

大手事業会社の株式所有構造の変化

周 家 星

目次

はじめに

第1節 分析対象の限定と分析の方法

第2節 大手事業会社の株式所有構造の変化の実態

第3節 機関投資家の性格

第4節 国内の機関投資家の実体と性格

第5節 外国株主の実体と性格

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。

小論では、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。

まず、第1の問題について、大手事業会社の20大株主の構成と持ち株率の変化の実態を分析することによって、次のことが明らかになった。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いうことである。また、伝統的な安定株主による持分だけで、経

キーワード：大手事業会社、株式所有構造、安定株主、機関投資家、外国株主

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。

次に、第2の問題についてであるが、内外の機関投資家の実体と性格を分析すると、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。

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。東証によって発表された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。

第2は、外国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。前掲「株式分布状況調査」によると、外国株主の持株率は1990年の4.2%から、2010年の22.2%にまで激増した。信託銀行の持株率は1990年の9.8%（投信3.6%、年金0.9%）から、2010年の14.6%（投信3.3%、年金2.7%）に微増しただけである。ただ、個別企業の20大株主をみると、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といった3つの信託銀行はほとんどの大企業の大株主として登場してきたことがわかる。

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」¹⁾の「弛緩」「解消」ということになる

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厳密に区別される。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

が、そうすると、ここには解明されるべき1つの理論上の問題が浮かび上がることになる。法人株主構造の「弛緩」「解消」にもかかわらず、なお安定株主構造は維持されているのかどうかという問題である。

法人による株式所有、法人所有を中心とする株式所有構造が当該企業の経営陣の地位を安定的に支える安定株主構造としての役割を演じることについて、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、法人株主構造は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。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じるだけでなく、大企業の成長を支える条件としても大きな役割を演じてきた。だが、株式所有構造が大きな変化を遂げた今日、大企業の安定株主構造が、かつてと同様の構造を維持し、かつてと同じ役割を演じているとは考えられない。

日本における株式所有構造に関する研究には長い歴史があり、多くの成果が蓄積されてきた。90年代以後の株式所有構造の変化についても、多くの研究者は関心を払い、さまざまな視点から分析を続けてきた。ただ、研究の多くは法人株主構造の「弛緩」「解消」が核の部分まで進んでいるか否かという問題や大企業の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。

小論では、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。

人資本主義の構造』日本評論社 1975年)。

検討すべき課題は2つである。第1は、銀行、生損保などの法人株主が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。第2は、大株主として新たに登場してきた内外の機関投資家は安定株主としてとらえられるのかどうかという問題である。言い換えれば、法人所有を安定株主構造の1つの形とすれば、法人所有という形の安定株主構造はそのまま残されているのか、あるいは、法人所有とは異なる別の形の安定株主構造が形成されたのかという問題である。

小論の構成は以下の通りである。第1節では、小論で取り上げたサンプル企業と分析の方法について説明する。第2節では、大手事業会社の20大株主の構成と持ち株率の変化の実態を明らかにする。第3節では、内外の機関投資家と投資先企業との関係を検討し、機関投資家の性格を明らかにする。第4節では、大手事業会社の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。第5節では、外国株主の実体と性格を検討する。

第1節 分析対象の限定と分析の方法

本節では、小論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、小論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。

小論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²⁾。そのため、サンプル企業数は年によって

2) 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。

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。

小論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。实体经济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平均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等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なりの程度反映しているという前提のもとに議論を進めている。

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。

なお、小論では、3メガバンクを含む大手銀行・金融機関の株主構造は分析の対象に入っていない。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が、この点は今後の課題としたい。

2. 分析の方法について

次に、小論で取り上げる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。

小論では、1990年から2010年までの20年間を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を分析し、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1: 20大株主持ち株率合計の分布

(%)

20大株主 持ち株率合計	年次					
	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)より作成。

表1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ち株率合計を見れば、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。

表2: 20大株主持ち株率合計に占める各持ち株主体の割合

(%)

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	証券 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1に同じ。

さらに、表2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2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

表3：20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	証券 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1に同じ。

(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2、表3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。メディア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社も見られなかつ

た³⁾。

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」⁴⁾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2、表3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4：持ち株率1位を占める株主体の変化 (%)

年次 株主体	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位を占める株主体が変わらなかった企業の割合。

