

財務省財務総合政策研究所・  
日本の所得分配・再分配に關  
する研究会



# 日本企業の株式所有構造の進化

早稲田大学・常任理事（財務担当）  
商学学術院教授  
宮島英昭

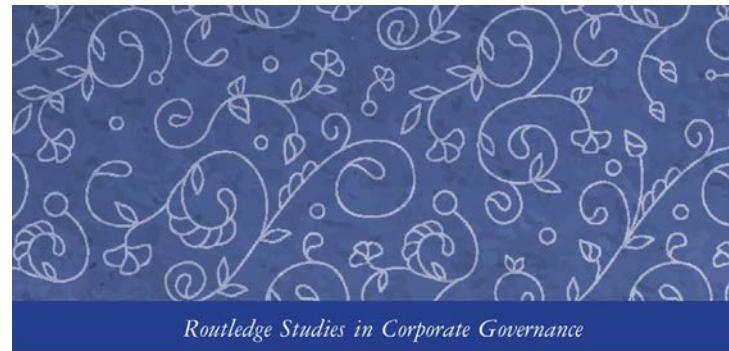
November 6, 2025

# The Evolution of Corporate Governance in Japan:

By examining several key variables concerning corporate governance, This book examines the evolutionary process of corporate governance arrangements in Japan from the 2000s to the early 2020s.

1. Overview of the Evolution of Corporate Governance
2. The Bank–Firm Relationship after the Creation of Megabanks
3. The Role of Foreign Institutional Investors in Corporate Governance
4. Employee Ownership in Japan
5. Current State and Analysis of Corporate Governance Reform
6. Board Evolution in Japan in the Last Twenty Years
7. The Effects of Opening up All-insider Boards on Firm
8. Empirical Analysis of Public-to-Private Management Buyouts
9. Private Debt Restructuring and Alternative Dispute Resolution
10. Have Large Firms Become More Likely to Have Fewer Employees?
11. The Value of Corporate Diversification in Japan
12. Corporate Governance and Financial Misconduct
13. Impact of Organizational Culture on Corporate Fraud:
14. Corporate Social Responsibility in Context:
15. ESG Investment and Its Impact on Japanese Companies
16. Corporate Governance, Employment, and Financial Performance of Japanese firms: A Cross-Country Analysis

財務総研研究会



## THE EVOLUTION OF CORPORATE GOVERNANCE IN JAPAN

REGULATORY CHANGES, GLOBAL  
FINANCIALIZATION, AND CORPORATE  
PERFORMANCE

Edited by  
Hideaki Miyajima and Yasuhiro Arikawa



# Today's Outline

---

- 長期変化（1955-2024）と国際的特徴
- 2010年代の進化
  - 海外機関投資家：ホームバイアスの縮小と投資分野の拡大
  - アクティビストファンド
  - 国内機関投資家：インデックスファンドの比重上昇
  - 政策保有株の売却、持ち合いの解体、上場子会社の縮小、戦略的提携
- 所有構造の機能
  - 海外機関投資家、
  - アクティビスト
  - 持ち合い、ブロック保有（上場子会社、持ち分法適用）
  - インデックスファンド（ユニバーサル・オーナー）とESG
- まとめと展望

# 日本企業の所有構造

長期変化（1955-2024）と国際的特徴

# 国際的特徴(2012年)

Aminadav and Papaioanno(2020), De La Cruz, et al. (2019)

- 米・英：株式分散、機関投資家優位
- 大陸欧州：株式集中、ファミリーが支配株主
- 日本：株式分散、法人保有、事業法人によるブロック保有

(2012年、%)								
3大株主集中度	事業法人	機関投資家	支配株主(20%以上)			ブロック保有		
			支配株主 =家族・個人	支配株主 =非公開会社	公開会社	5%以上のブロックあり	5%以上のブロックなし	
米国	30.5	2	68	16.2	6.2	2.4	57.0	14.6
英国	31.9	6	60	10.1	5.7	2.7	66.3	13.1
カナダ	31.6	NA.	46	12.5	7.7	3.4	70.7	3.4
仏	60.2	27	27	29.2	24.9	5.2	29.8	2.2
独	56.8	23	30	26.2	25.3	7.2	28.5	2.8
イタリア	58.8	NA.	29	36.1	22.9	4.5	25.6	4.9
韓国	24.1	27	18	NA.	NA.	NA.	NA.	NA.
日本	32.5	24	30	4.2	7.9	31.7	43.5	9.2

# Long-term Changes in Ownership Structures

(Frank et al. 2014, Miyajima 2023)

