

第8章 日本企業の株式所有構造の進化

宮島 英昭¹

【要旨】

本稿では、日本企業の株式所有構造の国際的な特徴と長期的な変化を確認した上で、特に2010年代の株式所有構造の「静かな変化」が企業行動に与えた影響について考察する。

はじめに、簡単な株式所有構造の国際比較を通じて、日本は米国・英国と同様に株式分散型であるが、事業法人の保有比率が高い点に株式所有構造面の特徴があることを指摘する。また、所有構造を時系列の変化で見ると、2000年代初頭の銀行保有株売却により、アウトサイダー所有者（機関投資家など）の保有比率が約6割とインサイダー所有者（銀行や事業法人など）を上回る構造に劇的に変化したことを確認する。

次に、2010年代を通じて、企業の株式所有構造に以下のような「静かな変化」が生じていたことを指摘する。一つ目が、海外機関投資家の投資対象が中小型株に拡大し、アクティブ運用が活発化していること。二つ目が、アクティビスト・ヘッジファンドの活動が再び活発化し、伝統的な機関投資家との事実上の協調などによって影響力が増大していること。三つ目が、インサイダー所有者の変化であり、事業法人によるブロック保有は安定しているものの、政策保有株の解体（持合いの解体）、上場子会社の減少、自社株買いという三つの主要な動向が確認できる。四つ目は、アクティブ・ファンドからインデックス・ファンドへの構造転換である。パッシブ運用の加速については、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が2015年に日本株の組入比率を高めたことに起因する。

また、海外機関投資家、アクティビスト・ヘッジファンド、相互持合い、事業法人のブロック保有、インデックス・ファンド、ESG投資のドライバーとしてのGPIFの所有構造の機能を概観する。

最後に、日本企業が直面するガバナンス上の二つの困難と今後の展望について述べる。現在、日本市場は、ガバナンスが弱すぎる企業群と、規模は大きいガバナンスが強すぎることでマイナス効果が生じる可能性のある企業群が併存するという二極化した状況にある。このため、政策的手段を講じる際には、企業群の特性に応じて選択的に行動を起こす必要があり、従来の一貫的なアプローチでは対応できない非常に難しい局面を迎えている。

¹ 早稲田大学常任理事/名誉教授

1. はじめに

本稿の目的は、日本企業における株式所有構造の変化について、基本的なファクトを様式化し、特に2010年代の「静かな変化」の実態と、その機能を考察することである。

まず、第2節で日本企業の所有構造の国際的特徴と長期的変化について整理する。次に、第3節では、2010年代の「静かな変化」について、四つの視点、①海外機関投資家の投資対象の拡大、②アクティビスト・ヘッジファンドの活動の高まり、③インサイダー所有者の変化、④アクティブ・ファンドからインデックス・ファンドへの構造転換から考察する。第4節では、海外機関投資家、アクティビスト・ヘッジファンド、相互持合い、事業法人のブロック保有、インデックス・ファンド、ESG投資のドライバーとしてのGPIFの所有構造の機能について説明する。第5節では、所有構造の変化と所得分配への影響について論考し、第6節では、日本企業が直面するガバナンス上の二つの困難と今後の展望について述べる。

2. 日本企業の所有構造

(1) 企業の所有構造の国際的特徴

最初に、日本の上場企業の所有構造について、その国際比較面の特徴を確認する。図表1に示すとおり、2012年時点の企業の所有構造は、国・地域によって大きく二つの類型に分類できる。一つは、株式分散と機関投資家の優位により特徴づけられる米国や英国を典型とするタイプであり、一定以上の株式を保有する大株主（ブロック株主）の保有割合が高く、その中心は現在、機関投資家となっている。もう一つは、株式集中と創業者家族の支配により特徴づけられる大陸欧州やアジア諸国を典型とするタイプであり、上位3大株主による株式集中度が6割を超えることも珍しくない。特に、支配株主としてファミリー（創業者一族など）が企業の株式の20%から25%程度の割合を保有し、高い支配力を維持している企業が多いことが、大きな特徴となっている。

日本の企業については、株式分散、法人所有、事業法人によるブロック保有により特徴づけられる。これらの特徴は、2012年時点においても世界的な比較の中で依然として維持されており、日本の上場企業の株式所有構造面の独自の特徴と理解できる。

図表1 企業の所有構造の国際的特徴（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
							(2012年、%)	
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 ^a	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

（出所）Aminadav and Papaioannou（2020）、De La Cruz, et al.（2019）より筆者作成

（2）国内上場企業の所有構造の長期的変化（1995-2024）

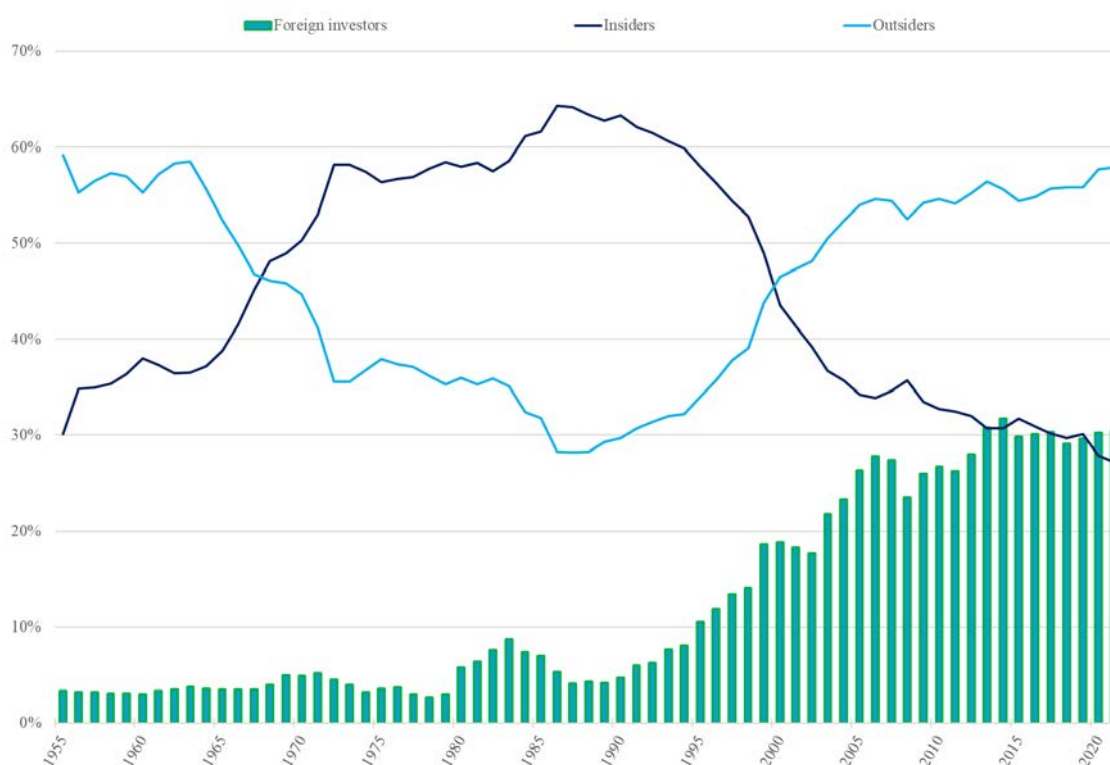
次に、国内上場企業の所有構造を時系列の変化で見る。その際、株主を「アウトサイダー所有者」と「インサイダー所有者」の二つに分類する。アウトサイダー所有者とは、株式保有の主要目的がリターンの最大化にある株主であり、基本的に機関投資家及び個人投資家がこれに該当する。インサイダー所有者とは、株式保有の目的がリターン最大化に留まらず、長期的な取引関係の維持や私的便益（プライベートベネフィット）の確保にある株主であり、経営者、従業員、銀行や事業法人がこれに該当する²。

