスターズ・バンクは2007年に、ステート・ストリート・バンクに買収された)。メロンバンク・メロンオムニバス US ペンションはメロンバンクの管理している信託資産だと推定する。だが、メロンバンクは2007年にザ・バンク・オブ・ニューヨーク・カンパニー・インクと合併し、BNYメロン・グループを成立した。同じように、JPモルガン・チェース・バング 380055がJPモルガン・チェース・バングの管理している信託資産と推定できよう。ヒーローカンパニーはADR (米国預託証券) の受託機関であるBNYメロン・グループの株式預託名義人である。

### ③ 2010年の20大株主

日本生命、トヨタ自動車、明治安田生命、マスタートラスト信託銀行 (三菱重工)、マスタートラスト信託銀行 (明治生命) の5社を系列所有に分類する。マスタートラスト信託銀行 (信託口) を自己所有に分類する。日本トラスティ・サービス信託銀行 (信託口、信託口1、信託口6、信託口9) の4社を井住友トラストホールディングスに分類する。

ステート・ストリート・バンク (&トラスト、&トラスト2、&トラスト 505225、&トラスト 505103・ウェスト・PFCE、・ウェスト・トリーティ) の6社をステート・ストリート・バンクに分類する。

メロンバンク・メロンオムニバス US ペンション、BONYメロンフォードポジタリーレシートダーズなど2社をBNYメロン・グループに分類する。チェース・(ロンドン) SLオムニバスアカウントをJPモルガン・チェース・バングに分類する。SSBT・OD05オムニバスアカウントトリーティは中国政府系と言われるファンドである。

## (2) 三井住友FG

### ① 2003年の20大株主

住友生命、日本生命、松下電気、三井生命、三洋電機、トヨタ自動車、三井住友海上火災保険、川崎学園、クボタ、武田薬品工業、住友商事の11社を系列所有に分類する。日本トラスティ・サービス信託銀行信託口、三井アセット信託銀行年金2口、住友信託、三井アセット信託銀行管理有託など4社を三井住友トラストホールディングスに分類する。マスタートラスト信託銀行信託口、UFJ信託銀行信託A口、三菱信託銀行信託口の3社を

三菱UFJFGに分類する。野村証券をその他に分類する。チェース（ロンドン）の親会社はJPモルガン・チェースだと推定できよう。

## ② 2008年の20大株主

住友生命、日本生命、サービス信託銀行（住友生命）の3社を系列所有に分類する。自社、三井住友銀行の2社を自己所有に分類する。（三井住友銀行はMHFGの完全所有子会社であるから、三井住友銀行の持分は間接自己所有となる）。日本トラスティ・サービス信託銀行（信託口、信託口4）、住友信託B口など3社を三井住友トラストホールディングスに分類する。マスタートラスト信託銀行信託口、三菱UFJ信託銀行信託口2社を三菱UFJFGに分類する。資産管理サービス信託銀行信託Y口をみずほFGに分類する。

ステート・ストリート・バンク（&トラスト、&トラスト505103、&トラスト（OM02））の3社をステート・ストリート・バンクに分類する。JPモルガン・チェース・バング380055、JPMCBUSAレジデントペンションJ385051、チェース・マンハッタン・バンク385036の3社をJPモルガン・チェースに分類する。メロンバンク・メロンオムニバスUSペンションなど2社をBNYメロン・グループに分類する。ヒーローカンパニーはADR（米国預託証券）の受託機関であるBNYメロン・グループの株式預託名義人である。SSBT・OD05オムニバスアカウントトリーティは中国政府系と言われるファンドである。

## ③ 2010年の20大株主

日本生命を系列所有に分類する。三井住友銀行、SMFGカード&クレジット2社とも三井住友FGの完全所有子会社であり、自己所有に分類する。日本トラスティ・サービス信託銀行（信託口、信託口1、信託口9）の3社を三井住友トラストホールディングスに分類する。マスタートラスト信託銀行信託口を三菱UFJFGに分類する。みずほ証券はみずほFGの子会社であるから、みずほFGに分類する。

ステート・ストリート・バンク（&トラスト、&トラスト505103、&トラスト505223、&トラスト505225、・ウェスト・トリーティ、・ウェスト・PFCE）の6社をステート・ストリート・バンクに分類する。メロンバンク・メロンオムニバスUSペンションをBNYメロン・グループに分類する。チェース（ロンドン）SLオムニバスアカウントをJPモルガン・チェースに分類する。バークレイズ・キャピタル証券の親会社はバークレイズグループである。ナッツ・タムコをADR（米国預託証券）の受託機関であるシティバンクの株式預託名義人である。NTリ・シンガポール政府インベストメントはシンガポール政府系と言われるファンドである。SSBT・OD05オムニバスアカウントトリーティは中国政府系と言われるファンドである。

### （3）みずほFG

## ① 2003年の10大株主

第一生命、日本生命、朝日生命、損害保険ジャパン、安田生命、新生銀行の6社を系列所有に分類する。みずほホールディングスは自己所有に分類する。日本トラスティ・サ

ービス信託銀行信託口を三井住友トラストホールディングスに分類する。マスタートラスト信託銀行信託口、UFJ信託銀行信託A口を三菱UFJFGに分類する。

## ② 2008年の10大株主

第一生命、日本生命を系列所有に分類する。みずほ信託銀行を自己所有に分類する。日本トラスティ・サービス信託銀行（信託口、信託口4）を三井住友トラストホールディングスに分類する。マスタートラスト信託銀行信託口を三菱UFJFGに分類する。

モルガン・スタンレー・アンド・カンパニー・インターナショナル・ピーエルシの親会社はモルガン・スタンレーと推定できよう。バンク オブ ニューヨーク ジーシーエム クライアント アカун ト ジェイピーアールデイ アイエスジー エフイーエイシーはザ・バンク オブ ニューヨークの管理している信託資産だと推定できよう。だが、ザ・バンク オブ ニューヨークは2007年にメロン・フィナンシャル・コーポレーションと合併し、BNYメロン・グループを成立したため、BNYメロン・グループに分類する。ドイチェバンク アーゲーロンドンの親会社はドイツ銀行と推定できよう。

## ③ 2010年の10大株主

第一生命を系列所有に分類する。日本トラスティ・サービス信託銀行（信託口、信託口1、信託口4、信託口9）の4社を三井住友トラストホールディングスに分類する。マスタートラスト信託銀行信託口を三菱UFJFGに分類する。

ステート・ストリート・バンク（&トラスト、・ウェスト・EXEMPT）の2社をステート・ストリート・バンクに分類する。パークレイズ・キャピタル証券をパークレイズに分類する。SSBT・OD05 オムニバスアカウントトリーティは中国政府系と言われるファンドである。

### （4）まとめ

表-24は以上の分析をまとめて一覧表にしたものである。表-24が示すことは以下の3点である。

第1に、20大株株主を個別にみれば、株主も持ち株率も毎年が変わっており、非常に不安定的であるようにみえるが、全体的にみれば、20大株主が系列所有、自己所有、国内銀行、外国銀行に構成されているといった構造は変わったことがなかった。しかも、20大株主持ち株率合計も大きく変動したことがなかった。

第2に、20大株主に位置する株主の数からみれば、2003年に、系列所有といった伝統的な安定株主は圧倒的な多数を占めていたが、2008頃以後、国内の信託銀行と外国株主は大半を占めるようになってきた。国内信託銀行、外国株主による株式所有はそれぞれの親会社である巨大銀行・金融機関が信託資産という形で株式を所有しているに行った結論を前提に考えれば、国内の伝統的な安定株主と欧米系の巨大銀行・金融機関は3メガバンクの20大株主において、半分ずつ占めるようになってきた。

第3に、外国株主を個別にみれば、20大株主に位置している外国株主は毎年に変動していることがわかる。にもかかわらず、これらの外国株主の親会社を追跡してみれば、い

から変動しても、20大株主に位置する外国株主はステート・ストリート・バンク、BNYメロン・グループ、JPモルガン・チェース、モルガン・スタンレー、ドイツ銀行、バークレイズといった欧米系の巨大銀行・金融機関であることが変わらなかった。

これらの欧米系の銀行・金融機関はいずれも世界有数の巨大銀行・金融機関であり、金融市場に重要な位置を占めている。うちに、BNYメロン・グループ、シティグループ、JPモルガン・チェースが共同で米国3メガバンク体制を構成している。ステート・ストリート・バンク、モルガン・スタンレーが米国系の世界最大の投資銀行である。ドイツ銀行がドイツの最大の銀行である。バークレイズが英国の巨大銀行である。

しかも、これらの欧米系の銀行・金融機関を日本の3メガバンクと対照的にみれば、2つの共通点が見られる。1つ目は日本の3メガバンクも前記の欧米系の銀行・金融機関も長い歴史を持ちながら、繰り返して吸収合併によって誕生されたものである。たとえば、BNYメロン・グループは2007年に旧メロン・フィナンシャル・コーポレーションと旧ザ・バンク・オブ・ニューヨーク・カンパニー・インク（両社はともに米国の金融業草創期から100年以上にわたる歴史を持っている。）が合併してできたものである。BNYメロン・グループを始めとする米国の3メガバンクはその発生から数えて550の銀行が合併・買収・合同を重ねて、出来上がったものであり、1991年から2006年までの15年間では、20行の集合体を形成し「銀行帝国の建設」に取り込んだのである<sup>64</sup>。

2つ目は日本の3メガバンクも前記の欧米系の銀行・金融機関も本国の大手事業会社と歴史的な関係を持っている。例えば、BNYメロン・グループかつてのメロン財閥系企業、JPモルガン・チェースとかつてのモルガン財閥系企業、シティグループとかつてのロックフェラー財閥企業である。

以上で検討したように、日本国内の信託銀行にせよ、外国株主にせよ、いずれも信託資産であるとはいえ、その投資目的を単純に純粋資産運用と考えるのは単純すぎると思われる。銀行・金融機関の間、事業会社の間、事業会社と銀行・金融機関の間に、互いに複雑な関係を保ちながら、各分野で支配的な地位に支えあつた歴史は長いし、今日に一般的な現象とみられる。

しかも、今日では、グローバル市場で勝ち残りを目指す銀行・金融機関を始めとする巨大株式会社は国内の企業間関係の枠を超えて、世界中の大手事業会社や巨大銀行・金融機関と新たな関係を形成さざるをえない。3メガバンクだけから言えば、グローバル市場における多国籍銀行の国際競争力を追求しようとするれば、欧米系の巨大銀行・金融機関との競争しながら協力する関係は回避できないものであろう。

金融業務の面から見れば、シンジケートロンやM&A資金供給など今日の巨大銀行・金融機関の主要な業務において、どの銀行・金融機関でも欧米系の巨大銀行・金融機関を含めてたくさんの銀行・金融機関と協力しないと達成できない。また、欧米系の巨大銀行・

金融機関が日本に進出し、日本の銀行・銀級機関が欧米に進出しており、互いに子会社の買収や共同子会社の設立を行う例もたくさん見られる。

3メガバンクの20大株主構成は大きく変化したが、それは3メガバンクにおける安定株主構造が崩壊したと思われたい。日本国内銀行・金融機関と欧米系の銀行・金融機関が信託資産という形で安定株主の役割を果たしていると考えられる。しかも、こうした安定株主構造において、欧米の巨大銀行・金融機関も日本国内の伝統的な安定株主と同様に重要な位置を占めている。

すなわち、国内外の巨大銀行・金融機関は信託資産の形で間接的な株式相互持合いをしており、このした株式相互持合いは3メガバンクにおける安定株主構造の中核を構成するようになってきた。

こうした巨大銀行・金融機関が信託資産の形でいわゆる株式相互持合いをすることは日本国内で前例が見られないが、アメリカでは、80年代に既に経験済みであった。1980年発表された「リビコフ報告」によると、ニューヨーク巨大銀行6行は銀行信託部を通じて、いわゆる株式相互持合いを行っており、共通の機関大株主の大口持株を通じて緊密に結びつけてられているのである<sup>65)</sup>。

