

株式相互持ち合いの「解消」について

鈴木 健

90年代の長期不況下で大企業体制が大規模に再編されようとしている。それは何よりも、銀行・金融再編として現れている。都市銀行から地方銀行・長期信用銀行・信託銀行・生命保険・損害保険・証券会社にいたる、すべての銀行・金融関連諸業態の内外にわたる合併・提携・連合が加速し、銀行・金融諸グループの力関係が急速に転換しつつある。

もう一つの現れは産業再編である。銀行・金融再編に先行し、あるいは並行して産業諸業態を巻き込む再編が進捗しつつある。石油・石油化学・合成繊維・合成樹脂・セメント・非鉄金属・鉄鋼・電機・自動車・造船・情報通信・海運等、ほぼすべての基盤産業と基幹産業・リーディング産業を舞台として、部門の内外にわたる水平的・垂直的な提携・合併が進展する一方で、企業集団や系列の枠組みを超えた合併・提携・連合が縦横に展開され、産業企業・企業グループ間の力関係が大きく転換しつつある。

産業再編と銀行再編が相乗的に進展すれば、大企業と大銀行がそれぞれの部門に支配的地位を確立・保持する条件としてきた相互依存関係そのものが再編され、大企業と大銀行の相互依存（＝独占的結合）を支えるメインバンク関係や株式相互持ち合いも再編（＝編成替え）されずにはいない¹⁾。

こうした産業再編＝金融再編によって引き起こされる大企業体制の再編を論ずる議論も活発に展開されてきた。80年代後半以降、大企業の銀行借入離れを根拠に喧伝されるメインバンク「崩壊」論、90年代に入って勢いを増す株式相互持ち合いの「解消」論がそれである。

ただ、これらの議論にはいずれも、産業再編＝銀行再編を大企業と大銀行の相互依存の再編としてとらえる観点、したがってまた相互依存を支えるメインバンク関係や株式相互持ち合いの再編としてとらえる観点が欠落している²⁾。

そこで小論では、90年代に入って「加速」する株式相互持ち合いの「解消」問題をとりあげ、それが大企業と大銀行の相互依存の再編を反映する株式相互持ち合いの「再編」として生じていることを明らかにしたいと思う。

1. 安定株主構造としての株式相互持ち合い

(1) 戦後大企業体制と株式相互持ち合い

① 安定株主構造としての株式相互持ち合い

株式相互持ち合い「解消」の事実を検討し、その意味を明らかにするには、そもそも株式相互

持ち合いはどのような意味をもっているのか、それが形成されたのはなぜかということについて理解しておかなければならない。³⁾

株式相互持ち合いについて種々の評価があるが、それを安定株主構造としてとらえる点で論者の見解は共通している。安定株主とは、経営陣（当該企業の経営実権を掌握する中枢）の経営に介入しないことを了解する株主である。経営に介入しないことを相互了解する株主の所有比率が一定の高さに保持されることによって他の株主による経営介入が実質的に阻止される関係、これが安定株主構造の意味である。法人（大企業・大銀行）が互いに株式を所有して株主となり、しかも株主としての権限を積極的に行使することなく、もっぱらサイレント・マジョリティーとして経営者の経営権安定のための防壁の役割を演じ合う。こうした法人安定株主が株式所有の支配的な部分を構成している株主構造、これが安定株主構造である。

どの企業（の経営者）も安定株主構造を意識的に追求し法人間株式相互持ち合いを進めるが、株式持ち合いの基礎には金融取引なり事業上の取引が横たわっている。安定株主は取引関係の基礎上で選択されるのが一般的だということである。銀行は主要な産業諸部門の主要取引先企業群や産業連関を体现する主要諸部門の主要取引先企業群との間に金融的な取引関係を作り上げているが、⁴⁾こうした金融的な取引関係は同時に安定株主構造の基礎でもある。事業法人の場合には、銀行・金融機関や隣接諸部門の事業法人との間で垂直的・水平的な分業関係を基礎とする取引関係が形成され、あるいは総合商社との間にも多様な取引関係にあるが、こうした事業上・金融上の取引関係が同時に安定株主構造の基礎をなしている。

もっとも、取引関係の有無とは関係なく、グループの「結束」の観点から株式持ち合いに入ることもある。企業集団における株式相互持ち合いはこの論理によるケースも含んでいる。

② 大企業体制下の安定株主構造としての株式相互持ち合い

法人間株式相互持ち合いは安定株主構造として機能しているが、こうした本質的な意味をもつ株式相互持ち合いは突然形成されたわけではない。それは戦後の特殊な条件下で一般化した株式所有の形態である。その形成史を顧みると、その本質的な意味はさらに明瞭になる。

株式相互持ち合い成立の画期は財閥解体である。財閥家族の株式所有が排除され、財閥本社（持ち株会社）による株式所有に基づく支配が排除され、独占禁止法によって純粹持ち株会社の設立が禁止される条件下で、経営の安定性を確保すべく選択された株式の所有形態、それが法人間株式相互持ち合いにはかならない。

財閥支配から解放された企業と銀行の経営者は経営権の安定と自立を求め、法人間の株式相互持ち合いを縦横に組織していった。公職を追放され表舞台を退いた旧財閥経営者たちがこの過程を陰に陽に支えていた。安定株主構造形成の名のもとに経営者が株主を選任するという逆転した現象が、一般化していった。⁵⁾

旧財閥傘下の同系企業・商社・銀行・金融機関の間で、あるいは恒常的な取引関係にある事業法人と事業法人、事業法人と商社、事業法人・商社と銀行の間で、株式の相互持ち合いが行なわれ、互いに安定株主となり合う構造がつくられていった。事業法人、総合商社、都市銀行、その他金融機関が、それぞれの動機にもとづいて多面的な株式相互持ち合いの関係を形成し、その総体として自社の安定株主構造を形作っていった。

この過程は、旧財閥傘下の企業・商社・銀行・金融機関が企業集団としての結合を再建・再編

する過程と重なっていることもあり、株式相互持ち合いを企業集団内部の問題に閉じ込めたり、逆に企業集団の問題を株式相互持ち合いの問題に矮小化する議論もあるが、それらの議論はいずれも一面的である。株式相互持ち合い形成の論理と企業集団成立の論理は別である⁶⁾。株式相互持ち合いの問題として見るなら、企業集団は株式相互持ち合いの一つの形態にすぎない。

(2) 株式相互持ち合いと企業集団

① 株式相互持ち合いの形態としての企業集団

株式相互持ち合いをもっぱら企業集団内部の株式相互持ち合いに解消する議論があることを先に述べた。こうした議論は、株式相互持ち合いの論理と企業集団の論理を混同するというだけでなく、株式相互持ち合いの論理と歴史を区別しないという点でも誤っている。

株式相互持ち合いの論理と企業集団の論理を混同し、後者の論理を事実上前者の論理に解消するのは橋川武郎氏である。氏によれば、企業集団は安定株主構造として形成されたことになるが、その議論はやはり一面的だと思う⁷⁾。

