

日本の株式所有の歴史的構造（5）

—バブル経済期における株式所有構造—

増尾 賢 一

- 〈目次〉
- I. バブル経済と株式所有の概要
 - II. 経済状況と株式所有
 - 1. 資本の膨張
 - 2. エクイティ・ファイナンスの活発化
 - 3. 投資信託の増大と特金、金外信の流行
 - III. 独占禁止法の改正
 - IV. バブル経済期における所有者別持株比率の推移
 - V. バブル経済期における企業集団および企業グループの株式所有構造の変化
 - 1. 旧財閥系企業集団の株式所有構造の変化
 - (1) 三菱グループの株式所有関係の変化—1982年度と1989年度の比較分析—
 - (2) 三井グループの株式所有関係の変化—1982年度と1989年度の比較分析—
 - (3) 住友グループの株式所有関係の変化—1982年度と1989年度の比較分析—
 - 2. 銀行系企業集団の株式持合い比率の変化と株式所有構造
 - (1) 銀行系企業集団の株式持合い比率の変化—1982年度～1989年度—
 - (2) 1989年度における芙蓉グループの株式所有関係
 - (3) 1989年度における三和グループの株式所有関係
 - (4) 1989年度における第一勧銀グループの株式所有関係
 - VI. 小括

I. バブル経済と株式所有の概要

1980年代中期から後期にかけて、日本経済は「バブル経済期」を迎えた。バブル経済とは、株価や地価等の資産価格がファンダメンタルズから大幅に乖離して高騰した経済をいい、投資や投機等により資本があわのように膨れ上がった経済状態をいう¹⁾。株価についてみれば、日経平均株価は大幅に上昇し、1989年12月末には38,915円という最高値を記録した。

これは1985年9月に行われたプラザ合意に端を発している。プラザ合意によりドル高是正のための為替調整が進められ、円は85年9月の1ドル240円から約2年半で1ドル120円台まで急騰した。同時に、急激な円高にともなう円高不況を回避するため、あるいは国内需要を拡大するため、公定歩合が86年1月に5%から4.5%に引下げられ、さらに87年2月に3%から2.5%に引下げられ、低金利の公定歩合による金融緩和政策が始まった。そして、この2.5%という公定歩合は89年5月に2.5%から3.25%へ引上げられるまで、実に2年3ヶ月もの長期間に渡って続いた。この低金利の公定歩合による金融緩和政策により、国内市場には通貨が大量に出回り、それが過剰流動性を生み出し、その資金が株式市場に向かい、株価が急騰、高株価状況を作り出した。また、景気拡大期における企業の好業績や貿易収支の大幅黒字などにより、企業には膨大な余剰資金が生じていた。この余剰資金を使って株式投資を一層推進するとともに、投資信託や特金、金外信等の投機を積極化し、株価をさらにつり上げていった。同時に、企業は時価発行増資、転換社債(CB)の発行、新株引受権付社債(ワラント債:WB)の発行という、いわゆるエクイティ・ファイナンスを盛んに行い、低コストで大量の資金調達を実現した。こうして調達された大量の資金も、株式投資や株式持合い、あるいは投機のために使われ、またエクイティ・ファイナンスにより発行された株式は、高株価維持のために安定株主へはめ込まれていった²⁾。

つまり、株式持合いの安定株主工作により、市場全体の株式の需給関係を逼迫化させ、浮動株を減少させ、そこで投資信託や特金、金外信等の投機を積極化して株価を騰貴させる。そして高株価状況で企業はエクイティ・ファイナンスを行い低コストで大量の資金調達をし、調達資金でさらに株式投資、投機を行い、発行した株式を高株価維持のため安定株主にはめ込んでいくという構造を作り上げていったのである。

そこで本論文では、バブル経済期、すなわち1980年代中期から後期までを主な対象とし、この時期における経済状況と市場全体の株式所有状況を把握した上で、企業集団や企業グループに焦点をあて、その株式所有構造の変化を中心として、わが国における株式所有構造を明らかにしていく。

II. 経済状況と株式所有

1. 資本の膨張

戦後の日本は、他の資本主義国に比べ出遅れたため、急速な経済発展または企業成長を目指す上で、まず金融機関、特に銀行を育成強化した。そして多くの企業はその資金調達において銀行借入に大きく依存するいわゆる間接金融が主流であった。その後、経済発展、高度経済成長とともに大企業の資本蓄積が進んでいき、ついに1970年頃には、わが国資本主義経済が成熟期を迎えた。すなわち、この時、大企業の資本蓄積がある程度達成され、余剰資金を生み出すまでになり、日本経済は資金不足経済から資金余剰経済へと変貌したのである。このことが大企業の金融的成熟化、金融的自立化をもたらし、大企業のファイナンスは間接金融から直接金融へシフトしていった。つまり、企業は資金調達において自ら市場を利用するようになり、また運用においても手元の余剰資金を市場で運用し、そのポートフォリオを管理するようになった³⁾。

1) バブル経済の定義には、「株式、債券、土地、建物、絵画などの資産価格が投機目的で異常に上昇し続けること」や「経済合理性に基づく経済理論で説明できない資産価格の騰貴」、「資産価格がファンダメンタルズから遊離して上昇すること」など様々あり、一概に定義づけることは難しい。本論文では、株式所有の視点から、特に株式価格に着目し、バブル経済を、株価等の資産価格がファンダメンタルズから大幅に乖離して高騰する経済をいう、というように捉えている。

2) 箕輪徳二（1997, pp. 227-228）を参照している。

3) 鈴木芳徳（2004, pp. 125-132）を参照している。

そして1970年代から80年代にかけて、直接金融のなかでも、特に時価発行増資、転換社債の発行、新株引受権付社債の発行という、いわゆるエクイティ・ファイナンスが行われるようになり、これにより大企業の資本蓄積がさらに進み、80年代中期から後期にかけてのバブル経済期には、余剰資金が膨大となり、この持て余した資金を株式投資、投機や土地投資に向けることによって、それらの価格が騰貴し、資本があわのように膨れ上がっていったのである。

2. エクイティ・ファイナンスの活発化

1970年代から80年代にかけて、時価発行増資、転換社債の発行、新株引受権付社債の発行という、いわゆるエクイティ・ファイナンスが行われるようになり、特に80年代は活発化した。

時価発行増資は1968年に日本楽器が初めて実施し、それから続々と時価発行増資をする企業が増え、普及していった⁴⁾。そして時価発行増資が普及してくると、いわゆる高株価維持のために、発行会社による企業へのはめ込みが盛んに行われた。つまり、市場から浮動株を吸い上げて関係先の安定株主に持ってもらい、需給関係から株価をつり上げ、そこで有利な状況で時価発行増資を行

い、低コストで巨額の資金調達を可能とした。さらに時価発行増資株についても関係する安定株主に持たせるということが流行したのである。これが当時「高株価経営」といわれて大流行した。

転換社債は一定の条件の下、転換価格で株式に転換できる社債で、高株価になればなるほど投資家にとっても、発行会社にとっても有利に働く。そこで転換社債を発行する会社は株価を高くするため安定株主工作を行った。転換社債の発行は1970年代に入って増加しはじめ、1983年度になると有償増資額を上回るまでに増大した。そして国内だけでなく、海外市場でも大量に発行された。

新株引受権付社債は一定の条件の下、行使価格で新株を引き受けることができる権利がついた社債であり、高株価になればなるほど発行会社にとって有利に働く。そこで発行会社は株価を高くするため安定株主工作を行った。新株引受権付社債は1981年の商法改正により発行が可能となり、国内のみでなく海外での発行も積極的に行われた。

具体的にバブル経済期における国内だけを見ても、有償増資（時価発行増資）で1987年度20,839億円、88年度45,625億円、89年度75,630億円もの資金調達を行い、転換社債では87年度50,550億円、88年度69,945億円、89年度76,395億円、新株引受権付社債では89年度に9,150億円もの資金調達を行っていたのである（図表1参照）。

図表1 わが国企業の資金調達状況（国内および海外）

（単位：億円）

年 度	有償増資(時価発行増資)				転換社債				新株引受権付社債				普通社債				合 計			
	国内		海外		国内		海外		国内		海外		国内		海外		国内		海外	
	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額
1980	256	11,601	13	1,077	12	965	73	5,149	—	—	—	—	101	9,935	34	1,680	369	22,501	120	7,906
1981	285	17,932	24	2,874	52	5,260	132	10,248	3	200	5	443	127	12,690	8	491	467	36,082	169	14,055
1982	172	10,154	11	626	46	4,175	75	6,275	9	470	9	658	91	10,475	96	6,812	318	25,274	191	14,370
1983	126	8,494	6	778	67	8,610	152	11,914	3	170	33	3,231	62	6,830	62	4,039	258	24,104	253	19,962
1984	153	8,146	10	495	125	16,115	153	12,272	1	30	61	4,336	55	7,200	96	11,345	333	31,491	320	28,448
1985	131	6,513	2	107	142	15,855	77	7,659	5	550	91	8,662	63	9,435	155	14,393	341	32,353	325	30,821
1986	110	6,315	1	6	204	34,680	49	4,853	11	1,040	202	19,932	61	9,800	175	16,392	386	51,835	427	41,182
1987	149	20,839	2	390	302	50,550	91	10,766	—	—	223	34,390	27	9,150	86	8,240	478	80,539	402	53,787
1988	236	45,625	2	165	333	69,945	123	10,665	—	—	219	49,821	28	7,490	98	8,426	597	123,060	442	69,077
1989	325	75,630	8	3,364	295	76,395	174	17,389	24	9,150	242	82,698	21	7,290	94	11,199	665	168,465	518	114,650
1990	97	6,643	—	—	35	9,110	67	5,138	11	3,950	143	26,245	52	20,660	197	22,982	195	40,363	407	54,365
1991	60	3,427	—	—	76	12,790	70	6,104	9	3,815	268	37,053	63	24,267	256	38,771	208	44,299	594	81,929
1992	38	1,604	—	—	35	5,750	24	2,395	—	—	134	16,502	93	38,200	296	41,110	166	45,554	454	60,007
1993	37	2,505	1	500	120	20,280	73	5,790	—	—	188	21,117	75	29,790	157	23,991	232	52,575	419	51,398
1994	67	5,800	—	—	133	25,525	61	3,462	—	—	36	2,500	99	32,650	78	6,272	299	63,975	175	12,234
1995	66	5,501	2	74	41	10,100	45	4,502	—	—	70	6,923	195	57,192	—	—	302	72,793	—	—

注：国内は公募債のみ、海外は公募債と私募債の合計。

発行額は払込日ベース。ただし、海外発行の邦貨換算は払込日の実勢レートにより算出。

金融債（銀行普通社債）は含まない。銀行以外の全額出資の金融子会社を通じて発行したものを含む。

同一払込日に同一市場、同一銘柄の複数発行の場合、件数は1件として計上。

（資料）『公社債月報』公社債引受協会、各年版。

こうして調達された大量の資金は、株式投資や株式持合い、あるいは投機のために使われ、またエクイティ・ファイナンスにより発行された株式は、高株価経営のため安定株主にはめ込まれたのである。