出所：表1に同じ。

表4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

3) 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。

4) 宮島英昭・黒木文明, 前掲論文, 45頁。

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4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見られる。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2、表3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2、表3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、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2、表3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はない。ファンドであれば、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。

だが、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のは周知である。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のだと言われている。

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/ROA⁵⁾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⁶⁾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り行われるが（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

5) 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。

6) 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。

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粹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」⁷⁾。

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⁸⁾。川北英隆氏が指摘したように、これまで保険会社は機

7) 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。

8) 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。

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⁹⁾。

表5：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	・退職慰労金(業績不振) ・剰余金処分(低配当) ・買収防衛策(金品付与)	
第一生命	議決権行使規程 議決権行使ガイドライン	・株価財政 ・不祥事 ・重要議案	・ストックオプション(監査役) ・剰余金処分(低配当) ・買収防衛策(業績不振)	・2013年以降も厳格化を予定(長期在籍の監査役)
明治安田生命	社内ルールを整備	あり	・ストックオプション(社外者) ・退職慰労金(業績不振)	
住友生命	議決権行使ガイドライン	・業績・財政 ・資本政策、利益還元 ・コンプライアンス体制		
大同生命	議決権行使要領 議決権行使ガイドライン		・取締役選任(利益還元姿勢) ・退職慰労金(業績不振)	
太陽生命	行使基準		・退職慰労金(無配当) ・増資(希薄化) ・事業譲渡(株主利益)	・PRI署名機関としてESGに配慮した議決権行使
富国生命	議決権行使基準	・業務・財政 ・利益還元 ・法令違反	・退職慰労金(業績不振) ・剰余金処分(低配当) ・ストックオプション(希薄化)	

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

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5は生保各社が議決権行使の基本的な考え方等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5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。

9) 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。

「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付くものと考えております」¹⁰⁾。

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年に三井住友トラスト・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

10) 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)

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。三井住友トラスト・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¹¹⁾。

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、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

11) 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。

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6が示すように、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。

表6：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1に同じ。

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、バークレイズ・キャピタル証券、ドイツ証券、三菱UFJモルガン・スタンレー証券、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手銀行・金融機関の在日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、バークレイズ、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メロンフォーデポ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が見られた。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)¹²⁾

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、タムツー、ニッポンベスト、ハイアットである¹³⁾。

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)

12) 括弧中の数字は延べ株主数である。

13) 「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)。

SSBT・OD 05・オムニバスアカウントトリートイ、OD 05・オムニバスチャイナトリートイ 808150、オーエム 04・エスエスピー・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¹⁴⁾。

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・OD 05」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を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主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」¹⁵⁾。

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。

14) 「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)。

15) 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。

「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」¹⁶⁾。

(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 6 が示すように、大手事業会社の 2011 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 7 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 7 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。

16) 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。

表7：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。
JPモルガン・チェース・バンク	JP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	BBH	22	英米系の投資銀行であり, アメリカの最古かつ最大手のプライベート・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	BNP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	HSBC	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	RBC	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：表1に同じ。

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¹⁷⁾。

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

17) 『日本経済新聞』朝刊、2006年6月15日。

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核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。

(しゅう・かせい／経済学研究科博士後期課程／2014年12月22日受理)

Changes in Shareholder Structure in Japan's Large Enterprises

ZHOU Jiaying

Since the 1990s, important changes have occurred in the stock ownership structure of large enterprises in Japan. One of the most significant changes can be summarized briefly as the declining share of corporate shareholders on the one hand, and the increasing share of domestic and international institutional investors on the other.

This article reviews two problems caused by the changing structure of shareholders. The first is whether banks and insurance companies will continue to play the role of shareholders loyal to management. The second problem is whether the new major investors can be considered to be stable and long-term investors.

Regarding the first problem, analysis of changes in the composition and shareholding ratio of twenty major shareholders in Japan's large enterprises points to the conclusion that although the ratio of shares held by banks and insurance companies has declined significantly, they continue to hold a very important position amongst loyal shareholders. In this context, it is clear that solid support for enterprise management cannot depend solely on the shareholding ratio of the traditional loyal stockholders.

Regarding the second problem, analysis of the substance and nature of large institutional investors indicates that their investment judgment and exercise of voting rights are heavily influenced by the stance of their parent companies, which are domestic and international mega banks and financial groups. In addition, it is important to note that the investment decisions and voting behavior of mega banks and financial groups are based not only on their interest as stakeholders but also on careful attention to relations with the enterprise concerned.