

# 日本の株式所有の歴史的構造（6）

—バブル経済崩壊後における株式所有構造の変化—

増 尾 賢 一

- 〈目 次〉
- I. バブル経済崩壊と株式所有の概要
  - II. 経済状況と市場全体の株式所有構造の変化
    - 1. バブル経済崩壊による経済状況の変化
    - 2. 市場全体の所有者別持株比率の推移
  - III. 株式持合い変化の実態とその理由
    - 1. 株式持合い変化の実態分析
    - 2. 株式持合い減少の理由
  - IV. 六大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—1998年度と2002年度の比較分析—
    - 2. 三井グループの株式所有関係の変化—1998年度と2002年度の比較分析—
    - 3. 住友グループの株式所有関係の変化—1998年度と2002年度の比較分析—
    - 4. 芙蓉グループの株式所有関係の変化—1998年度と2002年度の比較分析—
    - 5. 三和グループの株式所有関係の変化—1998年度と2002年度の比較分析—
    - 6. 第一勧銀グループの株式所有関係の変化—1998年度と2002年度の比較分析—
  - V. 株式売却放出の受け皿と会社支配構造の変化
  - VI. 小括

## I. バブル経済崩壊と株式所有の概要

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。それが1990年から株価が下落しはじめ、地価は1年遅れて91年から下落しはじめ、膨れ上がった経済状態は、急速に萎み、縮小して、バブル経済は崩壊した。株価と地価が下落する契機となったのは、日本銀行による金融引締政策と、政府による地価上昇抑制政策であった。これらにより株価や地価が下落し、日本経済は平成不況と呼ばれる長期景気低迷の時代に入った。この間、物価が持続的に下落するデフレ経済、さらにデフレスパイラル現象が生じ、企業は設備投資を抑制してリストラを進め、金融機関では不良債権問題と所有株式含み損問題が経営上大きな課題となった。そして、これらの問題を解決するため、特に金融機関が所有株式を大量に売却放出したことが、市場全体の株式所有構造に大きな変化をもたらすことになった。

また、バブル経済の崩壊は、日本の金融市場を衰退化させ、空洞化させた。そこで、この空洞化しつつある金融市場をなんとか活性化させ、再生するため、日本版金融ビッグバンと称される大規模な金融システム改革が実施されることとなった。このグローバル化と規制緩和の流れの中で、金融市場には多数の外国人投資家が参入するようになり、この外国人投資家の増大も、市場全体の株式所有構造に大きな変化をもたらすことになったのである。

さらに日本的経営財務の特徴で、戦後長年にわたって形成されてきた株式持合いが、株価下落にはじまる様々な理由により、減少に転じ、特に持合いを積極的に行ってきた六大企業集団では、株式持合い構造に大きな変革を迫るものとなった。企業集団では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が形成され、その縦・横両連繫が強化されていたが、持合いの減少により、この構造が変貌したのである。

そこで本論文では、バブル経済崩壊後、すなわち1990年代から2000年代初期、具体的には1990年から2003年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構造を把握した上で、その背後にある株式持合いに焦点をあて、株式持合い変化の実態および理由

を明らかにし、特に六大企業集団に着目して、その集団内部における株式持合い構造の変化を実態的に分析し、解明する。ならびに、持合いが減少しつつあるなかで、わが国株式会社の会社支配の安定がどのようになされているのかを株式所有の側面から考察する。

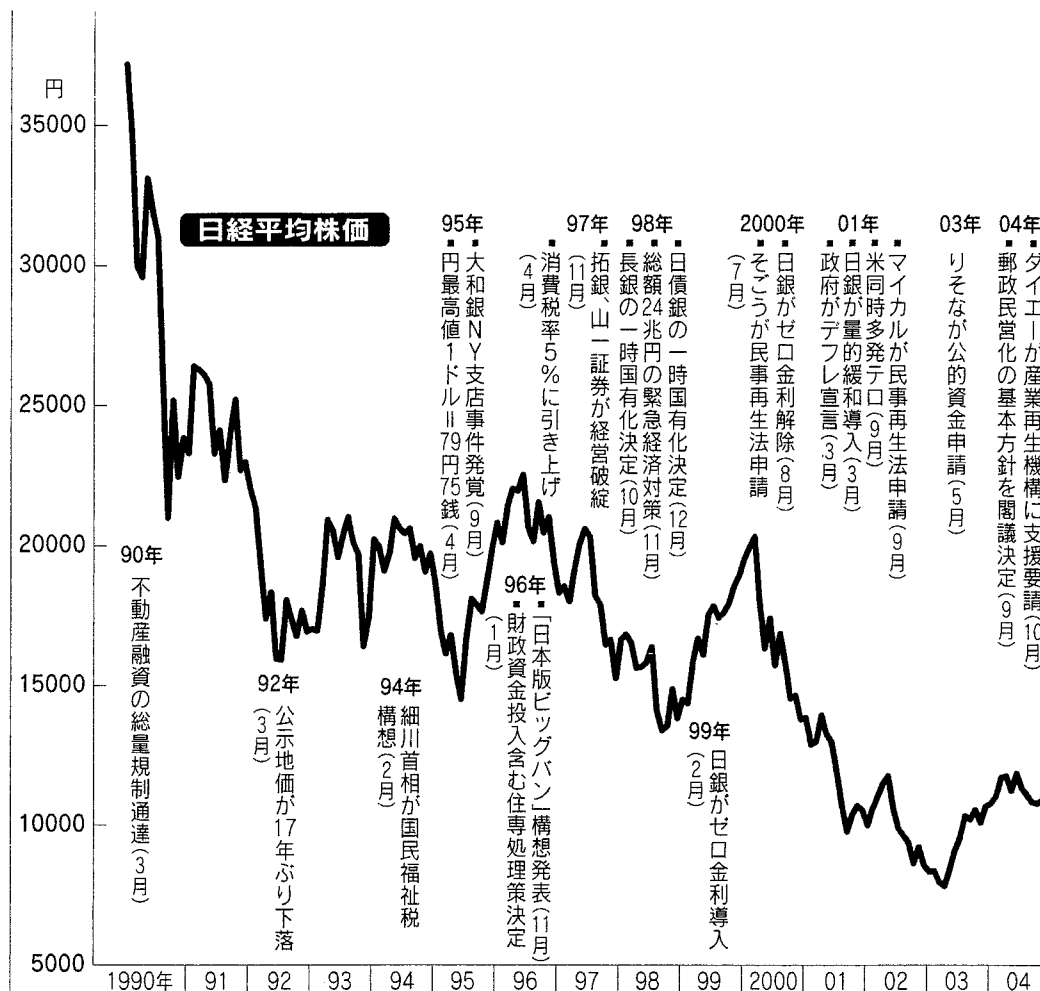
## II. 経済状況と市場全体の株式所有構造の変化

### 1. バブル経済崩壊による経済状況の変化

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、翌90年1月4日の初立会いから下落しはじめ、92年3月には20,000円を割り、03年3月末には7,972円、同年4月には7,607円まで暴落した。地価も1年遅れて91年から下落しはじめ、その後15年間続落していった。こうした株価や地価の下落により、多額の資金調達をして株式、土地に投資あるいは投機していた企業は、多額の損失を被るようになった。

株価と地価が下落する契機となったのは、日本銀行による金融引締政策と、政府による地価上昇抑制政策である。日銀は低金利の公定歩合による金融緩和政策を続けていたが、89年5月に政策を転換し、金融引締めのため、公定歩合の引き上げに踏み切った。すなわち、2.50%であった公定歩合を、89年5月に3.25%、10月に3.75%、12月に4.25%、90年3月に5.25%、8月に6.00%へ引き上げたのである。この公定歩合引き上げによる金融引締政策により、株価の上昇はストップし、株価上昇に対する期待感が薄れ、一気に下落へ転じることになったのである。一方、政府による地価上昇抑制政策は、様々な政策が実施されたが、その中で地価下落に最も作用したのは、90年3月に大蔵省が出した不動産融資総量規制の通達であった。これは、投機的土地取引等に係わる融資を厳しく排除するため、当面の間、金融機関の不動産業向け融資については、公的な宅地開発機関等に対する貸出を除き、その増勢を総貸出の増勢以下に抑制するというものであった。つまり、金融機関の不動産関連融資残高の伸び率を総融資残高の伸び率以下に抑えることを要請したものである。この通達により、不動産投資のための資金調達が抑制され、土地に対する投資が縮小し、地価の下落を招いたのである。

図表1 日経平均株価の推移



(出所)『日本経済新聞』2010年8月1日付。

これらを契機として株価、地価が下落し、バブル経済が崩壊し、日本経済は平成不況と呼ばれる長期景気低迷の時代に入った。この間、企業は設備投資を抑制し、物価が持続的に下落するデフレ経済となり、さらに、物価下落→企業収益悪化→リストラによる人員削減→所得減少→需要減退→さらなる物価下落というデフレスパイラル現象によって、実体経済はより縮小していった。

他方、バブル経済崩壊により、日本の金融市場も衰退し、空洞化していった。この空洞化しつつある金融市場をなんとか活性化させ、再生しようと様々な政策が打たれたが、その代表的なものが、橋本内閣の下で提唱された、いわゆる日本版金融ビッグバンである。96年11月、橋本内閣は、空洞化しつつある日本の金融市場を再生させ、2001年までにニューヨーク、ロンドンと肩を並べる

国際金融市場になるべく、大規模な金融システム改革を実施した。これが日本版金融ビッグバンと呼ばれ、改革の柱として、フリー（市場原理が機能する自由な市場）、フェア（透明で公正な市場）、グローバル（国際的で時代を先取りする市場）の3原則が掲げられた。これにより、従来の護送船団方式が崩壊し、規制緩和が進み、銀行・証券・保険の垣根が取り払われ、相互に参入するようになり、取扱商品の多様化、各種手数料の自由化や、ディスクロージャーの充実、デリバティブなどの拡大に対応した法制度の整備、会計基準の国際的調和化なども進められた。また、外国為替法が改正され、銀行で外貨預金を取り扱うようになり、投資信託の窓口販売も開始された。さらに独占禁止法が改正され、金融持株会社の設立も解禁された。こうして、日本の金融市場は規制緩

和が進み、グローバル化により、よりオープンなものとなり、多数の外国人投資家が参入するようになった。これが後に述べる外国人投資家の増大につながるようになる。

ところで、バブル経済の崩壊は、金融機関経営における不良債権問題と、所有株式含み損問題を生じさせた。銀行等の融資は、土地や建物等を担保とする担保主義が基本であり、バブル期には地価上昇による担保価値の上昇を見込んで融資額を拡大していた。しかしバブル崩壊により地価が下落すると、担保価値が下落し、膨大な不良債権が生じるようになった。この不良債権が金融機関の業績を悪化させ、不良債権をいかに処理するかが問題となった。また、銀行等の金融機関は、グループ企業や系列企業と株式持合い、一方的所有等を行い、多額の株式を所有していたが、バブル崩壊により株価が下落すると、含み益が減少し、さらには含み損を発生させるに至った。従来は、含み益を使って、益出し買戻しを行い、株式所有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が、さらに株価が下落すると、簿価の高い株式を所有することが困難となり、次第に売切りの形をとるようになった。さらに、含み損が生じているところに時価評価が導入されたことにより、金融機関の財政状態が大幅に悪化することとなり、それを防ぐため所有株式を大量に売却放出していった。このように、不良債権問題と所有株式含み損問題をいかに解決して、金融機関経営の健全化を図るかということが経営上の大きな課題となっていたのである。

不良債権等による金融機関の経営悪化が特に大きな問題となったのは90年代後半のことであった。まず、農林系統金融機関から融資を受けて大規模な不動産融資を行っていた住宅金融専門会社（住専）の不良債権処理が大

きな問題となった。96年1月、政府は公的資金投入を含む住専処理策を決定し、実施したが、世論の大きな反発にあい、その後の公的資金投入の是非をめぐる議論に影響を与えて、不良債権処理の先延ばしにつながった。97年11月には三洋証券が経営破綻し、これにより金融機関同士の短期金融市場であるコール市場でデフォルトが発生し、市場への資金供給が縮小した。その影響を受け、北海道拓殖銀行が資金繰り悪化のため経営破綻した。さらに、飛ばしなどで問題となっていた山一証券が経営破綻し、短期間のうちに、つぎつぎと大手金融機関が経営破綻した。また、経営が悪化している銀行には、コール市場において上乗せ金利が課され、海外市場で資金調達する際にもジャパン・プレミアムが課されるようになったため、銀行の資金調達は次第に高コストとなり、資金調達が困難となった銀行は、貸し渋りや貸し剥がしを行うようになった。そのため、今度は企業の側で資金繰りが悪化し、設備投資が抑制され、実体経済が縮小していった。こうして日経平均株価は15,000円を割るところまで下落した。

金融機関を救済するため、政府は、98年3月に金融機能安定化法に基づき大手銀行21行に対して総額1兆8,156億円の公的資金を投入し<sup>1)</sup>、10月には早期健全化法および金融再生法を制定した。この金融再生法に基づいて10月に日本長期信用銀行が一時国有化され、12月には日本債権信用銀行が一時国有化された。また、早期健全化法に基づいて、99年3月から02年3月にかけて、大手銀行32行に対し総額8兆6,053億円の公的資金が投入された<sup>2)</sup>。一方、日本銀行は、金融引締政策から91年7月に金融緩和政策に転換し、その後も金融緩和政策を推し進め、99年2月にはゼロ金利政策を導入した。ゼロ金利政策とは、無担保コール翌日物金利を0.15%へ誘導し、政策金利を

1) 98年3月における公的資金の投入総額については、預金保険機構編（2008, p. 130 および p. 132）を参照。なお、公的資金投入総額1兆8,156億円の内訳は、優先株式によるものが3,210億円、劣後債・劣後ローンによるものが1兆4,946億円であった。また、銀行別では、第一勧業銀行990億円、富士銀行1,000億円、日本興業銀行1,000億円、安田信託銀行1,500億円、さくら銀行1,000億円、住友銀行1,000億円、東京三菱銀行1,000億円、三菱信託銀行500億円、三和銀行1,000億円、東海銀行1,000億円、東洋信託銀行500億円、あさひ銀行1,000億円、大和銀行1,000億円、住友信託銀行1,000億円、三井信託銀行1,000億円、中央信託銀行600億円、横浜銀行200億円、北陸銀行200億円、足利銀行300億円、新生銀行1,766億円、あおぞら銀行600億円であった。