しかし、徐々にエクイティ・ファイナンスの活発化による企業の発行済株式総数の増大が企業の取得株式数の増加を上まわる形で現われ、その結果、企業集団の株式持合い比率の減少をもたらすようになる。そして、さらにこのエクイティ・ファイナンスと安定株主工作はその均衡が保たれていた間はいいが、株式の過大発行により均衡が崩れると株価の暴落を招くことになる。それが1990年1月から生じ、バブル経済は崩壊していくことになったのである。

3. 投資信託の増大と特金、金外信の流行

このようにバブル経済期にはエクイティ・ファイナンスが活発化した。他にも投資信託が増大し、特金（特定金銭信託）、金外信（金銭信託以外の金銭の信託）が大流行した。

投資信託は、1950年代後半から60年代前半にかけて、いわゆる成長株の流行によって増大し、63年度には所有者別持株比率で9.5%になるまでに至った。このとき大企業の大株主には信託銀行名義の投資信託組入株式が多く現われていた。しかし、64年から65年にかけて深刻な証券恐慌が生じ、成長株が破綻し、投資信託は壊滅的な打撃を受けた。さらに、その後も大蔵省により投資信託の株式組入比率を下げよう指導が行われ、投資信託運用者の態度自体が消極的になったことも加わって、投資信託の株式組入比率は非常に低く抑えられた。その後、投資信託は所有者別持株比率において1～2%台の低い水準でしばらく推移していたが、80年代後半になると再び増大した。すなわち、85年度の1.3%から86年度1.8%、87年度2.4%、88年度3.1%と毎年度増加し、89年度には3.7%になるまで急成長した（図表2参照）。また同時に株式組入比率も上昇していった。このバブル経済期にお

ける投資信託増大の背景には、この時期、企業の余剰資金が膨大にあったということもあるが、これまで企業に対して投資信託を売ることを控えるよう指導してきた大蔵省がそれを認めるようになった影響も大きい。そこで企業向けに株式組入比率の高い投資信託が設定され、企業はその投資信託をいわば財テクの1つの手段として大量に購入していったのである。

他方、80年代後半には、先にあげた特金、金外信が大流行した。特金とは、特定金銭信託の略称で、委託者である投資家が、受託者である信託銀行に金銭を信託し、委託者または委託者と契約を交わした投資顧問会社を受託者の信託銀行に対して、投資銘柄や価格、数量等有価証券の運用を指定する金銭信託である。通常、委託者は投資顧問会社に運用を任せ、この投資顧問会社が信託銀行に対して投資銘柄や価格、数量等を指定する。そして信託契約期間が終了すると信託財産を現金で委託者に償還する。だが、この時期、委託者になっていたのは主に銀行や保険会社等の金融機関および事業会社であり、運用を任されていたのは投資顧問会社ではなく証券会社が行っており、それが営業特金という名で大流行したのである。

特金は、信託契約期間が終了すると信託財産を現金で償還するが、これを株式や債券などの現物のまま償還するのが金外信（金銭信託以外の金銭の信託）である。金外信には特金と同様に運用対象などを特定する特定金外信と、運用の対象範囲だけを指定して実際の運用は信託銀行に任せる指定金外信（ファンド・トラスト）があり、特にこのファンド・トラストが大流行した。

これら特金や金外信は、直接有価証券を所有するよりも信託によって有価証券管理事務を省力化できること、会計上既に所有している株式の簿価と切り離して処理できること、法人税法上配当金を益金不算入とすることができること等の利点があり、余剰資金が膨大にあった企業は、有利な投資対象として積極的に投資または投機を行い、それが大流行するまでに至った。

奥村宏（2005, p. 127）では、「特金と金外信の合計残

4) 従来の日本では株主割当額面発行増資が一般的であったが、1960年代後半に、これでは株価の高低に関係なく一株当りの資金調達額が同じでプライス・メカニズムが働いていないという批判を浴び、これを改善すべく時価発行増資へ移行した。1968年に日本楽器が最初の時価発行増資を実施し、これが成功すると、つぎつぎと時価発行増資を行う企業が増え、普及するようになった。奥村宏（2005, pp. 118-120）を参照。なお、奥村宏（2005, p. 119）では、プライス・メカニズム論について、株主割当額面発行増資のもとでもそれなりにプライス・メカニズムは働いていたと指摘している。

高は1983年3月には1兆円台であったが、85年3月5兆円台、86年3月10兆円台、87年3月20兆円台とふえ、90年3月には37兆6,000億円と急増した。このように特金、金外信が急増した背景には先の投資信託の場合と同様に、法人や機関投資家のカネ余り現象があり、これが有利な投資対象として特金、金外信を選んだことがあげられる」と述べられている。

このようにバブル経済期には投資信託、特金、金外信が増大した。そして、信託銀行では投資信託や特金、金外信等の信託勘定分が増加し、それらは信託銀行名義となっているため、結果として信託銀行の持株比率の増大となって現われるのである。

Ⅲ. 独占禁止法の改正

独占禁止法（私的独占の禁止および公正取引の確保に関する法律）は、私的独占を禁止し取引の公正を確保することで国民経済の民主的で健全な発達を促進することを目的として、1947年に成立した。その原始独占禁止法では、持株会社の禁止規定（第9条）、事業会社による他会社株式取得の禁止規定（第10条）、金融会社による同業の金融会社株式取得の禁止規定（第11条）、金融会社による発行済株式総数の5%を超える他会社株式取得の禁止規定（第11条）が定められ、事業会社や金融会社の株式所有に関して非常に厳しい制限が課せられていた。

当時は、財閥解体により、財閥家族や持株会社の所有株式が大量に放出されており、それを個人投資で消化するには限界があった。さらに、企業再建整備の著しい促進に伴う新設増資等による大量の株式発行も行われており、これらの株式の消化は独占禁止法の株式所有規制を緩和しない限り極めて困難であると考えられた⁵⁾。

そこで1949年と1953年に独占禁止法が改正された。この二度にわたる改正を通じて、事業会社の株式所有が、一定の取引分野における競争を実質的に制限することとなる場合、不公正な取引方法による場合以外は認められるようになり（第10条）、金融会社による同業の金融会社株式取得の禁止規定（第11条）が削除され、金融会社

同士の株式所有が可能となった。また、金融会社による5%を超える他会社株式取得の禁止規定は、10%を超える他会社株式取得の禁止規定へ改められ（第11条）、金融会社は10%まで株式取得が可能となった。こうして事業会社や金融会社の株式所有規制が緩和改正されたことから、株式所有が一層進むことになり、その時の所有形態は広範な株式持合いという形をとり、この株式持合いの推進によって巨大な企業集団が形成されていったのである⁶⁾。

その後、この巨大な企業集団が問題となった。それは、金融会社や商社等を中心とする会社の株式所有、会社間の株式持合いにより、巨大な企業集団が形成され、会社が多く業種の他企業の株式を広範に取得することによって、他企業に対する会社の総合的な支配力を強化し、企業間結合を強めることは、事業支配力の過度の集中を促し、過度の経済力の集中を促進し、公正かつ自由な競争を阻害することになるという問題であった。従って経済力の集中を阻止し、企業結合の手段となっている株式所有の規制を強化する必要があると考えられたのである。

そこで、1977年独占禁止法が改正され、事業会社の株式所有については、株式所有制限を規定した第10条に、大規模事業会社の株式所有の総額規制を規定した第9条の2が加わることで所有規制が強化され、金融会社の株式所有については、株式所有制限を規定した第11条で、金融会社の株式所有限度が発行済株式総数の10%以内から5%以内に変更されたことで、所有規制が強化された。

すなわち、1977年改正の独占禁止法では、まず第10条をつぎのように規定した。

「第10条 ① 会社は、国内の会社の株式を取得し、又は所有することにより、一定の取引分野における競争を実質的に制限することとなる場合には、当該株式を取得し、又は所有してはならず、及び不公正な取引方法により国内の会社の株式を取得し、又は所有してはならない。

② 金融業以外の事業を営む国内の会社であって、その総資産（最終の貸借対照表による資産の合計金額をいう。以下同じ。）が20億円を超えるもの

5) 1949年と1953年の独占禁止法の改正理由は他にも様々あるが、主要な理由として外資導入がある。この点については日本証券経済研究所編（1981, pp. 357-359）を参照されたい。

6) 1953年独占禁止法改正までの株式所有規制の変遷については、増尾賢一（2005, p. 41）および（2009a, pp. 64-65）、（2009b, pp. 45-50）を参照されたい。

又は金融業以外の事業を営む外国会社は、国内の会社の株式を所有する場合（金銭又は有価証券の信託に係る株式について、自己が、委託者若しくは受益者となり議決権を行使することができる場合又は議決権の行使について受託者に指図を行うことができる場合を含む。）には、公正取引委員会規則の定めるところにより、毎事業年度終了の日現在においてその所有し、又は信託をしている株式に関する報告書を3箇月以内に公正取引委員会に提出しなければならない。』

これは事業会社の株式所有制限を規定したもので、一定の取引分野における競争を実質的に制限することとなる場合、不公正な取引方法による場合以外は事業会社の株式所有が可能であり、従来と大きく変るところはない。ただ、報告書の提出が3ヶ月以内とされていることには注意が必要である。

そして、1977年の改正で、事業会社の株式所有について、特に大規模事業会社については、株式所有総額を制限する規定（第9条の2）が新たに導入された。これは、事業会社で、資本の額が100億円以上、または純資産の額が300億円以上の大規模事業会社については、所有する株式の取得価額の合計額が、自己の資本の額に相当する額または純資産の額に相当する額のいずれか多い額（基準額）を超える場合には、当該基準額を超えて株式を所有してはならないという株式所有の総額規制である。この総額規制が敷かれたことにより、事業会社の株式所有の制限が強化されたのである。

つぎに、金融会社の株式所有制限については、第11条でつぎのように規定された。

「第11条 ① 金融業を営む会社は、国内の会社の株式をその発行済の株式の総数の100分の5（保険業を営む会社にあつては、100分の10。次項において同じ。）を超えて所有することとなる場合には、その株式を取得し、又は所有してはならない。ただし、公正取引委員会規則の定めるところによりあらかじめ公正取引委員会の認可を受けた場合及び次の各号の一に該当する場合は、この限りでない。

一 担保権の行使又は代物弁済の受領により株式を取得し、又は所有する場合

二 証券業を営む会社が業務として株式を取得し、又は所有する場合

三 金銭又は有価証券の信託に係る信託財産として株式を取得し、又は所有する場合。ただし、委託者若しくは受益者が議決権を行使することができる場合又は議決権の行使について委託者若しくは受益者が受託者に指図を行うことができる場合に限る。