企業集団の構成メンバー間で行なわれる株式の相互持ち合いは株式相互持ち合いの一つの形態にすぎないのであり、株式相互持ち合いには他にも多くのパターンがある。

企業集団の構成メンバーであるかどうかにかかわらず、事業法人が相互に株式を持ち合うパターン、事業法人と系列子会社が持ち合うパターン、総合商社と事業法人が持ち合うパターン、都市銀行と事業法人や総合商社が持ち合うパターン等である。企業集団の構成メンバー間の株式相互持ち合いを含め、株式相互持ち合いのそれぞれのパターンが安定株主構造のなかでどのような位置を占めるかという問題は、当該企業の経営陣によって判断されるしかないのであって、株式相互持ち合いのパターンそのもののうちに安定株主構造に占める位置があらかじめ与えられているわけではない。

② 企業集団と株式相互持ち合い

企業集団とは「基本的利害の一致」する大企業と大銀行（大手都市銀行）が、互恵的な取引関係を基礎として結びつく集団であり、その中軸をなすのは大手都市銀行と大企業との金融的結合（＝メインバンク関係）である。この側面からすれば、企業集団とは、メインバンクを共通にする大企業の「集団」と言ってもよい。見方を変えれば、それは大手都市銀行の金融的取引網に編制される大企業の集団である。企業集団が「集団」としての恒常性を保持するのは、構成メンバーである大企業・総合商社・大手都市銀行がそれぞれの部門での競争に強制され、当該部門での支配的地位を保持する条件として相互依存を必要とするからである。

企業集団はそれを構成する各メンバーの利害の一致を根拠として形成されるのだが、歴史的には、企業集団として結びつく各メンバーが同時に安定株主構造の形成を進めたのであるから、企業集団が安定株主構造の特殊な形態として登場するのは自然の成り行きであった。企業集団における株式相互持ち合いは企業集団を構成するメンバー間の互恵的な取引関係に対応し、事業法人と事業法人、事業法人と総合商社の間に縦横に形成され、それが都市銀行との間の株式相互持ち合い体制のうちに総括されるという構造をもっている。

2. 株式相互持ち合いの「解消」と「解消」論

(1) 株式相互持ち合い「解消」の実態

① 法人所有比率の推移

株式相互持ち合いは安定株主構造として形成されたのだから、株式相互持ち合いの「解消」を論ずるとき何よりも重要なのは、それが安定株主構造の「解消」に帰結する性格のものかどうかを明確にすることである。

90年代に入って「加速」とされる株式相互持ち合い「解消」の実態はどのようなものであろうか。それについて、さまざまなレベルの実証結果が明らかにされている。

法人（事業法人+金融機関）が法人の株式を所有する関係を最も広義の株式持ち合いと規定すれば、全国上場会社の所有者別持ち株比率の推移はそのまま株式相互持ち合いの推移を示すものとなる。東京証券取引所の「所有者別持ち株比率の推移」に関する調査はその一つである。

98年の同調査によれば、銀行の所有比率は85年をピークに低下し、金融機関全体としても89年をピークに90年代は一貫して低下している。事業法人の所有比率は73年をピークに緩やかに低下し、90年代には横ばいの状況が続いている。事業法人と金融機関の所有比率の減少分をカバーするのが、個人・年金信託・外国人による所有比率の増加分である。なかでも外国人の所有比率は、90年代に急増し、10%を超える比率を示している。⁸⁾

事業法人と金融機関の所有比率の合計を安定株式比率と規定し、それが90年3月末の62.6%をピークに漸減し、96年3月末には53.1%にまで低下しているとする調査結果もある。⁹⁾

全国上場会社の所有者別持ち株比率の推移に関するいずれの調査結果によっても、事業法人の所有比率は70年代の中頃をピークとし、金融機関の所有比率は80年代の中頃をピークとして漸減し、90年代にはともに所有比率を後退させていることがわかる。

② 株式相互持ち合い「解消」の実態

法人持ち株比率の推移に見られるこうした傾向が、個々の大企業と大銀行の株式所有の動向にも反映されているのかどうか、あるいは安定株主構造としての株式相互持ち合いの諸形態にも反映されているのかどうか、これについて検討してみよう。

株式相互持ち合いの「解消」を個々の持ち合い関係に及んで調査した資料としては、公正取引委員会の企業集団実態調査¹⁰⁾がある。企業集団のレベルでの平均的な所有比率の推移の調査にとどまるけれども、それによると、六つの企業集団内の株式所有比率はいずれも70年代の中頃から80年代中頃にかけてピークに達し、バブルの膨張する80年代後半以降にはむしろ緩やかに低下する傾向を示している。この傾向は90年代に入ってもつづき、なお緩やかに所有比率が低下しているように見える。

企業集団内における持ち合い「解消」を調査した資料によると¹¹⁾、90～93年度の間に所有する同系企業・銀行株式を放出した企業は、三菱グループでは三菱商事（→三菱銀行、三菱信託銀行）、旧・三菱化成（→三菱商事）、住友グループでは住友商事（→住友銀行、住友信託銀行、住友建設、住友不動産）、芙蓉グループでは丸紅（→安田信託、NKK、日産自動車）、サッポロビール（→富士銀行、

安田信託、ニチレイ）、日産自動車（→富士銀行、安田信託、丸紅、日本精工）、NKK（→富士銀行、安田信託、日産自動車）、三和グループでは日商岩井（→三和、東洋信託銀行、トクヤマ、宇部興産、コスモ石油、日立造船）、神戸製鋼所（→三和銀行、東洋信託銀行、日商岩井）、日新製鋼（→三和銀行、東洋信託銀行、日商岩井）、第一勧業銀行グループでは伊藤忠商事（→川崎製鉄、日立製作所、石川島播磨）、神戸製鋼所（→第一勧業銀行、日商岩井、石川島播磨）となっている。

なお、企業集団に限定せずに、事業法人がメインバンクである大手都市銀行の株式を放出した事例について調査した資料によれば、90～95年度の間¹²⁾に所有するメインバンクの株式を放出した企業は次のとおりである。大成建設、日本セメント、NKK、日産自動車、丸紅が富士銀行の株式を、住友化学、日本板硝子、住友金属工業、NEC、住友商事が住友銀行の株式を、キリンビール、旭硝子、三菱商事が東京三菱銀行の株式を、東レ、東芝、トヨタ、三井物産がさくら銀行の株式を、旭化成、川崎製鉄、日立製作所、伊藤忠商事が第一勧業銀行の株式を、クボタ、日立製作所、ダイハツが三和銀行の株式を放出している。