2) 99年3月から02年3月にかけて投入された公的資金の総額については、預金保険機構編（2008, p. 130 および p. 135）を参照。なお、公的資金投入総額8兆6,053億円の内訳は、優先株式・普通株式によるものが7兆2,813億円、劣後債・劣後ローンによるものが1兆3,240億円であった。

3) 無担保コール翌日物とは、コール市場において銀行同士が担保を設定することなく、当日に資金を借りて、翌日には返済する短期取引である。そしてこの資金の貸し借りをを行う際の金利を無担保コール翌日物金利という。無担保コール翌日物金利は、94年の金利自由化以後、公定歩合に匹敵する重みを持つに至り、公定歩合に代わって金融政策の誘導目標となっている。

事実上ゼロ水準にまで低下させるというものである<sup>3)</sup>。このゼロ金利を導入したあたりから日経平均株価は上昇していったが、2000年8月に日銀がゼロ金利を解除すると、再び株価は下落し始め、政府のデフレ宣言、米同時多発テロ、マイカルの民事再生法申請、イラク戦争勃発と悪材料が重なったことも影響して、ついに03年4月には7,607円まで株価は下落したのである。

その後、小泉内閣による郵政民営化を柱とする構造改革によって、景気が回復し、日経平均株価は再び上昇していくことになる。

## 2. 市場全体の所有者別持株比率の推移

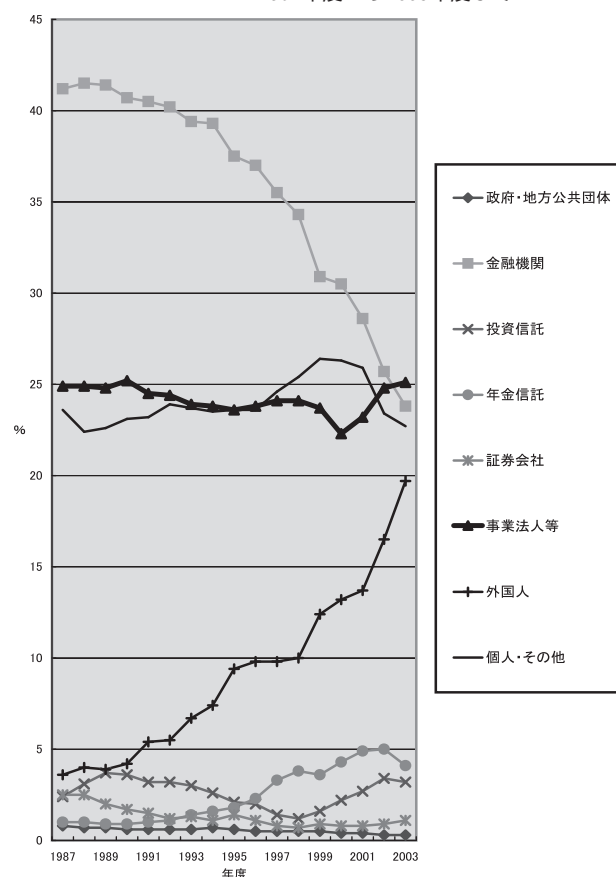
それでは、このようなバブル経済崩壊という経済状況の変化により、市場全体の所有者別持株比率はどのように推移したのであろうか。

図表2は、全国証券取引所によるもので、1987年度から2003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。全国証券取引所は、毎年度、内国上場会社の普通株式を対象に調査を行い、所有者別の持株比率を算定している。

これによると、金融機関の持株比率がバブル経済崩壊により大幅に減少しており、1989年度の41.4%から毎年

図表2 所有者別持株比率の推移

—1987年度から2003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)	外国入	個 人・ その他	法 人 (a＋b)
				金 融 機 関 内 訳										
				銀 行	生命保険	損害保険	その他							
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
1994	2,211	0.7	39.3	22.3	12.2	3.7	1.1	2.6	1.6	1.1	23.8	7.4	23.5	63.1
1995	2,277	0.6	37.5	21.6	11.2	3.6	1.2	2.1	1.8	1.4	23.6	9.4	23.6	61.1
1996	2,339	0.5	37.0	21.6	10.9	3.4	1.0	2.0	2.3	1.1	23.8	9.8	23.6	60.8
1997	2,387	0.5	35.5	21.0	10.2	3.3	1.0	1.4	3.3	0.8	24.1	9.8	24.6	59.6
1998	2,426	0.5	34.3	20.7	9.4	3.2	1.0	1.2	3.8	0.7	24.1	10.0	25.4	58.4
1999	2,472	0.5	30.9	18.5	8.3	2.9	1.2	1.6	3.6	0.9	23.7	12.4	26.4	54.6
2000	2,587	0.4	30.5	19.3	7.6	2.8	0.8	2.2	4.3	0.8	22.3	13.2	26.3	52.8
2001	2,656	0.4	28.6	18.4	6.7	2.7	0.7	2.7	4.9	0.8	23.2	13.7	25.9	51.8
2002	2,661	0.3	25.7	17.1	5.6	2.4	0.7	3.4	5.0	0.9	24.8	16.5	23.4	50.5
2003	2,679	0.3	23.8	15.8	4.9	2.3	0.8	3.2	4.1	1.1	25.1	19.7	22.7	48.9

注：1987年度以降は単位数ベース、2001年度から単元数ベース。

金融機関は投資信託、年金信託を除く。

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（2010, 図表1-22）より一部抜粋。



度減少して2003年度には23.8%と、実に17.6ポイントも減少している。この金融機関内訳をみると、銀行（都銀、地銀、信託等）は、89年度の22.1%から03年度の15.8%へ、6.3ポイントも減少し、特に98年度以降急激に減少している。生命保険は、89年度の13.1%から03年度の4.9%へ、8.2ポイントも減少している。損害保険は、89年度の4.1%から03年度の2.3%へ、1.8ポイント減少している。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、89年度の24.8%から2000年度には22.3%まで減少し、その後増加に転じて03年度には25.1%になっている。この2000～03年度の増加は、全てではないにしてもその多くは、当時 NTT ドコモの上場や大型の子会社上場が多くあったということがかなり影響している。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、89年度の66.2%から03年度の48.9%へ、17.3ポイントも減少しているのである。

一方、これに代わって外国人の持株比率が大幅に増大している。外国人の持株比率は、89年度の3.9%から03年度の19.7%へ、15.8ポイントも増大し、市場全体の約5分の1を占めるまでに至っている。これは、日本版金融ビッグバンによる規制緩和、グローバル化の進展の流れの中で、多数の外国人投資家が、売買、事業提携、買収等の目的で日本市場に進出し、日本企業の株式を大量に購入していったためである。外国人投資家は、日本のデフレ脱却、不良債権問題の克服、構造改革や景気回復を期待し、日本株の割安感から、多くの日本株を購入していった。

他方、投資信託の持株比率は、89年度の3.7%から98年度に1.2%まで減少するが、その後増加に転じて03年度には3.2%になっている。年金信託の持株比率は、89年度の0.9%から02年度には5.0%まで増大し（+4.1ポイント）、その後03年度には4.1%へ微減している。証券会社の持株比率は、89年度の2.0%から98年度には0.7%まで減少し、その後は1%前後で推移している。個人・その他の持株比率は、89年度の22.6%から緩やかに増加し99年度には26.4%になるが、その後減少に転じている。政府・地方公共団体の持株比率は、0.5%前後の低い水準で推移している。

以上のように各所有者別の持株比率の推移をみてきたが、バブル崩壊による市場全体の株式所有構造の変化の特徴は、なんといっても金融機関持株比率の大幅な減少、

特に銀行と生保の大幅な減少、これに対する外国人持株比率の増大ということができよう。

### Ⅲ．株式持合い変化の実態とその理由

つぎに、このような株式所有構造の背後にある「株式持合い」に焦点をあてる。株式持合いとは、2社間またはそれ以上の会社間でお互いに株式を持合っていることをいうが、この株式持合いは、バブル経済崩壊により、どのように変化し、それはどのような理由に基づくものであろうか。

#### 1．株式持合い変化の実態分析

ニッセイ基礎研究所（2004, p. 14）では、持合い株式を「2社間で相互に保有していることが確認された株式（ただし、持株会社形態の会社において、持株会社傘下会社が株主となる場合を含む）」と定義し、また安定保有株式を「持合い株式、金融機関が保有する株式、事業会社が保有する金融機関株式、および親会社などに関係会社として保有されている株式」と定義して、全国証券取引所に上場している内国会社が発行する普通株式を対象に調査を行い、単元数ベースと金額ベースの安定保有比率および持合い比率を算出している（図表3参照）。

これによれば、単元数ベースの安定保有比率はバブル経済崩壊によって大きく減少しており、1989年度の42.5%から2003年度の22.4%へ、20.1ポイントも減少している。金額ベースでは、89年度の44.9%から03年度の24.3%へ、20.6ポイントも減少している。持合い比率もバブル経済崩壊によって大幅に減少しており、単元数ベースでは89年度の14.6%から03年度の6.3%へ、8.3ポイントも減少し、金額ベースでは89年度の17.4%から03年度の7.6%へ、9.8ポイントも減少し、特に96年度以降減少幅が大きく、03年度はバブル期に比べると約10分の4の持合い比率となっている。そして、金額ベースの持合い比率の内訳では、銀行が89年度の7.3%から03年度の3.0%へ、4.3ポイントも減少しており、特に98年度以降減少幅が大きく、事業会社が89年度の9.1%から03年度の3.8%へ、5.3ポイントも減少しており、特に96年度以降減少幅が大きい。

すなわち、バブル経済崩壊により持合いを減少させる

図表3 市場全体の安定保有比率および持合い比率

(単位：％)

年 度	単元数ベース		金 額 ベ ー ス									
	市場全体の安定保有比率		市場全体の安定保有比率		安定保有比率の内訳				持合い比率の内訳			
		うち、 持合い比率		うち、 持合い比率								
					銀行	保険会社	事業会社	証券会社等	銀行	保険会社	事業会社	証券会社等
1987	42.5	14.6	45.8	18.5	14.9	16.4	14.4	0.1	6.7	1.0	10.7	0.1
1988	42.7	14.6	45.7	18.1	15.6	16.6	13.3	0.1	7.1	0.9	10.0	0.1
1989	42.5	14.6	44.9	17.4	15.6	15.7	13.4	0.1	7.3	0.8	9.1	0.1
1990	43.1	15.1	45.6	18.1	15.7	15.8	14.0	0.1	7.5	0.9	9.7	0.1
1991	42.8	14.9	45.6	17.9	15.6	16.2	13.7	0.1	7.6	0.9	9.3	0.1
1992	42.8	14.8	45.7	17.8	15.6	16.2	13.8	0.1	7.5	0.9	9.4	0.1
1993	42.0	14.5	45.2	17.6	15.4	15.8	14.0	0.1	7.4	0.8	9.3	0.1
1994	41.3	14.2	44.9	17.4	15.4	15.8	13.7	0.1	7.4	0.8	9.1	0.1
1995	39.7	13.9	43.4	17.1	15.1	14.8	13.6	0.1	7.4	0.9	8.8	0.1
1996	39.0	13.7	42.2	16.3	15.1	14.7	12.2	0.1	7.9	0.9	7.5	0.1
1997	37.7	13.1	40.5	15.1	14.8	14.1	11.6	0.0	7.5	0.9	6.7	0.0
1998	36.6	12.4	39.9	13.3	13.7	13.0	13.2	0.0	6.5	0.7	6.0	0.0
1999	34.1	11.5	38.0	10.9	11.3	10.6	16.0	0.0	5.4	0.7	4.7	0.0
2000	31.4	10.9	33.1	10.4	9.8	10.9	12.4	0.0	5.4	0.7	4.3	0.0
2001	30.5	9.2	30.2	9.0	8.7	10.1	11.4	0.0	4.8	0.6	3.7	0.0
2002	26.0	7.6	27.2	7.9	7.7	9.3	10.1	0.0	4.0	0.6	3.3	0.0
2003	22.4	6.3	24.3	7.6	5.9	8.0	10.3	0.1	3.0	0.8	3.8	0.1

注：比率は、上場株式の総量（単元数ベース：株式単元総数、金額ベース：時価総額）を100％とした数字。

安定保有比率の計算には、全国証券取引所の「株式分布状況調査」の結果を利用。

1999年度までは試算値ベース（2000年3月末の開示基準の変更に合わせ、データを制約した上で遡って算出した数値）。

（出所）ニッセイ基礎研究所（2004, pp. 16-17）の表1および表2より作成。

動きがはじまり、その動きは特に96年度以降激しさを増しており、まず事業会社が持合いを減少させ、その後98年度からは銀行が急速に持合いを減少させていることがわかるのである。

## 2. 株式持合い減少の理由

それでは、このような持合い比率の減少、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。その主な理由として、つぎの6点を挙げることができる。

第1に、株価の大幅な下落と長期景気低迷である。前述のように、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、03年4月には7,607円まで暴落した。こうした株価の大幅な下落は、企業の所有する持合い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。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が、さらに株価が下落すると、簿価の高い株式を所有することが困難となり、次第に売切りの形をとるようになった。これはまず事業会社の銀行株式売りとしてはじまり、つぎは銀行の事業会社株式の売りに及んだ。銀行も事業会社も、バブル崩壊後の長期景気低迷下で収益不振の埋め合わせや巨額の不良債権処理を賄う資金が必要となり、資金の投資効率を重視せざるを得ない状況になっていたのである<sup>4)</sup>。

第2に、株価続落下における持合い株式への時価評価導入による株価変動リスクの顕在化である。戦後わが国では、1949年に企業会計原則が制定されて以来、当時の米国における動態論的会計思考を基盤として、会計目的を適正な期間損益計算とする原価・実現主義会計が基本的に保持されてきた。原価・実現主義会計とは、資産を取得原価で評価し、合理的な原価配分手続により、発生

4) 奥村宏（2005, pp. 132-136）を参照。

した費用と実現収益を対応させ、その差額として期間損益を計算する理論体系である。この理論体系の下で、企業の所有する持合い株式についても基本的に原価評価が適用され、販売によって収益が認識されてきた。ところが1990年代に入ると、わが国企業の国際的な事業活動の進展や国際市場での資金調達の活発化を背景に、財務諸表の国際的視点からの同質性や比較可能性が強く求められるようになり、わが国の会計基準を国際会計基準に近づけていく必要性が生じた。いわゆる会計基準の国際的調和化であるが、これとともに、会計の基本目的が意思決定有用性へと変化していき、有用な情報として時価情報が重視されるようになっていったのである。このような会計基準の国際的調和化、有用な情報提供、また原価・実現主義会計の欠点である益出し操作の防止等を理由にして、1999年1月「金融商品に係る会計基準」が成立し、これにより持合い株式の時価評価が規定された。具体的には、持合い株式は「その他有価証券」に分類して、時価（期末の時価の他、期末前1ヵ月の市場価格の平均に基づいて算定された価額も可）で評価し、評価差額は、洗い替え方式に基づき、税効果を調整の上、原則として資本の部<sup>5)</sup>に計上することが規定されたのである<sup>6)</sup>。