## 第6章 日本企業の株式所有構造の変化を引き起こす諸要因

90年代以後、日本の大企業の株式所有構造は、株式持合いの減少に伴い、外国株主と日本国内信託銀行名義の株主による持ち株率が大幅に増加するという大きな変化が生じた。銀行、生損保、事業会社といった伝統的な安定株主はまだ大企業の安定株主構造の中核に位置しているが、伝統的な安定株主の持ち分だけで大企業の安定株主構造を支えるにははや不十分な事態が生じていることも明らかである。安定株主構造は維持されなければならない、大株主として新たに登場した外国株主と日本国内信託銀行名義の株主による所有が、大企業の安定株主構造を補完する役割を果たすに至っていると考えられる。

日本大企業の株式所有構造に生じたこうした変化を引き起こす原因は何か。本章では、伝統的な安定株主による株式所有の減少を引き起こす原因を検討した上で、外国株主の増加と大企業のグローバル戦略との関係、日本国内信託銀行名義の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する。

### 第1節 株式持合い減少の理由

持合い比率の減少、特に90年代後半以降の持合いを急速に減少させる動きはなぜ生じたのであろうか。先行研究に学びながら、その主な理由を以下のようにまとめておこう。

第1に、株価の大幅な下落である。株価は1990年1月4日から下落しはじめ、1989年12月29日に日経平均株価が38,915円という史上最高値から7,607円まで暴落した。周知のように、バブル崩壊以前は、株価も全体的には右肩上がりの傾向にあった。株価上昇のもとで、企業が株式を長期かつ安定的に保有するだけで、リターンを得ることが期待できる。しか

も、企業会計上それを利益計上する必要はないで、株価の値上がりによって得られた利益は含み益である。企業にとって業績悪化などの必要な時に含み益を吐き出せるというメリットがあった。実際にも、第3章で検討したように、銀行も事業会社も従来は含み益を使って、益出し買戻しを行い、持合いを維持したままで会計上の業績を安定化させることができた。

ところが、90年代以後、株価の大幅な下落は、企業の所有する株式の含み益を減少させ、さらには含み損を発生させるに至った。つまり、株価の下落によって、株式持合いが財務上の役割を果たせなくなった。

第2に、長期景気低迷の背景のもとで、企業業績の不振である。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合い解消の発端とされている。95年度には88.3%の企業が銀行と持合い関係を持っていたが、06年度には53.8%にまで低下し、その後も09年度の43.1%まで低下が続いている<sup>66)</sup>。

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。1996年まで3%程度にとどまっていた銀行による持合い株式の売却比率（持合い総件数に対する売却件数）は98年には10%を超え<sup>67)</sup>。

第3に、時価会計導入による株式保有リスクの顕在化である。「日本版（会計）ビックバン」と呼ばれる日本の会計制度の改正の実施によって、2001年3月期決算よりから、『金融商品に係る会計基準』が適用され始まった。この会計基準は、企業が保有する有価証券を、その保有目的に従って4つのグループ（売買目的有価証券、満期保有目的証券、子会社と関連会社の株式、その他有価証券）に分類し、それぞれのグループ別に次のような取扱いを規定している。

持合い株式は「その他有価証券」に分類して決算日に時価で評価して貸借対照表に掲載し、帳簿価額との差額は貸借対照表の資本の部に計上することになった。つまり、持合い株式に対する評価はこれまでの「取得原価主義」から「時価主義」に大きく方向変換をすることとなった。

こうした会計基準の変化によって、株価変動のリスクが、直接的に企業の資本に大きな影響を与えるようになった。持ち合い株がマーケットリスクにより下落した場合、その含み損により企業の財務体質が急速に悪化するおそれがある。特に銀行は、多額の持合い株式を所有しており、大きく資本を減らすこととなった。

例えば、2001年9月期末から2003年3月期末において、都銀、信託、長信銀で多額の評価差額損を計上しており、大きく資本を減額していることがわかる。特に、2001年9月期末の日本信託銀行では-131.47%、2002年9月期末の大和銀行では-60.04%と、大幅に資本を減額している。

このように、多額に資本を減額し、自己資本を毀損してしまい、株式所有することが経営の大きなリスク要因となったのである。このことから持合い株式を継続保有していくことがかなり困難となり、その解消売りが進められたのである。

第4に、株価の下落により、銀行の財務体質が急速に悪化する背景のもとで、2001年11月に「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」が実施された。銀行株式保有制限法は株価の変動が銀行等の財務面の健全性、ひいては銀行等に対する信認や金融システムの安定性に影響を与えかねないことに鑑み、銀行等の株式保有を制限し、適正な規模に縮減していくことを目的として、銀行等（銀行、長信銀、農林中金及び信金中金を指す）とその子会社等の株式保有総額を当該銀行等の自己資本の範囲内に制限することになっている。

銀行株式保有制限法の実施の影響を受けて、2002に以後、銀行による事業株式会社株式の売却は加速した。「銀行等株式保有制限法の施行（02年1月）にともなって急上昇した。02年にはこれと並行して、銀行等保有株式取得機構、及び日本銀行の株式買取りが始まったが、銀行の売却比率は40%を超え、同法の目標年次であった04年まで売却が継続した」<sup>68)</sup>。

株式持合い解消の原因について、上記以外にも、様々な指摘があるようである。例えば、大企業の資金調達は、間接金融から直接金融へと移行し、金融機関から自立の傾向を示すようになった。事業会社にとって、金融機関の株式を保有する必要性がなくなった。または、六大企業集団の枠組みを越えた金融機関の再編に伴う企業集団メンバー企業の持合い株式整理と言った理由である。

以上で検討したように、株式持合い解消は複雑な背景のもとで行われたことである。株式持合い解消に伴い、資本所有の国際化（外国株主の増加）と機関投資家化（信託銀行名義の株主の増加）といった2つの重要な変化があった。日本大企業の株式所有構造におけるこうした新たな変化は大企業の経営戦略の変化と財務戦略の変化と深く関わっていると思われる。以下、2、3節で、日本大企業の株式所有構造の変化と経営戦略、財務戦略の変化との関わりについて検討してみよう。

## 第2節 大企業の経営戦略の変化と外国株主の増加

### 1、日本企業のグローバル化の発展段階

#### (1) 輸出中心段階（70年代初頭から80年代半ばまで）

60年代にはすでに日本企業の海外進出が行われたが、日本企業の海外進出は70年代以後に顕著に活発化となった。

70年代に入って、迅速に成長してきた大企業は国内の狭い市場における「過当競争」を直面し、海外市場に過剰供給分を輸出さざるを得なくなってきた。他方、段階的な自由化、国内賃金の上昇、変動相場制移行による円高、アメリカやヨーロッパとの貿易摩擦（輸入制限）などの影響を受けて、貿易摩擦の回避やコストの低減も日本企業の直面する課題となってきた。以上の背景のもとで、日本企業がアジア各国を中心に海外進出を進んでいた。

## (2) 現地化段階（80年代半ばから90年代前半まで）

「プラザ合意」が成立された以後、急激な円高と貿易摩擦の深刻化のもとで、生産コストの低減や第三国への輸出を目的としてアジア各国に製造拠点を移し、大規模に工場を建設し始めた。また、摩擦回避のため、電気機械業や輸送用機械業が欧米での最終組立工場の移設も開始した。

たとえば、1981年に日本側の対米乗用車輸出自主規制が開始された後、1982年にはホンダがオハイオ州で日本メーカー初となる四輪車アメリカ現地生産を開始した。続いて、1983年に日産がテネシー州で、1984年にトヨタがGMとの合弁会社NUMMIを設立してカリフォルニア州で、在米現地生産を開始した。80年代後半に日本メーカーはアメリカ現地生産をさらに進展した。同時に、に、カナダ、ヨーロッパにおいても、四輪車の現地生産を進行した。

## (3) 国際化段階（90年代前半から2000年代まで）

90年代には、バブル経済の崩壊、アジア各地の通貨危機、中国をはじめとする新興国の台頭、北米・欧州が地域ブロック化（北米自由経済圏、EU統合）など国内外の経済情勢が大きく変化した。同時に、世界経済統合も新しい段階に到達した。こうした背景のもとで、日本企業は初めてグローバル展開の重要性を認識し、国内外の拠点を整理・再編し、日・米・欧にアジア（東アジアと中国）を連結した「四極体制の構築」という形で多国籍化を開始した。この時期において、最初は自動車や電機のメーカーが中心でしたが、食料品などの製造業の業種の中でも、輸出や現地生産を大々的に展開していく企業は増えてきています。

## (4) グローバル化段階（2000年代から現在）

2000年代に入って、世界経済のつながりはもっと緊密となり、世界経済情勢の変化は日本企業の収益能力への影響は一層に大きくなってきた。さらに、世界経済全体の不況には長期化・深刻化した背景のもとで、日本企業と国内外企業との競争はもっと激化している。こうした経営環境の激変に対応し、日本企業は本格的にグローバル展開を経営視野にいれるようになってきた。「隆々と成長する真のグローバル企業となる」は日本企業の勝ち残りの唯一の道といった認識は日本企業の経営者の中で広がってきた。

## 2、日本企業のグローバル化の到達段階

### (1) 日本企業のグローバル化の到達段階

日本企業のグローバル化の到達段階について、海外生産比率、海外設備投資比率、海外売上高比率は重要な測る指標であるとされている。海外生産比率、海外設備投資比率をみて日本企業のグローバル化はどのような段階に到達しているのかを検討してみよう。

図-4は近年、日本企業の海外生産比率と海外設備投資比率の推移を示すものである。

図-4によれば、海外生産比率では、輸送機械、電気機械、一般機械、化学、製造業全体とも右上がりの傾向を示している。2012年に、製造業全体の海外生産比率は20%程に達

した。うちに、最も眼立つのは輸送機械である。2012年に、輸送機械の海外生産比率はすでに50%を超えている。さらに、「日本自動車工業会（自工会）特別編集」（2014年）によると、日本の自動車メーカーが2013年に海外で生産した自動車は前年度を6.3%上回る1687万台となり、海外生産比率は63.0%と、2年連続で6割を突破して最高を更新した。

海外設備投資比率についても、同様な傾向が見られる。製造業全体の海外設備投資比率は20%を超えている。うちに、輸送機械の海外設備投資比率は50%を超えている。

また、月刊『経済』2010年1月号の友寄英隆氏の論文「日本経済を支配する巨大企業の研究」に「日本の代表的な多国籍企業化した巨大企業200」というデータが出ている。多国籍企業化した巨大企業200社のデータペースによれば、2008年3月期、日本の巨大企業200社の海外生産比率は平均28.2%となった。

以上でみたように、日本企業が大手から中小企業に至るまで海外事業展開を進めつつあるが、大企業のグローバル化は中小企業より進んでいるのである。

## (2) 個別大企業のグローバル戦略

以下、大企業のグローバル戦略を具体的に検討することを通じて、日本大企業はどのようなグローバル戦略を制定しているのか、グローバル戦略は個々の大企業の成長略の中に、どのような位置を占めているのかといったことを明らかにする。

オムロンでは、2011年に新長期ビジョンが発表された。「Value Generation 2020 (VG2020)」によれば、オムロンは2013年に海外売上高比率を51.1%、海外従業員比率を67.7%まで高めるという経営目標を出している。また、オムロンの中長期成長戦略において、「グローバル人材戦略」、「超グローバル戦略」は最も重要な位置を占めている。

富士電機では、2015年中期経営計画において、グローバル化は中期の5つの経営方針の中の1つとなっている。また、2015年に、海外売上高は2012年の1758億円から、2360億円へ、海外売上高比率は24%から28%へ上昇させるという経営目標も出している。

積水化学工業では、「2014-2016年中期経営計画」において、グローバル化は3つの基本経営戦略の中の1つとなっている。海外売上高比率は2010年の51%から2016年の64%まで高めようとしている。「ビジネスモデルを現地社会に適応させることで、グローバル展開を加速させる」といった具体的な措置も明示されている。

三菱商事では、「経営戦略2015～2020年を見据えて～」において、4つの経営戦略中の1つは成長するアジア市場を機軸としたグローバル展開を加速するということである。

東レでは、長期経営ビジョン「AP-Growth TORAY 2020」において、「成長国・地域における経済成長など、グローバルな事業機会拡大を当社グループの成長実現に最大限取り込む」といったことを書かれており、各セグメントにおいてグローバル事業拡大を推進し、成長国・地域向けの売上高の比率を34%から50%に高めようとしている。