企業集団内における株式相互持ち合いの「解消」について、もう少し詳しく検討してみよう。表1～6は、90～97年度の間、企業集団メンバーのうち集団内における被所有比率を低下させた銀行と事業法人のうち比較的低下幅の大きい事業法人と銀行を各集団から数社取り出し、当該事業法人・銀行との相互持ち合い株式を放出した銀行と事業法人を一覧したものである。

企業集団によって濃淡に差はあるが、三井、住友、三和の各グループにおいて、企業集団内における相互持ち合い比率の低下幅の大きい事例が多く、三菱、芙蓉、第一勧業銀行の各グループにおいては、株式相互持ち合いの低下幅は小さいが、それでも持ち合い比率を低下させる事例は例外なく存在している。

公正取引委員会の調査にも見られるように、70年代中頃～80年代中頃にかけて集団内の相互持ち合い比率はピークをうっていたのだから、見方によっては、80年代後半以降一貫して持ち合い比率の低下がつづいているとも言えるし、80年代後半のバブル期に過剰に保有された持ち合い分が、90年代に入って解消されつつあるのだと見ることもできる。いずれにしろ、表1～6は、今生じている株式相互持ち合いの「解消」が、安定株主構造の主要な構成部分を成すと考えられる企業集団においても行われている可能性のあることを示すものと言える。

株式相互持ち合いの本質を安定株主構造と見る場合、安定株主構造のコア部分がただちに企業集団における株式相互持ち合いと一致する¹³⁾というのではない。けれども、企業集団の内部に編制される株式相互持ち合いが安定株主構造の主要な構成部分をなしていることは、企業集団形成の論理に照らして明らかである。その企業集団における株式相互持ち合いにも「解消」が及び、しかも企業集団の中核的な関係である大手都市銀行（共通のメインバンク）との間の株式相互持ち合いが「解消」されるという事実は、少なくとも株式相互持ち合いの「解消」が株式相互持ち合いの「周辺」に限定されない現象になっていることを示している。問題は、こうした株式相互持ち合い「解消」の事実をどのように解釈するのかということである。

(2) 株式相互持ち合い「解消」論

90年代に入って加速する株式相互持ち合い「解消」をめぐる、さまざまな解釈がなされている。以下に紹介する議論は、経済ジャーナリズムを舞台として展開される株式持ち合い「解消」

表-1 三井グループ企業の株式持ち合いの減少幅（90→97）

(A)	(B)	(B)の所有する(A)株所有比率の減少幅	(A)の所有する(B)株所有比率の減少幅
さくら銀行	三井海上	1.03→0.88	4.83→4.45
	三機工業	0.14→0.12	4.18→4.16
	日本製粉	0.45→0.33	4.99→4.84
	東レ	0.91→0.80	4.51→4.48
	東芝	1.48→1.39	3.74→3.72
	トヨタ	2.54→2.39	4.98→4.84
	三井不動産	0.94→0.87	4.68→4.61
三井海上火災	さくら銀行	4.83→4.45	1.03→0.88
	三井信託	4.46→2.49	1.73→1.35
	三井物産	3.56→3.28	2.73→2.65
	日本製粉	1.36→1.20	5.21→5.05
	秩父小野田	0.64→0.59	2.15→1.73
	三井造船	1.32→1.22	2.24→2.07
	トヨタ	2.12→1.95	2.46→2.39
三井物産	三井海上	2.73→2.65	3.56→3.27
	王子製紙	0.17→—	0.27→0.16
秩父小野田	三井海上火災	2.15→1.73	0.64→0.59
	王子製紙	0.44→—	0.08→0.05
三井不動産	さくら銀行	4.68→4.61	0.94→0.87
	三井生命	2.91→2.46	—

（出所）『企業系列総覧』（東洋経済新報社）各年版より作成。

論を代表する議論の一つである¹⁴⁾。

株式相互持ち合いが解消するにはいくつかの要因があるが、なかでも株式含み益率が低下し、財務構造上のバッファーとしての機能が低下していることが重視される。例えば銀行・金融機関は、バブル期に堆積した多額の不良債権を償却するために保有株式を売却して益出しをつづけ、結果として株式簿価の大幅な上昇を招いて含み益率が低下する一方、対総資産株式保有比率の上昇によって保有リスクの上昇に直面する。ただ、「解消」しているのは「コアを形成する事業法人間の持ち合いではなく、直接金融の進行のなかで、存在意義の薄れる事業法人対金融機関の持ち合い、あるいは必要以上に持ちすぎた金融機関対金融機関の持ち合い」である。すなわち、持ち合い「解消」の大部分をなす事業法人による「解消」の特徴は、関係の濃い持ち合いの「コア」部分を維持し、関係の薄い「表皮」部分を売却するというものであり、20大株主のレベルで見ると、一銘柄の所有比率・株主順位は全く変化していない。事業法人の不必要株整理の中心は銀行株であるが、その際事業法人が売却するのは、メインバンクを含めた特定の銀行の株式ではなく、それ以外の持ち合い関係にある銀行株である。つまり、事業法人の持ち合いは全体として解消に向かうものの、「コア」となる持ち合いは依然として強固であり、それ以外の関係の薄い株式の整理を行っている。

他方、銀行の側からする株式持ち合い「解消」はなお積極的ではない。株式相互持ち合いの「解消期」に入っているにもかかわらず、銀行による株式売却額は依然として小規模に止まって

表-2 住友グループ企業の株式持ち合い減少幅（90→97）

(A)	(B)	(B)による(A)株所有比率の減少幅	(A)による(B)株所有比率の減少幅
住友銀行	日本板硝子	1.11→0.90	4.98→4.49
	住友金属工業	1.29→0.84	3.70→3.43
	N E C	1.15→1.09	4.99→4.81
住友信託	住友海上火災	1.51→1.46	5.67→4.77
	住友商事	3.45→1.81	6.11→5.53
	日本板硝子	1.46→1.08	7.26→5.34
	N E C	2.92→2.59	6.09→5.11
	住友倉庫	1.50→1.46	7.05→6.59
住友海上	住友信託	5.67→4.77	1.51→1.46
	住友金属鉱山	1.11→1.04	1.62→1.41
	住友電工	0.89→0.82	0.63→—
	N E C	1.82→1.80	2.61→2.51
住友商事	住友信託	6.11→5.53	3.45→1.81
	住友金属工業	2.90→1.61	1.60→1.31
	住友電工	1.09→0.99	0.84→0.68
	N E C	3.72→3.44	2.18→1.88
住友大阪セメント	住友金属鉱山	0.97→0.82	0.74→0.65
N E C	住友銀行	4.99→4.81	1.15→1.09
	住友信託	6.09→5.11	2.92→2.59
	住友海上	2.61→2.51	1.82→1.80
	住友商事	2.18→1.88	3.72→3.44
	住友化学	0.42→0.40	0.52→—
	住友金属工業	0.71→0.40	0.73→0.55
	住友金属鉱山	0.99→0.95	2.64→2.31
	住友電工	2.15→1.94	2.44→2.23