こうした持合い株式の時価評価が、2001年4月1日以後開始する事業年度から実施されることとなり（早期適用も可）、持合い株式の株価変動が、直接的に企業の資本に大きな影響を与え、企業は株価変動リスクを抱えることになったのである。折りしもバブル経済が崩壊し、経済がデフレスパイラス現象を呈するなか、日経平均株価が続落しており、持合い株式に多額の評価差額損を発生させることになった。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。図表4は、時価評価差額が計上される「その他有価証券評価差額金」とその自己資本に対する比率を、全国の銀行を対象にして算出し、示したものである。これによると、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。

さらに銀行は、BIS規制に基づき経営健全性指標である自己資本比率8%以上（国内業務専門銀行は4%以上）を達成しなければならないが、そのBIS自己資本比率に持合い株式の株価変動が直接影響を与える。すなわち、評価差益はその45%相当額が分子の自己資本額を構成するTier IIに含められ、評価差損は自己資本額を構成するTier Iに含められ、それを減額させるのである（図表5参照）。したがって、多額の評価差損は自己資本比率を大きく低下させることになり、こうした影響を避けるためにも、銀行は持合い株式の売却放出を進めたのである。

第3に、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」（以下、「銀行株式保有制限法」とする）が成立したことである。銀行株式保有制限法は、銀行等が相当程度の株式を保有しているため、株価の変動が銀行等の財務面の健全性、さらには銀行等に対する信認や金融システムの安定性へ影響を与えかねないという懸念から、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するものである。その内容は次のとおりである（第3条第1項、主務省令）。

- (1) 銀行等は、連結ベースで株式等の保有総額が株式等保有限度額を超えてはならない。
- (2) 株式等保有限度額は、BIS規制上の自己資本のうち基本的項目（Tier I）までとする。
- (3) 規制対象株式は、子会社株式・関連会社株式、未公開企業の株式およびデット・エクイティ・スワップにより取得した株式を除く、株式とする。
- (4) 株式等は時価で評価し、株式等の保有総額の計算にあたっては、評価益が生じている場合には、これを控除する。
- (5) 規定は2004年9月30日から適用する。

この規定により、銀行は、連結ベースで、中核的な自己資本（Tier I）と同額までしか株式を保有することができなくなり、大量の持合い株式を抱える銀行は、2004

5) 周知のことだが、「資本の部」は現在「純資産の部」となっている。

6) 「金融商品に係る会計基準」の基準設定の背景および基準の具体的な内容については、増尾賢一（2008, pp. 273-289）を参照されたい。



(単位:百万円、%)

主：数値は単体ベース。  
評価差額は、その他有価証券評価差額金を示している。  
比率は、その他有価証券評価差額金の金額／自己資本額×100により算出している。  
括弧内は平均値を示している。  
各期末における対象銀行の相違や銀行数の変化は、銀行再編等の理由による。

資料) 各行『有価証券報告書』各年版および全国銀行協会編『全国銀行財務諸表分析』各年版より作成。

図表5 大手銀行における BIS 自己資本比率（2001年9月期末）

（単位：億円）

項 目	東京三菱	三菱信託	三井住友	三 和	東 海	第一勧業	富 士	日本興業	あさひ	大 和
基本的項目 (Tier I) (A)	21,874	7,496	41,416	18,942	14,722	18,483	21,591	16,517	9,376	6,711
うちその他有価証券の評価差損	-458	-117	-4,256	-755	-1,340	-2,240	-2,761	-1,644	-2,630	-325
Tier I に占める比率 (%)	-2.09	-1.56	-10.27	-3.98	-9.1	-12.11	-12.78	-9.95	-28.05	-4.84
補完的項目 (Tier II) (B)	21,874	5,565	31,991	18,942	7,155	18,483	19,902	14,455	9,376	4,859
うちその他有価証券の貸借対照表計上額の合計額から帳簿価額の合計額を控除した額の45%相当額	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
控除項目 (C)	146	196	966	1,179	62	36	3,359	—	6	890
自己資本額(A) + (B) - (C) (D)	43,602	12,865	72,441	36,705	21,816	36,931	38,133	30,973	18,746	10,679
リスク・アセット等 (E)	409,207	116,220	628,100	312,063	187,505	328,124	324,019	262,161	179,051	106,083
自己資本比率 = (D) / (E) × 100 (%)	10.65	11.07	11.53	11.76	11.63	11.25	11.76	11.81	10.47	10.06

注：数値は単体ベース。

Tier I に占める比率は、その他有価証券評価差損の金額 / Tier I の金額 × 100 により算出している。

（資料）各行『有価証券報告書』により作成。

年に向けて保有株式を売却しなければならなくなったのである<sup>7)</sup>。なお、2003年7月に改正銀行株式保有制限法が成立し、銀行の株式保有制限の適用が2006年9月まで延長された。

第4に、コーポレート・ガバナンスの観点から株式持合いが批判されるようになったことである。すなわち、持合い関係にある企業同士は、仲間意識、身内意識が働き、お互いの経営を相互に信認しており、通常は経営に口を出さず介入することはしない。仮に一方の企業経営者が株主の利害に反する行動をとったとしても、持合い関係にある株主は議決権等を行行使して企業経営を規律づけることはしなかったのである。つまり株主による経営監視がなされず、チェック機能が働かないのであり、こうした持合いによる静かな株主の存在が経営者に大幅な自由裁量権を与え、その結果、過剰投資問題や企業倫理感の欠如、不祥事等を引き起こすこととなり、そこで持合いそのものが批判され、持合い株式の解消売りが進む

ことになったのである。

第5に、大企業の金融的自立化に伴う銀行借入依存度の低下である。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た。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

7) 『日経金融新聞』2002年9月19日付によれば、大手銀行は、1999年度から2001年度の3年間で、10兆9,492億円もの保有株式を売却したが、それでも2002年3月末時点で株式の保有残高が連結ベースで、24兆5,079億円あり、一方この時の中核的自己資本 (Tier I) の残高が17兆3,677億円で、差し引き7兆1,402億円超過していたと述べている。みずほ合計では1兆2,599億円、三菱東京傘下銀行合計では1兆7,364億円、UFJ傘下銀行合計では1兆3,954億円、三井住友銀行では1兆1,361億円、大和銀ホールディングス2行合計では6,588億円もの超過額があり、各行はこの超過分の株式を売却しなければならず、早急に保有株式の圧縮を進めた。

8) 鈴木芳徳（2004, pp. 125-132）を参照している。

するようになった<sup>9)</sup>。こうした大企業の金融的自立化により、従来のように銀行借入に依存する必要性が低下し、銀行の重要性が低下してきたことから、大企業は持っていた銀行株式を売却するようになり、それが持合い解消現象を引き起こしたのである。

第6に、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である。1997年6月の独占禁止法の改正で、これまで禁止されてきた純粋持株会社の設立が可能となり<sup>9)</sup>、2000年以降、六大企業集団（三菱、三井、住友、芙蓉、三和、第一勧銀）の中核に位置する都市銀行は、企業集団の枠組みを越えて持株会社の設立あるいは合併を進めた。すなわち、三井グループの中核に位置するさくら銀行は、住友グループの中核に位置する住友銀行と、2001年4月に合併し、三井住友銀行となり、02年12月に三井住友フィナンシャルグループ（三井住友 FG）を設立している。また、芙蓉グループの中核に位置する富士銀行と、第一勧銀グループの中核に位置する第一勧業銀行、それと日本興業銀行が、2000年9月に経営統合し、みずほホールディングス（みずほ HD）を設立して、02年4月からみずほ銀行およびみずほコーポレート銀行の営業を開始し、さらに、03年3月にはみずほフィナンシャルグループ（みずほ FG）を設立している。そして、三菱グループの中核に位置する東京三菱銀行は、01年4月に三菱東京フィナンシャルグループ（三菱東京 FG）を設立し、三和グループの中核に位置する三和銀行と東海銀行は、01年4月にUFJ ホールディングス（UFJHD）を設立して、02年1月に合併し UFJ 銀行となった<sup>10)</sup>。

この結果、六大企業集団の中核銀行は、東京三菱銀行、三井住友銀行、みずほ銀行およびみずほコーポレート銀行、UFJ 銀行の5つに集約されたことになる。このため六大企業集団の数も、その中核銀行を基準とした場合には、従来の6つから4つに減少する。

このような都市銀行の再編に伴い、企業集団グループ

企業の再編も進んでいくことが予想され、従来の企業集団の枠組みを越えた新たな取引関係の構築により、企業集団内のメンバー企業間でのきずなは弱まりつつある。このため、企業集団内のメンバー企業間での持合い株式も整理され、これが持合い減少の一因となっているのである。

#### IV. 六大企業集団の株式所有構造の変化

ニッセイ基礎研究所（2004）によれば、バブル経済崩壊により株式持合いを減少させる動きがはじまり、その動きは特に96年度以降激しさを増し、まず事業会社が持合いを減少させ、その後98年度からは銀行が急速に持合いを減少させていることがわかる。そこでつぎに、事業会社も銀行も急速に持合いを減少させはじめた98年度から、さらに株価が大きく下落した2002年度において、持合いの中心である六大企業集団では、どのように株式所有構造を変化させたのであろうか。個別企業レベルで検証することとしたい。

図表6は、さらに株価が大きく下落した2002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. 三菱グループの株式所有関係の変化—1998年度と2002年度の比較分析—

図表7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、1998年度と2002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。

これによると、三菱グループ全体の株式持合い比率合計が、1998年度の25.80%から、2002年度には17.81%へ、

9) 97年の独占禁止法改正で、第9条はつぎのように改められた。

「第9条（持株会社の制限）事業支配力が過度に集中することとなる持株会社は、これを設立してはならない。

② 会社（外国会社を含む。以下同じ。）は、国内において事業支配力が過度に集中することとなる持株会社となってはならない。」

したがって、事業支配力が過度に集中する場合以外は、持株会社の設立が可能となったのである。

10) 周知のことだが、2005年10月に三菱 UFJ フィナンシャルグループ（三菱 UFJFG）が設立され、06年1月には東京三菱銀行とUFJ 銀行が合併して、三菱東京 UFJ 銀行が発足している。

図表6 六大企業集団社長会メンバー企業

2002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)
金 融 業 (銀行・保険)	三菱東京FG 明治生命保険 ミレアHD	三井住友FG 三井トラストHD 三井生命保険 三井住友海上火災保険	三井住友FG 住友信託銀行 住友生命保険 三井住友海上火災保険	みずほFG みずほ信託銀行 安田生命保険 損害保険ジャパン	UFJHD 日本生命保険	みずほFG 朝日生命保険 富国生命保険 損害保険ジャパン
商 社	三菱商事	三井物産	住友商事	丸 紅	日商岩井 ニチメン 岩谷産業	伊藤忠商事 日商岩井 兼松(休会中) 川鉄商事 イトーキ
鉱 業		三井鉱山	住友石炭鉱業			
建 設 業	ピーエス三菱	三井建設 三機工業	住友建設 住友林業	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		日清製粉グループ本社 サッポロビール ニチレイ	伊藤ハム サントリー	
織 維	三菱レイヨン	東 レ		日 清 紡 東邦テナックス	ユニチカ 帝 人	
紙・パルプ	三菱製紙	王子製紙 日本ユニパックHD		日本ユニパックHD		王子製紙
化 学	三菱化学 三菱ガス化学 三菱樹脂	電気化学工業 三井化学	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	トクヤマ 積水化学工業 宇部興産 日立化成工業 関西ペイント 田辺製薬 藤沢薬品工業	旭化成 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	新日本石油			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	太平洋セメント	日本板硝子 住友大阪セメント	太平洋セメント		太平洋セメント
鉄 鋼	三菱製鋼	日本製鋼所	住友金属工業	JFEHD	神戸製鋼所 日新製鋼 中山製鋼所 日立金属	神戸製鋼所 JFEHD 日本重化学工業
非鉄金属	三菱マテリアル 三菱伸銅 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	クボタ 日本精工	N T N	新潟鐵工所 井関農機 荏原
電気機械器具	三菱電機	東 芝	N E C	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 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 石川島播磨重工業 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 (証券・その他)					オリックス	オリエンコーポレーション みずほインベスターズ証券
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	商船三井			商船三井	川崎汽船
倉庫・運輸関連業	三菱倉庫	三井倉庫	住友倉庫			澁澤倉庫
サービス業・その他	三菱総合研究所				大阪ガス	東京ドーム

注：図表は2002年度時点における各社長会加入メンバー企業を示す。

当該企業が持株会社を設立している場合は、企業名ではなく、HD や FG 等の持株会社名を記載している。

三井グループのトヨタ自動車はオブザーバー参加。

第一勧銀グループの兼松は1999年10月1日より休会している。

(出所) 関口秀子編 (2006, pp. 11-12) より作成。

(単位:%)

[illegible]

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1998年度、右側は2002年度の数字。

「一」は、該当なしまたは数値不明を示す。

(資料) 各社『有価証券報告書』および増尾賢一 (2005, pp. 26-27) より作成。

7.99ポイントも激減している<sup>11)</sup>。金融機関全体の持株比率合計は98年度の16.46%から02年度の10.51%へ、5.95ポイントも減少し、特に東京三菱銀行が-4.23ポイントと大幅に比率を減少させ、つづいて明治生命も-0.97ポイントと大きく減少させている。事業会社全体の持株比率合計は98年度の9.34%から02年度の7.30%へ、2.04ポイント減少している。そのなかで特に減少幅が大きい企業は、三菱商事の-0.43ポイント、麒麟ビール-0.27ポイント、旭硝子の-0.26ポイント、三菱重工業の-0.24ポイント、三菱地所の-0.23ポイントである。このように持株比率合計をみると、まず銀行が最も比率を減少させ、つづいて生保が減少させ、それが金融機関全体の大幅な比率の減少をもたらしており、事業会社の方は金融機関ほどの減少ではないが、それでも商事や重工等グループの主要企業が減少させていることにより、事業会社全体の比率も減少している。

三菱グループの資本結合の姿は、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所有構造、その強化発展形態であり、より具体的には金融機関を中核にして、金融機関同士の所有強化、金融機関と事業会社の所有強化、さらには事業会社同士の所有強化がなされ、縦・横の両連繋強化発展して、網目模様のように張りめぐらされた構造であった。