日立金属では、2015年度中期経営計画において、全体基本方針の第1位はグローバル成長戦略の強化・加速、製品のグローバル生産・供給体制を再構築するである。

東芝では、「特集：グローバルトップへ挑戦する東芝の攻めの経営」において、2011年に海外売上高比率はすでに55%に達していたが、今後もグローバル事業展開を加速し、新興国を中心にさらに成長することで、真のグローバルトップを目指そうとしている。さらに、具体的な経営指標として、海外売上高比率を55%から、2014年65%へ、海外生産高比率を66%まで、海外調達額比率を70%まで高めようとしている。

上記の事例はごく一部であり、実はほとんどの大企業は近年の中長期経営計画においてグローバル戦略を最も重要な位置においている。多くの大企業のグローバル化への取り組みを見れば、以下の特徴がみられる。

- ① M&A、アライアンスによる事業強化
- ② グローバル生産体制の構築
- ③ 生産・調達・販売の最適化
- ④ 地域統括強化と研究開発のグローバル加速

以上で検討したように、2000年以後、日本大企業はグローバル化を加速している。経営資源のグローバル最適配置という体制を構築することを企業の継続的な成長戦略のもっとも重要な一環として推進している大企業が広くみられるようになってきた。大企業が大規模な構造改革を通じて、世界規模での最適地生産、最適地調達、グローバル人材育成・確保・配置といった経営資源のグローバル最適配置を実現させようとした。具体的に、多数の企業は生産の現地化、販売ネットワークの現地化、経営管理の現地化、研究開発の現地化などを推進している。

日本の巨大企業は、1980年代初めに海外進出を本格化して以来、1990年代を通じてグローバル戦略を推進し、2000年代に入り地球規模の最適資源配置を視野に入れるグローバル経営の段階に立ち至っているとみられる。今日の日本大企業のグローバル化の到達段階をみれば、まるで丸山恵也氏に指摘されたようである。つまり、「多国籍企業の組織特性としては、この企業が、世界的規模で展開する製造、販売、購買、研究開発、マーケティングなどの企業活動を自らの企業内に内部化し、これを世界最適配置の企業内国際分業として、世界戦略の視点から統括する特徴があげられる」<sup>69)</sup>。

### 3、大企業のグローバル戦略と外国株主の増加のかかわり

前述のように、2000年代に入って、日本大企業はグローバル化を加速しているが、それは日本大企業だけでなく、世界中の巨大企業に共通する現象である。世界経済全体をみれば、20世紀末から21世紀初頭にかけて、各国経済はかつてなく依存関係を強め、いわゆる世界経済のグローバル化が加速しているといったことがわかる。こうした世界経済のグローバル化の過程で主役を演じるのは各国の巨大企業である。各国巨大企業群の国境を超える経済活動、多国籍的蓄積活動がこの過程を支えていることは言うまでもない。各国巨大

企業は、技術開発・資源調達・労働力確保・商品市場・運輸—流通ネットワーク・資金動員の全過程を地球規模で最適配置する文字通りのグローバル戦略の主体として登場しており、こうしたグローバル戦略を展開する巨大企業の地球規模での勢力圏再分割競争の作りだした世界経済の到達段階、それがグローバル化する世界経済にほかならない。

こうした世界経済のグローバル化のもとで、企業間の相互依存・相互浸透は当然である。日本の大企業も例外ではなく、国内の企業間のネットワークを超えて、世界中の大企業、銀行・金融グループとの協調・協力関係を強化さざるをえない。

世界中の資本との競争に勝ち残り、世界市場を舞台とする巨大企業として成長しようとする日本の大企業にとって、世界市場に支配的地位を保持する欧米金融資本との提携（資本調達、財務戦略などの業務・資本提携だけではなく、政治、社会関係等の多方面提携である）は不可欠の条件である。

外国人持ち株比率の増大を規定する根拠は国際分散投資などいくつもあるが、それが巨大企業の本格的な多国籍化・グローバル化のプロセスと並行しているという事実に照らしてみるなら、外国人株主の持ち株比率増大が日本企業の多国籍化・グローバル化を反映する事実であることは疑いえない。しかも、1990年代以降、日本の大企業の20大株主に新たに登場する外国株主は、ほとんど欧米の巨大金融機関を母体とする信託資産名義である。こうした信託資産名義で保有する株式はかつて欧米の銀行が信託部門を通じて株式を保有した事実に照らしても、大株主として登場する外国株主の中核をなすのが欧米の巨大金融機関であることは疑いようがない。

欧米の金融資本が持株率を高めるのは、第一義的には欧米金融資本の世界戦略を根拠とする日本企業支配戦略によるが、欧米金融資本の一方的な戦略課題の追及の結果として持株率が上昇しているわけではなく、日本の巨大企業の側に、欧米金融資本をはじめとする外国株主による持株率上昇を求める要求が存在しているということである。

すなわち、欧米巨大金融機関を中心とする外国株主の増加は日本の大企業と欧米金融機関の新たな関係を反映するものと考えられる。経済のグローバル化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。

### 第3節 大企業の収益構造の変化と信託資産名義株主の増加

#### 1、大企業の収益構造の変化

表-25は日本大企業の収益構造を示すものである。表-25によれば、大企業の経常利益は90年代の初頭に一度減少したが、94年ごろから、徐々に増加してきた。2013年に、348兆に達し、90年に比べて、倍増した。経常利益は企業収益力を見るための利益指標である。90年代以後の経常利益をみて、バブル崩壊以後、大企業は安定的に成長してきたと言えよう。だが、大企業の安定的な成長は何によって支えられているのか。周知のように、経常

利益は「営業利益+営業外収益-営業外費用」であり、以下、営業利益、営業外収益、営業外費用を個別に検討してみよう。

営業利益は企業の純営業活動から生み出された利益「売上総利益（粗利益）」から「販売費及び一般管理費（販管費）」を差し引いた後の利益であり、企業の本業の収益力を測る指標である。表-25 に示されるように、営業利益は80年代に大体130兆程に維持されていたが、89年から91年までの三年間に急増し、ピークの90年に210兆に達した。90年代に、何回かの回復が見られるが、全体として減少する傾向を示している。2000年代に入って、回復に転じた傾向がみられる。2013年に、営業利益は280兆弱になり、90年に比べ、0.5倍程増加した。注意すべきは、98年金融危機が発生した98年に、営業利益は150兆といたった最も低い水準までさがってきた。リーマン・ショックが発生する2008年にも、営業利益は160兆しかなかった。つまり、バブル崩壊後、「グローバルでの収益・成長構造づくり」を目指している日本大企業は本業の収益力が世界経済の情勢によって大きな影響を受けていると言えよう。

営業外収益は企業のおもな営業活動以外の活動から生じる収益である。具体的に、受取利息、受取配当金をはじめとする有価証券利息、有価証券売却益、不動産賃貸料、雑収入などが挙げられる。企業の財務活動による収益が中心となるため金融収益または金融収入とも呼ばれている。

表-25によれば、営業外収益は80年から徐々に上昇し、90年にピークの118兆に達した。バブル崩壊後、減少の局面に転じて、2000年には、60兆になり、半減少した。だが、2000年代に入って、順調に回復してきて、2013年に、130兆弱に達し、初めて90年のピークを超えた。

営業外費用は企業の営業活動以外に経常的に発生する費用であり、企業の財務活動や投資活動など本業以外の活動によって発生する費用である。具体的には、支払利息、手形売却損、社債利息、社債発行費償却、社債発行差金償却、新株発行費償却、有価証券売却損、有価証券評価損、デリバティブ評価損、創立費償却、開業費償却、売上割引などが挙げられる。

表-25に示されるように、営業外費用は80年代に、100兆程安定していたが、90年に150兆にまで急増した。91年に、160兆を超えた。90年、91年の営業外費用の急増は、膨大な株式を所有する企業は株価の暴落によって、大きな損失を出されたためである。その後、営業外費用は徐々に下がってきて、2013年に60兆弱になり、91年に比べ、3分の2減少した。具体的にどの項目の営業外費用が減少したのかが検証できないが、株式投資による損失（売却損、評価損）の減少と借入の減少に伴い、支払利息の低下は二つの柱と考えられる。

さらに、2005年から2013年までの間に、営業利益、営業外収益、営業外費用を対照的にみれば、興味深いことがあった。つまり、営業利益は06年にピークの300兆に達した後、

リーマン・ショックの影響を受けて、2009年に半減して、150兆になった。その後も強力な回復が見られなかった。ところが、営業利益はリーマン・ショックの影響を受けず、2005年から2013年までの間に、ずっと100兆以上という高い水準に維持されている。営業外費用も同様に、2005年から2013年までの間に、順調に下がってきて、13年に、最も低い水準である58兆となった。

すなわち、バブル崩壊後、日本大企業の収益力は順調に回復し、安定的な成長が実現させたとはいえ、このような安定的な成長には本業の収益力よりも、財務活動による収益力の増加の方が大きな貢献をしている。

## 2、大企業の保有する巨大規模の金融資産

財務活動による収益力の増加を実現するために、巨大規模の金融資産を保有することは必要な前提条件である。だが、大企業はどのぐらいの金融資産を保有しているのか、具体的にどのような金融資産を保有しているのか。以下、大企業の保有する金融資産の実態を検討して、この2つのことを明らかにする。

表-26は資本金10億円以上の大企業が保有している金融資産を示すものである。表-26に示されるように、大企業の保有する金融資産は年を追って膨大になってきたが、特に2000年代に入って、急増する傾向がみられる。大企業の保有する金融資産の合計は1990年の618兆から、2010年の975兆、さらに2013年の2225兆にまで増加した。1900年から2000年までの10年間で、0.5倍しか増加していなかったが、2000年から2013年までの13年間で2倍程増加した。

さらに、大企業の保有する金融資産の内訳をみると、株式(当期末流動資産)とその他の有価証券(当期末流動資産)の変動は最も眼立つのである。大企業の保有する株式は80年代から徐々に増加し、90年代の初頭にピークに到達した。その後、株価の暴落などのことを背景に、大企業が持ち合い株式を売却し続けていた。03年に、大企業の保有する株式総額は2兆しかなく、90年に比べ50倍以上も減少した。2000年代に入って、多少増加してきたが、全体的に低い水準に維持されている。13年に、大企業が保有する株式の総額も6兆しなかった。

他方、その他の有価証券(当期末流動資産)は90年に27兆しかなかったが、90年代後期以後、徐々に増加してきた。特に2005年以後、急速に増加した傾向を示している。2013年に、110兆に達し、90年の4.5倍であった。

注意すべきは90年に、大企業の保有する株式総額はその他の有価証券の5倍程であったが、2013年に、逆にその他の有価証券の総額は株式の20倍となった。つまり、大企業は保有する株式の規模を減らすと同時に、他の有価証券の規模を大幅に拡大した。

以上で検討したように、90年代以後、大企業は保有する金融資産全体の規模を拡大しつつあるが、保有する株式の規模を減らす一方、他の有価証券の保有規模を大幅に拡大した。

その他の有価証券は株式、公社債以外の有価証券を指すが、資産運用・管理部門（信託銀行などの金融機関）を通じて資産運用の対象となるものが大部分であろう。

ところが、信託銀行などの金融機関によって運用・管理される資金の相当部分も再び株式に回されているのだから、2000年以後、多くの大企業の筆頭株主として新たに登場してきた3大信託銀行名義株主の信託資産の主要な出資者のひとつは、実は日本の大企業であると推定できる。すなわち、日本大企業はかつてのように直接に株式を保有することを回避し、資産運用・管理部門を通じて、資産運用の形で間接的に株式を保有することになっていると考えられる。

### 3、大企業の収益構造の変化と信託資産名義株主の増加

大企業の保有する株式の減少の原因については、前述のように、株価の変化や会計基準の変動など影響を受け、かつてのように単純に株式を保有することによってリターンを得ることが困難となった中で、大企業は持ち合い株式を売却せざるを得ない面があるが、最も重要な原因は以下の点にあると考えられる。