② 前項第一号又は第二号の場合において、国内の会社の株式をその発行済の株式の総数の100分の5を超えて所有することとなった日から1年を超えて当該株式を所有しようとするときは、公正取引委員会規則の定めるところにより、あらかじめ公正取引委員会の認可を受けなければならない。この場合における公正取引委員会の認可は、金融業を営む会社が当該株式を速やかに処分することを条件としなければならない。

③ 公正取引委員会は、前二項の認可をしようとするときは、あらかじめ大蔵大臣に協議しなければならない。』

つまり、金融会社による10%を超える他会社株式取得の禁止規定が、5%を超える他会社株式取得の禁止規定へ改められ、金融会社の株式所有限度が発行済株式総数の5%以内に強化されたのである。ただし、保険会社については特別に10%以内とされている。また、担保権の行使または代物弁済の受領により株式を所有する場合、証券業社が業務として株式を所有する場合、金銭または有価証券の信託に係る信託財産として株式を所有する場合にはそれ以上の株式所有が可能であるが、前二者の場合で1年を超えて株式を所有するときは公正取引委員会の認可を受けなければならないと規定された。

以上のように事業会社や金融会社の株式所有規制が強化されたのであるが、これら1977年改正法の規定の実施は、改正法施行後10年間にわたる経過措置がとられたため、厳格に実施されたのは87年からで、その時は既にバブル経済期に入っていた。すなわち、このような1977年改正の規定に基づき、バブル経済期において、事業会社や金融機関は株式取得または株式所有を進めていくことになっていたのである⁷⁾。

7) 1977年独占禁止法改正については、公正取引委員会事務局編（1977, pp. 413-419）および（1979, pp. 2-6）を参照している。

Ⅳ. バブル経済期における所有者別持株比率の推移

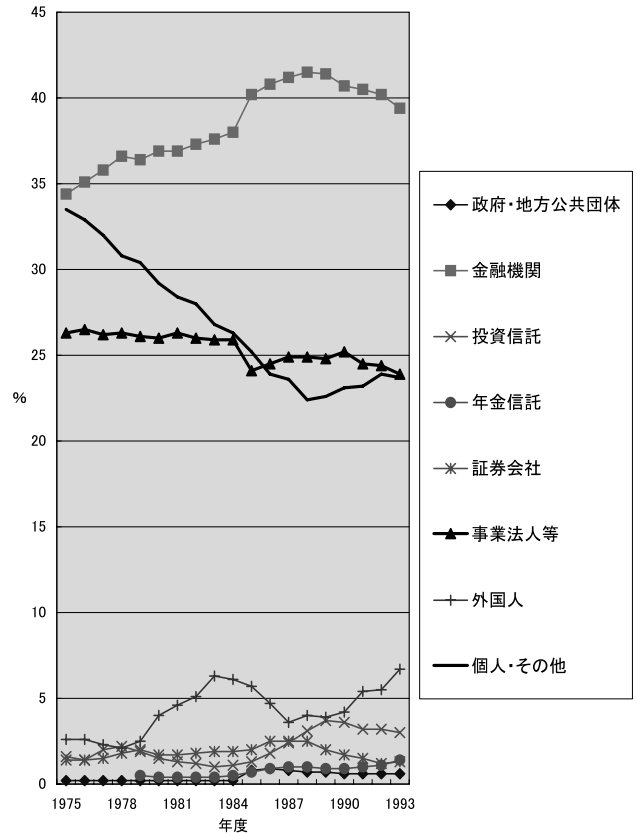
このように、バブル経済期において事業会社や金融機関は1977年改正の独占禁止法の規定に従って株式取得を進めていくことになっていたが、それではどのくらい株式取得を進めたのであろうか。ここでバブル経済期における市場全体の株式所有構造を把握するため、全国証券取引所の所有者別持株比率の推移をみてみよう。

図表2は、1975年度から93年度までの所有者別持株比率の推移を示したものである。なお、85年度以降は単位数ベースになっていることに注意されたい。

これによると、個人・その他の持株比率は、75年度の33.5%から大幅に減少し、88、89年度には22%台になり、その後若干増加し23%台で推移している。これに対して金融機関の持株比率は大幅に増加している。金融機関の持株比率は、75年度の34.4%から毎年度のように増加し88年度には41.5%（+7.1ポイント）、89年度には41.4%となり、その後は40%台、39%台と微減している。この金融機関内訳をみると、銀行（都銀、地銀、信託銀行等）は75年度の16.4%から89年度には22.1%に増加し（+5.7ポイント）、その後21%台後半で推移している。生命保

図表2 所有者別持株比率の推移

—1975年度から1993年度まで—



(単位：社、%)

年 度	会社数	政府・地方 公共団体	金 融 機 関 (a)	金 融 機 関 内 訳				投 資 信 託	年 金 信 託	証 券 会 社	事 業 法 人 等 (b)	外 国 人	個 人・ そ の 他	法 人 (a+b)
				銀 行	生 命 保 険	損 害 保 険	そ の 他							
				1975	1,710	0.2	34.4							
1976	1,719	0.2	35.1	16.8	11.8	4.7	1.8	1.4	—	1.4	26.5	2.6	32.9	61.6
1977	1,723	0.2	35.8	16.9	12.2	4.8	2.0	2.0	—	1.5	26.2	2.3	32.0	62.0
1978	1,707	0.2	36.6	17.3	12.4	4.9	2.0	2.2	—	1.8	26.3	2.1	30.8	62.9
1979	1,723	0.2	36.4	17.1	12.3	4.9	2.1	1.9	0.5	2.0	26.1	2.5	30.4	62.5
1980	1,734	0.2	36.9	17.3	12.5	4.9	2.2	1.5	0.4	1.7	26.0	4.0	29.2	62.9
1981	1,749	0.2	36.9	17.3	12.6	4.9	2.1	1.3	0.4	1.7	26.3	4.6	28.4	63.2
1982	1,771	0.2	37.3	17.6	12.7	4.9	2.2	1.2	0.4	1.8	26.0	5.1	28.0	63.3
1983	1,790	0.2	37.6	18.0	12.7	4.8	2.1	1.0	0.4	1.9	25.9	6.3	26.8	63.5
1984	1,806	0.2	38.0	18.3	12.7	4.8	2.2	1.1	0.5	1.9	25.9	6.1	26.3	63.9
1985	1,833	0.8	40.2	19.6	13.5	4.5	2.6	1.3	0.7	2.0	24.1	5.7	25.2	64.3
1986	1,881	0.9	40.8	20.5	13.3	4.4	2.6	1.8	0.9	2.5	24.5	4.7	23.9	65.3
1987	1,924	0.8	41.2	20.9	13.2	4.3	2.8	2.4	1.0	2.5	24.9	3.6	23.6	66.1
1988	1,975	0.7	41.5	22.1	13.1	4.2	2.1	3.1	1.0	2.5	24.9	4.0	22.4	66.4
1989	2,030	0.7	41.4	22.1	13.1	4.1	2.1	3.7	0.9	2.0	24.8	3.9	22.6	66.2
1990	2,078	0.6	40.7	21.7	13.2	4.1	1.8	3.6	0.9	1.7	25.2	4.2	23.1	65.9
1991	2,106	0.6	40.5	21.8	13.2	4.0	1.6	3.2	1.0	1.5	24.5	5.4	23.2	65.0
1992	2,120	0.6	40.2	21.9	13.0	4.0	1.3	3.2	1.1	1.2	24.4	5.5	23.9	64.6
1993	2,161	0.6	39.4	21.7	12.7	3.8	1.2	3.0	1.4	1.3	23.9	6.7	23.7	63.3

注：1985年度以降は、単位数ベース。
法人は金融機関と事業法人等の合計。

(出所) 全国証券取引所（2009, 図表1-22）より一部抜粋。

險は、75年度の11.5%から85年度には13.5%まで増加し（+2.0ポイント）、その後も13%台で推移し、93年度には12.7%と微減している。損害保険は、4%台後半で推移していたが85年度以降微減している。事業法人等の持株比率は、総じて横ばいであるが、詳しくみると76年度の26.5%から85年度には24.1%に減少し、その後増加に転じて90年度には25.2%になるが、91年度以降は微減している。そして金融機関と事業法人等を合わせた法人持株比率は、75年度の60.7%から大幅に増加し、88年度には66.4%（+5.7ポイント）、89年度66.2%になり、その後は微減している。

他方、投資信託の持株比率は、76年度の1.4%から78年度には2.2%まで増えるが、83年度には1.0%まで減少し、その後再び増加して89年度には3.7%になり、その後は3%台で微減しながら推移している。年金信託の持株比率は、80年度の0.4%から総じて微増し、93年度には1.4%になっている。証券会社の持株比率は、75年度の1.4%から微増し、85年度から89年度にかけて2%台で推移するが、その後は微減している。政府・地方公共団体の持株比率は、1%未満の低い水準で推移している。外国人の持株比率は、総じて増加傾向にあるが、その内容には大きな変動があり、75年度の2.6%から83年度には6.3%に増加し、その後減少して87年度には3.6%となり、そして再び増加して93年度には6.7%になっている。

以上、1975年度から93年度まで所有者別持株比率の推移を大きくみてきたが、1980年代中期から後期にかけてのバブル経済期だけをみると、その全体的な株式所有構造の大きな変化の特徴は、個人持株比率の減少と金融機関持株比率の増加、特に銀行（都銀、地銀、信託銀行等）の持株比率の増加と投資信託の増大である。

そこでつぎに、この金融機関（特に銀行）を中核とする企業集団、企業グループに焦点をあて、その株式所有構造の変化を明らかにしていこう。

V. バブル経済期における企業集団および企業グループの株式所有構造の変化

三菱、三井、住友といった旧財閥系企業集団では、1950年代から60年代初めという早い時期に社長会を結成し、それぞれ社長会メンバー企業を増やしながら企業集団を発展させていった。

三菱グループは、1954年に社長会「金曜会」を結成し、三菱銀行、三菱商事、三菱重工業の御三家を中心にして、三菱信託銀行、明治生命、東京海上といった金融機関やキリンビール、三菱レイヨン、三菱化成、旭硝子、三菱金属、三菱電機、三菱地所、日本郵船などが加入しており、結束力の強さが特徴で「組織の三菱」といわれる。

三井グループは、少し出遅れて1961年に社長会「二木会」を結成し、三井銀行、三井物産、三井不動産を中心にして、三井信託銀行、三井生命、大正海上といった金融機関や三機工業、日本製粉、東レ、三井東圧化学、日本製鋼所、三井金属鉱業、東芝、三井造船、三越、大阪商船三井船舶などが加入している。グループの特徴は、重化学工業分野に少し弱いこと、また全体的に結束力が他の旧財閥系企業集団に比べて弱いことが挙げられるが、歴史上トップマネジメントとして君臨した人が多く、「ヒトの三井」といわれる。