図表2に示すとおり、東証上場企業ベースで見ると、1970年代前半から1990年代前半までの約20年間は、インサイダー所有者の保有比率が約6割、アウトサイダー所有者が約4割という構造が維持され、当時の多くの研究者は、日本企業についてインサイダー所有者が優位であり、しかもその構造は驚くべき安定性を示している点に注目した。

次の2000年代に入ると、所有構造は大きく、かつ劇的に変化した。この変化は、主に銀行危機後、不良債権処理が必要となった銀行が保有する株式を大量に売却したことに起因する。売却された株式は、外国人投資家を中心とする機関投資家が取得した。その結果、2004年時点では保有比率が逆転し、アウトサイダー所有者が約6割、インサイダー所有者が約4割という構造が形成された。インサイダー所有者の比率はその後も徐々に下がりつつあるものの、転換期に比べれば変化の度合いは緩やかである。もっとも、2010年代以降は、それぞれのカテゴリーの中では、実は「静かな変化」が生じていた。

² 米国及び英国では、インサイダー所有者は、経営者と従業員のみ。

図表2 国内上場企業の所有構造の時系列変化



(出所) Frank et al. (2014)、Miyajima (2023) より筆者作成

3. 2010年代の“静かな”進化

本節では、2010年代の国内上場企業で発生した所有構造の「静かな変化」の実態を解明する。

(1) 海外機関投資家の投資対象拡大

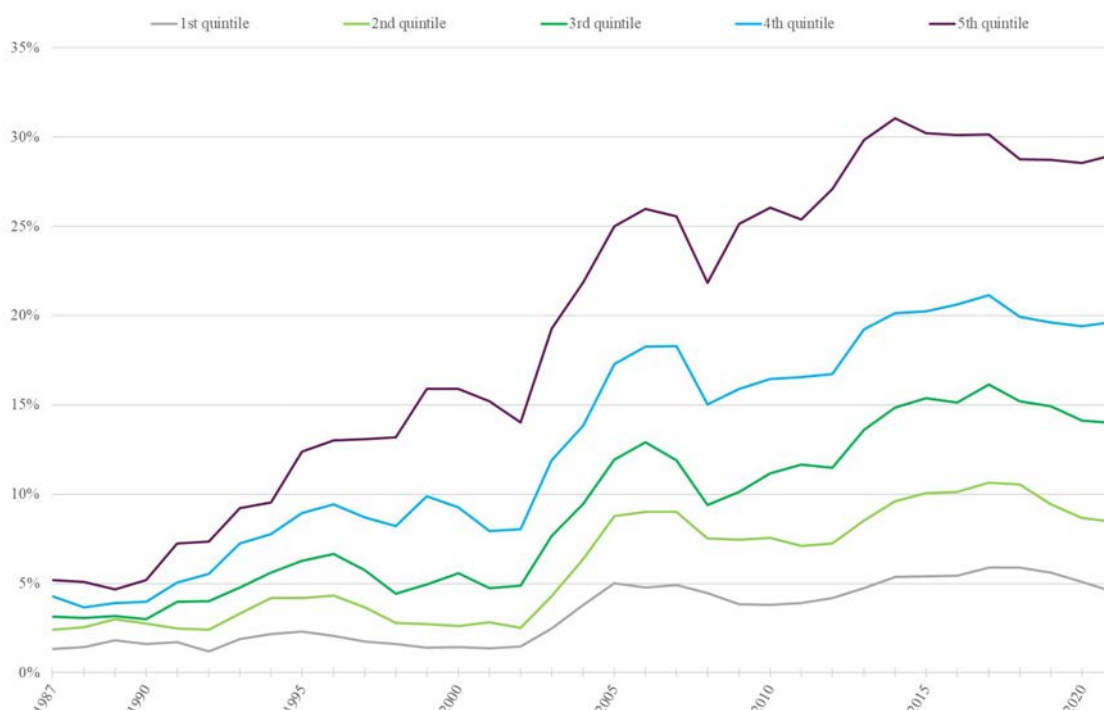
「静かな変化」の一つ目は、機関投資家の投資対象が大型株から中小型株に拡大したことである。2000年代初頭に株式所有構造が劇的に変化した時は、銀行・生命保険の売却と並行して海外機関投資家の保有比率が上昇したが、彼らの投資対象が時価総額の大きな企業やMSCIジャパンの採用銘柄に事実上限定され、そのため、中小型株は投資対象とならないという強いホームバイアスがあった。世紀転換点の海外機関投資家保有の上昇は、もっぱら大型株の保有比率の上昇に限られ、大型株と中小型株の間で、海外機関投資家保有比率の大きな格差が発生した。

しかし、その後、アベノミクス後のコーポレートガバナンス・コード及びスチュワードシップ・コードの導入により、日本企業に対する改革の規範が定着すると、海外機関投資家の行動に変化が生じた。その変化は緩やかであるが、時価総額最大の第5分位の企業群は、保有比率が頂点を打った後、やや下落傾向にある一方、時価総額が中位の第3分位・第4分位

(中・小型株)の企業群では、保有比率の上昇が継続している(図表3)。

この変化は、フィデリティ、キャピタル・グループ、ラザードといった大手機関投資家が、単なるインデックス構成銘柄に留まらず、「伸びしろがある」または「再編成の余地がある」と見られる中小型企业へと、投資対象を選択的に拡大していることを示唆している。