## □ Definition

**Outsiders:** 金融リターンの最大化 =  
国内・海外機関投資家 + 個人

**Insiders:** 長期取引の維持、Private  
benefit = 創業者、経営者、従業  
員、銀行、事業法人

## □ 1990代前半まで

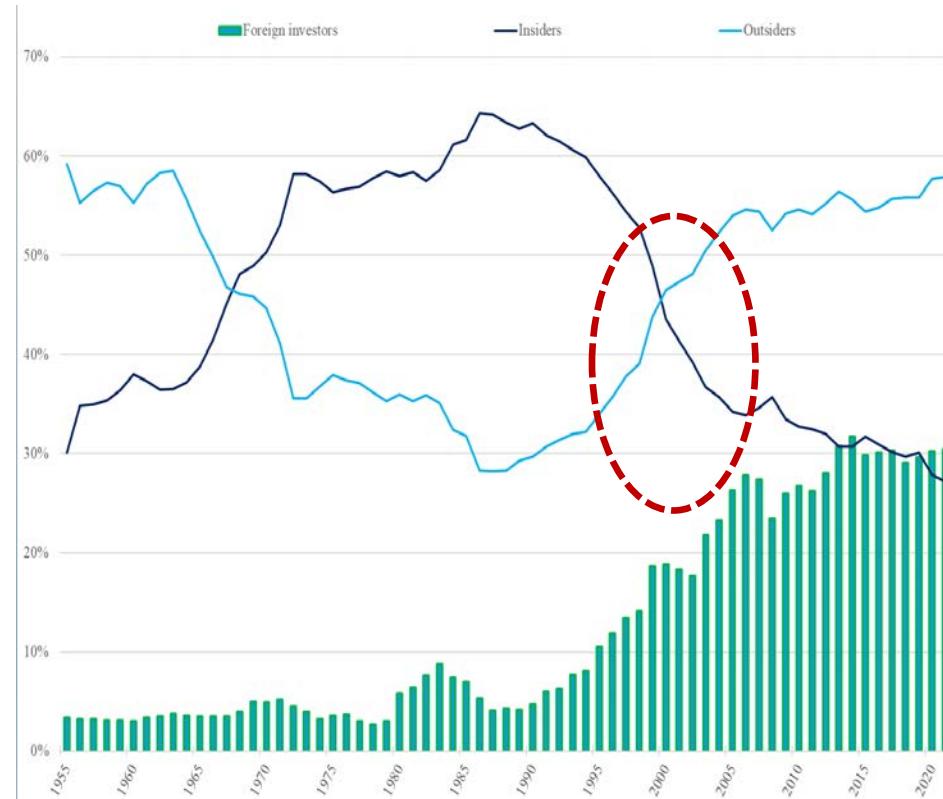
- Insider ownership (60%)
- Outsider ownership (40%)

## □ The first wave: 銀行危機後劇的 な変化

**Second phase :** インサイ  
ダー・アウトサイダーの枠組  
みでは安定的、

□ それぞれカテゴリーの中では“静  
かな”変化

## Insider and outsider ownership



# 2010年代の”静かな“進化

# 海外機関投資家の投資対象の拡大 (Miyajima and Ogaw 2025)

Morgan Stanley

**Fidelity**  
INVESTMENTS

BlackRock

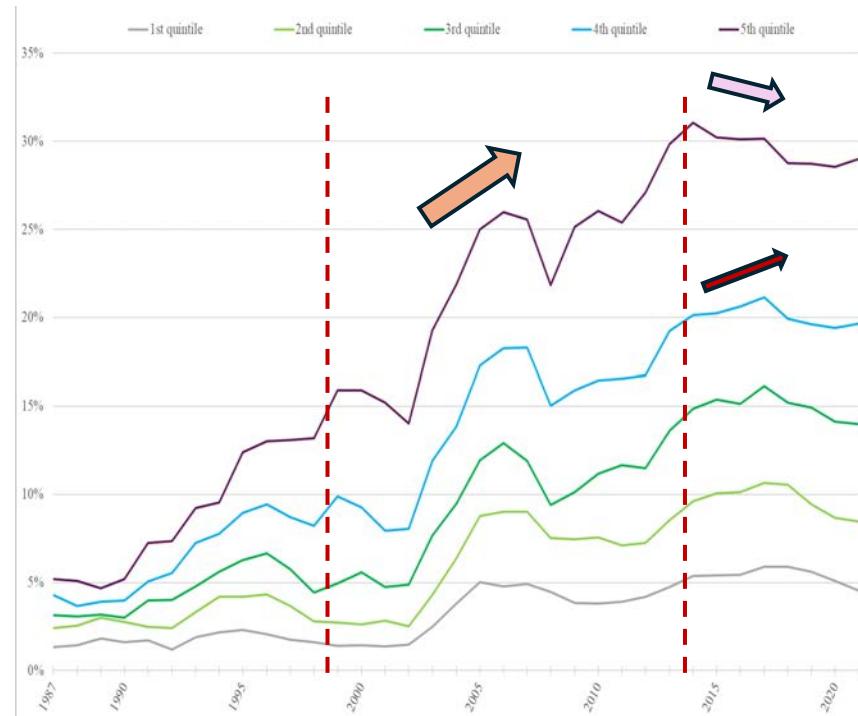
## □ The first wave:

- 銀行・生保の売却と並行して海外機関投資家の保有比率の上昇、  
High Q, high performance, 時価総額大、 MSCI組入企業、
- 強いホームバイアス、中小型株は投資対象とならない。