しかし、この98年度と02年度の比較分析によると、まず金融機関同士の所有は、三菱東京 FG やミレア HD といった持株会社の誕生により、かなりの株式が整理され、減少している。金融機関と事業会社間の株式所有も全体的に減少しており、金融機関は多くの事業会社株式を手放し、一方事業会社は金融機関株式を手放している。特に、東京三菱銀行や明治生命は、所有する事業会社株式を多く手放しており、持株比率を大きく減少させている。事業会社同士の株式所有は、これも全体的に減少している。すなわち、持合い関係にある事業会社同士でそれぞれの持株比率を減少させたり、あるいは持合い関係を解消している企業もある。また一方的所有の場合でもその持株比率を減少させている企業が目立つ。

このように三菱グループにおいては、金融機関同士の所有、金融機関と事業会社間の所有、事業会社同士の所有、の全てが減少し、全ての所有関係が希薄化して、縦・横の両連繋が弱体化し、全体的に縮小化されていったのである。そして、その縮小化された資本結合の姿は、金融持株会社の誕生によって、金融持株会社が中核となり、その持株会社を含めた金融機関を中心とする事業会社と薄く結びついた円形状の希薄化された株式所有構造であったのである（図表8を参照）。

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「株式所有比率合計」を考察することによりそれは明らかとなる。

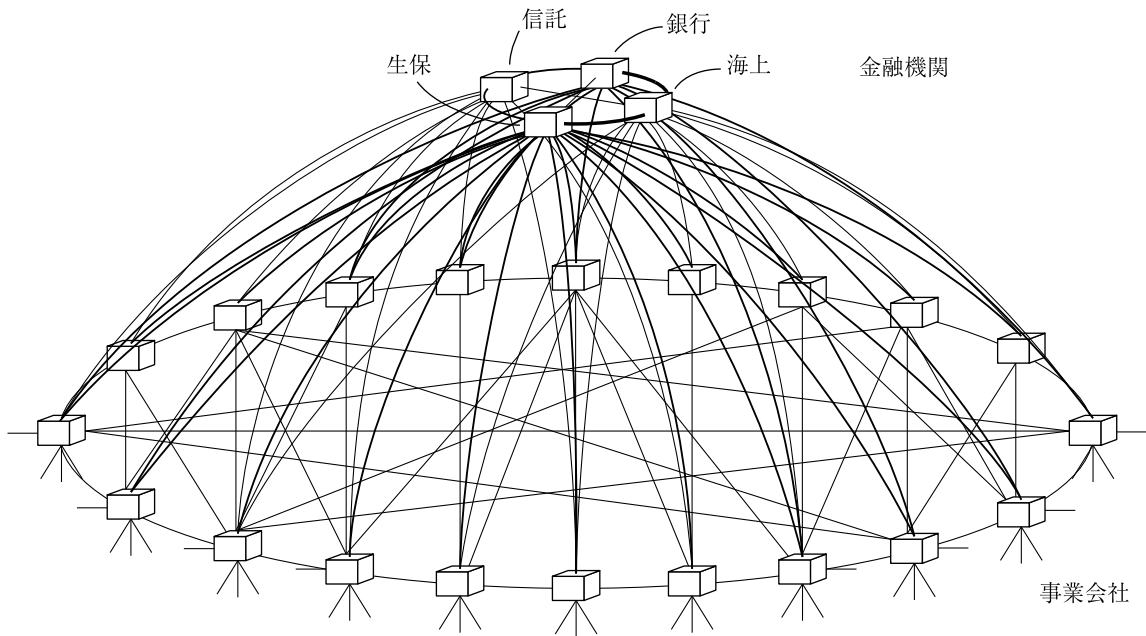
金融機関についてみると、98年度における東京三菱銀行の三菱グループ企業全体による株式所有比率合計は17.88%、三菱信託銀行は26.60%、日本信託銀行は83.28%であった。いずれも比率が高く、特に日本信託銀行はグループ企業による株式所有で完全に経営権を維持していたといつてよい。しかしその後、銀行再編により三菱東京 FG が誕生し、その02年度における株式所有比率合計は14.61%である。これは持株会社であるから単純には比較できないにしても、大きく減少したということができよう。また、98年度における東京海上火災の株式所有比率合計は21.07%と、20%を超えていたが、02年度では再編したミレア HD が13.08%となり、これも大きく減少したといえ、グループ企業全体による株式所有だけでは会社経営権を維持することが難しくなっている。

事業会社の方は、三菱グループ事業会社22社中、98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18社もあり、30%超えが9社、40%超えが6社、50%を超える過半数所有支配が成立している会社が3社あった。このように多くの企業は、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たとみることができる。しかし、02年

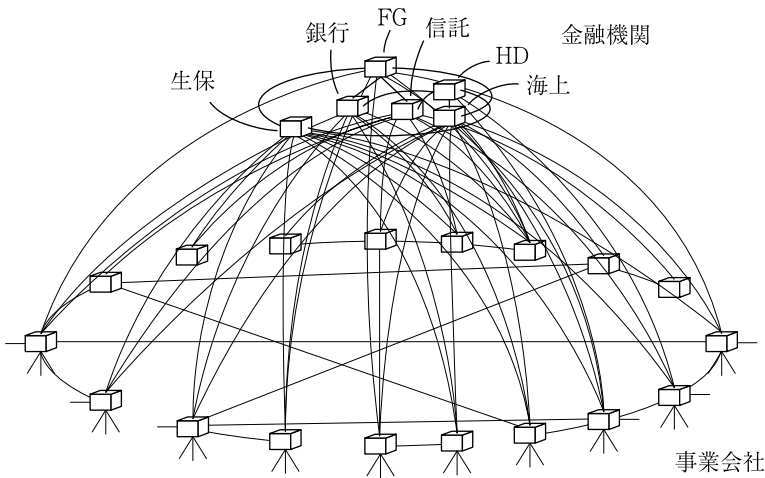
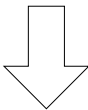
11) ここでは所有者側の視点から、あるグループメンバー企業が他のメンバー企業の株式を何%持つのかを「持株比率」と定義し、他のメンバー企業全体の株式を何%持つのかを「持株比率合計」と定義している。一方、被所有者側の視点から、あるメンバー企業の発行株式が他のメンバー企業によって何%所有されているのかを「所有比率」と定義し、その合計、つまり他のメンバー企業全体によって何%所有されているのかを「所有比率合計」と定義している。そして、グループ全体の持合い比率を「株式持合い比率合計」と定義している。



図表 8 三菱グループの株式所有構造の変化



—金融機関を中核とする円形サークル状の持ち合い構造の強化発展形態—



—金融持株会社を中核・金融機関を中心とする円形状の希薄化された所有構造—

度になると、ほとんどの企業でこの比率が減少した。特に三菱自動車工業の－19.49ポイント、ピーエス三菱（旧三菱建設）の－16.62ポイントが目立つ。その結果、02年度において株式所有比率合計が20%を超えている企業は13社に減り、30%超えが8社、40%超えが4社、50%超えが2社となった。こうした比率の減少により、グループ企業全体による株式所有だけでは会社経営権を維持することが難しい企業が現われ出してきたのである。

## 2. 三井グループの株式所有関係の変化—1998年度と2002年度の比較分析—

図表9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、1998年度と2002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。

これによると、三井グループ全体の株式持合い比率合計は、1998年度の15.63%から、2002年度の11.64%へ、3.99ポイントも減少している。金融機関全体の持株比率合計は98年度の10.41%から02年度の8.92%へ、1.49ポイント減少し、特に三井住友銀行（旧さくら銀行）の－1.03ポイント、三井生命の－0.98ポイントが目立つ。事業会社全体の持株比率合計は98年度の5.22%から02年度の2.72%へ、2.50ポイントも減少しており、これは金融機関全体よりも減少幅が大きい。事業会社の中で特に比率を減少させている企業は、三井物産の－0.53ポイント、東芝の－0.34ポイント、三井不動産の－0.25ポイント、東レの－0.20ポイント、三井造船の－0.20ポイントである。このように持株比率合計をみると、まず銀行が最も比率を減少させ、つづいて生保が減少させ、それが金融機関全体の比率の減少をもたらしており、事業会社の方は、特に物産や東芝、不動産、東レ、造船等が比率を減少させ、さらに他の事業会社もほとんどの企業で減少させていることから、それが事業会社全体の大幅な比率の減少となってあらわれているのである。

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所有構造であり、より具体的には、金融機関を中核にして、金融機関同士の所有、金融機関と事業会社間の所有は積極的になされるが、事業会社同士の所有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98年度と02年度の比較分析によると、金融機関同士の株式所有は、三井住友FGや三井トラストHDといった持株会社の誕生により、かなりの株式が整理され、減少している。さらに三井住友海上火災株式に着目すると、三井住友銀行は4.99%所有から2.62%所有へ、2.37ポイントも減少させており、三井生命は3.30%所有から解消している。このように円形サークル状の所有構造の中核である金融機関同士の株式所有が大きく減少している。金融機関と事業会社間の株式所有については、これも全体的に減少している。金融機関は多くの事業会社株式を手放し、一方事業会社は金融機関株式を手放している。特に、三井住友銀行や三井生命は、所有する事業会社株式を多く手放しているのがみてとれる。事業会社同士の株式所有は、これも全体的に減少している。例えば、三井不動産と三井建設の間で、かつては高比率で持合い関係にあったが、三井不動産は三井建設株式の持株比率を19.61%から10.92%へ、8.69ポイントも減少させ、三井建設は三井不動産株式を0.19%持っていたが、それを手放している。こうして持合い関係にある事業会社同士でそれぞれの持株比率を減少させ、持合い関係を解消し、一方的所有関係になっている場合や、あるいはもともと一方的所有関係の持株比率が減少したり、さらには解消したりするのがみてとれる。こうしてそもそも三井グループにおける事業会社同士の株式所有は点在状態であり、横の連繋の弱い構造であったが、それがますます弱体化していったのである。

以上のように、三井グループにおいては、金融機関同士の所有、金融機関と事業会社間の所有、事業会社同士の所有、の全てが減少し、全てが希薄化して、縮小化された形で、金融持株会社を中核・金融機関を中心とする円形状の株式所有構造へ変貌を遂げていったのである。そして、その所有構造は、縦の連繋は減少しつつも残っているが、横の連繋が非常に弱体化した構造になっていたのである。

つぎに、会社支配の観点から、株式所有比率合計を考察することにより、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。

金融機関についてみると、98年度におけるさくら銀行の三井グループ企業全体による株式所有比率合計は17.88%であった。しかしその後、銀行再編により三井住

(単位:%)

[illegible]

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1998年度、右側は2002年度の数字。

括弧内は増減を示す。

「一」は、該当なしは数値不明を示す。

(資料) 各社『有価証券報告書』および増尾賢一 (2005, pp. 30-31) より作成。

友 FG が誕生し、その02年度における株式所有比率合計は7.92%である。これは持株会社であるから単純には比較できないにしても、大きく減少したということではある。また、98年度における三井信託銀行の株式所有比率合計は26.52%と、20%を超えていたが、02年度では三井トラスト HD が13.84%となり、これも大きく減少したといえ、グループ企業による株式所有だけでは会社経営権を維持することが難しくなっている。損害保険の方は、三井住友海上火災（旧三井海上火災）が98年度の23.47%から02年度の6.33%へ、17.14ポイントも減少している。

事業会社の方は、三井グループ事業会社21社中、98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5社であり、30%超えが2社、50%超えが1社（三井建設）であった。このように98年度の時点において20%を超える企業が少なく、三井グループ事業会社の多くは経営権の安定化を確保していたとはいえない。さらに、02年度になると多くの企業でこの所有比率合計が減少する。特に三井建設の-14.80ポイントや三井金属鉱業の-6.81ポイントが目立つ。この結果、02年度において株式所有比率合計が20%を超える企業は5社で変わらないが、30%超えが1社に減り、40%や50%を超える企業はなくなった。こうして三井グループの事業会社は全体的に所有比率合計が低い状態となり、グループ企業による株式所有だけでは経営権を維持することが難しい状況にあるということができよう。

### 3. 住友グループの株式所有関係の変化—1998年度と2002年度の比較分析—

図表10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、1998年度と2002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。

これによると、住友グループ全体の株式持合い比率合計は、98年度の20.73%から02年度の14.88%へ、5.85ポイントも大幅に減少している。金融機関全体の持株比率合計は98年度の13.12%から02年度の9.4%へ、3.72ポイントも減少し、特に住友信託銀行-1.91ポイント、住友生命-1.28ポイント、三井住友銀行（旧住友銀行）-0.76ポイントが目立つ。事業会社全体の持株比率合計は98年度の7.61%から02年度の5.48%へ、2.13ポイントも減少

し、特に比率を減少させている企業は、NEC の-0.58ポイント、住友金属工業の-0.50ポイント、住友電工の-0.44ポイント、住友金属鉱山の-0.38ポイント、住友化学の-0.26ポイントである。他の事業会社も少ない比率ながらほとんど減少であるが、ただし住友商事だけは+0.85ポイントと増加している。これは住友商事が、住友金属工業株式や住友軽金属工業株式の持株比率を高めたことによるものである。このように持株比率合計をみると、まず信託銀行が最も比率を減少させ、つづいて生保、銀行が減少させ、それが金融機関全体の比率の減少をもたらしており、事業会社の方は、商事だけは持株比率を増加させているが、NEC や金属工業、電工、金属鉱山、化学等が大きく減少させ、さらに他の事業会社もほとんどの企業で減少させていることから、それが事業会社全体の比率の減少となってあらわれているのである。

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所有構造であった。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所有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。すなわち縦・横の両連繋が強固な構造であったのである。

この98年度と02年度の比較分析によると、金融機関同士の株式所有は、三井住友 FG といった持株会社の誕生により、かなりの株式が整理され、減少している。他の金融機関も比率が減少していたり、あるいは住友信託銀行や住友生命のように所有していた三井住友海上火災株式を手放し、所有を解消している場合もある。このように円形サークル状の持合い構造の中核で、強固な持合いが行われてきた金融機関同士で、比率の減少および解消現象がみられるのである。金融機関と事業会社間の株式所有については、これも全体的に大きく減少している。金融機関は多くの事業会社株式を手放し、一方事業会社は多くの金融機関株式を手放し、それぞれの比率が減少している。特に、住友信託銀行や住友生命、三井住友銀行が、所有する事業会社株式をかなり売却放出し、持株比率を大幅に減少させており、一方、事業会社の方も、