図表3 海外機関投資家の投資対象拡大

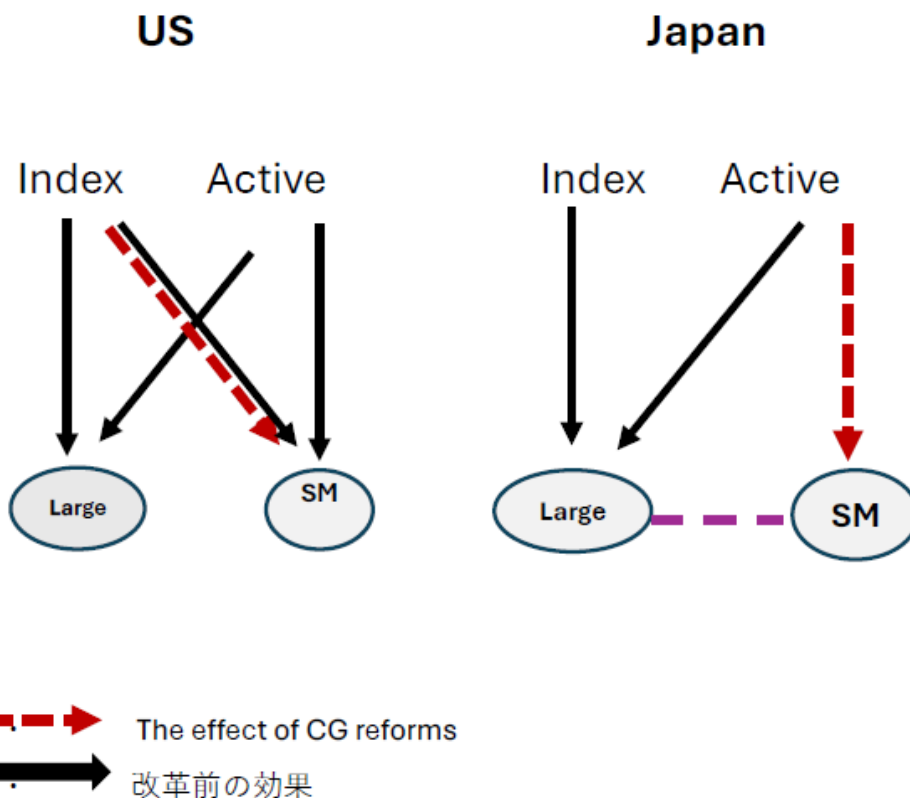


(出所) Miyajima and Ogawa (2025) より筆者作成

コーポレートガバナンス改革の効果について、Miyajima, Saito and Shino (2025) では、コーポレートガバナンス改革が機関投資家の投資行動に与えた影響を、米国の事例との比較を通じて考察している。

米国では、2000年代前半にサーベンス・オクスリー法(SOX法)が導入された後、非対称情報(企業と投資家の情報格差)が緩和されたことにより、低い手数料のために情報活動費用の上昇を嫌うインデックス・ファンドにおいて中小企業への投資が増加するという変化が確認されている。一方、日本では、改革以前はインデックス・ファンドもアクティブ・ファンドも大型株に投資が偏っていたが、コーポレートガバナンス改革以降の変化を見ると、米国とは異なり、アクティブ・ファンドのほうで投資対象が中小型企业へと拡大したことが示されている。これは、改革によって市場の透明性が増した結果、個別企業の成長性や再編余地を探るアクティブ運用の活動が活発化したことを示唆している(図表4)。

図表4 コーポレートガバナンス改革が機関投資家の行動に与えた影響



(出所) Miyajima, Saito and Shino (2025) より筆者作成

(2) アクティビスト・ヘッジファンドの活動の高まり

二つ目の変化は、アクティビスト・ヘッジファンドの活動の高まりである。2010年代以降、日本の資本市場、あるいは経営権市場において、いわゆるアクティビスト・ヘッジファンドの存在感が格段に増している。

アクティビスト・ヘッジファンドの保有比率（5%以上の大量保有報告書に基づく）の推移を観察すると、以下の二つの活動の波が確認される。第一の波は、2006年～2008年であり、スティーラー・パートナーズや村上ファンドによって代表される。これらのファンドの活動は「劇場型」のアクションを伴い、主に中・小型株をターゲットとしていた。また戦略として、コーポレートガバナンスに問題を抱える企業を狙うスタイルが主流であった。結果として、保有期間中に株価は上昇したものの、株主提案は伝統的な機関投資家（投資顧問会社や信託銀行）の支持を得られず、ほとんどが否決されていた。

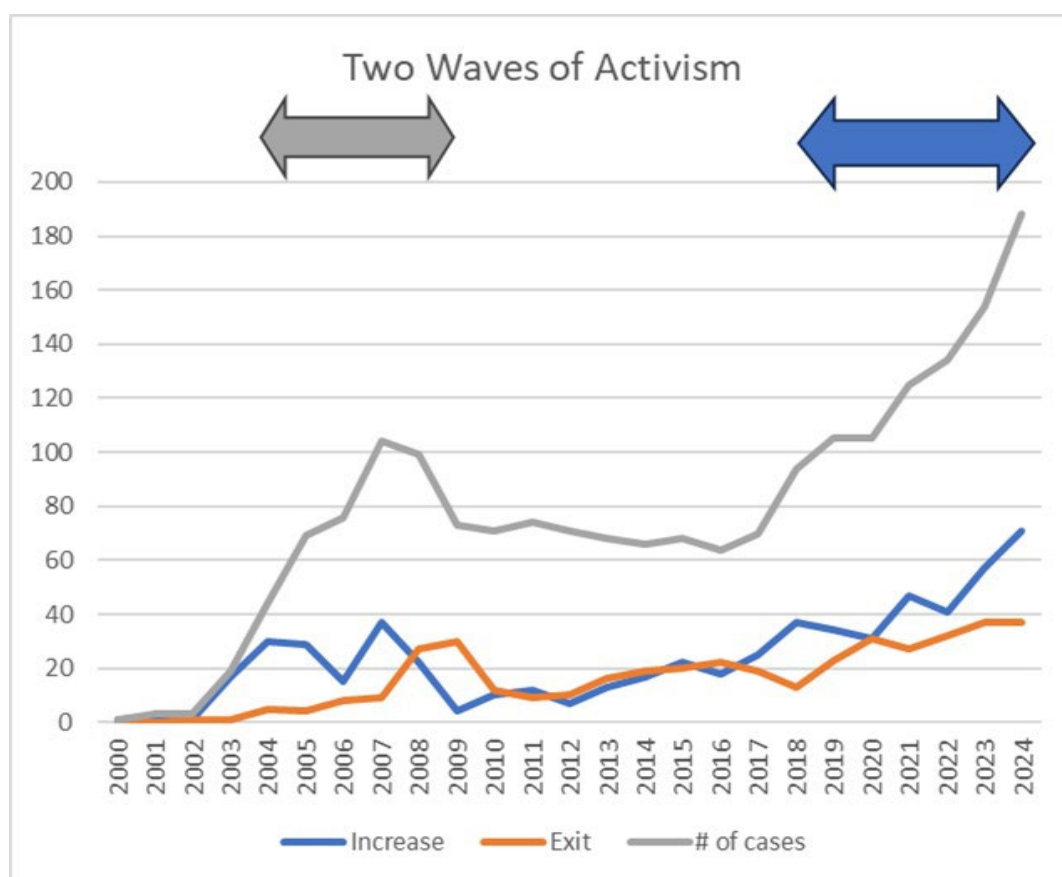
第二の波は、2018年頃から現在までのもので、オアシスやエリオットといったファンドがその代表例である。近年増加したファンドは、公開的な活動（株主提案やメディアを通じた対抗活動）に加えて、「behind the scenes」（秘密裏の交渉）による企業価値向上を目的とする手法（フォーカス・ファンドなど）が増加した。また、投資対象が、ソニー、ソフトバンク、東芝といった大企業にも拡大したことが、大きな特徴である。