(出所) 表-1に同じ。

表-3 三菱グループ企業の株式持ち合い減少幅（90→97）

(A)	(B)	(B)による(A)株所有比率の減少幅	(A)による(B)株所有比率の減少幅
東京三菱銀行	ニコソ	0.22→0.17	4.73→4.59
三菱信託銀行	三菱製紙	0.33→0.28	5.80→5.40
	三菱ガス化学	0.91→0.83	6.01→5.25
三菱重工	東京海上	2.08→1.95	1.87→1.81
三菱地所	東京海上	3.48→3.29	0.93→0.90

(出所) 表-1に同じ。

いる。銀行は営業政策上、保有株式の主要部分をなす事業法人株を売却できないからである。持ち合いの規模が銀行の営業力を左右している以上、営業力の低下を招く事業法人株の売却はできないのである。

表-4 美容グループ企業の株式持ち合いの減少幅（90→97）

(A)	(B)	(B)による(A)株所有比率の減少幅	(A)による(B)株所有比率の減少幅
富士銀行	ニチレイ	0.62→0.51	4.41→4.39
	昭和電工	0.25→0.02	4.69→4.22
	日本セメント	1.70→1.57	4.97→4.92
	日立製作所	1.24→1.00	1.97→1.87
日本製紙	安田信託銀行	4.34→2.45	0.81→0.53
昭和電工	富士銀行	4.69→4.22	0.25→0.02
	安田信託銀行	4.05→2.51	0.50→0.36
日本セメント	富士銀行	4.97→4.92	1.70→1.57
日産	安田信託銀行	2.51→1.78	2.16→1.02
	丸紅	1.38→0.21	2.28→1.57
	N K K	0.31→0.21	0.21→0.18

(出所) 表-1に同じ。

表-5 三和グループ企業の株式持ち合いの減少幅（90→97）

(A)	(B)	(B)による(A)株所有比率の減少幅	(A)による(B)株所有比率の減少幅
三和銀行	日商岩井	0.76→0.33	4.96→4.55
	東洋建設	0.22→0.08	4.89→3.87
	宇部興産	0.33→0.28	4.57→4.54
	住友大阪セメント	0.48→0.24	4.99→1.45
	日立製作所	1.43→1.15	2.25→2.02
	ダイハツ	1.42→1.38	4.88→2.29
東洋信託	東洋建設	0.54→0.31	7.08→3.68
	関西ペイント	0.50→0.38	4.05→3.81
	住友大阪セメント	0.63→0.26	3.45→3.23
	N T N	0.56→0.48	4.77d4.28
日商岩井	三和銀行	4.96→4.55	0.76→0.33
	東洋建設	0.11→0.08	0.57→—
	宇部興産	0.47→0.21	0.56→0.35
	関西ペイント	0.66→0.48	2.71→2.35
	日新製鋼	0.60→0.32	0.73→0.51
	N T N	0.12→0.05	0.49→0.27
東洋建設	三和銀行	4.89→3.87	0.22→0.08
	東洋信託	7.08→3.68	0.54→0.31
	日商岩井	0.57→—	0.11→0.08
	住友大阪セメント	0.52→0.44	0.59→0.17
住友大阪セメント	三和銀行	4.99→1.45	0.48→0.24
	東洋信託	3.45→3.23	0.63→0.26
	東洋建設	0.59→0.17	0.52→0.44

(出所) 表-1に同じ。

表-6 第一勧銀グループ企業の株式持ち合いの減少幅（90→97）

(A)	(B)	(B)による(A)株所有比率の減少幅	(A)による(B)株所有比率の減少幅
第一勧銀	日商岩井	0.56→0.27	4.90→4.44
	清水建設	0.98→0.88	4.97→4.73
	旭化成	0.81→0.75	3.45→3.26
	日立製作所	0.83→0.67	1.98→1.92
日商岩井	第一勧銀	4.90→4.44	0.56→0.27
	清水建設	0.26→0.23	0.11→0.05
日本ゼオン	伊藤忠	1.83→1.35	0.09→0.05
	旭化成	3.62→2.65	0.38→0.29
	横浜ゴム	6.87→6.20	6.41→5.05
	富士電機	0.60→0.54	0.03→—
横浜ゴム	日本ゼオン	6.41→5.05	6.87→6.20
	富士電機	0.89→0.67	0.08→—

（出所）表-1と同じ。

98年版『経済白書』に見られる解釈はこうである。¹⁵⁾まず事業法人の発行する株式について言えば、銀行による所有比率はバブル期以前の水準が保持され、事業法人による所有にも大きな変化はない。他方、銀行の発行する株式の所有については、信託を中心に銀行による所有比率が上昇し、事業法人による所有比率は低下している。総じて、金融機関は金融機関同士の持ち合いを維持しつつ、バブル期に所有比率を高めた事業法人株を放出し、一方事業会社は事業会社同士の持ち合いを維持しつつ、金融機関株式を放出する傾向を明確にしている。

株価の低落によって含み損が膨張すれば財務体質が劣化し、そうなれば格付けの後退によって資金調達コストの上昇は必至であり、それを回避すべく株式の売却（売り切り）と含み損の解消がすすみ、株式持ち合いの「解消」がさらに進展するという見解もある。

あるいは、グローバル・スタンダードにたつコーポレート・ガバナンスの観点から、非稼働資産としての株式の売却は必至であり、それが株式相互持ち合いの「解消」を進めるという見解もある。¹⁶⁾新会計基準の導入が株式相互持ち合いの解消を加速するという見解、すなわち2002年3月期に金融商品の時価評価が始まると、含み益は資本額の膨張を引き起こしROEの低下を招くから、これを回避すべく持ち合い株式の売却が進むというわけである。¹⁷⁾

議論の細部における相違を措けば、論者の見解はほぼ共通している。株式相互持ち合いが、バブル期のエクイティ・ファイナンスの盛行によって行き過ぎ、バブルの崩壊とともに財務構造を悪化させる要因に転化するとき、財務構造転換の見地から過剰に所有していると考えられる株式を売却し、結果として株式相互持ち合いの「解消」を引き起こしているという理解である。財務構造改善の見地から、相互持ち合いする株式の売却が行われているが、売却はなお安定株主構造を破壊する水準に立ち至っていないという点でも、多くの論者の見解は一致している。

私もほぼ同様の見地から株式相互持ち合いの「解消」を検討し、次のように述べたことがある。¹⁸⁾

株式相互持ち合いが、第一義的には安定株主構造として形成されたことは明らかなのだが、所有する株式価格の増減が企業財務に影響するのは回避できず、株式所有が投資採算の観点から評価されることは免れない。90年代に入って頻出する株式相互持ち合いの「崩壊」現象とも見える