住友グループは、1951年に社長会「白水会」を結成し、住友銀行、住友金属工業、住友化学工業の御三家を中心にして、住友信託銀行、住友生命、住友海上といった金融機関や、商社の住友商事、住友石炭鉱業、日本板硝子、住友セメント、住友金属鉱山、住友軽金属工業、住友電気工業、住友重機械工業、日本電気、住友倉庫などが加入している。住友金属工業、住友化学工業など素材産業を中心にして発展していった住友グループは、「一業一社主義」を遵守し、グループ企業同士で競合することが基本的になく、そのため結束力が強く、「結束の住友」といわれる。

一方、銀行系企業集団は1960年代後半から70年代後半にかけて社長会を結成し、それぞれ社長会メンバー企業を増加させながら企業集団を発展させていった。

芙蓉グループは、1966年に社長会「芙蓉会」を結成し、富士銀行を中心にして、安田信託銀行、安田生命、安田火災といった金融機関や、商社の丸紅、旧安田系の東邦レーヨン、日本精工、沖電気工業、旧浅野系のNKK、日本セメント、旧森系の昭和電工、日産系の日産自動車、日本油脂などが加入している。このように芙蓉グループは系譜の異なる旧財閥系の流れをくむ企業や独立系の企業が集まって形成されたが、それは戦後の復興と高度成長の過程で、富士銀行の豊かな資金量をバックにして、過去の系列関係にとらわれることなくグループ化を進めたからである。

図表3 六大企業集団社長会メンバー企業

1989年度

業種	三菱グループ (金曜会:1954年結成)	三井グループ (二木会:1961年結成)	住友グループ (白水会:1951年結成)	芙蓉グループ (芙蓉会:1966年結成)	三和グループ (三水会:1967年結成)	第一勧銀グループ (三金会:1978年結成)
銀行・保険業	三菱銀行 三菱信託銀行 明治生命保険 東京海上火災保険	三井銀行 三井信託銀行 三井生命保険 大正海上火災保険	住友銀行 住友信託銀行 住友生命保険 住友海上火災保険	富士銀行 安田信託銀行 安田生命保険 安田火災海上保険	三和銀行 東洋信託銀行 日本生命保険	第一勧業銀行 朝日生命保険 富国生命保険 日産火災海上保険 大成火災海上保険
商社	三菱商事	三井物産	住友商事	丸 紅	ニチメン 日商岩井 岩谷産業	伊藤忠商事 兼 松 日商岩井 川鉄商事
林業			住友林業			
鉱業		三井鉱山	住友石炭鉱業			
建設業	三菱建設	三井建設 三機工業	住友建設	大成建設	大林組 銭高組 東洋建設 積水ハウス	清水建設
食料品	キリンビール	日本製粉		日清製粉 サッポロビール ニチレイ	伊藤ハム サントリー	
繊維	三菱レイヨン	東 レ		日 清 紡 東邦レーヨン	ユニチカ 帝 人	旭化成工業
紙・パルプ	三菱製紙	王子製紙		山陽国策パルプ		本州製紙
化学	三菱化成 三菱油化 三菱モンサント化成 三菱瓦斯化学 三菱樹脂	三井東圧化学 三井石油化学工業	住友化学工業 住友ベークライト	昭和電工 呉羽化学工業 日本油脂	徳山曹達 積水化学工業 宇部興産 日立化成工業 田辺製薬 藤沢薬品工業 関西ペイント	電気化学工業 協和醗酵工業 日本ゼオン 旭電化工業 三 共 資 生 堂 ラ イ オ ン
石油・石炭製品	三菱石油			東 燃	コスモ石油	昭和シェル石油
ゴム製品					東洋ゴム工業	横浜ゴム
ガラス・土石製品	旭硝子 三菱鉱業セメント	小野田セメント	日本板硝子 住友セメント	日本セメント	大阪セメント	秩父セメント
鉄 鋼	三菱製鋼	日本製鋼所	住友金属工業	N K K	神戸製鋼所 日新製鋼 中山製鋼所 日立金属	川崎製鐵 神戸製鋼所 日本重化学工業
非鉄金属	三菱金属 三菱電線工業 三菱アルミニウム	三井金属鉱業	住友金属鉱山 住友軽金属工業 住友電気工業		日立電線	日本軽金属 古河機械金属 古河電気工業
一般機械器具	三菱化工機		住友重機械工業	久保田鉄工 日本精工	N T N	新潟鐵工所 井関農機 荏原製作所
電気機械器具	三菱電機	東 芝	日本電気	日立製作所 沖電気工業 横河電機	日立製作所 岩崎通信機 シャープ 京セラ 日東電工	日立製作所 富士電機 安川電機製作所 富 士 通 日本コロンビア
輸送用機械器具	三菱重工業 三菱自動車工業	三井造船 トヨタ自動車		日産自動車	日立造船 新明和工業 ダイハツ工業	川崎重工業 石川島播磨重工業 いすゞ自動車
精密機械器具	ニ コ ン			キャノン	HOYA	旭光学工業
百貨店		三 越			高 島 屋	西武百貨店
金融業					オリックス	日本勧業角丸証券 オリエンコーポレーション
不動産業	三菱地所	三井不動産	住友不動産	東京建物		
陸 運 業				東武鉄道 京浜急行電鉄	阪急電鉄 日本通運	日本通運
水 運 業	日本郵船	大阪商船三井船舶		昭和海運	ナビックスライン	川崎汽船
倉庫・運輸関連業 サービス・その他	三菱倉庫	三井倉庫	住友倉庫			滋澤倉庫 後楽園スタジアム

注：図表は1989年度時点における各社長会加入メンバー企業を示す。

三井グループのトヨタ自動車はオブザーバー参加。

(出所) 東洋経済新報社編 (1989, p. 58) より作成。

三和グループは、1967年に社長会「三水会」を結成し、三和銀行を中心にして、東洋信託銀行や日本生命といった金融機関や、商社のニチメン、日商岩井、岩谷産業、日立系の日立製作所、日立金属、日立化成工業、日立電線、また中山製鋼所、帝人、関西ペイント、シャープ、京セラ、日本通運などが加入しており、日立グループへの依存度が高いのが特徴である。

第一勧銀グループは、芙蓉や三和グループに約10年遅れて、1978年に社長会「三金会」を結成し、第一勧業銀行を中心にして、朝日生命、富国生命、日産火災、大成火災といった金融機関や、商社の伊藤忠商事、兼松、日商岩井、川鉄商事、旧渋沢系の石川島播磨重工業、古河系の古河電気工業、古河機械金属、日本軽金属、川崎系の川崎重工業、川崎製鐵、川崎汽船や神戸製鋼所などが加入している。古河系、川崎系の企業が多く全体的にも加入社数は多いが、緩やかな連合体を成しているのが特徴である⁸⁾。

図表3は、バブル絶頂期の1989年度における旧財閥系企業集団と銀行系企業集団を合わせた六大企業集団の社長会メンバー企業を示したものである。なお、三井グループのトヨタ自動車はオブザーバー参加であることに注意されたい。

1. 旧財閥系企業集団の株式所有構造の変化

(1) 三菱グループの株式所有関係の変化—1982年度と1989年度の比較分析—

三菱グループは、1954年に金曜会を結成し、1954年度の三菱グループ全体の株式持合い比率合計は9.57%であった。その後金曜会加入メンバー企業を増やししながら、集団内の株式所有、株式持合いを増加させ、61年度14.68%、63年度19.14%となり、73年度には25.85%にまで増加した⁹⁾。この後バブル経済期を迎えることになる

が、バブル経済期にはどのような変化をみせたのであろうか。それはエクイティ・ファイナンスの活発化が大きく影響を与えることになり、エクイティ・ファイナンスの活発化による企業の発行済株式総数の増大が企業の取得株式数の増加を上まわる形で現われ、結果、株式持合い比率合計の減少をもたらすことになるのである。

図表4は、金曜会に属する三菱グループ企業における株式所有関係を調査し、特に持合い関係に着目してそれをマトリックス表で示し、バブル前の1982年度とバブル絶頂期の1989年度の2期間で比較分析して、その変化を示したものである。なお、本表では89年度時点で社長会に属している企業をグループメンバー企業として比較分析している。

これによると、1982年度における株式持合い比率合計が24.95%、89年度が24.44%と、若干ではあるが減少ないし微減している（-0.51ポイント）。

三菱グループの資本結合の姿は、戦後形成された金融機関を中核としそれぞれのグループ企業が有機的に結びついた円形サークル状の株式持合い構造であり、より具体的には金融機関を中核にして、金融機関同士の持合い、金融機関と事業会社の持合い、さらには事業会社同士の持合いがなされ、網目模様のように持合いが張りめぐらされているという構造であった。この82年度から89年度にかけての比較分析では、その構造そのものは維持されているとみることができるが、ただしその中身に変化があった。

その変化の第1の特徴は、三菱信託銀行の持株比率の増大である。三菱信託銀行は、三菱銀行株式の持株比率を82年度の1.25%から89年度には1.82%へ、0.57ポイント高め、東京海上株式も2.13%から3.57%へ、1.44ポイントも高めている。このように金融機関株式の持株比率を高めるとともに、事業会社株式の持株比率も総じて高めている。特に、三菱製紙株式を3.52%から7.89%まで、4.37ポイントも高めており、三菱重工業株式も2.80%から

8) 奥村宏（2005, pp. 68-70）を参照している。

9) 三菱グループ全体の株式持合い比率合計の推移については、増尾賢一（2009b, p. 56）および（2010, p. 59）を参照。なお、ここでは所有者側の視点から、あるグループメンバー企業が他のメンバー企業の株式を何%持つのかを「持株比率」と定義し、他のメンバー企業全体の株式を何%持つのかを「持株比率合計」と定義している。一方、被所有者側の視点から、あるメンバー企業の発行株式が他のメンバー企業によって何%所有されているのかを「所有比率」と定義し、その合計、つまり他のメンバー企業全体によって何%所有されているのかを「所有比率合計」と定義している。そして、グループ全体の持合い比率を「株式持合い比率合計」と定義している。

図表 4 三菱グループにおける株式所有関係の変化—1982年度と1989年度の比較分析—

Table with columns for company names and various financial ratios for 1982 and 1989. Ratios include ownership percentages, debt ratios, and other financial indicators. The table is organized into sections for different groups of companies.

