

会社支配とコーポレート・ガバナンス

—経営者支配はどうなったか？—

勝 部 伸 夫*

はじめに

大企業を所有し、支配しているのは誰か。これは「所有と支配」の問題と呼ばれ、経済学、経営学等の社会科学の分野で長く議論されてきた最重要なテーマの1つである。株式会社の所有者は株主であるが、巨大化した株式会社では大株主の支配力が弱まり、専門経営者が会社の支配者として新たに台頭してきたことを理論と実証の両面から鋭く分析したのがバーリ＝ミーンズ（1932）であった。彼らの研究を嚆矢として実証研究、理論研究が積み重ねられ、現代大企業においては経営者支配こそが最も基本的な支配形態であることが、日米などの先進国でほぼ共通の認識となった。

ところが、こうした経営者支配論の主張は、1980年代以降のコーポレート・ガバナンス論の登場で一気に後退することになる。その理由は、株主主権論に基づくコーポレートガバナンス論は株主による会社の所有・支配を大前提としており、経営者による会社支配を基本的に認めていないからである。株主こそが株式会社の支配者でなければならないのであり、経営者支配は否定されるべきものとなった。実際、コーポレート・ガバナンス論の隆盛ともない、日米ともに経営者支配という言葉はほとんど聞かれなくなってしまっ

た。こうした株主主権論登場の背景となったのが機関投資家による所有の拡大である。そしてわが国でもいまやアクティビスト（物言う株主）の提案が株主総会で可決される事例も出てくるようになった。

では大企業は再び株主支配＝所有者支配となり、経営者支配は完全に過去のものとなってしまったのであろうか。またもし大企業が株主支配になっているとするなら、支配者である株主とは具体的に誰で、どれだけの株式を保有しているのか。そして支配株主が経営者を選任する状況になっているのであろうか。わが国のコーポレート・ガバナンスの根本を問おうとするなら、こうした問いに真正面から答えることが必要不可欠なはずである。しかし、会社支配の研究に対する関心は薄れ、特に実証研究はほとんど行われなくなってしまった¹⁾。機関投資家を中心とする現在の所有構造のもとでは、誰が真の株主なのかを正確に把握することが困難になっているという点もその要因として挙げられよう。そうなるとこの問題はもはや分析不可能ということになるが、それではガバナンスを考える上で最も基礎となるべき問題の分析が欠落したままということになる。

そこで本稿では、上記のような株式所有をめぐる情報の制約があることを前提にしながらも、手に入るデータをもとにわが国大企業の「所有と支配」の分析を試みたい。第1章では問題の所在を明らかにし、第2章では日本の大企業200社の所有者分析を行う。さら

* 専修大学商学部教授

に第3章では同じ200社の経営者ならびにその選任機構の分析を行うことにする。これら2つの分析を通じて、日本の会社支配の現状に迫りたい。

第1章 問題の所在

1. 株式会社の「所有と支配」

会社支配論の実証研究は、会社財産の所有者は株主であり、大株主が会社の支配者になるという株式会社制度を前提に行われてきた。株式が特定の株主に集中していればその大株主が会社を支配していると見る。しかし、株式が分散して大株主がいなくなれば、会社支配は専門経営者が掌握すると見る。つまり株式の集中一分散をメルクマールとして会社支配の状況を分析するのが実証研究の基本的な考え方である。さらに個人所有から機関所有へと所有構造が転換したことで、所有主体が誰なのかが重要な意味を持つようになった。そのため、これまでの株式集中一分散に加えて、所有主体が誰かを分析するのが実証研究の方法となった。すなわち会社支配論では誰がどれだけ株式を保有しているのかを明らかにする持株比率分析と所有主体別分析の2つが基本的な手法である²⁾。

わが国でも持株比率分析と所有主体別分析を併用した実証研究が行われてきた。しかし、所有分析をそのまま支配分析とするやり方では実態を反映しないことが認識され、両者を峻別してみていくべきだとして新たな調査が行われた。こうした議論の背景にあったのは、企業集団などの株式持合いである。新たな実証研究によって、株式持合いを中心とする安定株主構造のもとで大企業が経営者支配となっている実態が明らかにされた³⁾。

2. 所有構造の変容と分析データの制約

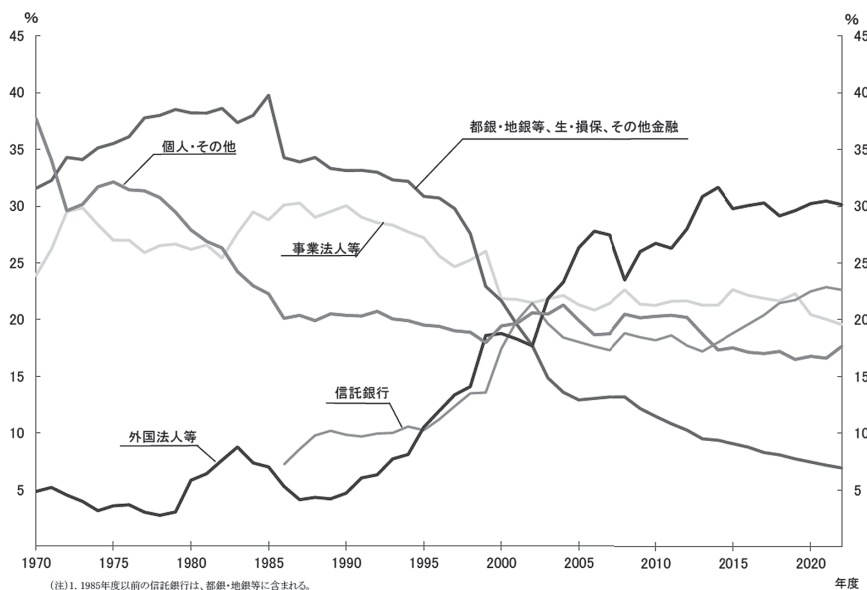
戦後のわが国大企業の所有構造の特徴は、機関所有の急速な進展、そして銀行をはじめとする金融機関や事業会社による株式持合いを中心とする安定株主構造にあった。そのような所有構造のもとで経営者支配は成立していた。しかし、1990年代に入ってバブル経済が崩壊すると、金融機関を中心にした持合いが解消していくことで所有構造は大きく変容する。