2000年以後、ほとんどの大企業はグローバル市場で収益を確保する新たな成長戦略を推進しているが、世界経済全体の停滞や不安定という状況のもとで、営業利益を順調に拡大することは容易ではない。企業の収益力を安定的に確保するうえで、財務活動による収益力の増加がもっとも現実的な選択肢となっている。

財務活動による収益力の増加を実現させるために、巨大規模の金融資産を保有することは必要な前提条件であるが、それだけでなく、株式を含めて金融商品の価格の変動に応じて、利益を最大化することが求められる。

企業にとっては、変化の激しい金融市場において、株式を含む金融商品の売買によって金融収益を確保す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大株主の中で、事業会社、保険会社、銀行といった伝統的な安定株主は信託銀行の名義で株式を保有しているケースが多くみられる。たとえば、三菱UFJFGにおいて、2010の20大株主の中で、日本マスタートラスト信託銀行（三菱重工）、日本マスタートラスト信託銀行（明治生命）といった株主が見られる。

すなわち、90年代後半以後、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純に資産運用を目的としているだけでなく、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思われる。

第1に、前述のように、信託資産の主要な出資者の1つは事業会社、保険会社、銀行といった伝統的な安定株主である。これらの法人会社は株価の変化や会計基準の変更といった新たな経営環境のもとで、株式投資の収益を最大化するために、かつてのような安定的かつ長期的に株式を保有することから、信託銀行などの資産運用・管理の専門的な金融機関に委託して株式を運用することになったわけである。だが、事業会社の間、銀行・金融機関の間、事業会社と銀行・金融機関の間に協調・協力関係があるといったことは今日で

も変わってはいない。こうした協調・協力関係が変わらない限り、事業会社、保険会社、銀行などの法人会社は株式を保有する方式が変わったにもかかわらず、相手会社に対して、経営者の支配基盤を支える安定株主としての役割を果たす点で大きな変化が生じているとは考えられない。

第2に、第4、第5章で検討したように、3大信託銀行をはじめとする資産運用・管理の金融機関は実は3メガバンクを中心とする少数の巨大銀行・金融機関の傘下に位置づけられている子会社である。3メガバンクを中心とする巨大銀行・金融機関は大手事業会社との間に深い歴史的な関係があり、従来から最も重要な安定株主をされている。今日の現実をみても、大企業の20大株主において、3大信託銀行名義の持ち株率は年毎に変動しているが、筆頭株主の地位を失うことはほとんどなかった。

以上のように、3メガバンクを母体とする資産運用・管理の金融機関を通じて、大企業が株式投資の収益を最大化することができると同時に、株式の売買活動が企業の安定株主構造に与える影響を最低限にすることもできる。つまり、2000年代に入って以降、日本大企業の株式所有構造には、浮動株を安定株主に組入れるシステムが機動し始めているのではないかとさえ考えられる事態が生じているということである。

- 
- 1) ここに法人株主とは、自己資産として株式を所有する法人（事業法人、銀行・金融機関）が株主となっている関係のことであり、受託資産の運用形態として株式を所有する機関投資家とはげんみつに区別される。戦後日本の株式所有構造を特徴づける法人株式所有を機関投資家所有と明瞭に区別したのは奥村宏氏である。（『法人資本主義の構造』日本評論社）
  - 2) 筆者は松井氏の主張した法人株主同士の相互支持を重視する観点を「法人相互支持」説と名前づけた。
  - 3) 奥村宏『法人資本主義「会社本位」の体系』（朝日新聞社、1991年）、69頁。
  - 4) 奥村、前掲書、69頁。
  - 5) 奥村、前掲書、231頁。
  - 6) 奥村、前掲書、82～83頁。
  - 7) 各銀行の1981年3月期の有価証券報告書による。
  - 8) 北原勇『現代資本主義における所有と決定』（岩波書店、1984年）、191～192頁。
  - 9) 北原、前掲書、191頁。
  - 10) 北原、前掲書、191頁。
  - 11) 北原、前掲書、422頁。
  - 12) 北原、前掲書、419頁。
  - 13) 北原、前掲書、419～420頁。
  - 14) 松井和夫「日米企業の株式所有構造と株価形成」（『証券経済』128号、1979年）、34頁。
  - 15) 松井、前掲論文、35頁。
  - 16) 奥村宏『法人資本主義の構造』（日本評論社、1975年）、85頁。
  - 17) 北原、前掲書、425頁。
  - 18) 鈴木健『六大企業集団の崩壊』（新日本出版社、2008年）、289頁。
  - 19) 詳しくは奥村宏『法人資本主義の構造』（日本評論社、1975年）を参照。
  - 20) 奥村宏、前掲書、34頁。
  - 21) 奥村、前掲書、34頁。
  - 22) 宮島英昭他「戦後日本企業の株式所有構造—安定株主の形成と解消—」（＜財務省財務総合政策研究所「フィナンシャル・レビュー」December—2003＞）。
  - 23) 宮島他、前掲論文。
  - 24) 奥村宏『法人資本主義の構造』最新版（岩波書店、2005年）、77～82頁。
  - 25) 奥村、前掲書、77～82頁。
  - 26) 宮島他、前掲論文。
  - 27) 『日経新聞』1978年4月18日。
  - 28) 鈴木、前掲書、232頁。
  - 29) 鈴木邦夫「財閥から企業集団・企業系列へ—1940年代後半における企業間結合の解体・再編過程」（『土地制度史学』第135号、1992年）、7頁。
  - 30) 鈴木邦夫、前掲論文、9頁。
  - 31) 松井氏は『日米企業の株式所有構造と株価形成』（下）（『証券経済』128号、1979年）において、法人所有の企業財務政策上の効果を実証的に分析した。
  - 32) 沢井実「戦時経済と財閥」（法政大学産業情報センター、橋本寿郎、武田晴人編『日本経済の発展と企業集団』東京大学出版会、1992年）、177～188頁。
  - 33) 沢井、前掲論文、186頁。
  - 34) 奥村、前掲書、20～27頁。

- 
- 35) 宮島英昭「財閥解体」(法政大学産業情報センター他編、前掲書) 226~247 頁。
- 36) 宮島、前掲書、244 頁。
- 37) この点はすでに多くの研究者の検討によって明らかになっている。たとえば、奥村氏は次のように指摘している。「なぜなら独占禁止法第九条によって持株会社が禁止され、商法第 210 条によって自社株保有が禁止され、そして広範に大衆投資家が株式を所有する基盤はなく、これに代わる有力な機関投資家も存在しないという状況であってみれば、会社が会社の株式を相互に持つ以外に方法はない」(奥村、前掲書、58 頁)。
- 38) 鈴木健『メインバンクと企業集団』(ミネルヴァ書房、1998 年)、104 頁。
- 39) 宮島、前掲書、243 頁。
- 40) 橘川武郎『日本の企業集団』(有斐閣、1996 年)、142 頁。
- 41) 橘川、前掲書、150 頁。
- 42) 鈴木、前掲書、第 1 章と第 4 章。
- 43) 以下、持ち株率順、融資額順は都市銀行に限定される順位である。
- 44) 上位 50 社、下位 50 社は東証 1 部上場の非金融企業に限定されるものである。
- 45) 松井、前掲論文。
- 46) 化学、医薬品、機械、電気機器、輸送用機器、精密機器、電気ガス業、陸運業、卸売業 9 つの業種では、売上高上位 10 社までを取り上げたが、他の 22 業種では、売上高上位 5 社を取り上げた。
- 47) 90年代大企業の株式所有構造の多様化について、詳しくは次の論文を参照。宮島英昭・黒木文明「株式持合い解消の計量分析：複数均衡とポートフォリオの劣化」(『証券アナリストジャーナル』vol. 40-12、30-46頁) 2002年。宮島英昭・新田敬祐「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持ち合いの解消・復活と海外投資家の役割」(<RIETI Discussion Paper Series 11-J-011>、独立行政法人経済産業研究所) 2011年。
- 48) 宮島他、前掲論文、45頁。
- 49) ROE は、Return On Equity の略であり、日本語では「株主資本利益率」や「自己資本利益率」とも呼ばれる。企業の純資産(自己資本)に対する当期純利益(税引後利益)の割合のことをいう。
- ROA は、Return On Asset の略である。日本語では「総資産利益率」と呼ばれる。利益を総資産(総資本)で除した、総合的な収益性の財務指標である。
- 50) IR 活動は Investor Relations 活動の略である。企業が投資家などに対して必要な情報を自発的に開示することをいう。
- 51) みずほ総合研究所株式会社「外国投資ファンド等に関する調査・分析」(経済産業省委託)、2010 年。
- 52) 例えば、鈴木健『六大企業集団の崩壊』(新日本出版社、2008 年)、248 頁。
- 53) 川北英隆『日本型株式市場の構造変化』(東洋経済新報社、1995 年)、202 頁。
- 54) 東京海上日動火災保険ホームページより。  
(<http://www.tokiomarine-nichido.co.jp/company/about/policy/stewardship.html>)

- 
- 55) 藤田宏「日本企業の株主構成の変化と財界の蓄積戦略の新段階」(『経済』No. 221、2014年8月) 144~145頁。
- 56) 括弧中の数字は延べ株主数である。
- 57) 「原油高騰 オイルマネーが日本企業を買い漁る」(『日刊ゲンダイ』2012年2月28日)。
- 58) 「中国に買われた日本の一流企業 86社」(『週刊現代』2011年01月25日)。
- 59) 中村みゆき「政府系ファンド(SWFs)における投資動向分析 ―ストラテジック・アセット・アロケーションの考察から―」(『創価経営論集』第34巻第2・3合併号、2010年3月)、128。
- 60) 中村みゆき「政府系ファンドにおける投資戦略」(『創価経営論集』第35巻第1・2・3号、2011年3月)、112頁。
- 61) 『日本経済新聞』朝刊、2006年6月15日。
- 62) 以下、三井住友フィナンシャル・グループを三井住友FGと略称、みずほフィナンシャル・グループをみずほFGと略称、三菱UFJフィナンシャル・グループを三菱UFJFGと略称する。
- 63) イギリスのフィナンシャルタイムズ(Financial Times)が発行する月刊の金融業界誌「ザ・バンカー(The Banker)」が、2012年7月号で「Top 1000 World Banks 2012(2012年版 世界の銀行トップ1000)」を発表した。このランキングは世界各国の銀行の資本金、総資産、利益/利益率などをランキング化したもので、上位1000行を毎年公表している。
- 64) 奥村皓一『グローバル資本主義と巨大企業合併』(日本経済評論社、2007年)、384頁。
- 65) 松井和夫『現代アメリカ金融資本研究序説』(文真堂、1986年)186頁。
- 66) 伊藤正晴「銀行を中心に、株式持ち合いの解消が進展」(『大和総研調査季報』、2011年新春号 Vol.1)
- 67) 宮島英昭、新田敬祐、前掲論文、13頁。
- 68) 宮島英昭、新田敬祐、前掲論文、13頁。
- 69) 丸山恵也、「世界経済危機と多国籍企業」(月刊『経済』2012年6月号)、7頁。