注：株式所有比率(%)は、発行済株式総数に対する所有株式数の割合。

矢印左側は1982年度、右側は1989年度の数字。

括弧内は増減を示す。

(資料) 経済調査協会編 (1984, pp. 114-116) および (1992, pp. 151-153) より作成。

6.82%へ、4.02ポイントも高めている。その他にも日本郵船株式+2.98ポイント、三菱金属+2.81ポイント、三菱地所+2.69ポイント、三菱電機+2.66ポイント、三菱石油+2.07ポイントというように比率を高めており、その結果、三菱信託銀行の持株比率合計は、82年度の2.75%から89年度の4.33%へ、1.58ポイントも大幅に増大しているのである。この増大要因として考えられるのは、バブル経済期における投資信託、特金、金外信の増大である。信託銀行では投資信託や特金、金外信等の信託勘定分が増加し、それらは信託銀行名義となっているため、結果として信託銀行の持株比率の増大となって現われるのである。

変化の第2の特徴は、三菱銀行、明治生命、東京海上といった金融機関の持株比率の低下である。金融機関の持株比率合計は、上記の三菱信託銀行を除き、82年度から89年度にかけて全て減少した。三菱銀行の持株比率合計は4.07%から3.69%へ、0.38ポイントの減少、明治生命は5.22%から4.90%へ、0.32ポイントの減少、東京海上は3.17%から2.80%へ、0.37ポイントの減少である。

変化の第3の特徴は、三菱グループ各社が三菱石油株式を積極的に取得し所有していったことである。特に三菱商事が積極的で、82年度に1.35%であった持株比率を89年度には17.38%と、16.03ポイントも高めている。他のグループ企業も積極的で、例えば三菱信託銀行は2.80%から4.87%へ、+2.07ポイント、三菱銀行は3.42%から4.87%へ、+1.45ポイント、三菱重工業は0.50%から1.88%へ、+1.38ポイント、東京海上は3.48%から4.65%へ、+1.17ポイント、日本郵船は1.00%から1.76%へ、+0.76ポイント、明治生命は2.08%から2.54%へ、+0.46ポイント、三菱瓦斯化学は0.17%から0.29%へ、+0.12ポイント、というように比率を高めている。また新規に三菱石油の株式を取得した企業も、三菱地所（0.60%）、三菱鉱業セメント（0.57%）、三菱化成（0.48%）、三菱電機（0.27%）、キリンビール（0.25%）、旭硝子（0.24%）、三菱倉庫（0.09%）、ニコン（0.06%）、三菱製鋼（0.02%）、三菱化工機（0.02%）とかなり多い。その結果、三菱石油の株式所有比率合計は、82年度の14.80%から89年度の40.83%へ、26.03ポイントも増大したのである。これは、1984年に、三菱石油株式の約50%を所有していた米国ゲッティ・オイル社が、米国の石油メジャー・テキサコに買収されたのを契機として、金曜会が参画し、三菱の名

のつく企業を消滅させてはならないという観点、あるいはエネルギー安全保障等の観点から、三菱石油の株式を三菱商事以下三菱グループ各社で買い戻したことによるものである。その結果、三菱石油は、ゲッティ・オイル子会社から、三菱グループによる石油会社となったのである。

このように三菱グループにおいては、特に以上の3つの変化をともないながら、全体としては金融機関を中核とする円形サークル状の持合い構造を微減しながらも維持していったというように分析することができる。

つぎにここで、会社支配の観点から、経営権の安定化ないし経営の安定化が確保されているのかを検証する。グループ企業においては、他のメンバー企業全体によって何%株式を所有されているのかを示す「所有比率合計」を考察することによりそれは明らかとなる。

三菱グループ企業24社中、1982年度において株式の所有比率合計が20%を超えている企業は20社もあり、30%超えが11社、40%超えが3社ある。さらに50%を超える過半数所有支配が成立している会社が1社あり、それは三菱樹脂の60.05%である。このように多くの三菱グループ企業は、三菱グループの他のメンバー企業全体により株式を所有され、所有比率合計が高い比率を示しており、そのことによって会社経営権の安定化を確保しているものとみることができる。

そして1989年度になると、この所有比率合計が増加している企業もあれば減少している企業もある。特に増加したのは三菱石油の+26.03ポイント、減少したのは三菱油化の-11.34ポイント、三菱レイヨンの-8.19ポイントであるが、グループ全体としては総じて微減にとどまっている。89年度において所有比率合計が20%を超えている企業は21社あり、30%超えが10社、40%超えが3社、50%超えが1社ある。やはり多くの三菱グループ企業は、三菱グループメンバー企業全体により株式を所有され、所有比率合計が高い比率を示しており、そのことによって会社経営権の安定化を確保しているものとみることができる。

(2) 三井グループの株式所有関係の変化—1982年度と1989年度の比較分析—

三井グループは、1961年に二木会を結成し、61年度の三井グループ全体の株式持合い比率合計は11.64%であった。その後63年度には9.33%まで一旦減少するが、二木会加入メンバー企業を増やしながらかつ団内の株式所有、株式持合いを増加させ、73年度には15.51%まで増加した¹⁰⁾。そしてバブル経済期を迎えることになるが、バブル経済期にはどのような変化をみせたのであろうか。

図表5は、二木会に属する三井グループ企業における株式所有関係を、バブル前の82年度とバブル絶頂期の89年度の2期間で比較分析して、その変化を示したものである。なお、本表でも89年度時点で社長会に属している企業をグループメンバー企業として比較分析している。

これによると、82年度における株式持合い比率合計が17.92%、89年度が16.84%で、1.08ポイント減少している。この減少幅は同時期の三菱グループより大きい。

三井グループの資本結合の姿も、三菱グループほど強固ではないが、金融機関を中核としそれぞれのグループ企業が有機的に結びついた円形サークル状の株式持合い構造であり、より具体的には、金融機関を中核にして、金融機関同士の持合い、金融機関と事業会社の持合いは積極的になされるが、事業会社同士の持合いがあまり進まず点在しているという構造であった。すなわち事業会社同士の横の連繋の弱い構造であった。この82年度から89年度にかけての比較分析においても、その構造そのものは維持されているとみることができるが、ただしその中身に変化があった。

その変化の第1の特徴は、三井信託銀行の持株比率の増加である。三井信託銀行は、三井銀行株式の持株比率を82年度の1.07%から89年度には1.73%へ、0.66ポイント高め、大正海上株式も3.48%から4.63%へ、1.15ポイントも高めている。このように金融機関株式の持株比率を高めるとともに、事業会社株式の持株比率については増減があるが総じて高めている。例えば、小野田セメント株式を3.60%から6.18%まで、2.58ポイントも高めており、三井金属鉱業株式も1.97%から4.47%まで、2.50ポイントも高めている。その結果、三井信託銀行の持株比率合計

は2.53%から2.87%へ、0.34ポイント増加しているのである。

変化の第2の特徴は、三井生命と大正海上の持株比率の減少である。三井生命の持株比率合計は、82年度の3.79%から89年度の3.50%へ、0.29ポイント減少しており、大正海上の持株比率は2.01%から1.83%へ、0.18ポイント減少している。このように金融機関の中でも生命保険や損害保険が持株比率合計を減少させており、このことがグループ全体の持合い比率合計に影響を及ぼしているとも考えられる。

変化の第3の特徴は、三井グループに属する多くの企業が三井石油化学工業株式の持株比率を大幅に減少させたことである。特に、三井銀行は9.73%から4.62%へ、5.11ポイントも減少させ、東レも14.84%から11.57%へ、3.27ポイントも減少させている。その他にも三井信託銀行が-1.53ポイント、三井物産が-1.18ポイント、三井造船が-0.93ポイント、三井不動産が-0.88ポイント、三井東圧化学が-0.74ポイントというように比率を減少させており、その結果、三井石油化学工業の株式所有比率合計は、52.17%から37.83%へ、14.34ポイントも減少したのである。

変化の第4の特徴は、これも三井グループ企業各社が三井鉱山株式の持株比率を大幅に減少させたことである。特に、小野田セメントは7.27%から2.91%へ、4.36ポイントも減少させ、三井銀行も7.23%から4.97%へ、2.26ポイントも減少させている。その他にも三井信託銀行が-1.35ポイント、三井物産が-1.27ポイント、三井建設が-0.68ポイント、三井不動産が-0.47ポイント、大正海上が-0.45ポイントというように比率を減少させており、その結果、三井鉱山の株式所有比率合計は、44.72%から35.02%へ、9.70ポイントも減少したのである。これは産業再編成の過程のなかで、斜陽産業として業績不振に陥っていた三井鉱山を三井グループとしては助けなかった結果である。

このように三井グループにおいては、特に以上の4つの変化をとめないながら、全体的にも持株比率が減少しており、それが持合い比率合計の減少（-1.08ポイント）を招いているのである。しかし、この比率の減少が金融機関を中核とする円形サークル状の持合い構造そのもの

10) 三井グループ全体の株式持合い比率合計の推移については、増尾賢一（2009b, p. 59）および（2010, p. 63）を参照。

を崩壊するまでには至っていないとみることができよう。

つぎにここで、会社支配の観点から、経営権の安定化ないし経営の安定化が確保されているのかを検証する。

三井グループ企業22社中、82年度において株式の所有比率合計が20%を超えている企業は13社であり、30%超えが4社、40%超えが2社、50%を超える過半数所有支配が成立している会社が1社（三井石油化学工業：52.17%）である。このように20%を超えている13社については、三井グループの他のメンバー企業全体により株式を所有され、所有比率合計が高い比率を示しており、そのことによって会社経営権の安定化を確保しているものとみることができるが、それ以外の企業については安定化を確保しているとはいえない。

そして89年度になると、この所有比率合計が増加した企業は5社、減少した企業は17社で、全体的に減少している。増加で目立つのは小野田セメントの+3.67ポイントと三井金属鉱業の+2.17ポイントであるが、減少で目立つのは三井石油化学工業の-14.34ポイント、三井鉱山の-9.70ポイント、三井倉庫の-5.70ポイントと減少幅が大きい。こうした増減の結果、89年度において所有比率合計が20%を超えている企業は9社に減り、30%超えが3社、40%超えまたは50%超えの企業はなくなった。このように20%を超える企業が減少していることから、経営権の安定化を確保している企業が減少したといえよう。

(3) 住友グループの株式所有関係の変化—1982年度と1989年度の比較分析—

住友グループは、1951年に白水会を結成し、1954年度の住友グループ全体の株式持合い比率合計は16.38%であった。その後白水会加入メンバー企業を増やししながら、集団内の株式所有、株式持合いを増加させ、61年度に24.85%、63年度には26.79%にまで上昇した。しかし73年度になると25.98%と微減し、その後バブル経済期を迎えることになるが、バブル経済期にはどのような変化をみせたのであろうか¹¹⁾。

図表6は、白水会に属する住友グループ企業における株式所有関係を、バブル前の82年度とバブル絶頂期の89

年度の2期間で比較分析して、その変化を示したものである。なお、本表でも89年度時点で社長会に属している企業をグループメンバー企業として比較分析している。

これによると、82年度における株式持合い比率合計が25.54%、89年度が22.50%で、3.04ポイントも減少している。この減少幅は同時期の三菱グループや三井グループよりも大きい。