図表10 住友グループにおける株式所有関係の変化—1998年度と2002年度の比較分析—

(単位：％)

被所有者	所有者	住友銀行— 三井住友銀行	住友信託 銀行	住友生命	住友海上— 三井住友海上	住友商事	住友石炭 鉱業	住友建設	住友林業	住友化学	住友ベーク ライト	日本板硝子	住友大阪 セメント	住友金属 工業	住友金属 鉱山	住友貴金属	住友電気	住友重機械	N E C	住友不動産	住友倉庫	1998年度 合計	2002年度 合計	増減
住友銀行		1.75→→ (-)	→→0.73 (-)	5.41→→ (-3.62)	1.64→→ (-0.82)	1.80→→ (-0.64)	0.02→→ (-0.02)		0.10→→ (-0.07)	1.06→→ (-0.47)	0.19→→ (-0.05)	0.82→→ (-0.36)	0.34→→ (-0.12)	0.85→→ (-0.17)	0.33→→ (-0.20)		0.90→→ (-0.28)	0.19→→ (-0.07)	1.09→→ (-0.31)	0.10→→ (-0.08)	0.20→→ (-0.13)	16.79	-	-
三井住友FG																						8.15		
住友信託銀行		1.99→2.16 (+0.17)		2.72→2.28 (-0.44)	1.27→1.05 (-0.22)	1.96→0.45 (-1.51)		0.01→0 (-0.01)	0.14→0.14 (-0.00)	0.96→0.85 (-0.11)	0.45→0 (-0.45)	0.85→0.76 (-0.09)	0.44→0.24 (-0.20)	0.74→0 (-0.74)	1.03→0.68 (-0.35)		1.51→0.35 (-1.16)	0.22→0.09 (-0.13)	2.26→1.37 (-0.89)	0.21→0.22 (+0.01)	1.27→1.24 (-0.03)	18.03	11.88	(-6.15)
住友海上火災—三井住友海上火災		3.92→2.82 (-1.30)	2.65→0 (-2.65)	3.04→0 (-3.04)		2.47→1.78 (-0.69)	0.09→0.04 (-0.05)	0.11→0 (-0.11)	0.07→0.04 (-0.03)	1.20→0.60 (-0.60)	0.25→0 (-0.25)	1.21→0.60 (-0.61)	0.25→0.13 (-0.12)	0.59→0 (-0.59)	1.04→0.46 (-0.58)		0.82→0.21 (-0.61)	0.51→0 (-0.51)	1.80→0.63 (-1.17)	0.08→0 (-0.08)	0.75→0.37 (-0.38)	20.85	7.50	(-13.35)
住友商事		4.84→2.83 (-1.91)	4.65→2.58 (-2.07)	5.02→4.17 (-0.85)	3.14→3.66 (+0.52)		0.09→0.11 (+0.02)	0.04→0 (-0.04)	0.33→0 (-0.33)	1.28→1.29 (+0.01)	0.27→0 (-0.27)	0.98→0.99 (+0.01)	0.35→0.36 (+0.01)	1.68→0.85 (-0.84)	1.68→0.44 (-1.24)		0.99→0.50 (-0.49)	0.65→0 (-0.65)	3.44→2.19 (-1.25)	0.11→0 (-0.11)	0.41→0.41 (-0.00)	29.96	20.48	(-9.48)
住友石炭鉱業		4.80→5.00 (+0.20)	2.95→2.06 (-0.89)	1.35→0 (-1.35)	2.40→0 (-2.40)	3.42→0 (-3.42)		0.78→0 (-0.78)		2.54→1.78 (-0.76)			1.00→0 (-1.00)	3.43→0 (-3.43)	2.06→0 (-2.06)			1.65→0 (-1.65)	4.19→2.47 (-1.72)	0→2.15 (+2.15)	0.21→0 (-0.21)	30.78	13.46	(-17.32)
住友建設		4.37→3.66 (-0.71)	1.78→0.74 (-1.04)	4.38→0 (-4.38)	1.40→6.13 (+4.73)	0.66→0 (-0.66)	1.60→0.40 (-1.20)		0.58→0 (-0.58)	1.06→0 (-1.06)		0.82→0 (-0.82)	2.28→0 (-2.28)		4.19→0 (-4.19)		1.00→0 (-1.00)				0.20→0 (-0.20)	24.12	10.93	(-13.19)
住友林業		4.46→2.83 (-1.53)	3.36→2.78 (-0.58)	4.23→2.53 (-1.70)	1.67→1.67 (-0.00)	2.48→2.48 (-0.00)	0.05→0.08 (+0.03)	0.44→0 (-0.44)			0.36→0 (-0.36)	0.21→0 (-0.21)	0.29→0 (-0.29)		8.23→8.22 (-0.01)			0.19→0 (-0.19)	1.35→0 (-1.35)		0.13→1.32 (+1.19)	27.45	22.01	(-5.44)
住友化学工業		4.74→2.75 (-1.99)	6.71→3.83 (-2.78)	7.95→6.81 (-1.14)	1.37→1.35 (-0.02)	1.10→1.08 (-0.02)	0.04→0.04 (-0.00)	0.07→0 (-0.07)	0.05→0 (-0.05)		0.14→0 (-0.14)	0.25→0.25 (-0.00)	0.27→0.27 (-0.00)		0.24→0.09 (-0.15)		0.27→0 (-0.27)	0.13→0 (-0.13)		0.03→0 (-0.03)	0.15→0.16 (+0.01)	23.62	16.73	(-6.89)
住友ベークライト		3.83→1.83 (-2.00)	4.62→3.44 (-1.18)	3.71→1.36 (-2.35)	1.29→1.28 (-0.01)	1.66→1.25 (-0.41)		0.29→0 (-0.29)	0.35→0.35 (-0.00)	20.88→20.72 (-0.17)		1.22→1.22 (-0.00)	0.45→0.45 (-0.00)	0.57→0 (-0.57)					1.28→1.01 (-0.27)	0.33→0 (-0.33)	0.09→0 (-0.09)	40.58	32.91	(-7.67)
日本板硝子		4.20→2.75 (-1.45)	3.31→1.02 (-2.29)	3.82→2.54 (-1.28)	2.33→2.31 (-0.02)	1.56→0 (-1.56)		0.08→0 (-0.08)	0.13→0 (-0.13)	1.20→1.19 (-0.01)	0.53→0 (-0.53)		0.86→0.80 (-0.06)		0.31→0 (-0.31)			0.48→0 (-0.48)		0.48→0 (-0.48)	0.19→0.19 (-0.00)	19.48	10.80	(-8.68)
住友大阪セメント		3.70→2.59 (-1.11)	2.39→1.88 (-0.51)	4.44→2.97 (-1.47)		1.73→1.69 (-0.04)	0.87→0.81 (-0.06)	0.42→0 (-0.42)	0.32→0 (-0.32)	0.62→0 (-0.62)	0.29→0.30 (+0.01)	0.59→0.59 (-0.00)		0→0.86 (+0.86)	0.86→0 (-0.86)			1.66→1.20 (-0.46)		0.02→0 (-0.02)		17.91	12.89	(-5.02)
住友金属工業		3.47→4.94 (+1.47)	7.49→4.78 (-2.71)	4.14→4.26 (+0.12)	0→2.17 (+2.17)	2.14→8.49 (+6.35)	0.03→0.05 (+0.02)	0.02→0 (-0.02)			0.06→0.05 (-0.01)		0.09→0 (-0.09)		0.34→0.23 (-0.11)		0.28→0 (-0.28)	0.10→0 (-0.10)	0.61→0 (-0.61)	0.06→0 (-0.06)	0.11→0.10 (-0.01)	18.94	25.07	(+6.13)
住友金属鉱山		4.01→3.53 (-0.48)	3.34→2.08 (-1.26)	2.82→1.59 (-1.23)	1.41→1.23 (-0.18)	2.44→1.73 (-0.71)	0.09→0.13 (+0.04)	0.19→0 (-0.19)	0.40→0.64 (+0.24)		0.25→0.25 (-0.00)	0.25→0.25 (-0.00)	0.65→0.65 (-0.00)	0.53→0 (-0.53)			1.01→0.51 (-0.50)	0.29→0 (-0.29)	2.31→1.05 (-1.26)	0.11→0 (-0.11)	0.13→0.14 (+0.01)	19.98	13.53	(-6.45)
住友貴金属工業		4.68→4.69 (+0.01)	4.17→4.09 (-0.08)	2.33→1.78 (-0.55)	1.44→1.45 (+0.01)	2.15→4.96 (+2.81)				1.30→1.30 (-0.00)			0.40→0 (-0.40)	22.83→20.03 (-2.80)	0.88→0.43 (-0.45)		0.75→0.75 (-0.00)	0.81→0.61 (-0.20)	0.84→0.85 (+0.01)	0.15→0 (-0.15)		42.53	40.94	(-1.59)
住友電気工業		3.64→1.87 (-1.67)	6.43→0.75 (-5.68)	6.26→4.20 (-2.06)		0.88→0.67 (-0.21)	0→0.02 (+0.02)	0.03→0 (-0.03)				0.46→0 (-0.46)	1.26→0.74 (-0.52)	0.43→0 (-0.43)	0.70→0 (-0.70)			0.13→0 (-0.13)	2.23→1.84 (-0.39)	0.11→0.11 (-0.00)		20.71	9.74	(-10.97)
住友重機械工業		4.55→3.81 (-0.74)	3.76→1.41 (-2.35)	5.49→4.02 (-1.47)	2.50→1.11 (-1.39)	1.43→1.40 (-0.03)	0.06→0.11 (+0.05)	0.07→0 (-0.07)	0.09→0 (-0.09)					0.23→0 (-0.23)	0.70→0 (-0.70)		0.69→0.68 (-0.01)				0.26→0.26 (-0.00)	21.75	13.54	(-8.21)
N E C		4.72→1.33 (-3.39)	2.04→1.23 (-0.81)	4.73→3.20 (-1.53)	2.46→1.77 (-0.69)	1.85→1.41 (-0.44)	0.03→0.05 (+0.02)	0.01→0 (-0.01)	0.05→0 (-0.05)	0.40→0.19 (-0.21)	0.07→0 (-0.07)	0.16→0.10 (-0.06)	0.09→0.09 (-0.00)	0.40→0 (-0.40)	0.94→0.60 (-0.34)		1.91→1.59 (-0.32)	0.04→0 (-0.04)		0.02→0 (-0.02)	0.19→0.19 (-0.00)	20.11	11.75	(-8.36)
住友不動産		3.36→2.95 (-0.41)	0→1.01 (+1.01)	1.44→1.19 (-0.25)	1.58→1.83 (+0.25)	0.48→0 (-0.48)	0.03→0.05 (+0.02)	0.22→0 (-0.22)	0→0.20 (+0.20)	0.41→0 (-0.41)	0.24→0.24 (-0.00)	0.69→0.90 (+0.21)	0.10→0 (-0.10)	0.37→0 (-0.37)	0.31→0.32 (+0.01)				0→1.02 (+1.02)		0.46→0.67 (+0.21)	9.69	10.38	(+0.69)
住友倉庫		4.83→2.56 (-2.27)	4.32→3.67 (-0.65)	4.55→3.32 (-1.23)	5.42→5.88 (+0.56)	2.36→2.44 (+0.08)		0.29→0 (-0.29)	0.24→0 (-0.24)	1.47→1.52 (+0.05)	0.13→0 (-0.13)	0.75→0 (-0.75)			0.61→0 (-0.61)		0.93→0.97 (+0.04)	0.86→0 (-0.86)	3.86→2.39 (-1.47)	0.70→1.84 (+1.14)		32.84	24.69	(-8.15)
合計		3.21→2.45 (-0.76)	3.95→2.04 (-1.91)	4.66→3.38 (-1.28)	1.30→1.53 (+0.23)	1.67→2.52 (+0.85)	0.07→0.07 (-0.00)	0.06→0 (-0.06)	0.10→0.05 (-0.05)	0.82→0.56 (-0.26)	0.16→0.03 (-0.13)	0.45→0.30 (-0.15)	0.32→0.16 (-0.16)	0.84→0.34 (-0.50)	0.72→0.34 (-0.38)		0.73→0.29 (-0.44)	0.24→0.05 (-0.19)	1.05→0.47 (-0.58)	0.09→0.06 (-0.03)	0.29→0.24 (-0.05)	20.73	14.88	(-5.85)
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1998年度、右側は2002年度の数字。

括弧内は増減を示す。

「→」は、該当なしまたは数値不明を示す。

(資料) 各社『有価証券報告書』および増尾賢一 (2005, pp. 28-29) より作成。

所有する三井住友海上火災株式をかなり売却放出し、持株比率を大幅に減少させたり、あるいは0%と所有を解消しているものも散見される。こうして、金融機関と事業会社間の縦の連繋が弱体化していったのである。事業会社同士の株式所有は、これも全体的に減少している。例えば、住友金属鉱山と住友建設の間で、かつては4.19%と0.19%という比率で持合い関係にあったが、それぞれ株式を手放し、持合いを解消している。他にも住友林業と NEC の持合い解消、住友電工と住友建設の持合い解消、住友化学と住友建設の持合い解消、住友大阪セメントと住友建設の持合い解消がみられる。またこのように完全に持合い関係を解消する場合だけでなく、比率の減少により持合い関係にあったものが一方的所有になっている場合や、もともと一方的所有関係の持株比率が減少したり、あるいは所有関係を解消しているものもみてとれる。こうしてかつては事業会社同士で高い比率で持合いが行われていたが、それが減少ないし解消され、事業会社同士の横の連繋が弱体化していったのである。

以上のように、住友グループにおいては、金融機関同士の所有、金融機関と事業会社間の所有、事業会社同士の所有、の全てが減少し、全てが希薄化して、縮小化された形で、金融持株会社を中核・金融機関を中心とする事業会社と結びついた円形状の株式所有構造へ変貌を遂げていったのである。そして、その所有構造は縦・横両連繋が弱体化した構造となっていたのである。

つぎに、会社支配の観点から、株式所有比率合計を考察する。

金融機関についてみると、98年度における住友銀行の住友グループ企業全体による株式所有比率合計は16.79%であった。しかしその後、銀行再編により三井住友 FG が誕生し、その02年度における比率は8.15%である。これは持株会社であるから単純に比較すべきではないが、それでも大きく減少したということはわかる。その他は、住友信託銀行の所有比率合計が98年度の18.03%から02年度の11.88%へ、6.15ポイントも減少している。三井住友海上火災（旧住友海上火災）の所有比率合計が98年度の20.85%から02年度の7.50%へ、13.35ポイントも大幅に減少している。こうして金融機関の所有比率合計が大きく減少したことにより、グループ企業による株式所有だけでは、金融機関の経営権を維持することが難しくなっている。