## □ The second wave:

- CG改革によるCGの整備（2人以上の社外取締役）、情報公開 → 非対称情報の緩和。
- 投資対象の拡大：第3、第4五分位企業の保有比率の上昇。

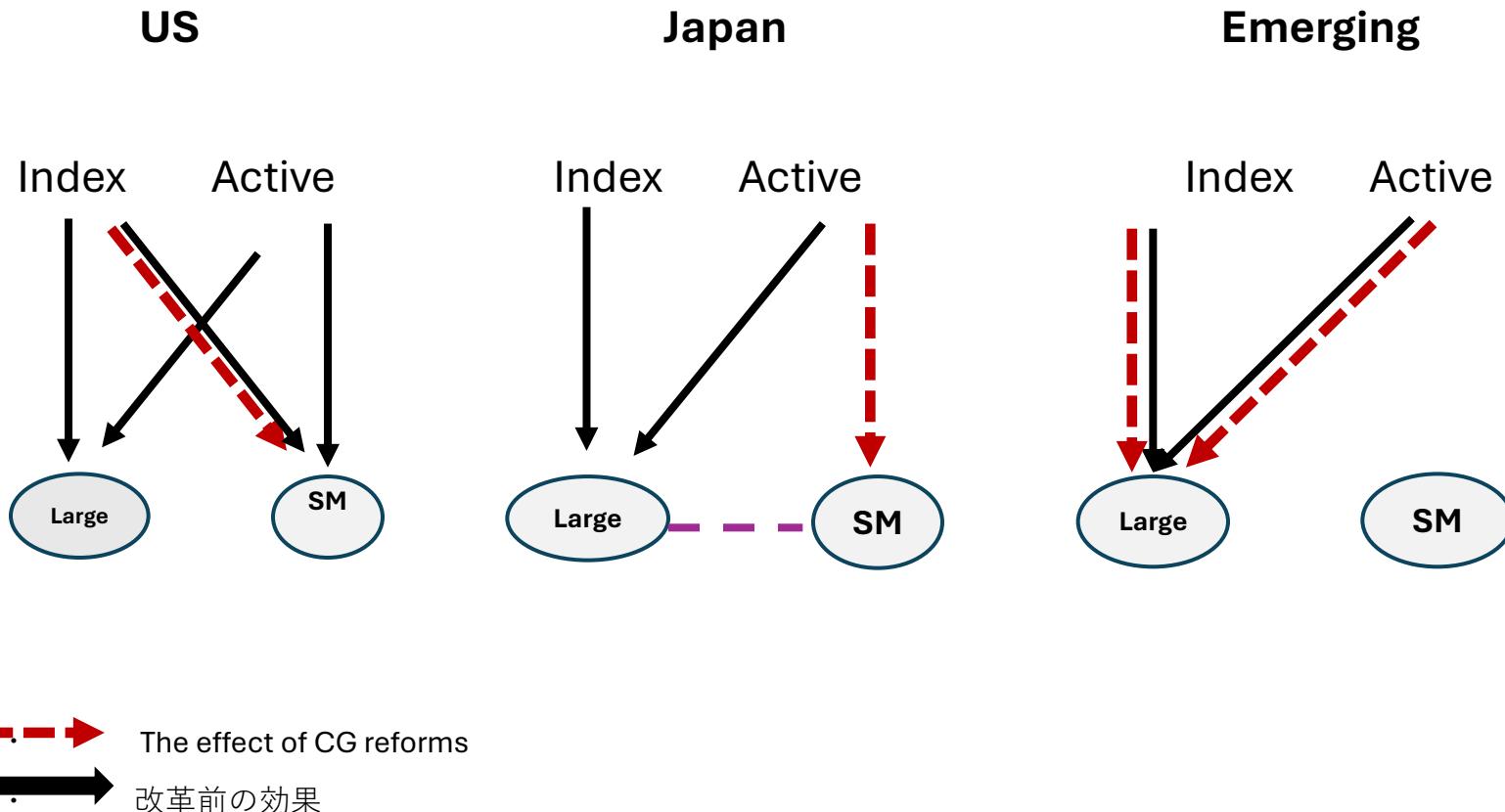
Percentage Share of Foreign Ownership by Size (market capitalization)



# CG改革の効果 (Tentative)

Miyajima,Saito and Shino (2025)

- ・米国では、CG改革 (SOX) の効果は、非対称情報を緩和してIndex fundsのSM企業への拡大を促した。
- ・日本のCG改革は、非対称情報を緩和してactive fundsのSM企業への拡大を促した。



# The rise of Activist hedge funds

(Hamao and Matos 2018, Becht et al. 2021, 鈴木2025)

OASIS

ELLIOTT

## □ The first wave (Steel Partners, Murakami funds):

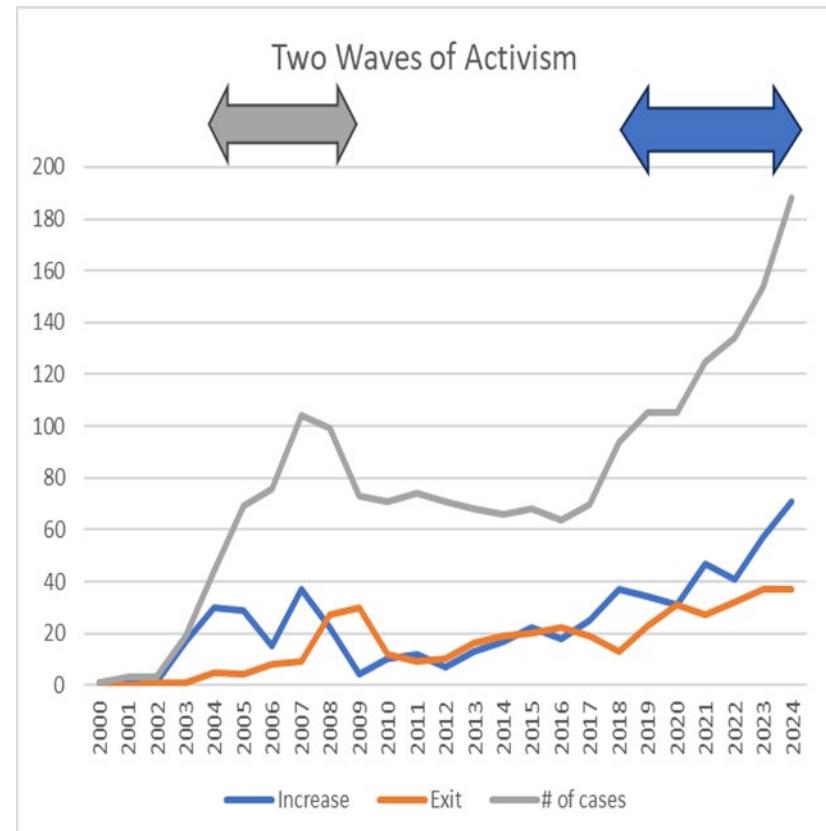
- 劇場型、中・小型企業、targeted to cash rich, small firms, 含み益の大きな企業、伝統的な機関投資家の支持なし
- 保有後、株価上昇、株主提案はほとんど否決（低い成功率）

## □ The second Wave : 2018年以降

- 公開活動を避けて 共同して企業価値の創出を図る‘quiet’ type (focus funds)が増加。
- 大企業もターゲット（ソニー、ソフトバンク、東芝）
- 伝統的機関投資家との協調
- 経営への影響力の**格段に増大**。
- ほとんどの企業が潜在的に、アクティビストの脅威に直面：現在、5%の上場企業、AHFに5%以上保有されている