住友グループの資本結合の姿は、金融機関を中核としながらも事業会社の株式所有が積極的に進み、金融機関を中核とする事業会社と有機的に結びついた円形サークル状の株式持合い構造であった。より具体的には、金融機関を中核にして、金融機関同士で株式所有が強固に行われ、そしてこれら金融機関はほとんど全ての事業会社の株式を高い比率で所有し、一方、事業会社のほとんど全てが金融機関の株式を高い比率で所有し、さらに事業会社同士の持合いが高い比率で行われ、それらが網の目のようにきめ細かく張り巡らされた構造であった。この82年度から89年度にかけての比較分析でも、比率は減少しているものの、その構造そのものは維持されているとみることができる。しかし、その中身には変化があった。

その変化の第1の特徴は、住友信託銀行の持株比率合計の微増である。住友信託銀行は、住友銀行株式の持株比率を82年度の1.91%から89年度の2.48%へ、0.57ポイント高め、住友海上株式も2.78%から5.39%へ、2.61ポイントも高めている。このように金融機関株式の比率は高めているが、事業会社株式については増減がある。例えば、住友商事株式を4.08%から6.87%へ、2.79ポイントも高め、住友電気工業株式を3.18%から5.86%へ、2.68ポイントも高める一方で、住友金属工業株式については5.25%から3.05%へ、2.20ポイントも低め、住友倉庫株式も6.83%から4.76%へ、2.07ポイントも低下させている。その結果、住友信託銀行の持株比率合計は82年度の3.27%から89年度の3.45%へ、0.18ポイントの微増となっているのである。

変化の第2の特徴は、住友不動産による新規株式取得の活発化である。住友不動産は、82年度から89年度にかけて、多くの住友グループ企業株式の新規獲得に乗り出

11) 住友グループ全体の株式持合い比率合計の推移については、増尾賢一（2009b, p. 62）および（2010, p. 65）を参照。

図表6 住友グループにおける株式所有関係の変化—1982年度と1989年度の比較分析—

(単位: %)

所有者 被所有者	(単位: %)																		1989年度												
	住友 銀行	住友 銀行	住友 生命	住友 海上	住友 商事	住友 鉱業	住友 建設	住友 化学	住友 パナソニック	住友 板硝子	住友 セメント	住友 工業	住友 鉱山	住友 軽金属	住友 重機械	住友 電気	住友 不動産	住友 倉庫	1982年度 合計	1989年度 合計	増減										
住友銀行	191	-2.48	6.04	-8.09	1.89	-1.77	1.78	-1.76	0.02	-0.01	0.06	-0.01	1.84	-1.04	0.19	-0.20	1.12	-1.15	1.12	-1.15	0.22	-0.22	2.84	-1.33	0.50	-0.45	19.26	19.26	(-1.98)		
住友信託銀行	348	-3.29	4.31	-4.19	1.52	-1.49	3.24	-3.43	0.09	-0.02	0.09	-0.02	2.03	-1.06	0.43	-0.52	1.59	-1.47	1.53	-1.19	0	-0.01	2.08	-1.74	1.53	-1.19	31.20	31.20	(-5.06)		
住友海上	449	-4.09	5.17	-4.70	1.87	-2.14	1.87	-2.14	0.20	-0.09	0.20	-0.09	1.79	-1.10	0.28	-0.25	1.38	-1.23	1.36	-1.07	0	0.00	1.02	-0.90	0.80	-0.74	25.70	24.80	(-1.10)		
住友商事	439	-4.39	4.08	-6.87	3.18	-2.66	4.31	-4.19	0.20	-0.04	0.20	-0.04	3.11	-1.58	0.18	-0.29	1.42	-1.05	1.42	-1.05	0.49	-0.36	4.08	-2.16	2.29	-1.69	37.27	37.27	(-4.45)		
住友石炭鉱業	5.76	-4.81	2.88	-2.46	2.30	-2.42	3.17	-3.43	0	-0.16	0	-0.16	2.56	-2.55	0.18	-0.11	0	-0.41	0	-0.41	0	0	4.23	-4.88	2.06	-2.07	31.52	33.33	(+2.31)		
住友建設	4.54	-4.38	2.07	-3.23	3.95	-5.80	1.46	-1.31	2.96	-2.12	8.55	-4.55	1.48	-1.06	0.20	-0	0.87	-0.82	2.96	-2.29	0.95	-0	6.80	-4.20	0.95	-0	40.49	31.20	(-9.29)		
住友化学工業	4.29	-4.15	2.72	-3.71	8.38	-8.78	1.24	-1.19	1.34	-1.29	0.04	-0.04	30.13	-2.145	0	-0.08	0.26	-0.25	0.28	-0.27	0.30	-0.25	0.30	-0.25	0.30	-0.25	20.05	21.22	(+1.17)		
住友パナソニック	4.72	-4.83	4.89	-5.16	1.58	-1.18	2.38	-2.11	0.37	-0.30	0.37	-0.30	30.13	-2.145	1.83	-1.28	0.53	-0.47	1.61	-0.87	1.61	-0.87	1.61	-0.87	1.61	-0.87	56.29	44.88	(-11.41)		
住友板硝子	5.91	-4.49	5.11	-7.18	2.92	-2.37	2.07	-1.57	0.11	-0.08	0.11	-0.08	1.39	-1.05	0.71	-0.54	0	-0.54	1.07	-0.81	1.19	-0	1.19	-0	1.19	-0	28.99	25.17	(-3.82)		
住友セメント	5.64	-4.31	2.29	-4.13	9.82	-8.33	1.29	-1.07	2.92	-2.42	3.80	-2.33	1.32	-0.87	0.42	-0.41	1.00	-0.83	1.17	-1.07	1.17	-1.07	1.17	-1.07	1.17	-1.07	35.89	30.82	(-5.27)		
住友金属工業	3.96	-3.48	5.25	-3.05	4.58	-4.16	0.94	-0	1.82	-1.60	0.02	-0.02	0.04	-0.04	0.09	-0.08	0.11	-0.06	0.12	-0.11	0.27	-0.20	0.27	-0.20	0.27	-0.20	18.81	14.25	(-4.56)		
住友金属鉱山	4.94	-4.65	3.97	-3.82	5.02	-5.72	1.83	-1.61	3.34	-2.80	0.12	-0.10	0.32	-0	0.06	-0	0.17	-0.29	0.85	-0.75	1.23	-0.83	1.23	-0.83	1.23	-0.83	27.32	25.00	(-2.32)		
住友軽金属工業	7.15	-4.99	5.23	-4.91	4.48	-4.31	1.64	-1.54	3.93	-4.25	0.11	-0	2.66	-1.31	0.21	-0	0.46	-0.43	28.92	-17.36	1.01	-0.95	1.01	-0.95	1.01	-0.95	58.16	42.55	(-15.61)		
住友電気工業	3.51	-3.09	3.18	-5.86	7.74	-7.09	0.75	-0.64	1.00	-0.85	0.04	-0.06	0.61	-0	0.02	-0	0.11	-0.09	0.11	-0.09	1.17	-1.07	0.95	-0	0.95	-0	21.17	21.16	(-0.01)		
住友重機械工業	5.99	-4.55	3.90	-3.23	9.18	-7.44	2.71	-2.31	3.58	-2.97	0.07	-0.06	0.09	-0.06	0.58	-0.46	0.58	-0.46	1.53	-1.27	0.95	-0	0.95	-0	0.95	-0	31.04	24.06	(-6.88)		
日本電気	5.47	-4.62	2.51	-2.43	7.57	-6.97	3.09	-2.65	2.49	-2.18	0.04	-0.04	0.49	-0.43	0.09	-0.08	0.21	-0.17	0.12	-0.10	1.17	-0.72	1.25	-1.01	1.25	-1.01	27.58	23.89	(-3.69)		
住友不動産	6.17	-3.37	4.01	-3.33	4.38	-2.37	3.03	-1.56	4.10	-0.90	0	-0.03	0.31	-0.28	0	-0.42	1.66	-0.70	0	-0.11	1.79	-0.54	0.82	-0.32	0.82	-0.32	32.41	15.92	(-16.49)		
住友倉庫	6.03	-4.76	6.83	-4.76	9.54	-8.25	6.18	-5.33	2.84	-2.39	0.36	-0.30	1.76	-1.48	0	-0.04	0.91	-0.76	2.59	-2.17	0.74	-0	2.59	-2.17	0.74	-0	45.45	35.09	(-10.36)		
合計	3.74	-3.28	3.27	-3.45	6.15	-5.77	1.70	-1.40	2.01	-1.84	0.20	-0.13	1.28	-0.89	0.14	-0.17	0.62	-0.59	0.34	-0.32	1.97	-1.08	0.80	-0.68	0.80	-0.68	22.50	22.50	(-3.04)		
増減																															

注: 株式所有比率(%)は、発行済株式総数に対する所有株式数の割合。
 矢印左側は1982年度、右側は1989年度の数字。
 括弧内は増減を示す。

(資料) 経済調査協会編 (1984, pp. 117-119) および (1992, pp. 154-156) より作成。

し、実際多くのグループ企業株式を取得した。例えば住友ベークライト株式会社（0.36%）、住友セメント（0.18%）、住友銀行（0.12%）、住友海上（0.09%）、住友化学工業（0.04%）等である。この新規株式取得が影響して住友不動産の持株比率合計は0.03%から0.08%へ、0.05ポイント増加しているのである。

変化の第3の特徴は、住友銀行、住友生命、住友海上といった金融機関の持株比率の低下である。金融機関の持株比率合計は、上記の住友信託銀行を除き、82年度から89年度にかけて全て減少し、その減少幅も大きい。住友銀行は3.74%から3.28%へ、0.46ポイントの減少、住友生命は6.15%から5.77%へ、0.38ポイントの減少、住友海上は1.70%から1.40%へ、0.30ポイントの減少と、いずれも0.3~0.4ポイント台の大幅な減少となっている。このように、銀行、生命保険、損害保険といった主力金融機関が持株比率合計を大幅に減少させており、このことがグループ全体の持合い比率合計の減少に大きく影響を及ぼしている。

変化の第4の特徴は、住友化学の所有する住友ベークライト株式の大幅減少と、住友金属工業の所有する住友軽金属工業株式の大幅減少である。住友化学は82年度において住友ベークライト株式を30.13%所有していたが、89年度には21.45%と、8.68ポイントも比率を下げている。他方、住友金属工業は82年度において住友軽金属工業株式を28.92%も所有していたが、89年度には17.36%と、11.56ポイントも比率を下げている。この大幅な比率の低下が、それぞれの持株比率合計、所有比率合計の低下をもたらし、最終的なグループ全体の持合い比率合計の低下をもたらしているのである。

このように住友グループにおいては、特に以上の4つの変化をともしないながら、全体的に持株比率、所有比率が低下しており、それが持合い比率合計の低下（-3.04ポイント）を招いているのである。しかし、比率は低下しているが、金融機関を中核とする事業会社と有機的に結びついた円形サークル状の持合い構造そのものを崩壊するまでには至っておらず、それは維持されているとみることができる。