事態の多くは株式所有のこの側面に関わって生じている現象と考えられる。バブルの崩壊とともに、含み益経営の源泉として機能してきた株式所有の限界が明らかになっているのである。90年代に入り、バブルが破綻すると、含み益経営の論理の孕む欠陥は含み損の発生として現実化した。所有株式の放出によって含み益を実現し、あるいは発生しつつある含み損を解消して財務の「健全」化を達成すべく、所有株式を売却する動きが顕著となる。株式相互持ち合いの「崩壊」現象とは、安定株主構造として確立された株式相互持ち合いの構造が、こうした投資収益性の観点からその「限界」を露呈している事態にはかならない。安定株主構造としての株式相互持ち合いが「崩壊」することはないが、投資採算の観点からする株式放出にも根拠がある以上、安定株主構造を破壊せず、しかも投資採算の観点からする限界をも突破し得る株式所有の形態が選択されることにならざるをえない。

およそこのように述べたのであるが、先に見た企業集団内部における株式相互持ち合いの「解消」事例が示すように、株式相互持ち合いの「解消」は単に「表層」部分に生じているだけで、「コア」部分についてはまったく変動が生じていないとするだけでは、株式相互持ち合い「解消」の評価としてはもはや十分であるとは思えない。「コア」の規定の仕方にもよるが、従来「コア」部分とされてきた持ち合い分についても「解消」は生じていると見られる。松井和夫氏の言う「補強装置1」「補強装置2」をただちに「コア」と「周辺」に対応させることはできないが、いずれにしろ氏の言う「補強装置」分においても「解消」が進展しているのであって、この部分の「解消」をどのように評価するのかということが問題とならざるをえない。

3. 株式相互持ち合いの「解消」と安定株主構造の再編

(1) 株式相互持ち合い「解消」の二つの側面

前節でも指摘したように、90年代の株価低落を背景に所有株式価値の対資産比率が上昇し、あるいは益出しにつれて上昇する株式の簿価が財務体質を蝕み始める。財務構造を改善するために持ち株を売却する（売り切り）企業・銀行が相次ぎ、結果として株式相互持ち合いの「解消」が大量的な現象となっていった。

90年代に顕著となる株式相互持ち合いの「解消」は、こうした90年代長期不況下で劣化する財務構造の改善を目的に始まっている。相互持ち合いを「解消」する企業や銀行の側からすれば、安定株主構造としての株式相互持ち合いを「解消」という積極的な動機によっているのではなく、財務構造の改善を求める「市場」の強制に対応するという性格が強い。いわば、株式相互持ち合い「解消」の受動的側面である。

ただ、この場合にも、持ち合い株式の売却が一定の水準を超えると安定株主構造そのものを毀損する可能性をもつことから、安定株主構造としての本質的な関係を損なうことのないレベルでの「解消」に止まるというケースが多くなる。取引関係が「解消」したり、希薄になったことを根拠に、あるいは取引関係を継続しながらもバブル期に膨張した持ち合い株式の売却によって資産の効率的運用を図るという動機によって、事業法人同士、事業法人と銀行・金融機関、銀行・金融機関同士が相互の了解のもとに株式相互持ち合いを「解消」したり、相互に持ち合う比率を

引き下げるといった関係が進展したのである。ここには、安定株主構造としての株式相互持ち合いの性格がよく示されている。

ところで、企業や銀行は受動的に株式相互持ち合いの「解消」を進めているだけではない。経営戦略上の観点から既存の株式相互持ち合いを「解消」し、新たな相互持ち合いを組織し、全体として安定株主構造そのものを組み替えようとする投資行動が並行して進められている。株式相互持ち合い「解消」の能動的な側面といってよい。第一節で見たように、法人が相互に安定株主として選択する相手法人は、互恵的な取引関係をはじめ、なんらかの取引関係にある法人が一般的である。このことは、事業上・金融上の取引関係が解消すると、その基礎の上に形成される株式相互持ち合いの関係が解消されるのも一般的であることを意味している。財務構造上の要請によって所有株式の売却を進めるとき、取引関係が解消したり、取引関係が希薄になった法人との相互持ち合いが真っ先に「解消」の対象にされるのは、こうした事情によっている。

90年代に入って「加速」するとされる株式相互持ち合いの「解消」現象も、本質的にはこうした関係の延長上にある。

(2) 産業＝金融再編と安定株主構造の再編

表1～6で例示したように、株式相互持ち合いの「コア」部分においても「解消」が進んでいくと見られる事例が増加しているが、これらは安定株主構造の再編（＝組み替え）を目的とする持ち合い「解消」が進んでいることを示している。経営戦略上の観点から進められる「解消」であり、株式相互持ち合い「解消」の能動的側面にほかならない。

安定株主構造としての株式相互持ち合いの基礎には互恵的な取引関係があるのだから、安定株主構造の「再編」を引き起こすのは、互恵的な取引関係に生じる変化であり、互恵的な取引関係の転換を引き起こす経営戦略上の転換である。産業企業の力関係が再編され、銀行の力関係が再編され、産業企業と銀行の相互依存関係も再編されるとき、従来の力関係を前提として形成される安定株主構造が再編されるのは必至である。産業企業も銀行も、力関係の再編に対応する安定株主構造の再組織を進めることになる。

90年代に入り、産業再編と銀行・金融再編が相乗的に進展しているが、これこそ安定株主構造の組み替え（＝再編）に起因する株式相互持ち合いの「解消」を規定する歴史的な背景である。激化するグローバル競争の強制のもとで主要な産業諸部門において産業企業の力関係が転換し、銀行・金融諸部門において銀行・金融機関の力関係が大きく転換しつつある。加速する産業再編・銀行再編のもとで、産業企業、総合商社、都市銀行その他金融機関の相互依存関係も大きく転換する。企業集団でさえ再編から無縁であるとは思われない。事業法人・総合商社・都市銀行の相互依存関係が「再編」される過程で、「再編」される相互依存関係を反映する安定株主構造もまた「再編」されずにはいない。

もっとも、安定株主構造の「再編」は今に始まったことではない。表—7は、81～98年度の鉄鋼・電機・造船・自動車・商社・都市銀行を代表する企業・銀行の20大株主構成の推移を概観したものである。20大株主の地位を失った株主（＝新たに20大株主に登場した株主¹⁹⁾）、順位を上げた株主、順位を下げた株主、順位不動の株主について、その数だけを表示した。濃淡の差はあるが、安定株主構造の「再編」とでも呼ぶべき事態が日常的に起こっていることがわかる。20大株主の