この第二の波の2018年以降では、第一の波でアクティビスト・ヘッジファンドの活動を支

持しなかった伝統的な機関投資家が、株主提案の内容によっては支持・協調するケースが増加している。これにより、アクティビスト・ヘッジファンドの提案が実現しやすくなり、その経営への影響力は質・量ともに高まったと言える。

現在、日本の上場企業のうち約200銘柄（全体4,000銘柄の約5%）が、アクティビスト・ヘッジファンドに5%以上の株式を保有されている。また、5%未満の保有による影響力行使も存在するため、実際にはさらに多くの企業が潜在的なアクティビスト・ヘッジファンドの圧力（脅威）に晒されていると考えられる。この状況は、日本においても、企業の支配権を巡る市場（External Market for corporate control）が出現したと解釈でき、日本のコーポレートガバナンスに構造的な変化をもたらしている（図表5）。

図表5 アクティビスト・ヘッジファンドの活動の高まり



（出所）Hamao and Matos（2018）、Becht et al.（2021）、鈴木（2025）より筆者作成

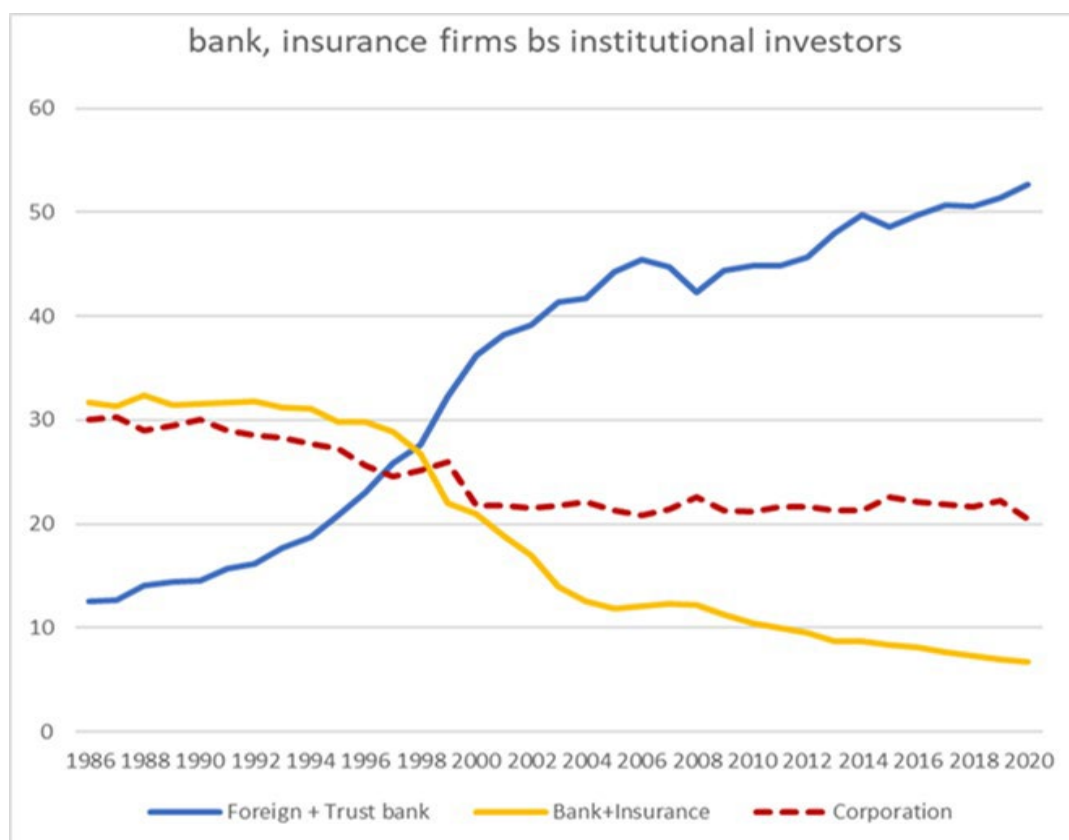
（3）インサイダー所有者の変化

三つ目の変化は、インサイダー所有者の変容である。2010年代以降の株式所有構造の「静かな変化」は、アウトサイダー側だけでなく、インサイダー側にも生じている。インサイダー所有者を、事業法人と生命保険+銀行（金融機関）に分解して分析すると、その内訳に明確な違いが見られる。

図表6に示すとおり、生命保険と銀行による上場株式の保有比率は、長期にわたり大幅に低下し続けている。現在では、保有比率は7~8%から5%近くまで低下しており、これは2000年代初頭の銀行危機以降の構造変化の継続を示している。一方、事業法人の上場株式保有比率は、2015年のコーポレートガバナンス・コード導入以降、企業に対して政策保有株の売却が要請され、メディアでも上場子会社の完全子会社化（親子上場解消）が頻繁に報じられているが、集計ベースで見ると事業法人による株式保有は比較的安定的に推移していることが観察される。

これより、インサイダー所有者の中でも、金融機関はリスク圧縮や規制対応などから保有を大幅に手放したのに対し、事業法人は一部の売却や子会社化が進む中でも、安定したブロック保有の構造を全体として維持している状況が示唆される。