つぎにここで、会社支配の観点から、経営権の安定化ないし経営の安定化が確保されているのかを検証する。

住友グループ企業18社中、82年度において株式の所有比率合計が20%を超えている企業は17社と、ほとんどで

あり、30%超えが10社、40%超えが4社、50%を超える過半数所有支配が成立している会社が2社（住友ベークライトと住友軽金属工業）である。このようにほとんどの企業で20%を超える高い比率を示しており、住友グループ企業は、他のメンバー企業全体によって株式を所有されることにより、会社経営権の安定化を確保しているものとみることができる。

そして89年度になると、この所有比率合計が増加した企業は2社のみで、他の16社は全て減少している。特に住友不動産（-16.49ポイント）、住友軽金属工業（-15.61ポイント）、住友ベークライト（-11.41ポイント）、住友倉庫（-10.36ポイント）などは減少幅が大きい。その結果、89年度において所有比率合計が20%を超えている企業は15社に減り、30%超えが7社、40%超えが2社、50%超えの企業はなくなっている。このような減少から経営の安定化を確保している企業も減少しているといえる。

以上のように、三菱・三井・住友という旧財閥系企業集団の株式所有構造とその変化を明らかにしてきた。いずれの企業グループにおいても持合い比率合計は微減ないし減少していたが、戦後形成された金融機関を中核としそれぞれのグループ企業が有機的に結びついた円形サークル状の持合い構造そのものは維持しているということであった。ただしその中身に変化があり、その変化の特徴として共通しているのは、それぞれの信託銀行の持株比率合計の増大と、信託銀行を除く金融機関（銀行、生命保険、損害保険等）の持株比率合計の減少ということであったのである。

また、持合い比率合計は減少していたが、その減少にはグループによって濃淡の差があった。全体の持合い比率合計の変化でみると、住友グループが25.54%から22.50%で3.04ポイントの減少、三井グループが17.92%から16.84%で1.08ポイントの減少、三菱グループが24.95%から24.44%で0.51ポイントの減少であり、持合い比率合計の減少幅の大きさという側面では、1. 住友グループ、2. 三井グループ、3. 三菱グループとなっていたのである。そして、このような減少を踏まえ、バブル絶頂期の89年度における持合い比率合計の高い順では、1. 三菱グループ（24.44%）、2. 住友グループ（22.50%）、3. 三井グループ（16.84%）となり、三菱グループが最も株式持合いを行い結束力が強く、三井グループが弱かったということができる。

2. 銀行系企業集団の株式持合い比率の変化と株式所有構造

銀行系企業集団では、バブル経済期に、どのように株式持合い比率が変化し、その結果どのような株式所有構造となっていたのであろうか。

(1) 銀行系企業集団の株式持合い比率の変化—1982年度～1989年度—

図表7は、バブル前の1982年度～バブル絶頂期の89年度までの銀行系企業集団における株式持合い比率合計の推移を示したものである。

これによれば、芙蓉グループは、82年度の13.81%から83年度には15.74%へ急激に上昇し、86年度に15.81%とピークに達し、その後微減して89年度には15.31%になっている。三和グループは82年度の14.55%から83年度には16.56%へ急激に上昇し、85年度に16.84%でピークに達し、その後微減して89年度には16.24%になっている。第一勧銀グループは82年度の11.37%から83年度の13.72%へ急激に上昇しピークに達した後、毎年度微減していき、89年度には12.03%となっている。このように各グループは82年度から83年度にかけて比率を急激に上昇させ、ピークを向かえた後、微減していく過程で89年度のバブル絶頂期に至っていることがわかる。

それではつぎに、各銀行系企業集団のバブル絶頂期（1989年度）における株式所有構造を分析し、明らかにしよう。

(2) 1989年度における芙蓉グループの株式所有関係

図表8は、1989年度における芙蓉グループの株式持合い関係をマトリックス表で示したものである。

これによると、芙蓉グループ全体の株式持合い比率合計は15.31%となっている。これは同時期の旧財閥系企業集団のいずれよりも低い。ただ三井グループの16.84%には近似した数値となっており、三井グループに匹敵する比率であるといえよう。

芙蓉グループでは金融機関の持株比率合計が高く、特に富士銀行が3.56%で全てのグループ企業株式を2～10%の高い比率で所有している。つづいて、安田信託銀行が2.79%、安田生命が2.76%、安田火災が1.60%であるが、いずれも多くのグループ企業株式を高い比率で所有していることがわかる。一方、事業会社の持株比率合計は、日産自動車の0.63%や丸紅の0.62%は高いといえるが他はそれほど高くない。ただ、大成建設やサッポロビールは少ない比率ながらも多くのグループ企業株式を所有している。また、事業会社は、昭和海運を除き、金融機関（富士銀行、安田信託銀行、安田火災）の株式を所有している。

金融機関同士では、安田生命が富士銀行株式を4.85%、安田信託銀行株式を3.96%、安田火災株式を3.61%所有するという一方的所有があり、富士銀行と安田信託銀行の株式持合い、富士銀行と安田火災の持合い、安田信託銀行と安田火災の持合いが高い比率で行われており、金融機関同士の株式所有、株式持合いは強固である。

事業会社同士では、丸紅や大成建設、サッポロビール、日産自動車などの株式所有は積極的に行われているが、その他はまだそれほど進んでおらず、点在している状態である。

このようにみえてくると、芙蓉グループにおける株式所有構造の中核は金融機関であることがわかる。すなわち、まず金融機関同士で一方的所有や株式持合いにより強固な所有関係を形成し、この金融機関を中核にして、事業会社と積極的に株式所有、株式持合いを行う。そして事業会社同士では、商社などを除き、まだ点在していると

図表7 銀行系企業集団の株式持合い比率合計の推移

(単位：%)

企業グループ \ 年度	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
芙蓉グループ	13.81	15.74	15.72	15.79	15.81	15.61	15.29	15.31
三和グループ	14.55	16.56	16.56	16.84	16.70	16.47	16.38	16.24
第一勧銀グループ	11.37	13.72	13.67	13.33	12.74	12.49	12.24	12.03

(資料)『企業系列総覧』東洋経済新報社、各年版。

図表8 芙蓉グループにおける株式持合い関係 (1989年度)

(単位：%)

所有者 被所有者	富士銀行	安田信託銀行	安田生命	安田火災	丸紅	大成建設	日清製粉	サッポロビール	ニチレイ	日清紡	山陽産業	昭和電工	日本油脂	日本セメント	NKK	久保田鉄工	日本精工	日立製作所	日産自動車	東京建物	京浜急行電鉄	昭和海運	89年度合計 (その他を含む)
富士銀行		1.43	4.85	2.28	0.99	1.61	0.67	0.44	0.65	1.04	0.43	0.25	0.32	1.68	1.78	1.53	0.55	1.24	1.85	0.46			26.80
安田信託銀行	3.33		3.96	2.43	2.15	1.07	0.27	0.58	0.44	0.37	0.81	0.50	0.68	1.08	1.81	1.46	1.38		2.16	0.58			28.54
安田火災	4.79	4.60	3.61		0.59	0.47	0.01	0.13			0.15	0.41	0.24	0.07	0.65		0.29		0.49	0.36			17.50
丸紅	4.09	4.49	2.83	3.68		0.08	0.12	0.07		0.09	0.03	0.19	0.04	0.35		0.18			2.30			0.36	19.08
大成建設	3.90	3.00	0.88					0.20									0.17		0.30	0.22			8.79
日清製粉	4.82	2.12			1.52				0.20														8.67
サッポロビール	3.79	4.36	2.67	1.09	2.16	2.39			0.52					0.35	0.29	0.31		0.79	0.40	0.50			20.22
ニチレイ	4.42	3.60				0.51	0.11	0.56															9.22
日清紡	4.99	3.92	2.64		1.23		0.14				0.14												13.69
東邦レーヨン	4.76	4.13	1.33	0.76	0.77					24.65		1.28											37.71
山陽産業	3.89	5.02	2.48	0.91									0.21	0.48									13.02
昭和電工	4.88	4.15	4.18	5.01	1.15								0.10						0.19				19.76
呉羽化学工業	4.94	4.86	7.07	1.89	2.19	0.34										0.19							21.51
日本油脂	4.94	5.75	2.29	2.83							0.22	0.11		0.45				2.20	4.01	0.06			22.92
東 燃	4.07	2.53		2.81		0.26				0.03												0.18	9.92
日本セメント	4.99	4.79	4.18	0.99	1.44			0.49			0.76		0.31										18.53
N K K	3.74	1.93	3.15	1.96	0.59	0.23		0.06				0.02		0.11			0.16		0.21			0.37	12.57
久保田鉄工	4.84	2.02	3.10		0.30			0.06												0.05			10.58
日本精工	4.82	5.81	5.62		0.78			0.12											2.33				19.84
日立製作所	2.00	1.95	0.95		0.07			0.02		0.01			0.01				0.03		0.46				5.53
沖電気工業	4.79	4.52	7.80	2.48		0.57						0.07		0.25		0.13	0.35						20.99
権河電機	3.53	6.07		1.33																			10.95
日産自動車	4.57	2.57	1.90	1.93	1.38	0.41		0.04		0.12		0.02	0.10		0.31		0.42	0.83			0.09		14.75
キャンソ	3.46	3.16	1.10	1.64	0.23			0.04															9.65
東京建物	4.99	5.41	4.55	5.78		2.55		0.30					0.05			0.59							25.62
東武鉄道	2.92	1.96																					4.89
京浜急行電鉄	4.83	4.13	1.87					0.26															11.11
昭和海運	10.55	3.82	3.19	6.98	2.20								0.71	0.29	4.37								32.14
合 計	3.56	2.79	2.76	1.60	0.62	0.40	0.09	0.13	0.09	0.23	0.10	0.08	0.10	0.29	0.37	0.25	0.21	0.24	0.63	0.10	0.09	0.08	15.31

注：株式所有比率(%)は、発行済株式総数に対する所有株式数の割合。

(出所) 東洋経済新報社編 (1990, pp. 40-41)。

いう所有構造が浮かび上がってくるのである。ここでは金融機関を中核とする円形サークル状の所有構造が形成されてはいるが、事業会社同士の所有関係が薄いといわざるを得ない。

(3) 1989年度における三和グループの株式所有関係

図表9は、1989年度における三和グループの株式持合い関係をマトリックス表で示したものである。

これによると、三和グループ全体の株式持合い比率合計は16.24%となっている。これは同時期の旧財閥系企業集団のいずれよりも低い、ただ三井グループの16.84%とは近似した数値となっており三井グループに匹敵する比率であるといえる。また、芙蓉グループの15.31%よりは若干高い。