⇒ External Market for corporate controlの出現

## Two waves of Activism



# インサイダー所有の変容

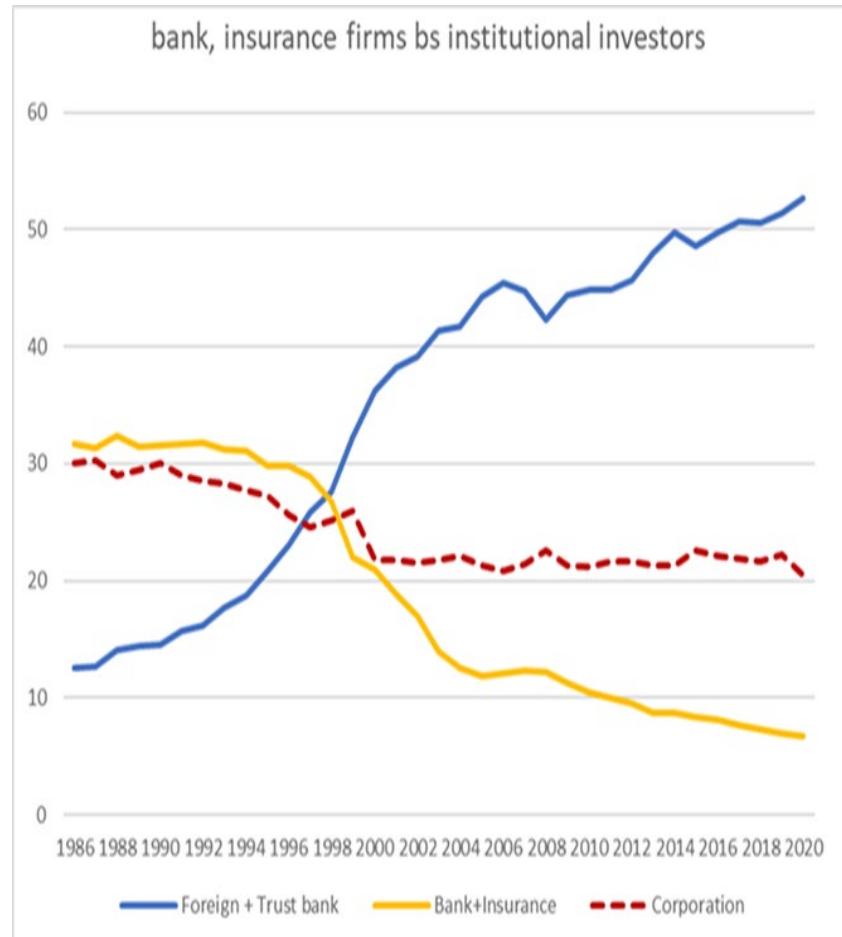
(Miyajima and Kuroki 2007, Miyajima and Ogawa 2025)

## □ 第1局面

- ・銀行危機後：銀行、保険会社の保有比率の急低下

## □ 第2局面：

- ・銀行・生命保険会社の傾向的低下。
- ・政策保有株の売却、事業法人間の持合いの解体
- ・上場子会社の完全子会社化/売却
- ・新興企業（IT, 流通）のグループ化と戦略的提携



# 法人保有の変化

## □政策保有の売却(持合いの解体)

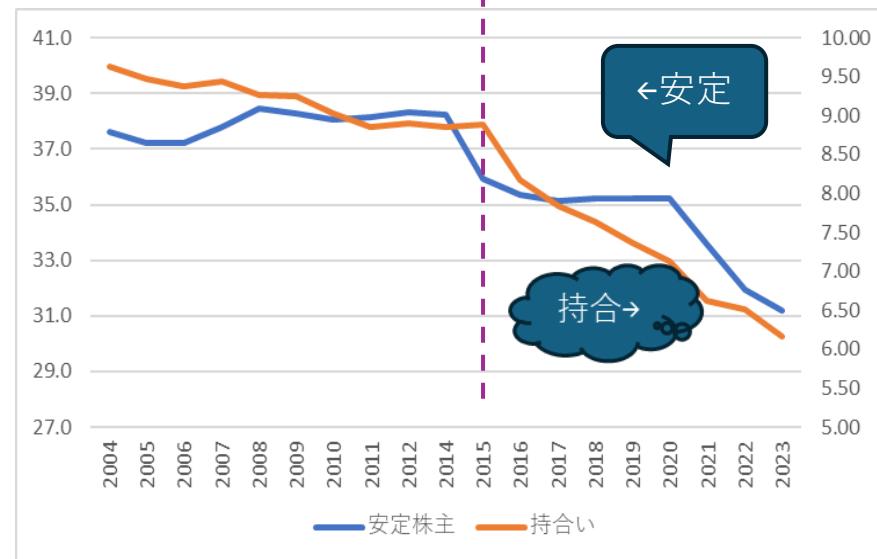
- 相互保有が確認された持合の集計は、2004年でも9.6%、2014年まではほとんど変化せず、8.9%。
- CGコード後、明確に低下し、傾向的に低下、2020年7.1%、23年6.2%。
- 法人の片持ち、生保を含む安定は、21年後一段と低下。(Ex. トヨタグループの持ち合いの見直し)

## □上場子会社は一貫して減少：

- 2000年の417社から2023年190社。
- 殆どは親による完全子会社化、最近は、他社・ファンドへの売却、MBO含む⇒いづれにせよ非上場会社化。
- ただし、持ち分法適用(20-50%)の減少は緩慢。
- 新興市場を中心に新規形成も継続。

## 安定株主と持合い比率(日経Cgesより)

2013年のデータはNA、持合の12,14年は不連続



## 上場子会社・持分法適用会社の推移

(宮島、日経新聞、2025年6月27日)