図表6 インサイダー所有の変容（%）



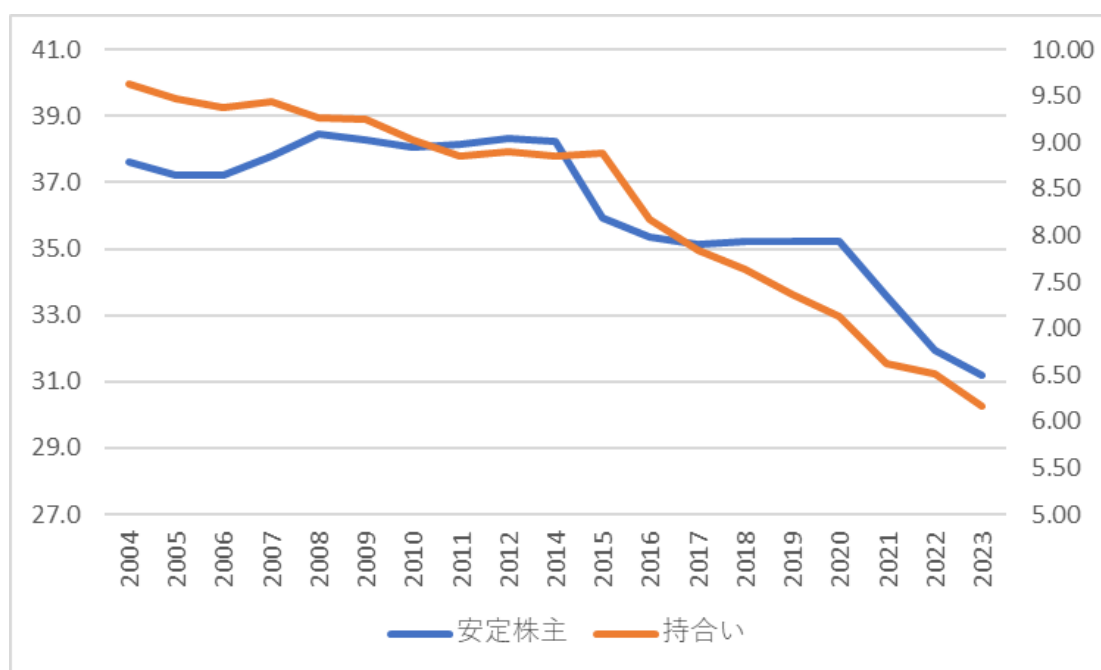
（出所）Miyajima and Kuroki（2007）、Miyajima and Ogawa（2025）より筆者作成

上記のインサイダー所有者のうち、比較的安定していた事業法人による保有構造をさらに詳細に分析すると、政策保有株の解体（持合いの解体）、上場子会社の減少、及び自社株買いという三つの主要な動向が確認される。

① 政策保有株の解体(持合いの解体)

まず、第一の政策保有株の解体(持合いの解体)は、2015年のコーポレートガバナンス・コード導入を機に加速している。2000年代初頭に約10%弱で推移していた事業法人間の持合い比率は、2014年までは大きな変化が見られなかった。しかし、2015年のコード導入による政策保有株売却の要請以降、持合い比率は傾向的に低下を続けている。また、安定株主比率の低下についても、相互持合いに事業法人の「片持ち」(一方的な保有)を加えた「安定株主」比率は、改革後に一段階下落した。さらに、2020年代に入ってから、トヨタグループなどの大企業がグループ内の株式保有の見直し・売却を進めるなど、解体はさらに一段階進んでいる(図表7)。

図表7 法人保有の変化(％、安定株主：右軸、持合い：左軸)



(出所) 日経NEEDS-Cgesより筆者作成

② 上場子会社の減少

次に、第二の上場子会社については、図表8のとおり、親会社による子会社収奪の懸念や、親会社側の資本効率の低下(資金の固定化)という双方からの批判が高まったことを背景に、減少傾向にある。減少の規模として、当初約417社存在した上場子会社は、現在約190社まで大幅に減少した。ただし、この減少傾向には二つの留意点がある。一つは、持分比率による差である。親会社が50%以上を保有する上場子会社は減少しているが、20%~50%の持分法適用会社については、現状で大きな変化は見られていない。もう一つが、新規上場の継続である。完全子会社化や売却による減少が注目される一方で、特に新興産業を中心として上場子会社の新規形成も継続的に進んでいるため、全体として「減少一色」というわけではない。

これらの動向は、インサイダー所有者側の事業法人保有においても、企業価値向上と資本

効率改善を求める市場の圧力が強まり、緩やかながらも構造的な変化を促していることを示している。

図表8 上場子会社・持分法適用会社の推移（件数）

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

(出所) 各社有価証券報告書に基づくSMBC日興証券作成資料より筆者作成

③ 自社株買い

第三の注目すべき動向は、2001年の自社株買い解禁以降、自社株買いが急速に進展し、経営者の株式所有構造に大きな影響を与えていることである。当初、自社株買いは銀行の持合い解消による株式売却の市場ショックを緩和する「受け皿」としての側面を持っていた。

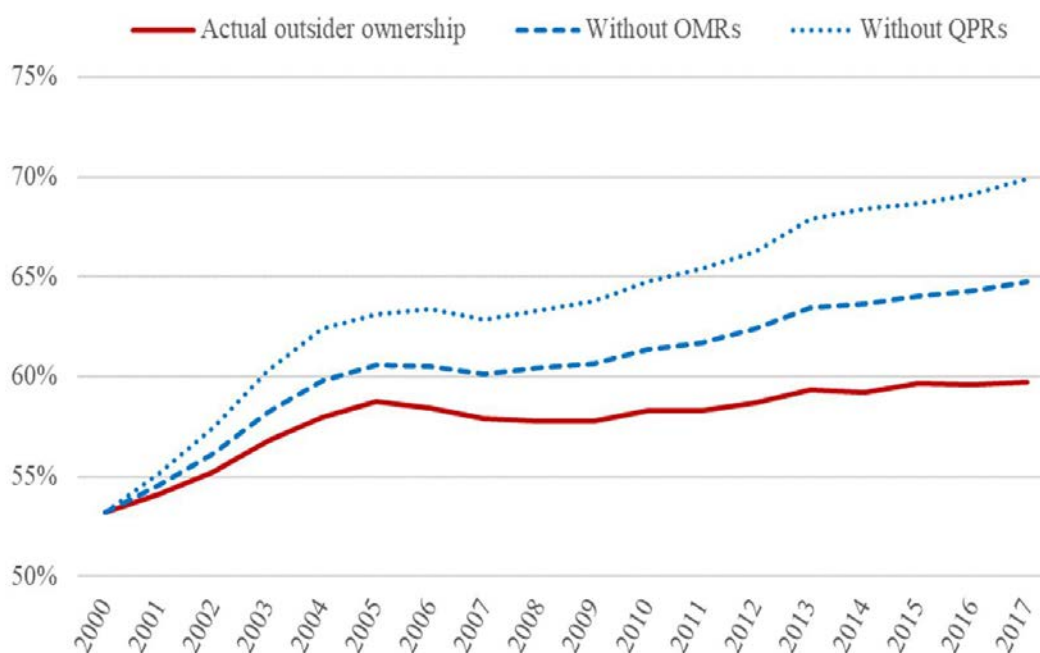
自社株買いには、株式所有構造に異なる影響を与える二つの取引形態が存在する。一つ目が市場取引で、機関投資家（アウトサイダー所有者）から株式を買い付ける形態である。この取引は、機関投資家の保有比率が減少することにより、アウトサイダー所有者の保有比率を減らす効果がある。二つ目が、準私的取引（ToSTNeT取引など）であり、2000年代には自社株買いの約半分、最近でも35～40%を占めている。この取引は、売手側からトリガーが引かれることが特徴で、例えば事業法人が政策保有株を売却する際に、株式の流通による市場や所有構造への影響を避けるため、発行体企業が時間外取引（ToSTNeTなど）で買い取るというメカニズムである。これにより、特定のインサイダー所有者（事業法人など）からの売却を企業側が吸収する形で所有構造の変化を管理している。