## 参考文献

### 「著書」

- 上林敬宗『金融システムの構造変化と銀行経営』東洋経済新報社、1998年。
- 奥村宏『法人資本主義の構造』日本評論社、1975年。
- 奥村宏『日本の六大企業集団』ダイヤモンド社、1976年。
- 奥村宏『三井・三菱・住友』三一書房、1996年。
- 奥村宏『株式会社はどこに行く』岩波書店、2000年。
- 奥村宏『法人資本主義の構造:最新版』岩波書店、2005年。
- 奥村浩一・夏目啓二・上田慧『テキスト多国籍企業論』ミネルヴァ書房、2006年
- 奥村浩一『グローバル資本主義と巨大企業合併』日本経済評論社、2007年。
- 小田切宏之『日本の企業戦略と組織』東洋経済新報社、1992年。
- 小田切宏之『新しい産業組織論』有斐閣、2001年。
- 河村健吉『影の銀行』中公新書、2010年。
- 橘川武郎『日本の企業集団』有斐閣、1996年。
- 北原勇『現代資本主義における所有と決定』岩波書店、1984年。
- 現代企業研究会編『日本の企業間関係』中央経済社、1994年。
- 後藤晃『日本の技術革新と産業組織』東京大学出版会、1993年。
- 公正取引委員会事務局編『日本の六大企業集団の実態』東洋経済新報社、1994年。
- 小林和子『株式会社の世紀』日本経済評論社、1993年。
- 坂本恒夫『企業集団経営論』同文館、1993年。
- 坂本恒夫『企業集団と企業間結合の国際比較』文真堂、2000年。
- 坂本恒夫『イギリス4大銀行の経営行動』中央経済社、2012年。
- 菊田正俊『外国人投資家が日本の株式を買う条件』日経プレミアシリーズ、2011年。
- 佐藤定幸『多国籍企業の政治経済学』有斐閣、1984年。
- 佐佐木憲昭編著『変貌する財界—日本経団連の分析』新日本出版社、2007年。
- 鈴木健『独占資本主義の研究』文真堂、1992年。
- 鈴木健『日本の企業集団』大月書店、1993年。
- 鈴木健『メインバンクと企業集団』ミネルヴァ書房、1998年。
- 鈴木健『六大企業集団の崩壊』新日本出版社、2008年。
- 島田克美『商社』日本経済評論社、1986年。
- 島田克美『系列資本主義』日本経済評論社、1993年。
- 島田克美『企業間システム』日本経済評論社、1998年。
- 島田克美『企業間関係の構造』流通経済大学出版会、2010年。
- 田中彰『戦後日本の資源ビジネス』名古屋大学出版会、2012年。
- 高橋元『投資信託のしくみ』WAVE出版、1996年。

- 高田太久吉『金融恐慌を読み解く』新日本出版社、2009年。
- 恒川恵市『企業と国家』東京大学出版会、1996年。
- 中西亨『日本買い—外資は何を狙っているのか』PHP研究所、2005年。
- 中村孝俊『日本の巨大企業』岩波書店、1983年。
- 中村孝俊『現代日本主義』岩波書店、1987年。
- 日本経済新聞社編『UFJ三菱東京統合』日本経済新聞社、2004年。
- 西山忠範『株式会社における資本と利益』勁草書房、1961年。
- 西山忠範『現代企業の支配構造』有斐閣、1975年。
- 西山忠範『巨大企業と銀行支配』文真堂、1982年。
- 西山忠範『日本企業論』文真堂、1992年。
- 萩原伸次郎・中本悟編『現代アメリカ経済—アメリカン・グローバリゼーション』評論社、2005年。
- 二木雄策『日本の企業集団』神戸商科大学経済研究所、1970年。
- 二木雄策『現代日本の企業集団』東洋経済新報社、1976年。
- 藤原総一郎『M&A活用と防衛戦略』東洋経済新報社、2005年。
- 藤田勉・東條愛子『三角合併とTOBの全て』金融財政事情研究会、2007年。
- 法政大学産業情報センター、橋本寿郎、武田晴人編『日本経済の発展と企業集団』東京大学出版会、1992年。
- 松井和夫『日本の株式所有構造』同文館、1982年。
- 松井和夫『現代アメリカ金融資本研究序説』文真堂、1986年。
- 松井和夫『M&A—20世紀の錬金術』講談社、1991年。
- 宮崎義一『戦後日本の経済機構』新評論社、1966年。
- 宮崎義一『戦後日本の企業集団』日本経済新聞社、1976年。
- 宮島英昭編著『日本の企業統治』東洋経済新報社、2011年。
- 水島愛一郎『外資ファンドのカラクリ』イースト・プレス、2007年。
- 三戸浩『日本大企業の所有構造』文真堂、1983年。
- 宮坂恒治『転換期の銀行論』創成社、1997年。
- 代田純『日本の株式市場と外国人投資家』東洋経済新報社、2002年。
- 吉村典久『日本の企業統治：神話と実態』NTT出版株式会社、2007年。
- 「論文」
- 上田義郎「六大企業集団における社長会の意義」現代企業研究会編『日本の企業間関係』中央経済社、1994年。
- 川北英隆「株式安定保有の形成と現状」『証券アナリストジャーナル』1993年6月。
- 川北英隆「株式持ち合い構造の崩壊のメカニズム」『金融財政事情』1994年1月31日。
- 工藤昌宏「企業集团的結合の構造と展開」高田太久吉・ベス・ミンツ、マイケル・シュワーツ編『現代企業の支配とネットワーク』中央大学出版部、1996年。
- 鈴木邦夫「財閥から企業集団・企業系列へ—1940年代後半における企業間結合の解体・再編

過程』『土地制度史学』第 135 号、1992 年 4 月。

高野真「日本企業の株式保有と含み経営」『大和投資資料』1994 年 3 月。

新田敬祐「株主の構成の変容とその影響」ニッセイ基礎研REPORT 2008年2月。

松井和夫「日米企業の株式所有構造と株価形成」(上)『証券経済』128 号、1979 年。

松井和夫「日米企業の株式所有構造と株価形成」(下)『証券経済』128 号、1979 年。

松村勝弘「長期取引関係に裏つけられた株式相互持合い」『同志社商学』48 卷1号、1996 年。

丸山恵也「世界経済危機と多国籍企業」『経済』2012 年 6 月号。

宮島英昭「財閥解体」法政大学産業情報センター、橋本寿郎、武田晴人編『日本経済の発展と企業集団』東京大学出版会、1992 年。

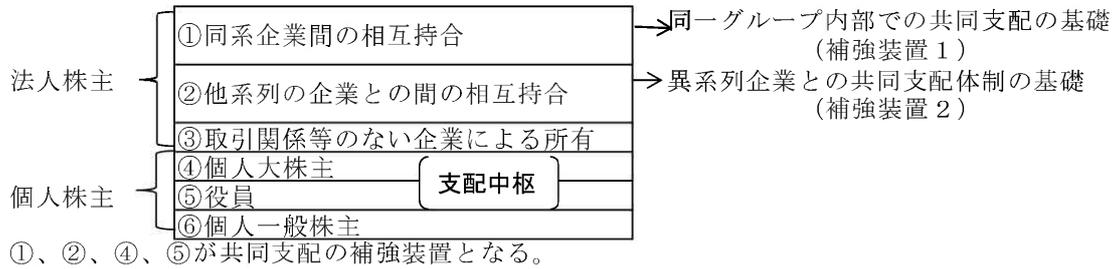
宮島英昭・原村健二・江南喜成(2003)「戦後日本企業の株式所有構造—安定株主の形成と解消—」<財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』December—2003>、2003 年。

森田章「株主権と取締役会の業務執行権」大阪証券取引所『大証金融商品取引法研究会』第1号、2010 年3月。

橘川武郎「戦後型企業集団の形成」法政大学産業情報センター、橋本寿郎、武田晴人編『日本経済の発展と企業集団』東京大学出版会、1992 年。

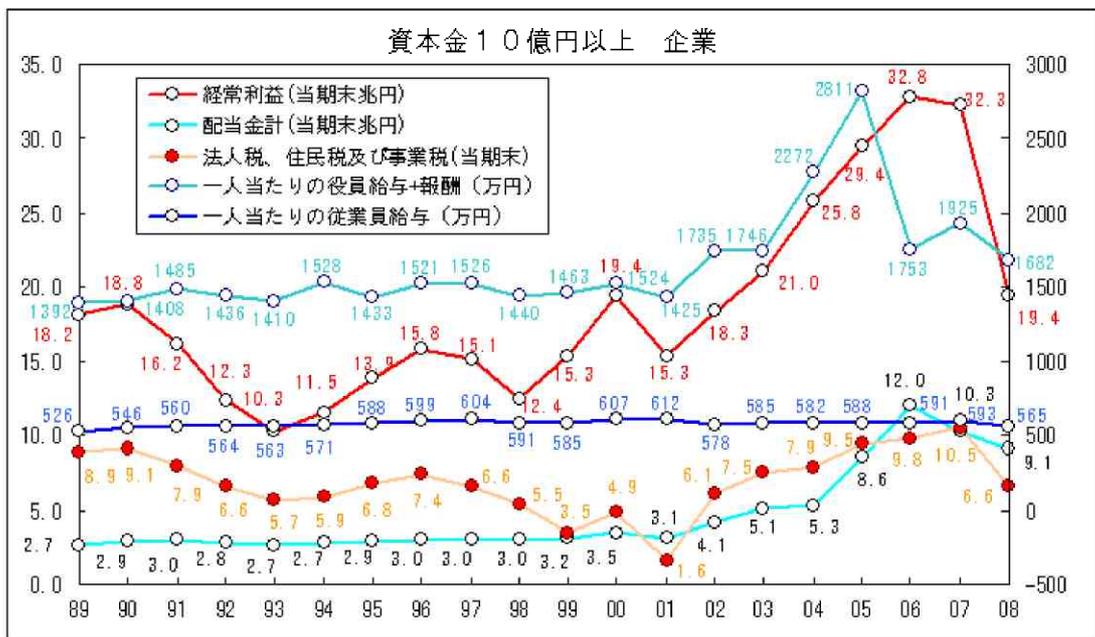
「図表」

図-1：日本企業の支配構造（概念図）



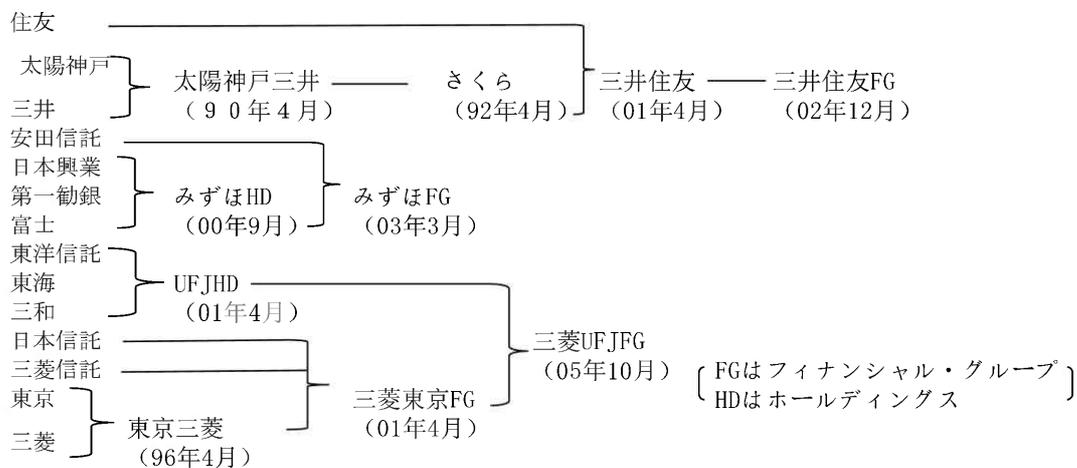
出所：松井和夫「日米企業の株式所有構造と株価形成（上）」（日本証券経済研究所『証券経済』第128号、1979年5月）。