表-7 20大株主の推移

企業名	入れ替った株主の数				順位を上げた株主				順位を下げた株主				順位不動の株主			
	81→86	86→91	91→96	96→98	81→86	86→91	91→96	96→98	81→86	86→91	91→96	96→98	81→86	86→91	91→96	96→98
さくら銀行	2	7	7	5	10	4	3	8	4	6	7	2	4	3	3	5
住友銀行	0	0	1	2	9	9	7	3	5	5	4	6	6	6	8	9
富士銀行	1	1	1	2	9	5	7	6	5	9	6	3	5	5	6	9
三和銀行	3	2	1	2	7	6	3	3	6	4	4	10	4	8	12	5
第一勧業銀行	3	2	3	1	7	6	8	7	4	2	2	7	6	10	7	5
川崎製鉄	4	4	1	1	4	7	8	5	6	8	10	8	6	1	1	6
日本鋼管	4	5	4	4	5	3	7	3	4	12	4	7	7	0	5	6
日新製鋼	3	4	2	4	5	2	6	5	4	9	5	5	8	5	7	6
日立製作所	6	4	5	4	7	8	6	6	6	7	7	9	1	1	2	1
東芝	3	3	2	2	11	3	7	3	1	11	4	5	5	3	7	10
三菱電機	6	4	4	3	10	7	9	4	2	8	6	4	2	1	1	9
富士電機	7	5	2	2	3	5	3	3	5	6	6	7	5	4	9	8
N E C	6	4	3	3	6	7	6	5	4	5	8	8	4	4	3	4
日立造船	1	4	5	2	5	2	7	5	10	12	5	9	4	2	3	4
石川島播磨	1	5	1	2	9	5	5	6	1	7	7	4	9	3	7	8
川崎重工	4	4	3	3	2	2	5	7	3	14	9	5	11	0	3	5
三菱重工	2	2	4	4	6	6	3	3	8	8	8	6	4	2	5	7
三井造船	3	4	5	5	5	3	8	10	8	12	6	5	4	1	1	0
いすゞ	4	6	4	2	7	5	9	5	6	7	1	5	3	2	6	8
日産	1	2	1	2	12	8	7	5	4	6	6	9	3	4	6	4
マツダ	1	3	1	3	5	4	13	1	2	11	4	7	12	2	2	9
日野自動車	1	3	2	2	3	7	3	7	7	3	8	2	9	7	7	9
住友商事	2	3	3	3	4	7	7	4	6	8	5	7	8	2	5	6
丸紅	1	6	2	1	3	4	10	6	4	8	7	9	12	2	1	3
伊藤忠	1	4	3	2	6	2	9	5	5	10	4	6	8	4	4	7
日商岩井	3	4	3	2	2	4	3	3	8	9	3	12	7	3	11	3

〔出所〕『企業系列総覧』の20大株主より作成。

すべてが安定株主と等値されるわけではないが、それでも安定株主構造の主要な柱をなしていることは疑いない。

グローバル競争のもとで「加速」する産業再編・銀行再編は、こうした安定株主構造の「再編」をさらに大規模に推し進めることになる。

〔産業再編を反映する安定株主構造の再編〕

産業再編の進展とともに、互恵的な取引関係に大きな変化が生まれ、それが事業法人・総合商社の側から株式相互持ち合いを組み替える（＝「再編」）根拠とされる。互恵的な取引関係の解消、縮小が進むと、それを根拠として事業法人相互、総合商社と事業法人、都市銀行と事業法人の間に保持されてきた株式相互持ち合いの構造は転換を余儀なくされる。安定株主構造の不安定株主構造への移行ではなく、安定株主構造の「再編」が進むことになる。新たに安定株主構造を構成する株主は、新たに互恵的な取引関係に入り込む法人である。

自動車産業では再編の激しさを反映し、株式相互持ち合いの再編も急テンポである。仏ルノーの傘下に入った日産は、銀行株を含めて1394社の保有株式の大半を売却するという方針を明らかにした。日産の安定株主構造が大きく再編されるだけでなく、日産の系列部品メーカーの安定株主構造にも再編の影響が及ぶことになる。日産は、グループの主要部品メーカーである、タチエス、富士機工との間の系列関係を解消するが、タチエスは日産が保有する富士機工の株式23.8%を買い取り富士紡績に次ぐ第2位の株主となり、他方富士機工は同じく日産が保有するタチエスの株式11%を買い取り筆頭株主となる。タチエスと富士機工は株式相互持ち合いによって関係を緊密化し、部品のモジュール化などで競争力を確立し、日産の系列を離れても部品業界の国際競争に生き残れる体制を確立しようとしている²⁰⁾。

日産は主要取引銀行の一つである興銀との株式相互持ち合いも「解消」する。興銀は日産株の4.2%を所有し、日産は興銀株の1.4%を所有しているが、両社はこの持ち合い関係を解消することで合意している。興銀の日産に対する融資面での支援は持ち合い解消後もつづけられる²¹⁾。

同じ自動車業界でもトヨタは日産とことなる戦略展開を見せている。グローバル競争の進展とともに、外国企業の対日進出と日本企業の国際競争力を支える要因とされてきた中小企業とりわけ部品メーカーに対する支配が広がっているが、トヨタはこうした外国系企業による系列部品メーカーの買収を阻止すべく、トヨタの筆頭株主である豊田自動織機、デンソーといったグループ企業、ならびに親密取引銀行だけで過半数の株式を持ち合う方針を明らかにした。安定株主と見られていた金融機関が金融ビッグバンの進行で株式の持ち合い解消に動き、安定株主構造が動揺するという判断に基づいている²²⁾。

系列関係、取引関係を再組織＝再編しようとする事業会社は、それに対応する安定株主構造を組織しようとしたり、逆に再編された株式相互持ち合いに対応する取引関係を再組織しようとする。マツダは、鋼板の取引を新日鉄一社に絞り込むことに決定したが、住友金属工業にとってマツダとの取引関係の解消はダメージが大きすぎることもあり、新日鉄からの技術導入によって鋼板納入をつづけようとしている²³⁾。帰趨はともあれ、この背景には、マツダと鉄鋼メーカーとの株式相互持ち合いが横たわっていることが考えられる。マツダは、新日鉄との間で株式相互持ち合いの関係にあるが、住友金属工業との間に株式相互持ち合いは確認できなかった²⁴⁾。

他の業界でも再編が進展しており、そこでも産業再編を反映する株式相互持ち合いの再編が続いている。取引関係の「解消」に応じて株式相互持ち合いを「解消」するケースがあれば、取引関係を強化するために株式相互持ち合いを強化するケースもある²⁵⁾。こうした過程を総じて安定株主構造としての株式相互持ち合いが「再編」されつつある過程と見ることができる。

〔金融再編を反映する安定株主構造の再編〕

安定株主構造の再編にもっとも大きな影響をもつのは銀行・金融再編である。法人間株式相互持ち合いの中核に位置し、法人所有の最大のセクターを構成するのは銀行とりわけ大銀行だからである。

銀行と事業法人の株式相互持ち合いも取引関係を基礎としている。金融的な取引関係の「解消」とともに、銀行と事業法人の双方に株式相互持ち合いによって安定株主となり合う動機がなくなり、株式相互持ち合いを「解消」する事例は多い。コナミとあさひ銀行は相互了解のもとに株式相互持ち合いを解消することになった。あさひ銀行はコナミの株式248万株の全株を欧州で