三和グループでは金融機関の持株比率合計が高く、日本生命が3.59%、三和銀行が3.49%、東洋信託銀行が2.35%で、いずれもほとんどのグループ企業株式を高い比率で所有している。なお、大同生命は社長会メンバー企業ではないが、図表9では参考として記載し、集計に加えている。一方、事業会社の持株比率合計は、総じてそれほど高くはない。ただ、その中で目立つのは日立製作所の2.26%という高い比率で、これは日立化成工業株式（54.86%）や日立金属株式（53.59%）、日立電線株式（51.37%）というように50%超えの所有が3社もあるからである。ついで事業会社の持株比率合計は、積水化学（0.51%）、日商岩井（0.41%）、大林組（0.29%）、帝人（0.28%）と続いていくが、この中で日商岩井や大林組などは少ない比率ながらも広くグループ企業株式を所有していることがわかる。また、これら事業会社は、ナビックスラインを除き、金融機関（三和銀行、東洋信託銀行）の株式を多く所有している。

金融機関同士では、日本生命が三和銀行株式を4.52%、東洋信託銀行株式を2.38%所有するという一方的所有があり、大同生命も三和銀行株式と東洋信託銀行株式を所有しており、さらに三和銀行と東洋信託銀行間では高い比率で株式持合いが行われており、金融機関同士の株式所有は強固である。

事業会社同士では、日商岩井や、大林組などの株式所有は積極的に行われているが、その他はまだそれほど進んでおらず、点在している状態である。

このようにみてくると、三和グループにおける株式所有構造の中核も金融機関であることがわかる。すなわち、金融機関同士で一方的所有や株式持合いにより強固な所有関係を形成し、この金融機関を中核にして、事業会社と積極的に株式所有、株式持合いを行う。そして事業会社同士では、商社などを除き、まだ点在しているという所有構造が浮かび上がってくるのである。ここでは金融機関を中核とする円形サークル状の所有構造が形成されてはいるが、芙蓉グループ等と同様、事業会社同士の所有関係が薄いといわざるを得ない。

(4) 1989年度における第一勧銀グループの株式所有関係

図表10は、1989年度における第一勧銀グループの株式持合い関係をマトリックス表で示したものである。

これによると、第一勧銀グループ全体の株式持合い比率合計は12.03%となっており、これは同時期の旧財閥系企業集団と銀行系企業集団を合わせた六大企業集団の中で最も低い比率である。

第一勧銀グループの持株比率合計は、第一勧業銀行と朝日生命が3.54%、3.15%と高く、銀行は全てのグループ企業株式を2～5%の高い比率で所有し、朝日生命は多くのグループ企業株式を0.95%～8%台の高い比率で所有している。しかし金融機関のなかでも富国生命や日産火災、大成火災については持株比率合計が0.23%、0.10%、0.08%とかなり低い。一方、事業会社の持株比率合計は、総じてそれほど高くはない。ただ、その中で比較的高いといえるのは、富士電機の0.90%、伊藤忠商事と古河電気工業の0.39%、川崎製鐵の0.34%で、富士電機は富士通株式を13.57%も所有するとともに広くグループ企業株式を所有しており、伊藤忠商事や古河電気工業は広くグループ企業株式を所有しており、川崎製鐵は川鉄商事の株式を24.97%も所有している。そして、これらを含めた事業会社の全ては、必ず第一勧業銀行の株式を所有している。

金融機関同士では、朝日生命が第一勧業銀行株式を4.46%、日産火災株式を2.78%、大成火災株式を8.09%所有するという一方的所有があり、富国生命も第一勧業銀行株式と日産火災株式を所有し、第一勧業銀行も大成火災株式を所有しており、さらに第一勧業銀行と日産火災との間で株式持合いが行われ、金融機関同士の株式所有

は強固である。

事業会社同士では、富士電機、伊藤忠商事、古河電気工業などの株式所有は積極的に行われているようにみえるが、その他はまだそれほど進んでおらず、点在している状態である。

このようにみえてくると、第一勧銀グループにおける株式所有構造の中核は金融機関（特に第一勧業銀行と朝日生命）であることがわかる。すなわち、第一勧業銀行と朝日生命を含めた金融機関同士で一方的所有や株式持合いにより強固な所有関係を形成し、第一勧業銀行と朝日生命を中核にして、事業会社と積極的に株式所有、株式持合いを行う。そして事業会社同士では、電機や商社などを除き、まだ点在しているという所有構造が浮かび上がってくるのである。ここでは第一勧業銀行と朝日生命を中核とする円形サークル状の所有構造が形成されているが、事業会社同士の所有関係が他の企業集団と比べてもかなり薄いといわざるを得ない。

以上のように、1989年度における各銀行系企業集団の株式所有構造を明らかにしてきた。いずれの企業集団においても株式所有構造の中核に位置するのは金融機関であった。すなわち、金融機関同士で一方的所有や株式持合いにより強固な所有関係を形成し、この金融機関を中核にして、事業会社と積極的に株式所有、株式持合いを行う。そして事業会社同士では、商社などを除き、まだ点在しているという所有構造が浮かび上がってきた。ここでは金融機関を中核とする円形サークル状の所有構造が形成されているが、事業会社同士の所有関係が薄く、横の連繋が弱い構造であったのである。

そして、企業集団の結束力を示す株式持合い比率合計の大きさでは、1. 三和グループ（16.24%）、2. 芙蓉グループ（15.31%）、3. 第一勧銀グループ（12.03%）という順になっており、銀行系企業集団の中では三和グループが最も結束力が強く、第一勧銀グループが最も弱かったのである。

VI. 小括

1980年代中期から後期にかけてのバブル経済期には、株式持合いの安定株主工作により市場全体の株式の需給関係を逼迫化させ、そこで投資信託や特金、金外信等投機を積極化して株価を騰貴させ、そして高株価状況で企

業はエクイティ・ファイナンスを行い低コストで大量の資金調達をし、調達資金でさらに株式投資、投機を行い、発行した株式を高株価経営のため安定株主にはめ込んでいくという構造により株価騰貴を維持し続けた。

従って、バブル経済期には投資信託や特金、金外信が増大し、エクイティ・ファイナンスが活発化した。そして、信託銀行では投資信託や特金、金外信等の信託勘定分が増加し、それらは信託銀行名義となっているため、結果として信託銀行の持株比率の増加となって現われた。また、エクイティ・ファイナンスが活発化した。徐々にエクイティ・ファイナンスの活発化による企業の発行済株式総数の増大が企業の取得株式数の増加を上まわる形で現われ、結果、企業集団の株式持合い比率の微減ないし減少をもたらすようになった。

三菱・三井・住友の旧財閥系企業集団における1982年度と89年度の比較分析では、いずれの企業グループにおいても株式持合い比率合計は微減ないし減少していた。しかし、戦後形成された金融機関を中核としそれぞれのグループ企業が有機的に結びついた円形サークル状の株式持合い構造そのものは維持されていた。ただしその中身に変化があり、その変化の特徴として共通していたのは、それぞれの信託銀行の持株比率合計の増加と、信託銀行を除く金融機関（銀行、生命保険、損害保険等）の持株比率合計の減少ということであった。

芙蓉・三和・第一勧銀の銀行系企業集団は、82年度から83年度にかけて持合い比率を急激に上昇させ、ピークを向かえた後、微減していく過程で89年度のバブル絶頂期に至っていた。そして、バブル絶頂期における銀行系企業集団の株式所有構造分析では、いずれの企業集団も金融機関を中核とする円形サークル状の所有構造が形成されていたが、事業会社同士の所有関係が薄いという構造であった。すなわち、まず金融機関同士で一方的所有や持合いにより強固な所有関係を形成し、この金融機関を中核にして、事業会社と積極的に株式所有、株式持合いを行う。そして事業会社同士では、商社などを除き、まだ点在しているという所有構造であったのである。

この後、日本経済はバブル経済の崩壊を迎えることになる。1989年12月末に38,915円という史上最高値を記録した日経平均株価は、90年1月4日から下落しはじめ、92年3月には20,000円を割り、2003年4月には7,607円まで暴落する。地価も1年遅れて91年から暴落していく。

こうしたバブル経済の崩壊により、金融機関や事業会社は所有する株式を維持することができず売却放出し、また持合い株式も売却放出していくことになるのである。

参考文献

- 奥村宏（1976）『日本の六大企業集団』ダイヤモンド社。
- 奥村宏（2005）『最新版 法人資本主義の構造』岩波書店。
- 経済調査協会編（1962）『年報 系列の研究（1962）』経済調査協会。
- 経済調査協会編（1964）『年報 系列の研究（1964）』経済調査協会。
- 経済調査協会編（1974）『年報 系列の研究（1974）』経済調査協会。
- 経済調査協会編（1984）『年報 系列の研究 第25集（1985）—第1部上場企業編—』経済調査協会。
- 経済調査協会編（1992）『年報 系列の研究 第32集（1992）—第1部上場企業編—』経済調査協会。
- 公正取引委員会事務局編（1977）『独占禁止政策三十年史』公正取引委員会。
- 公正取引委員会事務局編（1979）『独占禁止法改正』公正取引委員会。
- 鈴木芳徳（2004）『金融・証券改革の深層底流—金融・証券評論集』御茶の水書房。
- 関口秀子編（2006）『六大企業集団系譜図集』雄松堂出版。
- 全国証券取引所（2009）「平成20年度株式分布状況調査〈資料編〉」<http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/h20/1-22.xls>
- 橘木俊詔・長久保僚太郎（1997）「株式持合いと企業行動」『フィナンシャル・レビュー』第43号。
- 東洋経済新報社編（1989）『企業系列総覧（1990年版）』東洋経済新報社。
- 東洋経済新報社編（1990）『企業系列総覧（1991年版）』東洋経済新報社。
- 日本証券経済研究所編（1981）『日本証券史資料 戦後編 第一巻—証券関係帝国議会・国会審議録（一）』日本証券経済研究所。
- 日本証券経済研究所編（1996）『日本証券史資料 戦後編 第十巻—証券史談（二）・補遺他—』日本証券経済研究所。
- 増尾賢一（2004）「株式持合いの解消に関する研究—時価評価導入による影響を中心として—」『年報 財務管理研究』第15号。
- 増尾賢一（2005）「株式持合いの変化と支配問題」『経済科学論究』第2号。
- 増尾賢一（2009a）「日本の株式所有の歴史的構造（2）—戦後の財閥解体による株式所有の分散—」『中央学院大学商経論叢』第23巻第2号。
- 増尾賢一（2009b）「日本の株式所有の歴史的構造（3）—財閥解体後から資本自由化前までの株式所有構造—」『中央学院大学商経論叢』第24巻第1号。
- 増尾賢一（2010）「日本の株式所有の歴史的構造（4）—資本自由化期における企業集団・企業グループの株式所有構造を中心にして—」『中央学院大学商経論叢』第24巻第2号。
- 箕輪徳二（1997）『戦後日本の株式会社財務論』泉文堂。