図-2：資本金10億円以上企業の役員給与・報酬の推移



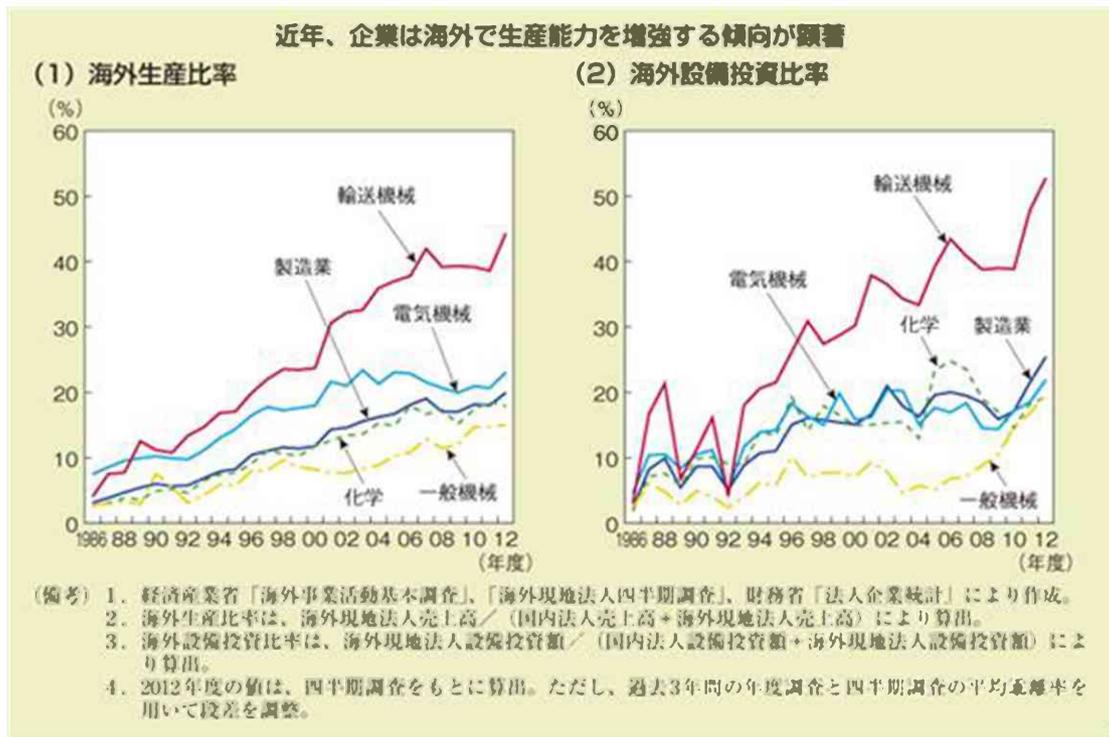
出所：財務省「法人企業統計」により作成。

図-3：3メガバンクへの再編の流れ



出所：『朝日新聞』2005年9月30日付。

図－４：日本企業の海外生産比率と海外設備投資比率の推移



出所：『内閣府年次経済財政報告』、2013年。

表-1:所有者別持株比率の推移

(単位:%)

年度	政府・地方公共団体	金融機関								証券会社	事業法人等	外国法人等	個人・その他
			都銀・地銀等	信託銀行	投資信託	年金信託	生命保険会社	損害保険会社	その他の金融機関				
1949	2.8	9.9	—	—	—	—	—	—	—	12.6	5.6	—	69.1
1950	3.1	12.6	—	—	—	—	—	—	—	11.9	11.0	—	61.3
1955	0.4	23.6	—	—	4.1	—	—	—	—	7.9	13.2	1.7	53.2
1960	0.2	30.6	—	—	7.5	—	—	—	—	3.7	17.8	1.3	46.3
1965	0.2	29.0	—	—	5.6	—	—	—	—	5.8	18.4	1.8	44.8
1970	0.2	32.3	15.4	—	1.4	—	11.1	4.0	1.8	1.2	23.1	3.2	39.9
1975	0.2	36.0	18.0	—	1.6	—	11.5	4.7	1.9	1.4	26.3	2.6	33.5
1980	0.2	38.8	19.2	—	1.5	0.4	12.5	4.9	2.2	1.7	26.0	4.0	29.2
1985	0.8	42.2	21.6	—	1.3	0.7	13.5	4.5	2.6	2.0	24.1	5.7	25.2
1990	0.6	45.2	16.4	9.8	3.6	0.9	13.2	4.1	1.8	1.7	25.2	4.2	23.1
1991	0.6	44.7	16.3	9.7	3.2	1.0	13.2	4.0	1.6	1.5	24.5	5.4	23.2
1992	0.6	44.5	16.2	10.0	3.2	1.1	13.0	4.0	1.3	1.2	24.4	5.5	23.9
1993	0.6	43.8	16.0	10.1	3.0	1.4	12.7	3.8	1.2	1.3	23.9	6.7	23.7
1994	0.7	43.5	15.9	10.6	2.6	1.6	12.2	3.7	1.1	1.1	23.8	7.4	23.5
1995	0.6	41.4	15.4	10.1	2.1	1.8	11.2	3.6	1.2	1.4	23.6	9.4	23.6
1996	0.5	41.3	15.1	10.8	2.0	2.3	10.9	3.4	1.0	1.1	23.8	9.8	23.6
1997	0.5	40.2	14.6	11.1	1.4	3.3	10.2	3.3	1.0	0.8	24.1	9.8	24.6
1998	0.5	39.3	14.0	11.7	1.2	3.8	9.4	3.2	1.0	0.7	24.1	10.0	25.4
1999	0.5	36.1	12.8	10.9	1.6	3.6	8.3	2.9	1.2	0.9	23.7	12.4	26.4
2000	0.4	37.0	11.5	14.3	2.2	4.3	7.6	2.8	0.8	0.8	22.3	13.2	26.3
2001	0.4	36.2	9.4	16.6	2.7	4.9	6.7	2.7	0.7	0.8	23.2	13.7	25.9
2002	0.3	34.1	7.0	18.5	3.4	5.0	5.6	2.4	0.7	0.9	24.8	16.5	23.4
2003	0.3	31.1	5.7	17.4	3.2	4.1	4.9	2.3	0.8	1.1	25.1	19.7	22.7
2004	0.1	17.6	2.7	9.9	2.2	2.1	2.6	1.2	1.2	0.8	18.4	15.0	48.1
2005	0.1	17.5	2.1	10.5	3.8	2.2	2.0	0.9	1.9	1.9	20.4	20.5	39.6
2006	0.2	23.3	3.5	13.6	3.9	2.7	3.6	1.6	1.0	1.8	23.8	24.6	26.4
2007	0.2	23.3	3.5	13.7	3.9	2.8	3.7	1.6	0.8	1.5	24.8	24.7	25.5
2008	0.2	25.5	3.6	15.8	4.1	3.0	3.8	1.5	0.8	1.0	25.2	21.5	26.6
2009	0.2	23.9	3.1	15.1	3.6	2.8	3.5	1.4	0.8	1.5	24.5	22.5	27.3
2010	0.2	22.5	2.8	14.6	3.3	2.7	3.1	1.3	0.7	1.8	24.3	22.2	29.1
2011	0.1	22.9	2.7	15.3	3.4	2.6	3.0	1.2	0.7	2.1	22.5	22.8	29.5

注1:1985年度以降は、単位数ベース、2001年度から単元数ベース。

注2:1985年度以前の信託銀行は、都銀・地銀等に含まれる。

注3:2004年度から平成2009年度までは、ジャスダック証券取引所上場会社分を含む  
出所:全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」、2012年。

表-2:企業集団内株式所有率の推移

(単位:%)

年度	1970年	1975年	1981年	1985年	1987年	1989年	1992年	1996年	1999年
三井	21.17	21.17	23.13	21.61	21.35	19.46	19.29	18.98	三井・三菱・ 住友の平均
三菱	30.26	30.26	36.93	36.94	36.4	35.45	38.21	36.63	
住友	29.58	29.58	36.57	29.68	29.4	27.46	27.95	24.83	芙蓉・三和・ 一勸の平均
芙蓉	18.28	18.82	18.8	17.36	17.11	16.39	16.88	15.28	
三和	20.3	20.3	19.95	18.03	17.05	16.46	16.88	17.14	15.16
一勸	23.77	23.77	17.5	16.78	14.92	14.6	14.24	15.37	
6大企業 集団平均	23.89	23.89	25.48	23.4	22.65	21.64	22.21	21.37	20.05

注1:集団内株式所有率=(メンバー各社の発行済株式のうち集団内メンバー企業によつ

て所有される株式の率)

注1：6大企業集団平均は各集団の集団内所有率の単純平均である。

注2：1977年度以前は上場企業と保険会社についてだけである。

出所：鈴木健『六大企業集団の崩壊』（新日本出版社、2008年）。

表-3：三菱銀行の株式所有 (1992年度)

区分	項目	社数	持株数合計 (百万株)	持株数平均 (千株)	持株率平均 (%)
全上場企業		616	3504	5688	0.85
	三菱グループ内企業	25	938	37520	4.47
	三菱グループ外企業	591	2566	4341	0.65
融資額1位企業		147	1278	8694	4.02
	三菱グループ内企業	127	527	4150	3.96
	三菱グループ外企業	20	750	37548	4.43

注：日本信託は「金曜会」ではないが、集計に加えた。

出所：『企業系列総覧』（東洋経済新報社、1994年）により作成。

表-4：各社の株式被所有 (1992年度)

被所有	所有	金融機関①			その他の法人②			①+②		
		持株比率	株主数	平均	持株比率	株主数	平均	持株比率	株主数	平均
	三菱銀行	35.29	213	0.166	55.1	6567	0.008	90.39	6780	0.013
	三菱商事	65.19	183	0.356	19.98	1028	0.019	85.17	1211	0.07
	三菱重工業	43.8	496	0.088	13.9	4296	0.003	57.7	4792	0.012

出所：各社の「有価証券報告書」1993年3月期により作成。

表-5：三菱商事、三菱重工業の株式所有 (1992年度)

三菱商事	社数	持株数合計 (百万株)	持株数平均 (万株)	取得金額 (億円)	取得金額平均 (億円)
全上場企業	786	1311	1668	4448	5
三菱グループ内企業	21	400	19047	1413	67
三菱重工業					
全上場企業	216	775	350	1400	6
三菱グループ内企業	15	364	2400	620	41

注：三菱グループ内企業数は「有価証券明細表」で確認できるものに限定される。

出所：表-4に同じ。

表-6：事業会社の三菱銀行に対する株式所有と借入 (1992年度)

	持株率①	融資額 (百万)	融資額順	持株数 (千株)	持株率②
三菱重工業	3.02	60670	1	121366	3.6
三菱商事	1.74	169934	1	77200	4.9
新日本製鉄	1.56	44949	4		
旭硝子	1.48			58378	1.99
三菱電機	1.46	39491	1	74365	3.4
三菱地所	1.1	66922	1	58316	4.4
麒麟ビール	1.01	4800	1	50696	4.8
日本郵船	0.94	19446	1	47461	4
味の素	0.71	1320		28354	4.3
近畿日本鉄道	0.7	24800	2	54386	3.57

注1：集団持株率①は事業会社の三菱銀行に対する持株率である。

注2：持株率②、持株数は三菱銀行の事業会社に対するものである。

注3：空白は確認できない項目である。

出所：表-3に同じ。

表-7：三菱銀行の持株率上位50社と下位50社の事業会社 (1992年度)

	平均持株数 (千株)	平均持 株率	平均融資額 (百万)	融資順 1位	持株率順 1位	Aタイプ	Bタイプ
上位50社 (42)	9737	5.02	12310	37社	41社	34社	8社
下位50社 (39)	5574	1.68	9329	7社	7社	6社	44社

注1：Aタイプは三菱グループメンバー企業持株率合計10%以上の企業である。

注2：Bタイプは三菱グループメンバー企業持株率合計10%以下の企業である。

注3：持株率順、持株率順は都市銀行13行に限定される。

注4：括弧のなかは融資額状況が確認できる企業数である。

出所：表-3に同じ。

表-8：都市銀行の事業会社に対する持株率順位と融資額順位との対応 (1992年度)

三菱銀行の持株率上位50社									
融資額順 \ 持株率順	1位	2位	3位	4位	5位	6位	7位	8位	
1位	42行	2行							
2位	11行	21行	4行		1行				
3位		3行	13行	2行	1行				
4位		1行	2行	9	3行	2行			
5位			2行	3行	3行				
6位				1行	1行	1行			
7位								1行	
8位							1行		
合計	53行	27行	21行	15行	9行	3行	1行	1行	
三菱銀行の持株率下位50社									
融資額順 \ 持株率順	1位	2位	3位	4位	5位	6位	7位	8位	
1位	44行	4行	1行						
2位	2行	20行	4行	4行					
3位	1行	3行	17行	4行	1行	2行			
4位		2行	2行	11行	5行				
5位		1行	3行	2行	2行				
6位		1行			1行	1行			
7位							1行		
8位									
合計	47行	31行	27行	21行	9行	3行	1行		