売却し、コナミもあさひ銀行の株式167万株を全株売却する。コナミは欧州の機関投資家を銀行に代わる安定株主と見る²⁷⁾。

大手生保が都市銀行株式の選別保有を加速しているが、このことは都市銀行の安定株主の位置を占めてきた大手生保が経営戦略上の観点から所有株式の構造を再編しようとするものであり、安定株主構造の「再編」の一環をなすものと考えられる。大手生保は99年3月期も銀行株の売却による益出しを進めたが、特定の都銀株については逆に保有株式数を積みます動きを示している。第一生命はあさひ銀行株を3200万株増やして1億1600万株の筆頭株主となり、富士銀行についても2100万株買い増した。他方で、東京三菱銀行株を2300万株、三和銀行株を1400万株、さくら銀行株を900万株減らしている。日本生命は、さくら銀行株を3200万株、東海銀行株を1600万株買い増した。明治生命は益出しのため合意のうえ東京三菱銀行株2000万株を売却した²⁸⁾。

金融機関の破綻が株式相互持ち合いの再編の契機となることもある。97年、日産生命が経営破綻したが、旧日産生命の保有株式は安定株主作りを目的に取引先やグループ企業が相次いで引き取るようになった。日産化学株を日立・日産が引き取り、日産化学が日立・日産の株式を購入、日本水産株も日立・日産が引き受け、日産ディーゼル株は取引先の部品メーカーが引き取った。日立・日産株については不明である²⁹⁾。

金融再編が安定株主構造としての株式相互持ち合いの「再編」を引き起こすという見地からすれば、なによりも第一勧業銀行・富士銀行・日本興業銀行の3行統合、住友銀行とさくら銀行の合併によって生まれる巨大銀行の影響が問題である。大手都市銀行は、どの産業部門に優先的な順位を与えるか、どの企業に優先的な順位を与えるかといった金融戦略上の方針にもとづいて融資活動を展開するが、それによって融資対象としての企業の位置が下がったり、融資対象から消える企業が出現したりする。巨大銀行の誕生によって取引先企業群への融資シェアに大きな変化が生まれ、しかも銀行間の力関係の激変によってシェア調整も不可能になるほどの変化が生まれると、それは都市銀行の側からする株式相互持ち合いの構造を「再編」する根拠となる。

表一八は「3行統合」によって生まれる新銀行の株式所有比率の高い企業の一覧である。「3行統合」による新銀行の場合、統合の株式所有上限は15%（3行の上限5%×3）なので、ただちに所有上限を超える企業はないが、ここに掲げた企業群の安定株主構造に占める新銀行の位置は大きく転換することになる。安定株主構造のなかで統合以前に個々の銀行が保持していた地位は、大きく転換することになる。他方、統合新銀行の安定株主構造のなかで、3行の共通の大株主である第一生命が筆頭株主になる可能性が大きくなっており、ここでも安定株主構造の「再編」が起こっている（表一九）。

住友銀行とさくら銀行の合併によって誕生する巨大銀行の場合、合併にともなって新銀行の所有比率上限5%を超過する企業が多数存在し（表一十）、これら企業群の株式は放出されることになる。これによってこうした企業群の安定株主構造が「再編」されるのは言うまでもない。

加速する産業再編＝銀行再編が株式相互持ち合いの再編を誘発し、安定株主構造の組み替え＝再編を引き起こす実態、その一端を紹介した。産業再編＝銀行再編は持ち合い解消の契機となるが、株式相互持ち合いの「解消」が一面的に進展している訳ではなく、安定株主構造としての株式相互持ち合いを「再編」という性格を色濃く帯びた「解消」＝「再編」が進展しつつあると考えられる。

表-8 メガバンクによる株式保有比率の高い銘柄
 （上場会社対象，銀行，証券会社，損保，時価総額2000億円以下の企業を除く。99年3月実績）

順位	会社名	時価総額 (十億円)	メガバンクの 持ち株比率(%)	順位	会社名	時価総額 (十億円)	メガバンクの 持ち株比率(%)
1	日本精工	405	12.4	31	日清食品	397	7.7
2	クレディセゾン	381	12.3	32	クボタ	503	7.6
3	ヤマハ	253	12.1	33	クラレ	498	7.4
4	大日本印刷	1,437	11.9	34	川崎製鉄	849	7.2
5	協和醗酵工業	360	11.8	35	古河電気工業	403	7.2
6	日本ゼオン	239	11.7	36	テルモ	675	7.2
7	太平洋セメント	303	11.1	37	日立製作所	3,789	7.1
8	ヤマハ発動機	245	11.0	38	明治製菓	343	7.1
9	日本製紙	663	10.7	39	三共	1,374	7.0
10	丸紅	414	10.6	40	キヤノン	3,073	6.9
11	日産自動車	2,613	10.5	41	東ソー	211	6.8
12	日清製粉	229	10.4	42	アマダ	256	6.8
13	東燃	477	10.2	43	T H K	399	6.8
14	シャープ	1,988	10.2	44	荏原	396	6.8
15	ジャスコ	713	9.2	45	九州電力	837	6.8
16	北海道電力	386	9.1	46	京北電力	912	6.8
17	シマノ	370	9.0	47	マイカル	227	6.7
18	富士電機	369	8.9	48	村田製作所	2,070	6.6
19	日本通運	920	8.9	49	旭硝子	874	6.5
20	宝酒造	346	8.8	50	花王	2,068	6.5
21	日本石油	743	8.7	51	味の素	887	6.4
22	エーザイ	738	8.6	52	バイオニア	357	6.4
23	神戸製鋼所	278	8.6	53	富士通	6,462	6.3
24	京浜急行電鉄	203	8.3	54	旭化成工業	994	6.3
25	ヤマト運輸	1,214	8.3	55	大成建設	267	6.3
26	沖電気工業	294	8.2	56	シチズン時計	299	6.2
27	パラマウントベッド	250	8.1	57	日本郵船	501	6.2
28	第一製薬	473	8.0	58	信越化学工業	1,917	6.2
29	資生堂	657	7.8	59	王子製紙	816	6.1
30	N K K	341	7.8	60	アドバンテスト	1,442	6.1

（出所）『エコノミスト』99年10月19日。

表-9

3行の大株主(カッコ内は持ち株比率)		
第一勧業銀行	富士銀行	日本興業銀行
朝日生命保険(4.58%)	安田生命保険(6.30%)	第一生命保険(6.21%)
日本生命保険(3.61%)	第一生命保険(3.07%)	明治生命保険(3.74%)
第一生命保険(2.85%)	安田火災海上保険(3.04%)	日本生命保険(3.32%)
日本長期信用銀行(2.80%)	安田信託銀行(2.43%)	住友信託銀行(2.18%)
住友信託銀行(1.90%)	日本生命保険(2.11%)	大和銀行(1.87%)