上場子会社等の推移	(期間累計)				
	2000- 2003	2004- 2008	2009- 2013	2014- 2018	2019- 2023
各期末上場子会社数	417	439	329	305	233
同持分法適用会社数	389	399	398	358	342
上場子会社減少	143	239	207	120	149
完全子会社化	86	139	152	75	85
売却	15	22	12	14	31
上場子会社増加	197	261	99	97	77
新規上場	109	90	8	30	25
買収	28	70	44	27	23
上場子会社増減	54	22	▲108	▲23	▲72
MBO件数	11	43	67	20	59
各社有価証券報告書に基づくSMBC日興証券作成資料による					

# 経営者による株式所有構造の調整

(Managing ownership by management : Franks et al. 2025)

## □ 自社株買いの解禁 (2001年)

- ・銀行の持合いの解消の受け皿
- ・所有構造への影響

市場取引 (Open market Transaction)

→アウトサイダーからの購入

準私的取引 (ToSTNeT:東証の時間外取引)

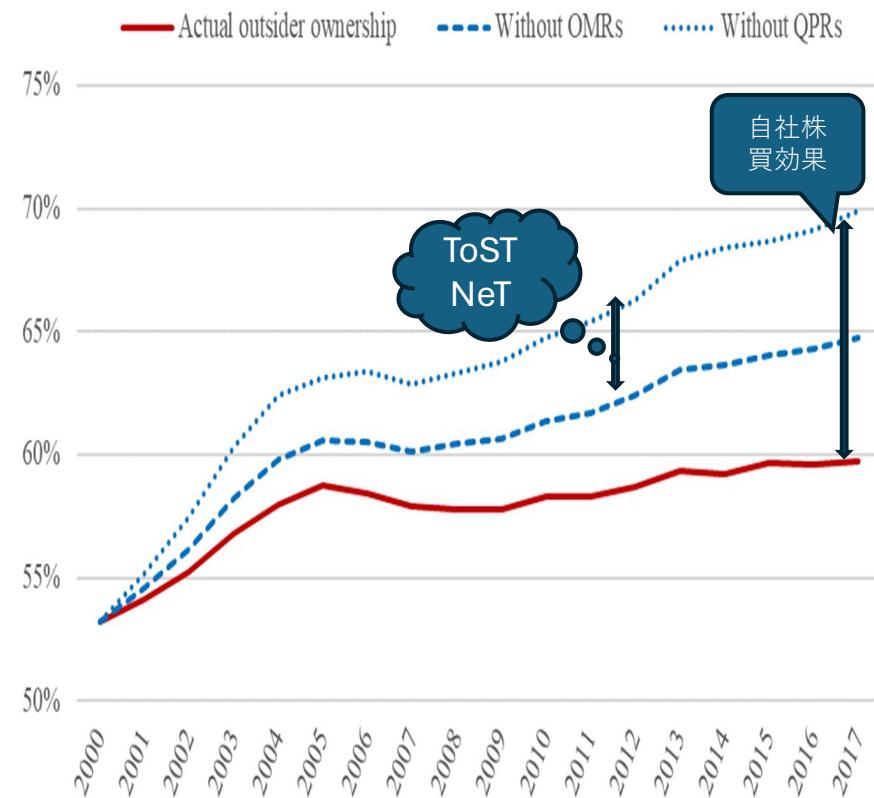
→インサイダーからの購入 (もしそれがなければ、アウトサイダーへ売却)

## □ 金庫株を利用した第三者割当

- ・米国では消却が多い。金庫株の場合、M&A対価か市場売却による資金調達。
- ・日本では、金庫株の留保の比重が高い、金庫株は戦略的提携に利用。
- ・インサイダー保有の維持 (戦略的提携と経営者の裁量の確保 (see Appendix))

→ 持合いから戦略的提携へ

自社株を考慮したアウトサイダー所有の推計 : (Franks et al. 2024)



# アクティブファンドからインデックス ファンドへ

## □ アクティブvsインデックス

- ・ アクティブ: Picking up winner、投資対象企業の個別のパフォーマンスが重要、規律はExit.
- ・ インデックス: 市場全体に投資、個別のパフォーマンスではなく、Systematicな要因に関心、規律は、Voice（議決権行使多）

## □ インデックスファンドのシェア：

- ・ 31% in 2007 to 60% in 2017 (Sushko et al. 2018)

## □ GPIF / 日銀のETF購入

- ・ GPIFの投資は90%がパッシブ
- ・ 両者の合計で、現在10~12%

## □ 長期投資、Exitのオプションはない、議決権行使とengagement.

## □ Voice行使する投資家（もの言う長期株主の形成）

- ・ ユニバーサル投資家⇒投資顧問

## GPIF/日銀ETFの比重

							兆円
	GPIF			日銀	合計	企業年金 連合会/ 共済組合 含む	国内機 関投資 家保有 比率
	国内株 パッシブ	国内株合 計	パッシブ 比率	ETF買入 残高			
	A	B	A/B	C	D		
2001	2.9	6.7	43.1%	-	6.7	2.2%	19.9%
2006	14.5	19.1	76.3%	-	19.1	3.5%	17.6%
2011	10.8	14.2	76.2%	0.9	16.4	5.6%	18.6%
2012	13.8	17.6	78.8%	1.6	20.6	5.7%	17.7%
2013	18.3	20.8	87.7%	2.9	25.3	5.9%	17.2%
2014	27.5	31.7	86.7%	4.6	38.4	6.9%	18.0%
2015	24.9	30.6	81.5%	7.6	41.1	8.2%	18.8%
2016	31.9	35.2	90.6%	13.2	51.5	9.2%	19.6%
2017	36.8	40.7	90.4%	19.3	63.5	9.9%	20.4%
2018	35.0	38.7	90.6%	25.0	67.1	11.2%	21.5%
2019	32.3	35.6	90.9%	30.9	69.5	13.1%	21.7%
2020	43.9	47.2	93.0%	36.0	87.2	12.1%	22.5%
2021	46.4	49.5	93.7%	36.6	90.0	12.7%	22.9%
2022	46.8	50.3	93.1%	37.1	91.4	12.8%	22.6%