注：融資額順、持株率順は都市銀行に限定されるものである。

出所：表-3に同じ。

表－9：金融機関の三菱商事に対する株式所有と融資（1992年度）

都市銀行	融資額 (百万)	持株率	信託銀行	融資額 (百万)	持株率	生命 保険	融資額 (百万)	持株率	その他	融資額 (百万)	持株率
三菱	169934	4.93	三菱信	98111	5.33	明治	108962	6.1	興銀	112325	1.25
東京	153354	4.86	東洋信	58487	1.55	第一	68020	2.76	長銀	55480	
一勸	135009	3.49	住友信	49194		住友	57993	2.1	農中	15710	
三和	124604	2.45	三井信	35216		日本	35512	3.18	日債銀		
東海	106581	2.11	安田信	18197		安田	20000		東京海上		6.11
さくら	86422	1.38	中央信	13000		太陽	15956	1.93	静岡	39380	
住友	37539	1.25				第百	13822		福岡	30617	
富士	21132	1.32							八十二	21188	
									山口	17985	
									常陽	16101	

注1：持株率は金融機関の三菱重工業に対する持株率である。

注2：空白は確認できない項目である。

出所：『企業系列総覧』（東洋経済新報社、1994年）と三菱商事の「有価証券報告書」（1992年3月期）により作成。

表－10：三菱商事の金融機関に対する株式投資と借入（1992年度）

		融資額（百万）	持株数（千株）	融資額順	持株順
都市銀行	三菱銀行	169934	50260	1	1
	東京銀行	153354	41191	2	2
	一勸銀行	135009	32168	3	3
	三和銀行	124604	20773	4	4
	東海銀行	106581	13323	5	5
	さくら銀行	86422	7031	6	8
	住友銀行	37539	11525	7	7
	富士銀行	21132	13209	8	6
		北海道拓殖銀行		6188	
	大和銀行		3856		
信託銀行	三菱信託銀行	98111	20625	1	1
	住友信託銀行	49194	4109	3	2
長信銀	長銀銀行	55480	7750	2	1
	興銀銀行	112325	7006	1	2
地方銀行	横浜銀行		6013		3
	静岡銀行	39380	3412	1	1
	八十二銀行	21188	1000	3	2

注1：持株数は三菱商事の金融機関に対する株式所有である。

注2：持株順、融資額順はそれぞれの金融部門に限定されるものである。

注3：空白は確認できない項目である。

出所：表－9に同じ。

表-11：金融機関の三菱重工業に対する株式所有と融資 (1992年度)

都市銀行	融資額 (百万)	持株 率	信託銀行	融資額 (百万)	持株 率	生命 保険	融資額 (百万)	持株 率	その他	融資額 (百万)	持株 率
三菱	60670	3.6	三菱信	35513	5.94	明治	30734	3.46	興銀	22945	1.07
さくら	26083		住友信	14492	2.27	日本	20302	2.03	農林中金	15500	0.75
東海	23403		東洋信	4921	1.36	太陽	13286	1.35	長銀	14322	0.89
住友	22903		三井信	4016	1	東邦	7122	0.75	日債銀	1390	
一勸	11248		安田信	2949		住友	3748	1.39	東京海上	6043	2.08
東京	9212		日本信	1780		第一	3474	1.12			
富士	1440		中央信	320	0.94	朝日	3190				
						千代田	2908				
						第百	2126				
						三井	1590				
						富国	1033				

注1：持株率は金融機関の三菱重工業に対する持株率である。

注2：空白は確認できない項目である。

出所：『企業系列総覧』（東洋経済新報社、1994年）と三菱重工業の「有価証券報告書」（1992年3月期）により作成。

表-12：三菱重工業の金融機関に対する株式投資と借入 (1992年度)

	融資額 (百万)	持株数 (千株)	融資額順	持株順
三菱銀行	60670	87019	1	1
東海銀行	23403	14938	3	2
さくら銀行	26083	10829	2	3
住友銀行	22903	8506	4	4
三菱信託	35513	35510	1	1
安田信託	2949	6615	5	2
興銀	22945	26257	1	1
長銀	14322	17102	2	2
日債銀	1390	543	4	3
八十二銀行	3055	7202	5	1
横浜銀行	6486	7003	1	2
東京海上	6043	28948	1	1

注1：持株数は三菱重工業の金融機関に対する株式所有である。

注2：持株順、融資額順は金融各部門に限定されるものである。

出所：表-11に同じ。

表-13：20大株主持ち株率合計の分布 (%)

年次 20大株主 持ち株率合計	1990年	1995年	1998年	2003年	2008年	2010年
30%以下	0.5	1	2	2	5	4
30%~60%	83	84	77	76	73	81
60%以上	16.5	15	21	22	22	15

出所：『企業系列総覧』（東洋経済新報社）、『大株主総覧』（東洋経済新報社）各年版より作成。

表-14: 20 大株主持ち株率に占める各持ち株主主体の割合 (%)

株主主体 年次	事業 会社	銀行	生損保	信託 銀行	自社	持ち株会	外国	その他
1990年	19	24	26	20	0	1	2	8
1995年	19	23	24	20	0	2	5	7
1998年	19	22	22	18	0	2	7	10
2003年	20	15	18	23	2	2	11	9
2008年	21	8	14	26	4	2	16	9
2010年	22	8	12	27	5	3	15	8

出所：表-13 に同じ。

表-15: 20 大株主に占める各持ち株主体の株主数 (延べ株主数)

株主主体 年次	事業 会社	銀行	生損保	信託銀行	自社	持ち株会	外国	その他
1990年	355	769	819	706	0	72	38	221
1995年	354	756	776	773	0	99	194	168
1998年	351	715	726	806	3	113	275	171
2003年	395	474	439	1006	62	86	418	220
2008年	448	373	514	729	83	103	674	206
2010年	378	332	442	696	92	126	686	168

出所：表-13 に同じ。

表-16: 持ち株率 1 位を占める株主主体の変化 (%)

年次 株主主体	1995年	1998年	2003年	2008年	2010年
銀行	98	98	96	94	94
生損保	97	95	89	90	91

注1: 持ち株率 1 位は「銀行、生損保株主の中での持ち株率 1 位」を指す。

注2: 比率は全サンプル企業の中で、持ち株率 1 位を占める株主主体が変わらなかった企業の割合。

出所：表-13 に同じ。

表-17：生保の議決権行使状況

社名	基準・ガイドライン	スクリーニング	代表的な反対議案	備考
日本生命	議決権行使精査要領	あり	<ul style="list-style-type: none"> <li>退職慰労金（業績不振）</li> <li>剰余金処分（低配当）</li> <li>買収防衛策（金品付与）</li> </ul>	
第一生命	議決権行使規程 議決権行使ガイドライン	<ul style="list-style-type: none"> <li>株価・財務</li> <li>不祥事</li> <li>重要議案</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ストックオプション（監査役）</li> <li>剰余金処分（低配当）</li> <li>買収防衛策（業績不振）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2013年以降も厳格化を予定（長期在籍の監査役）</li> </ul>
明治安田生命	社内ルールを整備	あり	<ul style="list-style-type: none"> <li>ストックオプション（社外者）</li> <li>退職慰労金（業績不振）</li> </ul>	
住友生命	議決権行使ガイドライン	<ul style="list-style-type: none"> <li>業績・財務</li> <li>資本政策、利益還元</li> <li>コンプライアンス体制</li> </ul>		
大同生命	議決権行使要領 議決権行使ガイドライン		<ul style="list-style-type: none"> <li>取締役選任（利益還元姿勢）</li> <li>退職慰労金（業績不振）</li> </ul>	
太陽生命	行使基準		<ul style="list-style-type: none"> <li>退職慰労金（無配当）</li> <li>増資（希薄化）</li> <li>事業譲渡（株主利益）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>PRI署名機関としてESGに配慮した議決権行使</li> </ul>
富国生命	議決権行使基準	<ul style="list-style-type: none"> <li>業績・財務</li> <li>利益還元</li> <li>法令違反</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>退職慰労金（業績不振）</li> <li>剰余金処分（低配当）</li> <li>ストックオプション（希薄化）</li> </ul>	

出所：野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成資料。

表-18：外国株主の分類（2011年3月期）

外国株主		延べ株主数
外国系事業会社		17
外国系証券会社		33
ADR(米国預託証券)		19
外国系投資ファンド		617
内訳	独立系投資ファンド	21
	政府系投資ファンド	133
	銀行系投資ファンド	463
合計		686

出所：表13に同じ。

表-19：銀行系投資ファンドの一覧表

(2011年3月期)

銀行名	株主名義の冒頭	株主数	備考
ステート・ストリート・バンク	ステート・ストリート・バンク、メリルリンチ	221	ステート・ストリート・バンクはアメリカの大手金融機関である。
BONYメロン	BONY、メロンバンク・メロン、バンク・オブ・ニューヨーク	83	アメリカの3メガバンクの一つである。
J Pモルガン・チェース・バンク	J Pモルガン・チェース・バンク、チェース、チェース・マンハッタン・バンク	76	JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーは米国ニューヨークに本社を置く世界有数のグローバル総合金融サービス会社です
ブラウン・ブラザーズ・ハリマン	B B H	22	英米系の投資銀行であり、アメリカの最古かつ最大のプライベート・バンクである
ノーザン・トラスト・カンパニー	ノーザン・トラスト	19	アメリカの投資銀行
クレディ・スイス・グループAG	クレディスイス	10	スイスのチューリッヒに本社を置く銀行
モルガン・スタンレー	モルガン・スタンレー	9	略称：MS。アメリカ・ニューヨークに本拠を置く世界的な金融機関グループである。投資銀行業務ではゴールドマン・サックス、JPモルガンらとともに世界最高と並び称される
BNPパリバ	B N Pパリバ	5	パリに本拠を置く世界有数の金融グループの一つである
HSBCホールディングス	H S B C	5	イギリス、ロンドン、カナリー・ワーフに本社を置く世界最大級の金融（商業銀行を主体とする）グループである
カナダロイヤル銀行	R B C	3	略称：RBC。モントリオールとトロントに本社を置く世界有数の金融グループの一つである。カナダ五大銀行の一角を占めている。
ゴールドマン・サックス	ゴールドマン・サックス	3	アメリカの金融グループであり、世界最大級の投資銀行である。
UBS AG	UBS	2	スイスに本拠を置く世界有数の規模を持つ銀行（ユニバーサル・バンク）である。
ドイツ銀行	ドイツ銀行	2	ドイツ3大銀行の一つである。
バークレイズ	バークレイズ	1	バークレイズ (Barclays PLC) は、イギリス・ロンドンに本拠を置く国際金融グループである。
シティバンク	シティバンク	1	アメリカの3メガバンクの一つである。
ラボバンク	ラボバンク	1	オランダの総合金融機関である。

出所：『大株主総覧』（東洋経済新報社）2013年版により作成。

表-20：筆頭株主持株率の推移

(%)

銀行	1970年	1980年	1990年	2000年	2003年	2008年	2010年
三菱銀行	5.8	5.95	5.66	5.3	5.4	4.8	6
東京銀行	4.9	6.2	5.76				
三菱信託	7.6	6.23	4.86	4.51			
日本信託	9	8.7	5.48	82.26	4.5		
三和銀行	3.3	4.27	4.5	4.03			
東海銀行	3.2	3.79	4.97	5.09	4.5		
東洋信託	10	8.65	4.92	12.04			
三井銀行	4.1	4.98	3.5	3.61	4.4	6.3	6.2
神戸銀行	3.8	4.56					
太陽銀行	6.4						
住友銀行	3.3	5.58	6.08	5.41			
第一勸業	3.5	4.43	4.46	4.58	10.92	6.14	5.67
富士銀行	3.4	4.49	4.9	6.3			
日本興業銀行	4.5	4.68	4.92	6.21			
安田信託	4.2	3.29	3.99	56.37			