このような自社株買い、特にToSTNeTのような準私的取引は、アウトサイダー所有者（機関投資家）の保有比率を抑制する効果を持っている。Franks et al. (2024) によると、外国株主が多い企業群において、もし自社株買い全般がなければ、あるいはToSTNeTのような仕組

みがなければ、アウトサイダーの保有比率は計算上全体で約10%、ToSTNeTのみでも約5%ほど高く上昇していたと推計される。これは、自社株買いが機関投資家による保有拡大の動きを相殺する方向に作用してきたことを示している（図表9）。

また、自社株買いによって取得された株式は、消却されずに金庫株として保有される場合が半分近くを占める。この時、その後の金庫株の利用方法に、重要な変化が見られる。米国では、M&Aの対価としての株式交換や資金調達のための再売却に金庫株が利用されることが多い。一方、日本の近年の傾向では、金庫株の利用先として第三者割当増資が増加している。この第三者割当の目的は、かつての持合いの復活ではなく、新しい戦略的提携の構築に利用されるケースが多くなってきている。これらの動きは、企業の経営者（マネジメント）が自社のイニシアチブで株式の所有構造をコントロールし、経営の裁量権を守ろうとする試みと捉えられており、現在、「Managing ownership by management」（経営者による所有権の管理）という概念で整理・分析が試みられている。

図表9 経営者による株式所有構造の調整



（出所）Franks et al.（2024）より筆者作成

（4）アクティブ・ファンドからインデックス・ファンドへ

最後の四つ目の変化が、アクティブ・ファンドからインデックス・ファンドへのシフトである。国内機関投資家の上場株式保有比率は、2010年代以降、約20%から22%前後で推移しており、総保有比率に大きな変化はない。しかし、その内部構成には劇的な変化が生じている。

具体的には、国内機関投資家の保有するファンドのうち、インデックス・ファンド（パッ

シブ運用)が占める割合は、2007年時点の約31%から、2017年時点では約60%へと大きく増加したと推計されている。これは、運用形態がアクティブ運用からパッシブ運用へと構造的に転換していることを示している。

このパッシブ化の加速は、主に公的マネーの動きに起因する。年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、2015年に日本株の組入比率を高めた。GPIF自身の運用は9割程度がパッシブ運用であるため、その投資拡大が市場全体のパッシブ運用比率を押し上げたと考えられる。また、日本銀行による上場投資信託(ETF)の急速な買い入れも、パッシブ化に大きく貢献した。2018年時点では、GPIFと日銀を合計した最終的な原資を持つ株式は、東証上場企業の時価総額の10%を超える規模に達している。GPIFのような大規模かつ分散された株式を保有するユニバーサル投資家の存在感が高まったことにより、投資顧問を介した議決権行使の機会が非常に増加している。これは、パッシブ運用が支配的になる中で、議決権行使を通じて企業のガバナンスに関与する動きが強まっていることを意味する。

なお、GPIFや日銀による株式保有(最終投資家)は、投資顧問会社や信託銀行を介して行われるため、議決権行使は最終的にこれらの運用会社に委ねられる。両者の巨大な資金が国内機関投資家全体に占める比重が増加するのと並行して、投資顧問会社がGPIFのガイドライン(ESG重視など)に従って、投資対象企業へのエンゲージメント(建設的な目的を持った対話)と自社の統一基準による議決権行使を行う傾向が強まった。こうして、国内機関投資家は、単に退出の脅威ばかりでなく、発言を通じて企業行動への影響力を高め、ポジティブ(ESG積極化)またはネガティブ(形式基準の厳格化による攪乱)な効果の両方を生み出し得る可能性が強まった。

4. 所有構造の機能

本節では、これまで説明した所有構造の変化が、企業行動にどのような影響を与えたかについて、近年の研究成果を利用して概観する。

(1) 海外機関投資家の役割

まずは、海外機関投資家の役割について説明する。海外機関投資家の上場企業における影響力を分析する際、内生性の問題や、アクティブ・ファンド、インデックス・ファンド、アクティビスト・ヘッジファンドなど、多様なカテゴリーの株主が混在していることから、因果関係の経路識別が難しいという課題がある。しかし、総じて以下の傾向が観察されている(Miyajima and Ogawa (2025))。

はじめに、投資への影響である。実証分析の多くは、外国人投資家は企業の投資、特に研究開発(R&D)に対してポジティブな効果を持っていると理解されている。しばしば海外機関投資家が、短期的な利益追求のために経営に対して「近視眼的な圧力」を加えると指摘されることがあるが、R&D水準の低さ、あるいは、低下は外国人投資家にとってマイナス材料と認識されていることが重要である。厳密な検証は、今後の課題であるが、海外機関投資家の増加が、実際に近視眼性をもたらすという実証結果は得られていない。

次に、資本構成・内部留保への影響である。理論的には、日本の「負債の不使用」や「現預金の蓄積」といった資本効率の低い状態に対し、海外投資家は負債の活用や現預金の圧縮を期待すると考えられる。しかし、これに関する実証結果は安定しておらず、ポジティブな効果が把握できる場合もあるものの、完全には解明されていない状況である。

最後に、配当・自社株買いを通じた株主還元への影響である。これまでの研究で安定した結果として共通に確認されているのは、株主還元への促進的な影響である。特に、外国人投資家がいる企業は、配当が高くなるという関係が確認できる。また、自社株買いにおいても、外国人投資家がいる企業ほど積極的になるという関係が見られる。

これらの結果から、海外機関投資家は、企業の長期的な成長の源泉となるR&D投資を促進しつつ、同時に株主還元も積極的に求めるという、日本企業の企業行動に対して重要な影響力を発揮していることが示されている。