# 所有構造の機能

# 海外機関投資家の役割

(miyajima and Ogawa 2025)

- **Estimating simple model: 固定効果モデル、system GMM 2006-2013,  
CB = F (controls, FOR, CG dummy, CG dummy\*FOR)**

CP: Corporate Performance : ROA, q

CB: Corporate behaviors: investment, R&D, financial policy (leverage, cash holding), payout (dividend/repurchase)

## □ 留保 :

- 固定効果モデル、GMMでも、逆の因果関係をコントロールできてない。
- FOR (外国人保有) : 集計されているため経路が識別できない

## □ 結果

- 投資、R&D: ポジティブ、ただし、CG dummyとの交差項がNS  
⇒ 海外機関投資か近視眼的経営という見方とは対立的。
- 負債・負、現預金保有・場合によっては正: 負債利用の促進、現預金圧縮には寄与していない。
- 配当、自社株買い・正、CG dummyとの交差項も正

# アクティビストの機能(鈴木2025他)

## □ 留保 :

- 本質的に、劇場型のファンドの5%以上の大量保有報告書提出のケースしか分析できない。ファンドの特定は株主提案の実績のある企業、5%以下はわからない)

## □ Observableな大量保有報告書提出日に注目

- 大量保有報告書提出時のCAR
- 成功確率 = 提案が受け入れられた比率
- 前後の財務行動・パフォーマンスの変化、DID：提案vs非提案の同種企業

## □ The first wave:

- 短期的な市場の反応：1.8%
- 成功確率 = Success rate **low**
- 事後の長期効果 (ROA): **低下**
- **株主還元増加**

## □ The second wave (2018)

- 短期的な市場の反応：2.5%.
  - 成功確率： やや上昇
  - ROA, Tobin's Q ???、・株主還元増加 たぶん????
- ⇒ 2018年からの増加の効果の分析はこれから

# 相互持合いと Entrenchment

---

- Estimating simple model: 固定効果、2SLS

CB = F (controls, CROSS, Year dummy)

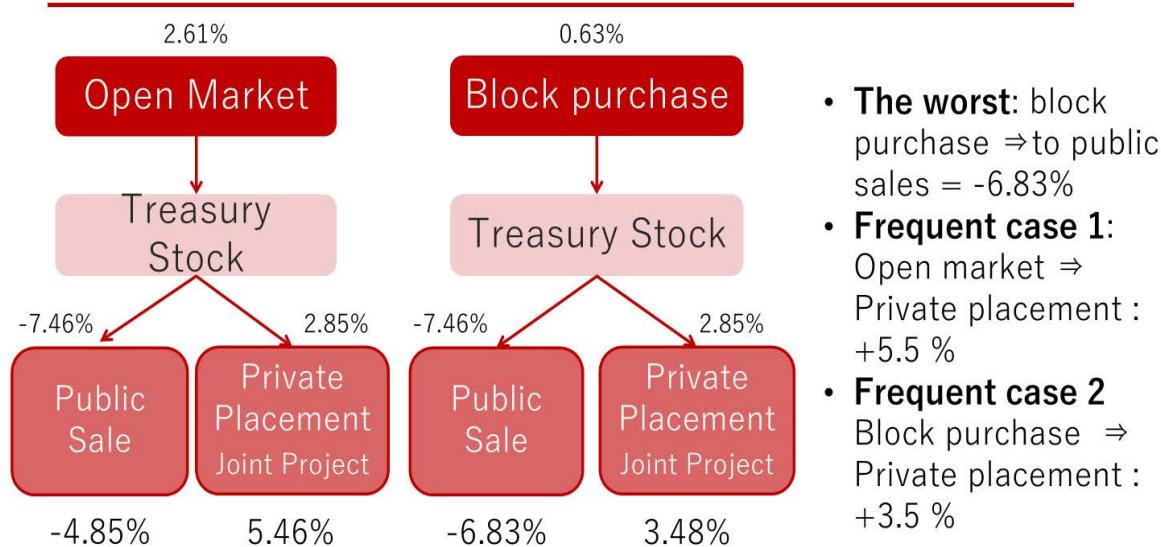
被説明変数： パフォーマンス・企業行動

- 2000年代から持ち合いとパフォーマンスは負の相関 (Miyajima/Kuroki 2007 : 1985-2002)
- 2000 – 201X年、Ikeda, Inoue, Hidaka (JJIE) ; Bertrand, Mullainathan (2003) 的 Quiet life、計測期間：内部者のガバナンスにおける強い影響の行使による保守経営 (Faleye et al.2006)
  - ・投資支出 (CAPX, R&D, M&A) を引き下げる：将来の雇用調整を考慮
  - ・企業リストラクチュアリング (子会社売却、セグメント縮小) 遅らせる。

# 事業法人のブロック保有

- 上場子会社・持ち分法適用会社
- パフォーマンスが低いという結果は得られていない。
- 政策保有株の売却（持合いの解消）→自社株買  
→ 金庫株→第三者割当（戦略的提携）