事業会社の方は、住友グループ事業会社16社中、98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11社あり、30%超えが4社、40%超えが2社あった。しかし、02年度になると、この比率が多く企業で大幅に減少する。特に減少幅が大きい企業は、住友石炭鉱業の-17.32ポイント、住友建設の-13.19ポイント、住友電工の-10.97ポイント、住友商事の-9.48ポイントである。この結果、02年度において所有比率合計が20%を超える企業は6社にはほぼ半減し、30%超えが2社、40%超えが1社となった。こうして住友グループの事業会社は全体的に所有比率合計が低い状態となり、グループ企業による株式所有だけでは会社経営権を維持することが難しい状況になっているのである。

#### 4. 芙蓉グループの株式所有関係の変化—1998年度と2002年度の比較分析—

図表11は、芙蓉会に属する芙蓉グループ企業における株式所有関係を、1998年度と2002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。

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、98年度の18.99%から02年度の6.54%へ、12.45ポイントも大幅に激減している。金融機関全体の持株比率合計は98年度の15.34%から02年度の4.64%へ、10.70ポイントも激減し、特に銀行再編により銀行の持株比率合計が大幅に減少しており、つづいて信託（-1.81ポイント）、生保（-1.58ポイント）も減少幅が大きい。事業会社全体の持株比率合計は98年度の3.65%から02年度の1.90%へ、1.75ポイント減少し、その中で特に比率が減少している企業は、丸紅の-0.29ポイント、大成建設の-0.23ポイントである。このように持株比率合計をみると、まず銀行が大幅に比率を激減させ、つづいて信託、生保が減少させ、それが金融機関全体の大幅な減少となり、この金融機関全体の大幅な減少が芙蓉グループ全体の大幅な比率の減少をもたらしている。

芙蓉グループの資本結合の姿は、金融機関（特に銀行）を中核とする円形サークル状の所有構造であった。より具体的には、銀行等の金融機関を中核にして、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、この金融機関が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



図表11 芙蓉グループにおける株式所有関係の変化（1998年度と2002年度の比較）

（単位：％）

被所有者		所有者		1998年度																								2002年度		増減
銀行	みずほ	みずほ	みずほ	安田生命	安田火災	丸 紅	大成建設	日産製紙	サッポロ	ニチレイ	日 清 紡	日本製紙	昭和電工	日本油脂	太平洋	NKK	クボタ	日本精工	日立	沖 電 気	横河電機	日 産	東京建物	京浜急行	合計	合計				
富士銀行				2.43→	3.04→	1.57→	1.56→	0.64→	0.17→	0.50→	0.94→	0.60→	0.05→	0.34→	1.52→	0.64→	1.39→	0.69→	0.84→	0.48→	1.78→	0.32→	0.56→	—	26.36	—	—			
みずほFG				—0.83	—1.43	—0.59	—0.27	—0.01	—0.05→	—0.05	—0.63	—0.63	—0.01	—0.12	—0.10	—0.68	—0.39	—0.25	—0.42	—0.17	—0.18	—0.21	—0.20	—	6.53	—	—			
安田生命銀行				4.18→1.00	3.03→0.45	1.27→0.36	1.30→0.56	0.05→0	0.05→	0.12→0.07	0.10→0	0.28→	0.19→	—0.04	0.26→0.15	0.54→0.21	0.30→0	0.46→0.23	0.27→0.16	—0.10	0.46→	0.22→	0.31→0.18	70.01	4.16	(−65.85)				
安田火災一興業ジャパン				3.96→	3.00→2.73	0.59→0	0.38→0	0.01→0	0.13→	0.06→0.22	0.09→0	—	—0.04	0.24→0.30	0.09→	0.59→	0.31→0.28	—1.17	0.19→	0.26→	0.54→	—0.23	0.05→0	15.39	11.84	(−3.55)				
丸 紅				4.54→1.39	2.87→2.70	3.98→4.19	0.07→0	0.12→0.12	0.15→	0.09→0	0.09→0	—	0.18→	0.04→0	0.34→0	—	0.16→0	—	—	—	1.19→	—	—	18.43	10.82	(−7.61)				
大成建設				2.40→	2.05→1.22	0.60→1.57	—	—	0.22→	—	—	—	—	—	—	—	—	0.19→0	—	0.06→0	0.21→	0.38→	—0.82	0.09→0	7.99	7.68	(−0.31)			
日産製紙グループ本社				4.93→	—	0→1.07	1.50→1.60	—	—	0.15→0	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	8.53	9.79	(+1.26)			
サッポロビール				4.58→4.78	3.06→3.06	1.16→2.04	2.42→2.42	2.35→2.07	—	0.29→0	—	—	—	—	0.34→0	0.29→0	0.31→0	0.33→0.33	0.33→	0.49→	0.33→	0.49→	0.36→0	21.82	20.22	(−1.60)				
ニチレイ				4.39→	—	1.80	3.59→1.13	1.05→1.05	0.11→0	0.32→	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	9.94	12.80	(+2.86)			
日 清 紡				4.98→	—	4.23	2.84→0	2.47→1.29	0.14→0	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	11.65	9.75	(−1.90)			
東邦レーヨン				—1.95	3.09→0.34	1.28→0	0.49→0	—	—	—	45.19→10.00	0.38→	0.96→	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	57.49	12.29	(−45.20)			
東邦ファブラス				—1.94	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0.10→0.09	0.23→0.20	—	—	—	—	—	—	—	—	—	7.00	10.17	(+3.17)			
日本製紙一 日 本ユニバックスHD				—3.90	2.33→0.97	2.71→2.35	5.19→4.81	0.91→1.01	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	15.36	13.04	(−2.32)			
昭和電工				—4.89	3.84→1.83	5.26→2.06	1.92→2.14	2.21→2.29	—	—	—	0.22→	—	—	0.45→0	—	—	—	1.53→1.15	—	—	2.66→	—	—	19.25	19.73	(+0.48)			
長羽化学工業				—4.85	5.58→2.06	2.64→2.82	2.82→6.47	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	20.88	17.35	(−3.53)			
日本油脂				—3.37→	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	9.35	—	—			
東 燃				—2.98	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	9.40	9.56	(+0.16)			
太平洋セメント				—1.69	2.24→0	2.64→1.14	2.03→1.46	0.43→0	—	—	—	—	—	—	0.05→0	—	0.15→0	—	—	—	—	—	—	—	11.16	4.29	(−6.87)			
NKK→JFEHD				—4.91	1.47→0	2.58→2.28	0.25→0	—	0.06→	—	—	—	—	—0.07	—	—	—	—	—	0.07→0	—	0.05→	—	—	9.39	7.26	(−2.13)			
クボタ				—2.05	4.66→0.91	4.98→4.67	2.37→2.42	0.77→0.73	0.12→	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0.30→0	—	1.50→	—	—	19.64	10.78	(−8.86)			
日本精工				—2.23	1.48→0.64	1.16→0.90	0→0.84	0.07→0	0.02→	—	—	—	—	—	0.01→0.01	—	0.03→0	—	—	—	0.43→	—	—	—	4.97	4.62	(−0.35)			
日立製作所				—4.34	3.18→0	6.04→5.55	2.53→2.28	0.65→0	—	—	—	—	0.07→	—	0.24→0	—	0.12→0	0.34→0	—	—	—	0.42→	—	—	18.57	12.17	(−6.40)			
沖電気工業				—1.82	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	9.54	5.41	(−4.13)			
横河電機				—2.62	3.67→0	1.38→0.97	—	—	—	—	0.12→0.01	—	0.02→	—	0.10→0	0.21→0	0.30→0	0.30→0	0.33→0	—	—	—	—	—	12.20	1.42	(−10.78)			
日産自動車				—3.73	2.71→0	1.13→0	1.62→0	0.07→0	0.04→	—	—	—	—	—	—	—	0.58→0	0.55→0	—	—	—	—	—	—	9.69	3.73	(−5.96)			
キャノン				—2.78	4.79→3.57	4.00→4.00	5.69→5.69	3.49→3.50	0.30→	—	—	—	—	—	0.69→0.70	—	0.58→0	0.55→0	—	1.34→1.35	—	—	—	—	26.31	21.59	(−4.72)			
東京建物				—3.52	1.24→0.78	1.27→0.96	0→0.89	0→0.59	0.15→	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	6.11	6.74	(+0.63)			
東武鉄道				—4.66	3.34→0	2.01→1.56	0→1.45	0→0.75	0.26→	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	10.56	8.42	(−2.14)			
京浜急行電鉄				—0.31	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—			
合計				—1.42	2.23→0.42	2.78→1.20	1.74→1.29	0.62→0.33	0.46→0.23	0.08→0.01	0.07→	0.11→	0.04→	—0.04	0.09→0.07	0.28→0.23	0.13→0.04	0.21→0.11	0.19→0.16	0.11→0.08	—0.07	0.43→	0.11→	—0.09	0.10→0.08	18.99	8.54	(−12.45)		
増減				(−1.81)	(−1.58)	(−0.45)	(−0.29)	(−0.23)	(−0.07)	(−0.04)	(−0.13)	(−0.13)	—	(−0.02)	(−0.05)	(−0.09)	(−0.10)	(−0.09)	(−0.03)	(−0.03)	—	—	—	(−0.02)	—	—	—			

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1998年度、右側は2002年度の数字。

括弧内は増減を示す。

「→」は、該当なしまたは数値不明を示す。

(資料) 各社『有価証券報告書』および増尾賢一（2005, pp. 32-33）より作成。

を除き、点在しているという所有構造であった。すなわち、銀行を軸にして縦の連繋は強かったが、事業会社同士の横の連繋が非常に弱い所有構造であったのである。

この98年度と02年度の比較によると、金融機関同士の株式所有は、みずほFGといった持株会社の誕生により、かなりの株式が整理され、大幅に減少している。他の金融機関も、例えば安田生命や損保ジャパン（旧安田火災）が所有する金融機関株式の持株比率を大幅に減少させている。このように円形サークル状の所有構造の中核で、強固な所有関係を形成してきた金融機関同士で、大幅な減少がみられるのである。金融機関と事業会社間の株式所有についても、全体的に大きく減少している。金融機関は多くの事業会社株式を手放し、一方事業会社は多くの金融機関株式を手放し、それぞれの比率が減少している。特に、銀行や信託、生保が、所有する事業会社株式を売却放出し、持株比率を減少させており、一方、事業会社の方は、全体的に所有する金融機関株式をかなり売却放出し、持株比率を大幅に減少させたり、あるいは0%と所有を解消しているものも散見される。こうして、金融機関と事業会社間の縦の連繋が弱体化していったのである。事業会社同士の株式所有は、これも全体的に減少している。例えば、丸紅と日清紡の間で、かつては1.22%と0.09%という比率で持合い関係にあったが、それぞれ株式を手放し、持合いを解消している。他にも丸紅と太平洋セメントの持合い解消、丸紅とクボタの持合い解消、大成建設と沖電気の持合い解消、ニチレイと日清製粉グループ本社（旧日清製粉）の持合い解消、太平洋セメントと沖電気の持合い解消、クボタと沖電気の持合い解消、日本精工と沖電気の持合い解消がみられる。また、日清紡が所有する東邦テナックス（旧東邦レーヨン）株式の持株比率を45.19%から10.00%へ引下げているケースのように一方的所有の持株比率の減少や、一方的所有関係を解消しているものもみてとれる。こうして事業会社同士の横の連繋がそもそも非常に弱い所有構造であったものが、さらに弱体化していったのである。

このように、芙蓉グループでは、金融機関同士の所有、金融機関と事業会社間の所有、事業会社同士の所有、の全てが減少し、全てが希薄化して、縮小化された形で、金融持株会社を中核・金融機関を中心とする円形状の株式所有構造へ変貌を遂げていったのである。そして、その所有構造は金融機関同士の所有が弱体化し、縦の連繋

が弱体化し、事業会社同士の横の連繋がなくなりつつある所有構造となっていたのである。

つぎに、会社支配の観点から、株式所有比率合計を考察する。

金融機関についてみると、98年度における富士銀行の芙蓉グループ企業全体による株式所有比率合計は26.36%と、20%を超えていた。しかしその後、銀行再編によりみずほFGが誕生し、その02年度における所有比率合計は6.53%である。これは持株会社であるから単純には比較できないにしても、大幅に減少していることはわかる。みずほ信託銀行（旧安田信託銀行）は、98年度の70.01%から02年度の4.16%へ、65.85ポイントも激減している。損害保険ジャパン（旧安田火災海上）は、98年度の15.39%から02年度の11.84%へ、3.55ポイントも減少している。このように金融機関はいずれも比率が激減ないし減少しており、グループ企業による株式所有だけでは、経営権を維持することが難しくなってきた。

事業会社の方は、芙蓉グループ事業会社24社中、98年度において所有比率合計が20%を超えていた企業は4社と、そもそも少なかった。それが02年度になるとさらに減少する。02年度において所有比率合計が20%を超える企業はサッポロビールと東京建物の2社のみである。このように芙蓉グループ事業会社はそもそも所有比率合計が低いのが、さらに減少により低い状態となり、グループ企業による株式所有だけでは会社経営権を維持することが難しい状況にある。

## 5. 三和グループの株式所有関係の変化—1998年度と2002年度の比較分析—

図表12は、三水会に属する三和グループ企業における株式所有関係を、1998年度と2002年度の2期間で比較して、その変化を示したものである。

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、98年度の14.42%から02年度の10.35%へ、4.07ポイントも大幅に減少している。金融機関全体の持株比率合計は98年度の9.30%から02年度の6.48%へ、2.82ポイントも減少し、特にUFJ銀行とUFJ信託銀行両行（旧三和銀行・旧東洋信託銀行）の-1.89ポイントが目立つが、日本生命も-0.21ポイント減少している。事業会社全体の持株比率合計は98年度の5.12%から02年度の3.87%へ、