出所：各行の『有価証券報告書』により作成。

表-21：筆頭株主変化の推移

銀行	筆頭株主の名称						
	1970年	1980年	1990年	2000年	2003年	2008年	2010年
三菱銀行	明治生命	明治生命	明治生命	明治生命	日本トラスティ・サービス信託銀行信託口	日本トラスティ・サービス信託銀行信託口	日本トラスティ・サービス信託銀行信託口
東京銀行	明治生命	明治生命	明治生命	明治生命			
三菱信託	明治生命	明治生命	明治生命	東京三菱銀行	ディービー・ゼネラル・ノントリーティ	日本トラスティ・サービス信託銀行信託口	日本トラスティ・サービス信託銀行信託口
日本信託	三菱銀行	三菱銀行	第百生命	東京三菱銀行			
三和銀行	日本生命	日本生命	日本生命	日本生命	ディービー・ゼネラル・ノントリーティ	日本トラスティ・サービス信託銀行信託口	日本トラスティ・サービス信託銀行信託口
東海銀行	千代田生命	千代田生命	トヨタ自動車	トヨタ自動車			
東洋信託	三和銀行	三和銀行	三和銀行	三和銀行	日本トラスティ・サービス信託銀行信託口	日本トラスティ・サービス信託銀行信託口	日本トラスティ・サービス信託銀行信託口
三井銀行	三井生命	三井生命	三井生命	日本生命			
神戸銀行	川崎製鉄	太陽生命					
太陽銀行	太陽生命				みずほホールディングス	日本トラスティ・サービス信託銀行信託口	日本トラスティ・サービス信託銀行信託口
住友銀行	住友生命	住友生命	住友生命	住友生命			
第一勸業	朝日生命	朝日生命	朝日生命	朝日生命	みずほホールディングス	日本トラスティ・サービス信託銀行信託口	日本トラスティ・サービス信託銀行信託口
富士銀行	日本鋼管	安田生命	安田生命	安田生命			
日本興業銀行	明治生命	明治生命	明治生命	第一生命			
安田信託	日本鋼管	安田生命	安田生命	富士銀行			

出所：表-20 に同じ。

表-22：10大株主の持株率合計の推移

(%)

銀行 \ 年度	1970年	1980年	1990年	2000年	2003年	2008年	2010年
三菱銀行	28.6	30.57	28.15	24.31	24.3	27.1	23.1
東京銀行	30.1	30.94	28.93				
三菱信託	26.5	26.16	24.49	24.04			
日本信託	27.6	31.13	26.09	85.96			
三和銀行	22.8	23.58	23.2	23.48	21.3		
東海銀行	20.9	24.28	24.26	22.87			
東洋信託	40	34.1	27.46	31.17			
三井銀行	25.6	27.9	21.85	23.33	23.2	24.5	22.5
神戸銀行	25.4	23.75					
太陽銀行	26.8						
住友銀行	26.4	28.42					
第一勧業	21.8	22.55	22.01	23.08	27.24	23.2	19.91
富士銀行	24.8	25.71	23.56	24.86			
日本興業銀行	24.4	22.89	22.4	24.31			
安田信託銀行	23.2	24.5	23.31	67.47			

出所：表-20に同じ。

表-23：20大株主持株率合計の推移

(%)

銀行 \ 年度	1970年	1980年	1990年	2000年	2003年	2008年	2010年
三菱銀行	37.7	42.41	41.18	32.39	31	34.7	30.7
東京銀行							
三菱信託	34.8	35.6	31.89				
日本信託	37.2		35.23	87.65			
三和銀行	34.9	35.86	34.07	35.93	28		
東海銀行	29.9	33.97	32.45	31.13			
東洋信託	48	42.81	37.19				
三井銀行	36.3	39.15	30.34	32.27	30	32.7	30.9
神戸銀行		34.92					
太陽銀行	37.8						
住友銀行	42.6	43.44					
第一勧業	32)	32.65	30.81	32.25			
富士銀行	36.9)	37.52	34.57	35.09			
日本興業銀行	32.6)	31.06	30.33	32.6			
安田信託銀行	32.3)	33.85	33.06	71.35			

出所：表-20に同じ。

表-24：3メガバンクの20大株主の分類

(2011年3月期)

	2003年		三菱UFJFG 2008年		2010年	
	株主名義	株主数	株主名義	株主数	株主名義	株主数
系列所有	日本生命など	13	日本生命など	6	日本生命など	5
自己所有	日本マスタートラストなど	2	日本マスタートラストなど	3	日本マスタートラストなど	1
国内銀行	三井住友トラストホールディングス	3	三井住友トラストホールディングス	3	三井住友トラストホールディングス	4
外国銀行	BNYメロン・グループ	1	ステート・ストリート・バンク	4	ステート・ストリート・バンク	6
			BNYメロン・グループ	2	BNYメロン・グループ	2
			JPモルガン・チェース	1	JPモルガン・チェース	1
			SSBT・0D05オムニバスアカウントトリーティ	1	SSBT・0D05オムニバスアカウントトリーティ	1
三井住友FG						
系列所有	住友生命など	11	住友生命など	3	日本生命	1
自己所有	なし	0	三井住友銀行など	2	三井住友銀行など	2
国内銀行	三井住友トラストホールディングス	4	三井住友トラストホールディングス	3	三井住友トラストホールディングス	3
外国銀行	三菱UFJFG	3	三菱UFJFG	2	三菱UFJFG	1
			みずほFG	1	みずほFG	1
			ステート・ストリート・バンク	3	ステート・ストリート・バンク	6
			JPモルガン・チェース	3	BNYメロン・グループ	1
			BNYメロン・グループ	2	JPモルガン・チェース	1
					パークレイズ	1
					シティバンク	1
その他	野村証券	1	なし	0	なし	0
みずほFG						
系列所有	第一生命など	6	第一生命など	2	第一生命 (1)	1
自己所有	みずほホールディングス	1	みずほ信託	1	なし	0
国内銀行	三井住友トラストホールディングス	1	三井住友トラストホールディングス	2	三井住友トラストホールディングス	4
外国銀行	三菱UFJFG	2	三菱UFJFG	1	三菱UFJFG	1
			BNYメロン・グループ	2	ステート・ストリート・バンク	2
			ドイツ銀行	1	パークレイズ	1
				SSBT・0D05オムニバスアカウントトリーティ	1	
				モルガン・スタンレー	1	

出所：表-19に同じ。

表-25：大企業の収益構造

項 目年度	営業利益 (当期末) 【百万円】	営業外収益 (当期末) 【百万円】	営業外費用 (当期末) 【百万円】	経常利益 (当期末) 【百万円】
1980年度	13,516,621	5,814,829	10,010,647	9,320,803
1981年度	13,244,799	5,498,363	10,779,384	7,963,778
1982年度	12,538,001	5,607,014	10,272,540	7,872,475
1983年度	13,071,317	5,958,077	10,014,528	9,014,866
1984年度	14,964,294	6,152,455	10,029,165	11,087,584
1985年度	14,583,257	7,348,364	10,558,533	11,373,088
1986年度	12,671,614	7,652,582	9,976,754	10,347,442
1987年度	14,751,699	7,446,507	9,578,312	12,619,894
1988年度	18,537,077	7,781,570	10,188,958	16,129,689
1989年度	20,406,312	9,976,513	12,228,615	18,154,210
1990年度	21,958,167	11,854,036	15,032,441	18,779,762
1991年度	20,954,988	11,352,618	16,097,157	16,210,449
1992年度	17,416,741	9,302,945	14,383,786	12,335,900
1993年度	14,891,026	8,487,675	13,084,887	10,293,814
1994年度	16,668,961	7,313,728	12,464,783	11,517,906
1995年度	18,250,369	6,780,558	11,125,965	13,904,962
1996年度	19,572,346	6,701,176	10,493,180	15,780,342
1997年度	18,701,116	6,760,999	10,351,002	15,111,113
1998年度	15,700,725	6,848,502	10,101,134	12,448,093
1999年度	18,164,497	6,859,049	9,679,030	15,344,516
2000年度	21,639,082	6,721,630	8,966,198	19,394,514
2001年度	17,094,949	6,423,886	8,185,113	15,333,722
2002年度	19,979,207	5,895,134	7,526,298	18,348,043
2003年度	22,183,477	5,913,733	7,105,352	20,991,858
2004年度	25,640,927	6,745,586	6,601,180	25,785,333
2005年度	27,758,687	8,046,217	6,372,323	29,432,581
2006年度	30,181,284	8,943,131	6,290,261	32,834,154
2007年度	29,583,944	10,091,080	7,396,051	32,278,973
2008年度	16,027,643	11,216,082	7,813,557	19,430,168
2009年度	15,110,541	9,296,356	6,508,995	17,897,902
2010年度	22,955,757	9,221,297	6,242,583	25,934,471
2011年度	19,655,873	10,307,818	5,981,222	23,982,469
2012年度	20,494,968	11,216,426	5,740,527	25,970,867
2013年度	27,770,747	12,904,858	5,857,314	34,818,291

注：資本金 10 億円以上の大企業の集計。

出所：図-2に同じ。

表-26：大企業の保有する金融資産

項 目年度	株式 (当期末流動資産) 【百万円】	公社債 (当期末流動資産) 【百万円】	その他の有価証券 (当期末流動資産) 【百万円】	株式 (当期末固定資産) 【百万円】	公社債 (当期末固定資産) 【百万円】	その他の有価証券 (当期末固定資産) 【百万円】
1980年度	2,269,937	6,176,003	194,752	9,839,796	1,337,864	404,987
1981年度	2,633,076	6,107,974	212,967	10,839,467	1,497,269	426,055
1982年度	2,768,896	6,200,751	188,457	11,752,921	1,596,653	466,170
1983年度	2,953,155	7,142,913	490,098	12,611,389	1,758,356	501,834
1984年度	3,311,540	7,491,577	656,463	13,836,087	1,822,061	609,380
1985年度	3,991,787	7,338,898	663,644	14,532,031	1,874,160	807,148
1986年度	5,225,831	8,287,148	1,234,446	15,744,667	1,864,418	1,228,762
1987年度	6,959,793	7,646,106	1,705,123	17,965,850	2,003,748	1,734,948
1988年度	8,515,315	7,276,132	2,012,419	21,655,955	2,663,134	2,302,260
1989年度	10,490,959	6,887,774	2,610,108	27,536,746	3,429,422	2,602,810
1990年度	11,802,726	7,713,113	2,722,917	33,422,900	3,493,277	2,693,684
1991年度	11,939,622	8,462,451	2,743,516	37,199,993	3,387,650	2,654,121
1992年度	12,184,310	8,365,340	3,760,263	39,941,520	2,733,235	2,086,955
1993年度	12,609,913	7,391,678	4,693,661	41,745,244	2,805,694	1,318,814
1994年度	12,700,217	7,348,075	4,488,182	43,996,327	3,258,068	1,202,264
1995年度	12,845,584	7,865,282	5,376,514	45,328,602	3,606,344	1,223,012
1996年度	12,856,335	7,511,788	5,844,477	48,396,803	3,487,504	1,092,882
1997年度	11,881,135	7,687,322	5,504,195	49,652,218	3,332,278	1,054,499
1998年度	10,782,982	6,833,619	6,015,542	52,859,250	3,371,761	1,035,194
1999年度	9,106,842	6,253,997	7,406,320	60,993,926	3,445,507	1,208,795
2000年度	1,271,144	3,735,015	6,151,975	79,650,955	4,922,976	1,846,784
2001年度	243,781	2,979,817	4,367,007	79,201,565	5,034,280	2,538,765
2002年度	345,757	2,783,931	3,705,310	75,174,527	4,535,588	2,391,661
2003年度	199,420	2,636,787	3,476,732	88,733,171	4,182,504	2,569,103
2004年度	275,015	3,514,301	2,750,729	95,655,433	4,659,790	3,135,400
2005年度	696,856	3,376,166	3,123,294	110,400,473	5,059,388	3,623,777
2006年度	238,506	3,635,684	3,900,361	117,703,274	5,323,891	4,022,440
2007年度	362,836	3,827,519	7,405,939	114,809,124	5,333,573	3,887,529
2008年度	643,090	3,645,566	8,333,506	136,145,535	4,174,810	3,607,230
2009年度	517,016	4,461,790	8,719,243	161,398,122	4,325,671	4,084,960
2010年度	502,457	3,792,300	9,146,704	167,214,616	5,703,787	4,470,707
2011年度	490,185	4,046,984	9,745,237	173,071,007	5,600,850	4,434,905
2012年度	483,226	3,647,147	10,619,802	184,712,645	5,253,562	4,621,940
2013年度	679,237	4,089,996	11,258,882	195,758,398	5,898,646	4,842,613

注：資本金10億円以上の大企業の集計。

出所：図-2に同じ。