## Cumulative Abnormal Returns of Round Tripping: H3

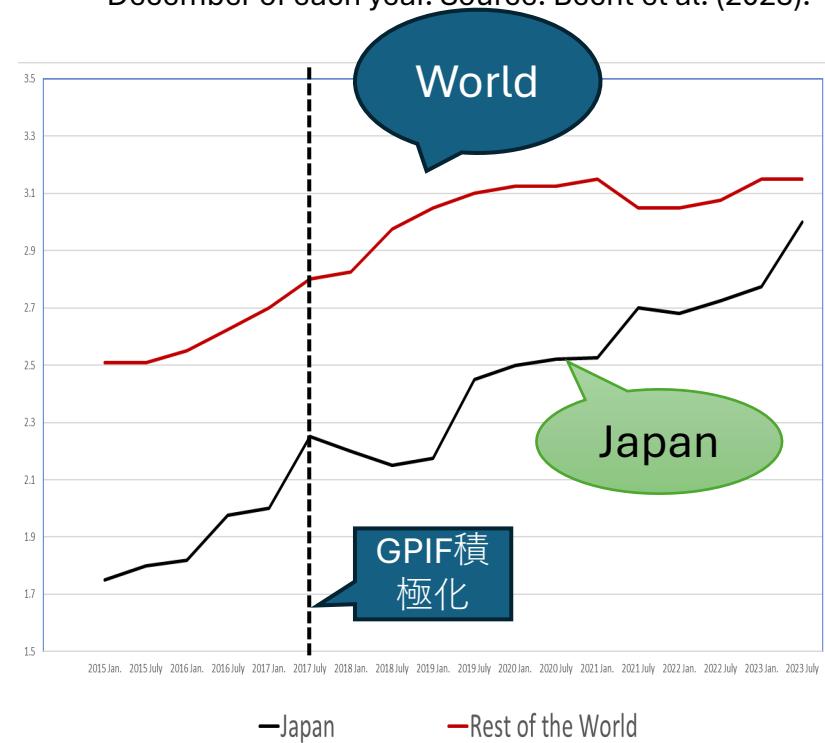


# Index funds: ESG investment

- 日本のESGスコア：
  - ・国際的に低い。
  - ・特に、S,Gが低い。
- ESG活動は：外国人、機関投資家と正の相関。
- 安定株主は、ESG活動にマイナス (Yoshida et al. 2024)
- 外国人機関投資家、国内機関投資家—ESGスコア引上
- 因みにESGスコアと株価（収益）正の相関の報告・多  
⇒ 逆の因果関係は深刻、外国人、機関投資家はいかなるメカニズムでESG活動を引き上げるか？

## Evolution of FTSE ESG Scores Over Time

- The Japanese sample is largely comprised of TOPIX500 companies. Scores are plotted bi-annually at the end of June and the end of December of each year. Source: Becht et al. (2023).



# GPIF as a driver to ESG (Becht et al. 2023)

- 2013年までGPIFは委託運用会社の議決権行使に中立的
- CG改革後、特に PRI 署名した2015年から委託先のエンゲージメント促進に積極化 (Henderson et al. 2019)

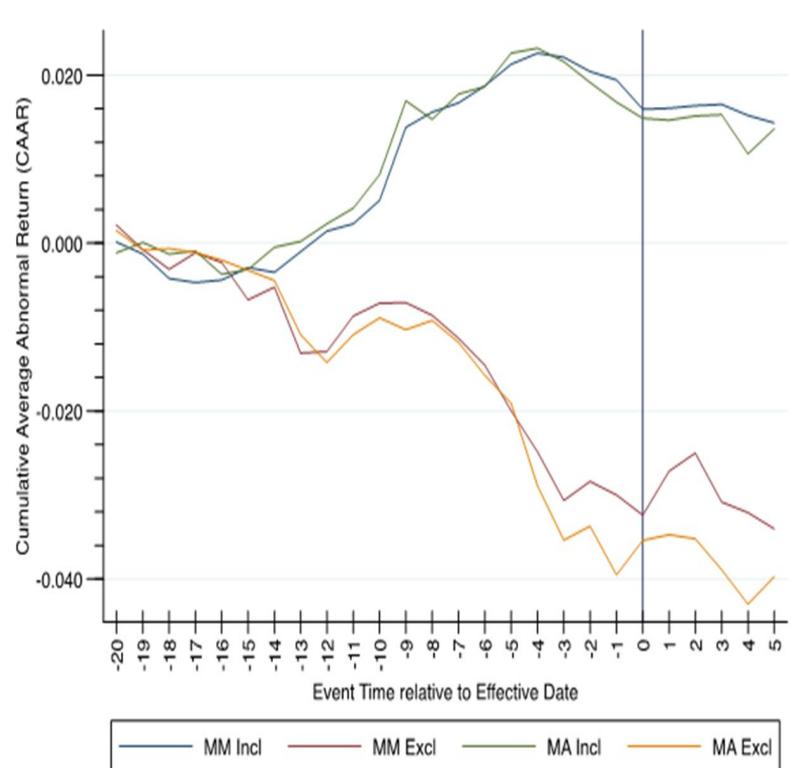
## □2017年から2重の戦略を採用

- クラス最良 (“best in class”) ESG indexes、FT Blossom, MSCIに投資
- ESGエンゲージメントに追加委託手数料の設定 (AM ONE, Fidelity)

## □メカニズム:

- AM エンゲージメント→ESG score up→ ESG index inclusion→stock price goes up .

Returns from FTSE BL Index Inclusions and Exclusions



# まとめと展望

---

## □ 20世紀末からの劇的な変化の機動力は？

- ・ **global financialization** (institutional investors),
- ・ regulatory reforms (CGコード、スチュワードシップコード)

## □ 所有構造の変化のポイントは？

- ・ 機関投資家の比重増加、相互持合い、法人保有の交代、market for corporate controlの出現、パッシブファンドの比重増加

## □ 米国型の所有構造に進化しているのか？

- ・ 米国の機関化、集中化 (common stock issues)に対して、機関化が進んでいるものの、比率も集中度も低い。
- ・ 事業法人の優位という特徴は残っている。