図表12 三和グループにおける株式所有関係の変化（1998年度と2002年度の比較）

（単位：％）

被所有者 所有者	三和銀行	東京信託 銀行	UFJ 銀行	UFJ 信託銀行	日本生命	大同生命	日商岩井	ニチメン	岩谷産業	大林組	鉄鋼組	東洋建設	清水ハウス	帝人	トクヤマ	精水化学	宇都宮産 ペイント	田辺製薬	藤沢食品	コスモ石油	神戸 製鋼所	日新製鋼	N I T N	日立製作所	新明和 工業	ダイハツ	阪急電鉄	日本通運	1998年度		増減				
																													合計	合計					
三和銀行	12.04→	1.93→			4.03→	3.04→	0.33→	0.32→	0.16→	0.98→		0.06→	0.65→	1.68→	0.46→	0.32→	0.23→	0.27→			0.29→	0.12→	0.47→	1.15→		1.38→	0.65→	1.45→	19.97	—					
東洋信託銀行					2.09→		0.13→	0.05→	0.45→	0.66→		0.29→		1.34→	0.32→	0.29→	0.54→	0.35→					0.14→	0.45→	1.10→		0.63→	0.27→	0.70→	21.84	—				
UFJHD							→0.30		→0.10	→0.58	→0.11	→0.06		→0.88	→0.27	→0.21	→0.07	→0.15		→0.23		→0.18				→0.02	→0.86	→0.24	→0.86		8.81	—			
日商岩井	4.51→	2.18→			2.45→	1.29→			0.15→	0.13→		0.08→		0.46→	0.37→		0.21→	0.60→			2.85→	0.32→								15.60	—				
ニチメン	4.56→	3.27→			3.25→	3.46→				0.62→		0.09→		0.60→								0.36→								16.21	—				
ニチメン・日商岩井HD			→4.48		→1.56																									—	6.04	—			
岩谷産業	4.97→	4.29→	→3.79	→0.91	2.41→2.29	1.39→	0.53→0					0.11→0.12		0.17→0			0.12→0						0.23→0							13.62	6.99	(-6.63)			
大林組	4.11→		→2.86	→1.45	4.44→5.65																									8.95	10.08	(+1.13)			
鉄鋼組	4.99→	1.66→	→3.81	→1.36																										6.65	5.17	(-1.48)			
東洋建設	3.15→	2.91→	→3.15	→2.38	1.97→1.54	0.66→	0.00→1.26			0.38→0											0→0.48									9.07	8.81	(-0.26)			
清水ハウス	3.58→	2.16→	→2.66	→1.23	1.57→1.22																									29.20	27.17	(-2.03)			
伊藤ハム	4.65→		→2.99	→2.01	3.08→3.18																									7.73	8.18	(+0.45)			
ユニチカ	4.99→	2.65→	→6.78	→2.71	1.82→1.69	2.97→		0→1.10	0.21→0	0.38→0																				13.91	13.18	(-0.73)			
帝人	4.99→	1.71→	→4.23	→1.28	6.39→6.03	1.10→	0.38→0	0.21→0		0.11→0							0.17→0	0.03→0		0→0.31										15.09	11.85	(-3.24)			
トクヤマ	4.99→	4.38→	→3.30	→3.06	6.26→6.15		2.18→2.18		0.04→0									0.85→0.85												18.70	15.54	(-3.16)			
精水化学工業	3.83→		→1.96	→3.30	1.55→1.31			0.08→0		0.02→0			2.15→3.26	0.09→0	0.05→0								0.53→0.55							8.30	10.38	(+2.08)			
宇都宮産	4.54→	1.09→	→2.25	→1.71	2.40→2.26				0.03→0	0.44→0				0.19→0																8.69	6.22	(-2.47)			
日立化学工業	2.09→		→2.93	→4.45	5.00→4.98	2.74→	2.36→1.38							0.27→0	0.74→0.76									53.40→51.17	→0.05					57.98	55.21	(-2.77)			
関西ペイント	4.85→	1.91→	→4.07	→2.07	9.17→7.65															0→1.81								0.53→0.54		19.61	15.04	(-4.57)			
田辺製薬	4.98→	6.04→	→4.31	→2.69	7.96→6.67	3.29→																								16.06	15.60	(-0.46)			
藤沢食品工業	3.89→	2.02→	→4.00	→1.69	1.89→1.90		1.32→0.16		0.09→0	0.15→0				0.35→0.34																22.28	14.36	(-7.92)			
コスモ石油	4.21→	3.84→	→4.22	→2.41	3.21→3.09																									9.51	8.23	(-1.28)			
東洋工人工業	4.21→	3.84→	→4.22	→2.41	3.21→3.09																									12.08	10.38	(-1.70)			
神戸製鋼所	3.68→				6.29→5.58		2.58→1.87	0.10→0		0.57→0.55	→0.02																			13.22	8.02	(-5.20)			
日新製鋼	4.53→	1.73→	→3.62	→2.91	3.31→2.86	1.20→	0.71→0	0.39→0		0.11→0																				11.98	9.39	(-2.59)			
中山製鋼所	4.19→	3.88→	→4.20				0.49→0																								10.20	4.20	(-6.00)		
日立金属	2.30→	0.77→	→1.13	1.11→0.92																											54.10→54.11		58.28	56.16	(-2.12)
日立電線	1.51→		→1.25	1.63→1.53																											55.09	53.92	(-1.17)		
N I T N	4.73→		→2.68	→4.35	2.38→2.27		0.27→0		0.11→0.12	1.21→1.21																					11.43	10.63	(-0.80)		
日立製作所	2.02→	1.67→	→0.88	→1.68	3.91→3.30					0.07→0.07																									
岩崎通機	4.97→	4.81→	→4.93	→1.66	5.15→4.74																														
シャープ	3.95→		→3.61	→1.40	4.87→4.83				0.03→0.04																						14.93	11.33	(-3.60)		
京セラ	4.10→		→2.05	→2.67	1.43→1.31				0.01→0																						9.24	10.21	(+0.97)		
日東電工	4.59→	1.94→	→2.33	0→1.62																											5.54	6.03	(+0.49)		
日立造船	4.93→	1.01→	→4.91	→2.02	2.45→2.17	1.13→	0.38→0			0.28→0		0.15→0																			6.53	3.95	(-2.58)		
新明和工業	4.10→		→3.49	0.58→0.47														0.05→0												2.35→2.34		12.73	11.44	(-1.29)	
ダイハツ工業	0.92→		→1.09	→0.65	0.88→0.77		0.11→0	0.08→0	0.58→0.59										0.14→0											28.32→28.32		33.00	32.28	(-0.72)	
HOVA	4.99→	2.80→		→2.33	6.27→4.69																			0.12→0						2.83	3.10	(+0.27)			
豊島屋	4.38→		→3.35	→1.94	6.94→6.41					0.48→0.49																					14.06	7.02	(-7.04)		
アールエス	4.52→	3.25→		→1.91	2.31→1.70		0.42→0.00	1.54→1.42																							11.80	12.19	(+0.39)		
阪急電鉄	3.46→	1.20→	→0.99	→1.06	3.47→3.16	0.61→				0.20→0																					12.04	5.03	(-7.01)		
日本通運	3.56→	0.83→	→1.80	→1.15	0.00→0.72					0.28→0.24																					8.94	5.38	(-3.56)		
商船三井				→2.58	→1.48																						0.19→0.19				4.66	4.10	(-0.76)		
大阪ガス			→2.70		→5.13		→0.39			→0.45																					—	4.06	—		
合計	3.59→	1.39→	→1.73	→1.36	3.60→3.39	0.72→	0.46→0.31	0.07→0.02	0.05→0.02	0.32→0.24	→0.03	0.03→0.02	0.11→0.13	0.27→0.15	0.08→0.05	0.64→0.56	0.08→0.03	0.07→0.03	0→0.00	0→0.07	0→0.00	0.12→0.03	0.04→0.01	0.07→0	2.27→1.82	→0.00	0.18→0.16	0.08→0.04	0.18→0.15	14.42	10.35	(-4.07)			
増減							(-0.15)	(-0.06)	(-0.03)	(-0.08)	(-0.001)	(+0.02)	(-0.12)	(-0.03)	(-0.03)	(-0.08)	(-0.05)	(-0.04)	(+0.07)	(-0.07)	(-0.09)	(-0.03)	(-0.03)	(-0.07)	(-0.45)	→0.00	0.18→0.16	(-0.02)	(-0.04)	(-0.03)					

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1998年度、右側は2002年度の数字。

括弧内は増減を示す。

「→」は、該当なしまたは数値不明を示す。

(資料) 各社『有価証券報告書』および増尾賢一（2005, pp. 36-37）より作成。

1.25ポイント減少しており、これは金融機関全体よりも減少幅が少ない。事業会社で特に比率が減少している企業は、日立製作所の-0.45ポイント、日商岩井の-0.15ポイント、帝人の-0.12ポイントぐらいで他の事業会社もほとんど減少であるが減少幅が少なく、一方で積水ハウスや藤沢薬品のように微増している企業もある。このように持株比率合計をみると、三和グループではまず銀行と信託が最も比率を減少させ、それが金融機関全体の比率の減少、さらにはグループ全体の比率の減少をもたらしており、事業会社の方は、日立製作所や日商岩井、帝人で比率が減少しているが、他の事業会社では減少幅が少なく、逆に微増している企業もあることから、事業会社全体としては、金融機関全体よりも減少幅が少なくなっているのである。

三和グループの資本結合の姿は、金融機関を中核とする円形サークル状の所有構造であった。より具体的には、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、点在しているという所有構造であった。すなわち、金融機関同士の横の連繋や、金融機関と事業会社の縦の連繋は形成されているが、芙蓉グループ等と同様、事業会社同士の横の連繋が非常に弱い構造であった。

この98年度と02年度の比較によると、金融機関同士の株式所有は、かつて三和銀行と東洋信託銀行の間で、12.04%と1.93%という比率で、持合いが行われていたが、UFJHDの誕生により株式が整理され、UFJ信託銀行がUFJHD株式を0.81%所有するのみとなっている。また他の金融機関も減少しており、例えば日本生命は三和銀行株式を4.03%、東洋信託銀行株式を2.09%、合わせて6.12%持っていたが、02年度になると、UFJHD株式を2.88%持つのみである。このように円形サークル状の所有構造の中核で、強固な所有関係を形成してきた金融機関同士で、株式所有が減少しているのである。金融機関と事業会社間の株式所有についても、全体的に減少している。銀行や信託等の金融機関は多くの事業会社株式を手放し、一方事業会社は多くの金融機関株式を手放し、それぞれの比率が減少している。また、日本生命の持株比率も、部分的に増加している事業会社株式もあるが、全体としては減少していることがわかる。こうした減少

により金融機関と事業会社間の縦の連繋も弱体化していったのである。事業会社同士の株式所有は、これも全体的に減少している。例えば、大林組と宇部興産の間で、かつては0.44%と0.12%という比率で、持合い関係にあったが、それぞれ株式を手放し、持合いを解消している。他にも大林組と帝人の持合い解消、帝人と宇部興産の持合い解消、帝人と関西ペイントの持合い解消がみられる。またこのように完全に持合い関係を解消する場合だけでなく、比率の減少により持合い関係にあったものが一方的所有になっている場合や、もともと一方的所有関係の持株比率が減少したり、あるいは所有関係を解消しているものもみてとれる。こうしてもともと事業会社同士の横の連繋が弱かったが、それがさらに弱体化していったのである。

このようにして、三和グループでは、金融機関同士の所有、金融機関と事業会社間の所有、事業会社同士の所有、の全てが減少し、全てが希薄化して、縮小化された形で、金融持株会社を中核・生保等の金融機関を中心とする円形状の株式所有構造へ変貌を遂げていったのである。そして、その所有構造は金融機関同士の所有が弱体化し、金融機関と事業会社の縦の連繋も弱体化し、事業会社同士の横の連繋が点からなくなりつつある構造となっていたのである。

つぎに、会社支配の観点から、株式所有比率合計を考察する。

金融機関については、98年度における三和銀行の三和グループ企業全体による株式所有比率合計が19.97%、東洋信託銀行が21.84%と、いずれも20%前後の高い比率であった。しかしその後、銀行再編によりUFJHDが誕生し、その02年度における所有比率合計は8.81%である。これは持株会社であるから単純には比較できないにしても、大きく減少しており、グループ企業による株式所有だけでは経営権を維持することが難しい。

事業会社の方は、三和グループ事業会社40社中、98年度において所有比率合計が20%を超えていた企業は6社とかなり少なく、30%超えが4社、50%超えが3社のみであった。それが02年度になるとさらに減少する。02年度において三和グループ事業会社39社中、所有比率合計が20%を超える企業は5社に減少し、30%超えが4社、50%超えが3社のみとなった。

このように三和グループ事業会社はそもそも所有比率

合計が低いのが、さらに減少により低い状態となり、グループ企業による株式所有だけでは会社経営権を維持することが難しい状況にあるといえる。

#### 6. 第一勧銀グループの株式所有関係の変化—1998年度と2002年度の比較分析—

図表13は、三金会に属する第一勧銀グループ企業における株式所有関係を、1998年度と2002年度の2期間で比較して、その変化を示したものである。

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、98年度の11.49%から02年度の10.51%へ、0.98ポイントの微減であり、大きく変化はしていない。これはそもそも第一勧銀グループでは持合い比率合計が低いうえに、所有株式の圧縮が進まなかったためである。金融機関全体の持株比率合計は98年度の7.71%から02年度の7.16%へ、0.55ポイントの微減で、朝日生命の-1.60ポイントが目立つが、他の金融機関では微減ないし微増しているところもある。事業会社全体の持株比率合計は98年度の3.78%から02年度の3.35%へ、0.43ポイントの微減であり、その内訳は、13社で微減、7社で微増、変化なしおよび不明が3社である。このように持株比率合計をみると、朝日生命が最も比率を低下させている以外は、微減ないし微増が多く、大きな変化はないといえよう。

第一勧銀グループの資本結合の姿は、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であった。より具体的には、第一勧業銀行と朝日生命を中核にして、これら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が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、点在しているという所有構造であった。ここでは金融機関同士の横の連繋や金融機関と事業会社との縦の連繋は形成されていたが、事業会社同士の横の連繋が非常に弱い構造であったのである。

この98年度と02年度の比較によると、金融機関同士の株式所有では、生保が持株比率を大きく減らしているのが目立つ。特に朝日生命は98年度において第一勧業銀行株式を4.58%、日産火災海上株式を2.28%、大成火災海上株式を8.66%も持っていたが、02年度ではみずほFG株式を1.66%持つのみである。このように強固な所有関

係を形成してきた金融機関同士の所有では、グループの中核を担っている朝日生命が持株比率を大きく減少させているのが特徴的である。金融機関と事業会社間の株式所有については、朝日生命が所有する事業会社株式を手放し、持株比率を下げており、一方、事業会社が金融機関株式を手放し、持株比率を下けているが、それ以外は、微減ないし増加しているところもあり、全体的には維持されているとみることができる。事業会社同士の株式所有は、持株比率が減少している場合や解消している場合もあれば、一方で、増加している場合や新たな所有を形成している場合もあり、全体的には、増減しながらも維持されているとみることができる。