(2) アクティビスト・ヘッジファンドの機能

続いて、アクティビスト・ヘッジファンドの活動と企業行動への影響について概観する。ただし、アクティビスト・ヘッジファンドの企業行動への影響を分析する上では、いくつかの困難な点がある。一つ目が、外部から観察可能という意味で大量保有報告書（5%以上に報告義務）に依拠するため、エリオットによるソニー株保有のように5%未満の株式保有を通じた影響力の行使は捕捉できず、ファンドの活動を悉皆的に把握できない点である。二つ目は、劇場的な活動を行うアクティビスト・ヘッジファンドをリストアップして分析対象を特定しているため、「behind the scenes」（秘密交渉）で企業価値向上を図るフォーカス・ファンドのような存在が視野に入りにくいという点である。以下では、上記の点を踏まえた上で、近年の研究で明らかになっていることを述べる（鈴木（2025））。

Observableな大量保有報告書提出日に注目した分析では、まず、第一の波（2006年～2008年）におけるアクティビスト・ヘッジファンドの介入は、企業パフォーマンスに対して総じてポジティブな効果が少なかったことが明らかになっている。具体的には、介入直後の短期的な市場の反応（株価）はポジティブに反応するものの、その後の株主提案の成功確率は低いことが示されている。また、長期的な経営パフォーマンス（ROAなど）については、悪影響を与えたという実証結果で研究者の見解が一致している（Hamao and Matos（2018））。

次に、第二の波（2018年以降）の現状と課題について、2018年以降の局面においては、アクティビスト・ヘッジファンドの影響力が増しているものの、その長期的な効果はまだ不明瞭である。一方、短期的な市場の反応（株価）は第一の波よりもやや上昇傾向にあり、株主提案の成功確率は多少上昇していることが確認されている。ただし、介入が始まったのが2018年以降と比較的最近であるため、介入の長期的な経営やパフォーマンスへの効果に関する安定したデータや結論はまだ出ていない（Becht et al.（2021）、Miyachi and Takeda（2021））。また、株主還元（配当や自社株買い）については増加している可能性が高いと推測されるが、これも完全には実証されておらず、今後の重要な研究課題となっている。

(3) 相互持合いとEntrenchment

続いて、相互持合いの企業パフォーマンスへの影響について説明する。政策保有株、すなわち相互持合いは、企業の経営やパフォーマンスに対し、ネガティブな影響を与えることが複数の研究によって示されている。1990年代末から2000年代初頭を対象としたMiyajima and Kuroki (2007)によると、持合い比率が高い企業ほど、企業パフォーマンスが低いという関係が、初期的な分析（相関レベル）ではっきりと確認されている。また、相互持合いの因果関係を明確に検証した研究では、Ikeda et al. (2018) の「Quiet Life」（安逸な生活）仮説がテストされており、安定株主や持合いが多い企業ほど、投資支出が低いという結果や企業リストラクチャリング（事業再編）が遅れる傾向があることが報告されている。

これらの分析からは、少額の株式を相互に持合う部分が株式所有構造の中で比重が高い場合、その機能はかつて持合いが担っていたとされる「長期的な安定的経営」を支援する効果よりも、むしろ適切な水準よりも収益を引き下げる、あるいは事業再生や事業縮小といった構造改革を遅らせるとの見方ができる。これは持合いが経営の緊張感を弛緩させ、「安逸な生活」を許容していることの裏返しと理解されている。

(4) 事業法人のブロック保有

次に、事業法人のブロック保有の影響について検討する。Franks et al. (2024) では、事業法人が自社株買いを行い、それを金庫株として留保し、その後第三者割当に利用した場合、市場にどのような効果を与えるかを分析している。分析では、それぞれのイベントにおける株価の市場モデルを用いた推計結果を合計することで、一連の取引の複合的な市場効果を推計した。その結果、市場で購入する通常の取引に比べ、自己株立会外買付取引（ToSTNeT）などを用いたブロック取引（準私的取引）では、自社株買いに対する市場反応は、単体で見るとやや小さい傾向にあることが示された。一方、ブロック取引による自社株買いと、その後の第三者割当（Private placement）における市場反応を合算すると、全体で約3.5%程度のポジティブな効果が得られることが判明した。自社株買い後の金庫株の利用目的によって、市場の評価が分かれた点が重要である。自社株買い後の金庫株が、資金獲得など既存の財務的な理由で再売却された場合には、マイナスの市場効果（株価下落）が観察された一方、金庫株が新しい戦略的提携のための第三者割当に利用された場合には、ポジティブな市場効果が得られた。

これらの分析結果は、「事業法人の株式保有そのものが常に悪いわけではない」ということを示唆している。すなわち、事業法人の株式保有は、単に「持合い」としてネガティブに作用するだけでなく、その売却と資金利用（金庫株の戦略的利用）という一連のプロセスが、経営者のイニシアチブ（Managing ownership by management）の下で戦略的提携の促進に利用される場合、企業価値向上に資するものとして市場から評価されていることを裏付けている。

(5) インデックス・ファンドの役割とESG投資の活発化

最後に、国内インデックス・ファンド（パッシブ運用）の役割とESG投資への影響について

で説明する。近年、国内機関投資家の構成がインデックス・ファンドへと急速にシフトする中で、これらのインデックス・ファンドが企業行動に与える影響経路が注目されている。

インデックス・ファンドは、アクティブ・ファンドと異なり、以下の特性を持つ。一つ目が、市場の全銘柄を購入するため、問題のある銘柄を売却する「イグジット (Exit)」という選択肢を持たないこと。二つ目が、個別企業に特有の事情には直接的な関心を持たないが、市場全体の状況やシステミックリスクなどには大きな関心があることである。これらの特性から、インデックス・ファンドはユニバーサルオーナーとして、議決権行使や対話を通じて企業に働きかける「ボイス (Voice)」という経路を通じて、積極的に役割を果たすことが期待されている。

そして、上記のユニバーサルオーナーとしての役割は、特にESG (環境・社会・ガバナンス) 投資の分野で顕著に現れている。世界的に見ると、日本企業のESG投資スコアはもともと低かったが、近年は格差を縮めつつある。これは、日本企業においてESG活動が活発化している側面を示している。このESG活動の活発化の背景には、国内の巨大な年金基金であるGPIFの存在が大きく関わっている。GPIFは、投資顧問会社や機関投資家を介して、ESGに対する積極的な関与を強めており、これが日本企業全体のガバナンスと持続可能性への圧力を高める重要な要因となっている。