## □ 所有構造と経営の規律付けの関係をいかにとらえるべきか

- ・ 機関投資家 (activist fundsを含めて) は規律付けを担い、伝統的な相互に少額ずつ持ち合いはEntrenchmentの温床。
- ・ 事業法人のブロック保有 (戦略的提携) は効率を引き上げる可能性があるが、その成立条件は厳しい。
- ・ ユニバーサルアセットオナーは、企業のESGを支える新たな基盤となりつつある。

# まとめと展望(続)

---

## □ 伝統的日本企業の一部は the low governance equilibrium

- ・低い機関投資家所有 $\leftrightarrow$ 改革の遅れ
- ・外部資本市場の圧力がワークしない。
- ・2023年以降、東証の上場・要請、経済産業省、金融庁のガイドラインがその圧力を代替

Ex. PBR1倍割れ改善要請、同意なき買収ルール、海外資本活用、

## □ リーディング企業の一部：機関投資家保有比率は60%

(トヨタ60%、ファナック62%、東京エレクトロン73%、日立製作所84%)

- ・海外機関投資家はISSの推奨、国内機関投資家は数値基準を伴う機械的・形式的な議決権行使。
  - ・“筋の悪い”アクティビストファンドの提案に同調の可能性。
- ⇒ 直面する困難 = “弱すぎる”ガバナンスと“強すぎる”ガバナンスの並存。

# References

---

- Abdioglu, N, V. Bamiatzib, S. Cavusgilc, A. Khurshed, K. Stathopoulos (2015), "Information asymmetry, disclosure and foreign institutional investment: An empirical investigation of the impact of the Sarbanes-Oxley Act, *International Business Review*, 24(5): 902-915.
- Aminadav, G., & Papaionnou, E. (2020). Corporate control around the world. *The Journal of Finance*, 75(3), 1191–1246. <https://doi.org/10.1111/jofi.12889>
- Becht, M., J. Franks, H. Miyajima, and K. Suzuki (2021). 'Outsourcing Active Ownership in Japan,' RIETI Discussion Paper 21-E-051
- Becht, M., J. Franks, H. Miyajima, and K. Suzuki (2023). 'Does Paying Passive Managers to Engage Improve ESG Performance?' ECGI Finance Working Paper N° 922/2023
- Bertrand, M., and S. Mullainathan (2003). 'Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences,' *Journal of Political Economy*, 111: 1043-1075.
- De La Cruz, A., Medina, A., & Tang, Y. (2019). Owners of the world listed companies. *OECD Capital Market Series*, Paris.
- Franks, J. C. Colin, H. Miyajima and R. Ogawa,(2024) "Managing Ownership by Management", ECGI Working Paper, No. 977-2024
- Franks, J., Mayer, C., & Miyajima, H. (2014), "The ownership of Japanese corporations in the 20th century", *Review of Financial Studies*, 27(9), 2580–2625.
- Faleye, O., V. Mehrotra, and R. Morck (2006). 'When Labor Has a Voice in Corporate Governance,' *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41:489-510.
- Hamao, Y. and P. Matos (2018). 'U.S.-Style Investor Activism in Japan: The First Ten Years,' *Journal of the Japanese and International Economies*, 48: 29-54.

# References

---

- Henderson, R., Serafeim, G., Lerner, J., and N. Jinko (2019). ‘Should a Pension Fund Try to Change the World? Inside GPIF’s Embrace of ESG,’ Harvard Business School Case No. 319– 067.
- Ikeda, N., K. Inoue, and S. Watanabe (2018). ‘Enjoying the Quiet Life: Corporate Decision Making by Entrenched Managers,’ Journal of the Japanese and International Economies, 47: 55-69.
- Miyachi, H. and F. Takeda (2021). ‘Hedge Fund Activism in Japan under the Stewardship and Corporate Governance Codes,’ International Advances in Economic Research 27: 119 130.
- Miyajima, H. (2023), “Corporate governance reform, and ownership, and control: perspective from Japan, Asian Journal of Political Science, 30, 260-272.
- Miyajima, H. and F. Kuroki (2007). ‘The Unwinding of Cross-Shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications.’ in M. Aoki, G. Jackson and H. Miyajima (eds.), Corporate Governance in Japan, Oxford: Oxford University Press, 79-124.
- Miyajima, H. and T. Saito (2021). ‘Corporate Governance Reforms under Abenomics’ in T. Hoshi and P. Y. Lipsky (eds.), The Political Economy of the Abe Government and Abenomics Reforms, Cambridge: Cambridge University Press, 357-393.
- Miyajima, H. and R. Ogawa (2025). ‘Convergence or Emerging Diversity? Understanding the Impact of Foreign Investors on Corporate Governance in Japan,’ in H. Miyajima and Y. Arikawa (eds.), The Evolution of Corporate Governance in Japan. New York: Routledge, forthcoming.
- Miyajima, H., Saito, T., & Shino, J. (2025). Quite Changing the role of foreign investors: the evidence from Japan, mimeo, Waseda University. Ongoing.
- Sushko, V. and G. Turner (2018). ‘The implications of passive investing for securities Markets,’ BIS Quarterly Review, March.
- Yoshida, K., K. Kurita, and S. Managi (2023). ‘Stakeholder engagement as a sustainable development strategy: Managerial entrenchment for cross - shareholdings,’ Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 30: 402-418.
- 鈴木一功 (2025) 「アクティビスト・ファンドの現状と学術研究からみた投資先企業の株価、業績への影響」 『証券アナリストジャーナル』 3月号、28-37.

# Appendix

## Free-rider problem in the participation of strategic investors: The theory of the internal market for managing ownership

- **Starting points:** What is the market failure that justifies a role for managers managing ownership?
- A project that add a value by strategic investment
- Price is determined in outside market (PA).
- The market price (PA) is too high for strategic investors (PB) to invest, resulting in **under-investment problem** analogous to **Grossman-Hart free rider problem** in takeovers.
- Firm (target) makes private placement to strategic investors with **discount** (PA-PB), mainly using treasury stock.
- Market positively responds to it.