このように、第一勧銀グループでは、特に、所有構造の中心の1つである朝日生命が金融機関株式および事業会社株式の持株比率を下けているのが特徴的であり、それ以外は総じて維持されているとみることができる。したがって、第一勧銀グループでは、朝日生命の減少が影響し、全体としては微減した形で、金融持株会社を中核・金融機関を中心とする円形状の株式所有構造になっていったと分析することができるのである。

つぎに、会社支配の観点から、株式所有比率合計を考察する。

金融機関については、98年度における第一勧業銀行のグループ企業全体による株式所有比率合計が16.43%であった。しかしその後、銀行再編によりみずほFGが誕生し、その02年度における比率は7.13%と、10%をきっている。これは持株会社であるから単純には比較できないにしても、大きく減少しており、グループ企業による株式所有だけでは経営権を維持することが難しい。損保の方は、98年度における日産火災海上の株式所有比率合計が17.21%、大成火災海上が39.20%であったが、02年度には損害保険ジャパンが8.04%となり、これも大きく減少し、経営権を維持することが難しい状況になっている。

事業会社の方は、第一勧銀グループ事業会社42社中、98年度において所有比率合計が20%を超えていた企業は10社と少なく、30%超えが4社のみであった。すなわち、多くの企業では、グループ企業による株式所有だけでは経営権を維持することが困難な状況にあった。それが02年度になると20%を超える企業は7社に減少し、やはり多くの企業は経営権を維持することが難しい状況にある。

以上、三菱・三井・住友・芙蓉・三和・第一勧銀とい

図表13 第一勧銀グループにおける株式所有関係の変化（1998年度と2002年度の比較）

[illegible]

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1998年度、右側は2002年度の数字。

括弧内は増減を示す。

「一」は、該当なしまたは数値不明を示す。

(資料) 各社『有価証券報告書』および増尾賢一(2005, pp. 34-35)より作成。



う六大企業集団の株式所有構造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、従来は金融機関を中核とする事業会社と結びついた円形サークル状の所有構造であったが、多くの企業グループで、金融機関同士の株式所有が減少し、金融機関と事業会社間の株式所有も減少し、事業会社同士の株式所有も減少し、希薄化され、非常に縮小化された形で金融持株会社を中核・金融機関を中心とする円形状の所有構造へ変貌を遂げている。そして、その所有構造は縦・横の両連繋が弱体化した構造となっているのである。

また、企業集団の結束力を示す株式持合い比率合計はいずれの企業グループも減少していたが、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、芙蓉グループが18.99%から6.54%で12.45ポイントの減少、三菱グループが25.80%から17.81%で7.99ポイントの減少、住友グループが20.73%から14.88%で5.85ポイントの減少、三和グループが14.42%から10.35%で4.07ポイントの減少、三井グループが15.63%から11.64%で3.99ポイントの減少、第一勧銀グループが11.49%から10.51%で0.98ポイントの減少であり、株式持合い比率合計の減少幅の大きさという側面では、1. 芙蓉グループ（-12.45）、2. 三菱グループ（-7.99）、3. 住友グループ（-5.85）、4. 三和グループ（-4.07）、5. 三井グループ（-3.99）、6. 第一勧銀グループ（-0.98）となっていたのである。そして、このような減少を踏まえ、2002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（17.81%）、2. 住友グループ（14.88%）、3. 三井グループ（11.64%）、4. 第一勧銀グループ（10.51%）、5. 三和グループ（10.35%）、6. 芙蓉グループ（6.54%）となり、三菱グループが最も結束力が強く、芙蓉グループが最も弱かったといえる。

さらに、会社支配の観点から株式所有比率合計を考察した。いずれの企業グループにおいても所有比率合計が減少により低い状態となっており、グループ企業による株式所有だけでは、金融機関や事業会社の経営権を維持することが難しい状況にあるといえる。

## V. 株式売却放出の受け皿と会社支配構造の変化

それでは、このように一般の企業においても、六大企業集団内のメンバー企業間でも、株式所有、株式持合いが減少し、所有関係が希薄化しているのであるが、その売却放出の受け皿となっているものは何であろうか。それは、主に、日本銀行による銀行保有株式買入、銀行等保有株式取得機構による買取、自己株式の取得等である。

日本銀行は、銀行経営における保有株式の株価変動リスクを軽減させることを目的として、銀行保有株式買入を次の要領で実施した。株式買入の対象先は直近の決算期において保有株式が中核的自己資本（Tier I）を超過している銀行とする。買入限度額は総額3兆円とし、買入対象先別の買入限度額は中核的自己資本（Tier I）の総額を超える株式保有額とする。買入期限は、2004年9月30日とする。株式を時価で買入れ、買入れた株式は、買入開始後5年間据え置く。買入銘柄については、上場株式であって、長期債務格付けがBBB格相当以上のものとする等である（図表14参照）。このような要領に基づき日銀は、銀行保有株式買入を2002年11月29日から実施し、04年6月20日時点で1兆9,804億円分の株式を買入れたのである<sup>12)</sup>。

銀行等保有株式取得機構は、銀行株式保有制限法に基づき、2002年1月30日に設立された。株式取得機構は、銀行や事業会社が保有する株式を時価で買取り、一定期間保有し、その後市場へ売却を行うというものである。株式取得機構の存続期限は、2019年までであり、買取期間は02年2月15日から06年9月30日までである。買取限度額は総額2兆円で、買取対象株式は長期債務格付けがBBBマイナス格相当以上の国内上場・店頭登録株式である。株式取得機構が取得した株式は、買取業務が終了し相当の時間が経過した時点から十分な時間を費やして処分される（図表14を参照）。株式取得機構は02年2月15日から買取りを始め、最初は8%の拠出金負担があったため利用が低迷していたが、その後この拠出金を撤廃したことにより利用が増加し、04年5月末時点で1兆591億円分の株式を買取った<sup>13)</sup>。

12) 買入額については、吉川満（2004, p. 1）を参照。

13) 買取額については、吉川満（2004, p. 1）を参照。

図表14 日本銀行と銀行等保有株式取得機構

	日 本 銀 行	銀行等保有株式取得機構
買取期間	2002年11月29日～2004年9月30日	2002年2月15日～2006年9月30日
買取限度額(総額)	3兆円	2兆円
銀行等以外からの買取り	なし	銀行が株式を売却し、6ヶ月以内にその会社から申し込みがあれば、銀行の売却額と同額まで可能
売却時抛出金	なし	なし(8%の抛出金を撤廃)
買取対象先別の買取限度額	Tier 1 を超過する額(最大7,500億円)	
買取対象株式	・上場株式 ・長期債務格付けがBBB格相当以上 ・年間売買代金200億円以上等	・上場または店頭登録株式 ・長期債務格付けがBBB一格相当以上
買取対象株式別の限度額	議決権の5%以内かつ格付・年間売買高別に上限金額を規定(最大1,000億円)	1ヶ月売買代金平均額の10ヶ月分
取得した株式の処分	2007年10月1日～2017年9月30日までに処分	・買取業務が終了し相当の時間が経過した時点から十分な時間を費やして処分 ・存続期限は2019年まで

(出所) 黒木文明（2003, p. 6）より作成。

自己株式とは、自社の既発行株式を自社が取得し保有する株式のことをいう。これは実質的には株主への資本の払戻しを意味する。これまで旧商法では、自己株式の取得・保有を、資本の充実・維持および資産の健全性を害することや株主平等原則に反すること等の理由から原則禁止としてきた。しかし、経済の自由度を高め、経済構造改革を進める観点から、2001年6月29日に「商法等の一部を改正する等の法律」が公布され、同年10月1日より施行された。この旧商法改正において、会社は、定時総会の決議で自己株式を配当可能利益と法定準備金および資本の取崩額とを限度に、証券市場から買受けることができるようになり、取得した自己株式を数量、期間等の制限なく保有することができるようになったのである。この自己株式制度の緩和改正により、株式を持合っている相手会社が売却放出した自社株式を自社で取得することができるようになり、これが持合い株式放出の受け皿となっている。また、自社発行株式を自社が取得することで敵対的買収者に取得されることを防ぎ、買収防衛にも役立つ。さらに、取得した自己株式を用いて第三者割当増資を行ったり、従業員持株会に利用したりする

ことにより、安定株主を確保することができ、経営権維持にも貢献している。自己株式の取得は、2003年6～12月に1兆9,132億円、04年に3兆41億円、05年には3兆6,929億円分の取得が実施された<sup>14)</sup>。

以上、日本銀行による銀行保有株式買入、銀行等保有株式取得機構による買取、自己株式の取得等が株式売却放出の受け皿となっているのである。そして、これらは実はいずれにおいても経営権の維持の機能を果たしているものと考えられる。つまり、日銀は5年間株式を保有する安定株主となっているのであり、株式取得機構は少なくとも2006年9月末までは保有する安定株主となっているのであり、自己株式の取得は企業買収を防ぐことができ、第三者割当増資や従業員持株会に利用することによって新たな安定株主や従業員という安定株主を確保することができるのである。このような形で会社の経営権は維持されているのであり、会社の支配構造は、従来の株式持合いによる支配構造から、持合いが減少した分は、日本銀行、株式取得機構、新たな株主、従業員等の安定株主による複合的な支配構造へ変貌していったのである。

14) 自己株式取得金額については、東京証券取引所編（2006, p. 73）を参照。

## Ⅵ. 小括

バブル経済の崩壊は、市場全体において金融機関持株比率の大幅な減少（特に銀行と生保の大幅な減少）と、外国人持株比率の増大という株式所有構造の大きな変化をもたらした。金融機関の大幅な減少は、株価の下落によって金融機関経営における所有株式含み損問題が生じ、所有株式を売却放出していったことによるものであり、外国人の増大は、日本版金融ビックバンによる規制緩和、グローバル化の進展の流れのなかで、金融市場がよりオープンなものとなり、多数の外国人投資家が参入するようになったことによる。

そして、この背後にある株式持合いについては、株価の大幅な下落と長期景気低迷、株価続落下における持合い株式への時価評価導入による株価変動リスクの顕在化と資本毀損、BIS 自己資本比率の低下、銀行株式保有制限法の成立、コーポレート・ガバナンスの観点からの持合いへの批判、大企業の金融的自立化に伴う銀行依存度の低下、金融機関の再編成に伴う企業集団メンバー企業の持合い株式整理等を理由に、特に96年度以降、事業会社が持合い株式の売却放出を進め、その後98年度からは銀行が急速に持合い株式を売却放出した。

こうした持合い株式売却放出の動きは、特に持合いによって結束強化をはかってきた六大企業集団内部において激しく起っており、98年度から02年度にかけて大幅に持合い比率を減少させている。98年度と02年度の比較分析によると、多くの企業集団において、従来は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所有構造であったが、金融機関同士の株式所有が減少し、金融機関と事業会社間の株式所有も減少し、事業会社同士の株式所有も減少し、全てが希薄化して、全体的に縮小化された形で、金融持株会社を中核・金融機関を中心とする円形状の株式所有構造へ変貌を遂げていった。そして、その所有構造は縦・横の両連繋が弱体化した構造となっていたのである。ただ、その減少にはグループによって濃淡の差があり、芙蓉グループが最も減少幅が大きく、三菱、住友、三和と続き、第一勧銀グループが最も小さかったのである。

さらに、会社支配の観点による株式所有比率合計およびその変化の考察では、いずれの企業グループにおいても所有比率合計が減少により低い状態となっており、グ

ループ企業による株式所有だけでは、金融機関や事業会社の経営権を維持することが難しい状況になっていた。

そして、このように一般の企業においても、六大企業集団内のメンバー企業間でも、株式所有、株式持合いが減少し、所有関係が希薄化しているのであるが、その売却放出の受け皿となっているのが、日本銀行による銀行保有株式買入や銀行等保有株式取得機構による買取、自己株式の取得等である。これらは実はいずれにおいても経営権維持の機能を果たし、会社の支配構造は、従来の株式持合いによる支配構造から、持合いが減少した分は、日銀、株式取得機構、新たな株主、従業員等の安定株主による複合的な支配構造へ変貌していたのである。このような形で会社の経営権は維持されているのであり、株式会社の株式所有を通じての支配の集中（経営権維持）は、株式所有構造のあり方を変化させながらも貫徹していくものであると考えている。

### 参考文献

- 奥村宏（2005）『最新版 法人資本主義の構造』岩波書店。
- 黒木文明（2003）「持ち合い解消に見る企業と銀行の関係—2002年度株式持ち合い状況調査—」『ニッセイ基礎研 REPORT』2003年10月号 <http://www.nli-research.co.jp/report/report/2003/10/eco0310a.pdf>
- 齊藤壽彦（2003）「日本銀行の銀行保有株式買入」『千葉商大論叢』第40巻第4号。
- 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（2010）「平成21年度株式分布状況調査〈資料編〉」<http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/b7gje6000000508d-att/1-22.xls>
- 東京証券取引所編（2006）『東証要覧2006』東京証券取引所 <http://www.tse.or.jp/market/data/ownshare/index.html>
- ニッセイ基礎研究所（2004）「株式持ち合い状況調査2003年度版」<http://www.nli-research.co.jp/report/misc/2004/mochiai03.pdf>
- 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（2006）「株式持合いの減少と会社支配」『年報 財務管理研究』第17号。

増尾賢一（2008）「金融商品会計の制度」箕輪徳二・三浦后美編『会社法と会社財務・会計の新展開』泉文堂。

増尾賢一（2009）「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（2010a）「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。

増尾賢一（2010b）「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—」『中央学院大学商経論叢』第25巻第1号。

箕輪徳二（1997）『戦後日本の株式会社財務論』泉文堂。

箕輪徳二（2002a）「持合い株式の会計・財務問題—持合い株式の今日的課題とその行方—」『年報財務管理研究』第13号。

箕輪徳二（2002b）「持合い株式と財務政策—都市銀行の持合株式放出と株価・支配問題—」『証券経済学会年報』第37号。

箕輪徳二（2008）「株式会社の経済機構」箕輪徳二・三浦后美編『会社法と会社財務・会計の新展開』泉文堂。

預金保険機構編（2008）「平成19年度 預金保険機構年報」預金保険機構 <http://www.dic.go.jp/annual/h19/h19.pdf>

吉川満（2004）「日銀・機構が買い取った株式の処分のあり方」大和総研 <http://www.dir.co.jp/release/dir0406a.pdf>