は統合3行との連携が予想される保険会社。

出所：『日本経済新聞』99年8月26日。

表-10 住友銀行とさくら銀行の保有株比率が高い会社

(単位：千株，%)

社名	住友銀行		さくら銀行		両銀行計	
	保有株数	同率	保有株数	同率	保有株数	同率
イズミヤ	5,151	5.25	5,238	5.34	10,389	10.59
カシオ計算機	13,780	5.08	13,780	5.08	27,560	10.15
日本ケーブル・システム	1,900	4.97	1,910	5.00	3,810	9.97
東京機械製作所	4,487	4.97	3,963	4.39	8,450	9.36
ヤマタ	4,009	4.77	3,814	4.53	7,823	9.30
三共生興	2,346	3.91	3,000	5.00	5,346	8.91
大和団地	5,755	4.93	4,463	3.82	10,218	8.75
上組	11,719	4.26	11,719	4.26	23,438	8.53
学習研究社	4,168	4.13	4,047	4.01	8,215	8.14
鹿島	41,357	4.30	36,374	3.78	77,731	8.09
オリンパス光学	12,138	4.59	8,313	3.14	20,451	7.73
大和工業	2,472	2.61	4,742	5.00	7,214	7.60
奥村組	12,373	4.99	6,410	2.59	18,783	7.58
アルプス電気	4,384	2.45	8,873	4.95	13,257	7.40
グローリー工業	904	2.60	1,641	4.73	2,545	7.33
中外製薬	11,336	4.60	6,696	2.72	18,032	7.32
大建工業	6,083	4.59	3,406	2.57	9,489	7.15
スタンレー電気	5,441	2.89	7,925	4.20	13,366	7.09
日揮	7,159	3.16	8,200	3.62	15,359	6.78
商船三井	42,402	3.45	40,751	3.31	83,153	6.76

出所：『東洋経済統計月報』1999年12月。

《注》

- 1) 拙稿「九〇年代金融恐慌で企業集団は再編」(『エコノミスト』1998年11月17日)、「大企業体制の仕組みと再編」(『経済』NO.49, 1999年10月号)を参照されたい。
- 2) 企業の銀行借入離れと株式相互持ち合い「解消」の意味について、詳細は拙著『メインバンクと企業集団』(ミネルヴァ書房, 1998年)を参照されたい。
- 3) 株式相互持ち合いについて多くの研究があるが、小論の問題意識との関連において注目されるのは松井和夫氏の見解である。氏の見解の要点は、株式相互持ち合いの本質は階層的に編制される安定株主構造だという点にある。大企業＝大銀行の支配中枢(個人大株主＋経営役員)にとって、同系企業との株式相互持ち合い(「補強装置1」)、他系列企業との株式相互持ち合い(「補強装置2」)が、ともに安定株主構造を形成し、それが全体として支配中枢の「補強装置」の役割を演じているのだと氏は述べている(「日米企業の株式所有構造と株価形成」(上)『証券経済』128号, 1979年5月)。
- 4) 戦後富士銀行が推進した「経済主流取引」などは、銀行の融資戦略を典型的に示すものとなっている(『富士銀行七十年史』)。
- 5) 奥村宏氏はこの現象を、不特定多数の株主権の行使によって経営者が専任されるという株式会社民主主義の原則が事実上否定されているものとして、「株式会社の死」と特徴づけた。
- 6) 前掲拙著、第四章を参照されたい。
- 7) 橋川武郎氏の議論の批判として、島田克美「総合商社の取引関係と組織構造」(『立命館国際研究』八巻四号, 1996年3月)、前掲拙著第4章を参照されたい。
- 8) 東京証券取引所『証券』1998年8月。
- 9) 日興リサーチセンター『投資月報』1997年12月。
- 10) 公正取引委員会『企業集団の実態について一第六次調査報告書』(1998年10月)。
- 11) 『東洋経済統計月報』1995年2月。
- 12) 『金融ビジネス』1996年12月。

- 13) 松井和夫氏の言う「補強装置1」をただちに企業集団内の株式相互持ち合いに相当するものとする
ことについては若干の留保が必要であると思う。安定株主構造そのものは企業集団の論理とは異なる
論理によっているのであるから、安定株主構造のコアと見なされる「補強装置1」は必ずしも企業集
団内に限定されねばならないというものでもない。ここではさしあたり、両者を等値して問題を考え
ることとする。
- 14) 高野真「金融セクターを中心に進行する株式持ち合いの解消—20大株主状況からみた保有状況の変
化」(大和総研【大和投資資料】96. 11)。
- 15) 98年版『経済白書』, 210~211頁。
- 16) 井上英昭「株式持ち合いの最近の動きについて」(『ニッセイ基礎研究所 REPORT』1998年10月)。
- 17) 『日本経済新聞』99年5月14日。
- 18) 拙著, 前掲書, 第4章, 136頁。
- 19) 20大株主の推移を時系列で追跡することが可能な企業・銀行に限定したため, 当該部門を代表する
企業・銀行のいくつかを採録することができなかった。東京三菱銀行, 新日鉄, 住友金属工業, 神戸
製鋼所, 三井物産, 三菱商事, 富士通, 沖電気, 松下電器産業, トヨタ, については10大株主の推移
について検討したが, 10大株主の範囲でも株主構造の「再編」が比較的頻繁に生じていることが明ら
かである。
- 20) 『日経産業新聞』99年8月30日, 31日。
- 21) 『朝日新聞』99年11月6日夕刊。
- 22) 『朝日新聞』99年5月13日夕刊。
- 23) 『日本経済新聞』99年6月27日, 28日。
- 24) 1999年3月期末の『有価証券報告書』によると, マツダは新日鉄の株式180万2千株を所有し, 新
日鉄はマツダの株式を248万2千株所有しており, 両社の株式相互持ち合いは明瞭である。他方, マ
ツダによる住友金属工業の株式の所有は確認できないが, 住友金属工業はマツダの株式を573万8千
株所有しており, 公表される限り, 住友金属工業による一方的な所有となっている。なお, 住友金属
工業の所有する自動車企業の株式のうちマツダの株式は, トヨタと日産に次いで多く, 住友金属工業
にとってマツダがどのような位置を占めているかをうかがわせる。
- 25) 飯野海運は三和銀行1万株を売却したが, その理由は三和銀行からの借入がゼロになったためとさ
れている(『日経金融新聞』98年3月26日)。
- 26) 99年2月末, 三井物産は三井造船の株式を買い増して3.59%の筆頭株主になった。三井物産は今
後十年間の経営方針「長期業態ビジョン」で, 「三井グループ企業に対する戦略の推進」を掲げてい
るが, 三井造船の筆頭株主になるのも三井グループ内外企業との連携強化を目的としていると言われ
る(『日本経済新聞』99年4月16日)。
- 27) 『日本経済新聞』99年9月11日。
- 28) 『日本経済新聞』99年6月16日。
- 29) 『日本経済新聞』97年11月12日。