(6) ESG投資のドライバーとしてのGPIF

前述した国内機関投資家のパッシブ化を牽引するGPIFは、2013年までは委託運用会社の議決権行使に非常に慎重で中立的であったが、ガバナンス改革後、特にPRI (責任投資原則) に署名した2015年以降、委託先である投資顧問会社のエンゲージメント促進に積極的になった。また、2017年、GPIFは企業行動の変革を促すための、非常に戦略的な二重のメカニズムを採用した。一つ目は、クラス内で最も優れたESGスコアを持つインデックス (ESG indexes) に対し、GPIFの巨額の資産から一定額の投資を行うことを決定したこと。二つ目は、投資顧問会社に対し、企業のESG活動を積極的に推奨・促進するエンゲージメントを行った場合、追加的な管理報酬を提供するコンペティションを実施し、運用会社にインセンティブを与えたことである。

これらの戦略は、市場を通じた明確なインセンティブ・メカニズムとして機能している。資産運用会社は、追加報酬を得るために企業に対しESGエンゲージメントを行う。その時、企業側のESGスコアが向上し、インデックスが要求する水準に達すると、その企業はESGインデックスに組み入れられ (Inclusion)、逆に、水準が満たされない場合は除外される (Exclusion)。このインデックスへの組み入れや除外は、株価に確実な変化をもたらすことが確認されている。具体的には、組み入れが発表される約10日前から株価が上昇し始め、除外される場合は下落する傾向が見られる (Becht et al. (2023))。

このメカニズムを通じて、GPIFは巨大なパッシブ運用 (Index funds) の投資額を背景に、市場インセンティブを働かせ、個別企業 (特にESG) の活動を変革させている。これは、イグジット (売却) の選択肢を持たないユニバーサルオーナーとして、「ボイス」 (議決権行使やエンゲージメント) を通じて市場全体にポジティブな影響を及ぼすという役割を具現化

していると言える。

5. 所有構造の変化と所得分配への影響

本節では、これまで述べてきた株式の所有構造の変化が、所得分配に与える影響について考察する。

まず、資本所得の帰着先について、銀行の株式保有減少により、銀行預金を通じた家計への分配経路が縮小すると考えられる。一方、海外保有の増加は、日本企業の資本所得が国境を越えて移動し、日本の家計への配当チャネルが相対的に薄くなっていることを示唆している。もっとも、海外機関投資家の保有比率の上昇自体は、EU諸国や韓国でも21世紀に入って急速に進展している。こうした国際分散投資の拡大の中で、海外株式に対する日本の家計の投資も並行して急速に増加していることを踏まえ、上場企業の所有構造と家計の所得分配を結びつけるには、個人の金融資産配分（日本株、海外株）を含めた家計自身の投資行動の分析が、今後必要不可欠と考えられる。

次に、役員・従業員への株式報酬について、経営者報酬は、2016年の譲渡制限付株式（RS）の発行容易化以降急増しており、特にトップ100企業では報酬の約3割が株式対価となっている。一方で、第3・4分位以下の企業では変化は限定的である。なお、従業員への株式付与には、現状では賃金は現金でなければならないという法制上の制約があるため、金庫株の利用などのエクイティ機能を積極的に生かせていない。

そして、GPIFの利益と個人所得について、GPIFの運用益は、確定給付年金が主体の日本では個人に直接的な影響はないが、年金制度の持続可能性に貢献し、将来世代の負担軽減に影響すると考えられる。

6. おわりに

最後に本節では、まとめとして、日本企業が直面するガバナンス上の二つの困難と今後の展望について述べる。現在、日本の企業ガバナンスは、所有構造の変化とそれに伴う市場の圧力にもかかわらず、二つの異なる方向性の困難に直面しており、これに対する政策的な対応は極めて難しい局面を迎えている。

困難の一つ目が、ガバナンスが弱すぎる企業群の固定化である。国内上場企業約4,000社のうち、かなりの数の企業が依然として低いガバナンスの均衡に陥っている。その要因は、機関投資家の投資対象が、ガバナンスが改善しているか、あるいは改善の見込みがある「良い」中・小型株に留まっているためである。その結果、元々ガバナンス水準が低く、改善が進まない企業は投資対象にならず、市場の圧力（イグジットやボイス）が利かずに構造が固定化してしまう。これらの企業群に対し、最近ではPBR（株価純資産倍率）1倍割れ改善の要請、M&Aルールの改定、海外資本の活用推奨など、経済産業省、金融庁、東京証券取引所が主導してインパクトを与えようとする動きが見られる。一部のアクティビスト・ヘッジ

ファンドからは、この政府の動きを「日本政府こそ最大のアクティビスト」と評する声もある。

困難の二つ目は、弱いガバナンスを強化する必要がある中で、リーディング企業の一部に「強すぎる」ガバナンスに直面する可能性が生じたことである。一部のリーディング企業では、内外機関投資家の保有比率の合計が6割から8割といった高水準に達しており、米国企業と同等かそれ以上の機関投資家保有比率を示す企業が現れている。一般に、海外機関投資家は、議決権行使において、事実上、ISS（Institutional Shareholder Services）などの議決権行使助言会社の推奨に追随する傾向が強い。他方、国内機関投資家は、ガイドライン整備が進む中で、数値基準が厳格化するにつれて、実質的に個別の議案を精査するプロセスが低下し、ガイドラインに沿った機械的な賛成/反対票を投じる関係が出現している。この機械的な議決権行使の結果、アクティビスト・ヘッジファンドが提出する提案などに対し、提案の是非にかかわらず機械的に賛成票が集まり、リーディング企業の企業行動に対して攪乱的な影響を与える可能性が生じている。

結論として、現在、日本市場は、機関投資家によるガバナンスが弱すぎる企業群と、規模は大きいとそのガバナンスが強すぎるためにマイナス効果が生じる可能性のある企業群が併存するという二極化した状況にある。このため、政策的手段を講じる際には、企業群の特性に応じて選択的に行動を起こす必要があり、従来の画一的なアプローチでは対応できない非常に難しい局面を迎えていると言える。

参考文献

- 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.
- Aminadav, G., and E. Papaioannou (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
- De La Cruz, A., A. Medina and Y. Tang (2019). Owners of the world listed companies. OECD Capital Market Series, Paris.
- Franks, J., C. Mayer and H. Miyajima (2014). “The ownership of Japanese corporations in the 20th century”, *Review of Financial Studies*, 27(9), 2580–2625.
- Franks, J. C. Mayer, H. Miyajima and R. Ogawa (2024) . “Managing Ownership by Management”, ECGI Working Paper, No. 977-2024.
- 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.
- 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 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.
- Miyajima, H., T. Saito and J. Shino (2025) . “Quiet Changing the role of foreign investors: the evidence from Japan,” mimeo, Waseda University.