図表1-1は、わが国の主要投資部門別株式保有比率の推移を示したものである。90年代以降になると、銀行などの金融機関の持株比率が大きく減少し始めたのに対し、それとは対照的に外国法人等と信託銀行が持株比率を大きく上昇させた。つまり金融機関が放出した株式の主要な受け皿となったのが外国法人等と信託銀行であった。そしてこうした流れはその後も継続し、2022年現在の部門別株式保有比率のトップは外国法人等の30.1%、第2位は信託銀行の22.6%、第3位は事業会社等の19.6%となっている。特に外国法人等と信託銀行の2部門を合計すると株式全体の過半数を超える52.7%を占めるに到っている。したがって、外国法人等と信託銀行の株式保有を分析することが会社支配を見ていく上では必須と言えよう。

また個別企業に目を向けると、2000年代に入って大企業の株主名簿にこれまで見たことのない株主名が登場し、それが筆頭株主などの大株主となった。新たな大株主として登場してきたのはカストディアン（資産管理専門銀行）と呼ばれる日本マスタートラスト信託銀行、日本トラスティー信託銀行、資産管理信託銀行の3行（現在は後者2行が経営統合して日本カストディ銀行）である⁴⁾。カストディアンの仕事は株主に代わって取引決済、配当の受け取り、議決権行使などの管理業務を行うことであり、自らが株主として投資をしているわけではない。そのため、株主名簿に名前が出てきてもそれはあくまで形式的なものに過ぎない。つまり実質株主の名前は表に一切出てこないのである。そうなるに誰がどれだけ株式を保有しているのかの実態はベールに包まれたままで、外部からはまったく窺い知れない。同様のことが、株式保有比率を大きく伸張させた外国法人等にも当てはまる。ここで外国法人等とは、主に海外の機関投資家のことを指しているが、やはり投資に関わる管理業務はカストディアンに任せており、機関投資家の具体的な名前も持株比率も表には出てこない。株主名簿には世界的に有名なグローバル・カストディアンの名前が表示されるだけである。

このように現在では日本企業の株主名簿には内外のカストディアンの名前がいくつも並んでおり、かつてのように株主名と持株比率がそのまま実態を反映して

図表 1-1 主要投資部門別株式保有比率の推移



出所：東京証券取引所（2023年）「2022年度株式分布状況調査の調査結果について」
<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/aocfb40000001ut8-att/j-bunpu2022.pdf>

いた時とはまったく様相が異なる。そのため、所有分析を通じて会社支配の現実に迫ろうとしても正確なデータは手に入らない。会社支配の実証研究がほとんど行われなくなった背景には、こうした要因も挙げられよう。しかし、例えそうだとした場合、会社支配の分析は不可能だとしてこのまま切り捨ててしまうことは許されないはずである。なぜならば、会社支配の問題は今日盛んに議論されているコーポレート・ガバナンス論の根幹を成す問題だからである。そもそも株主主権論に基づくコーポレート・ガバナンス論が登場した背景には、経営者の暴走や不祥事、あるいは企業の業績不振といった経営者支配の現実に対する牽制や批判という問題意識があったはずである。では今、経営者支配は完全に過去のものとなり、株主支配になっているのか。コーポレート・ガバナンス論は、はたしてこの問いにどう答えるのであろうか。結局、コーポレート・ガバナンスの問題は、究極的には会社支配の問題から離れることはできないと言わねばならない。したがって、第2章では、所有分析をする上で大きな制約があることを前提にした上で、可能な限り大企業の「所有と支配」の実態を明らかにしていきたい。

第2章 大企業の株式所有構造—200社調査

第1節 200社の所有状況

1. 調査の対象と調査手法

本章では、会社支配論が伝統的に行ってきた調査手法を用いながら、上場会社非金融最大200社の株式所有構造を分析する。ただし、内外の機関投資家による所有が大きなウエートを占める現状では、これまでの所有分析における持株比率の基準や所有タイプの分類をそのまま適用することは難しい面がある。したがって、従来の研究やその成果を踏まえながらも同一の方法に基づく時系列比較等を行わず、独自の基準や分類を用いて調査を行うことにする。また、所有分析の結果をもって即支配分析とはしない。

〈調査対象〉

東京証券取引所上場の非金融の事業会社（分類は東証33業種を基準にして判定）で、資産額最大200社。

〈調査年度〉

2023年3月期を基準。

〈調査資料〉

各社「有価証券報告書」。具体的には2023年3月期の有価証券報告書を基本とするが、一部の会社は決算期が異なるため、2022年12月期や23年2月期も含まれている。なお、企業情報データベース eol を利用。

〈調査手法〉

主として持ち株比率別分析と所有主体別分析を併用。

2. 調査の結果

(1) 筆頭株主の持株比率と属性

最初に200社の筆頭株主の状況を見ておこう。筆頭株主の持株比率がどうなっているのかは、会社の所有構造を見る上で極めて重要である。

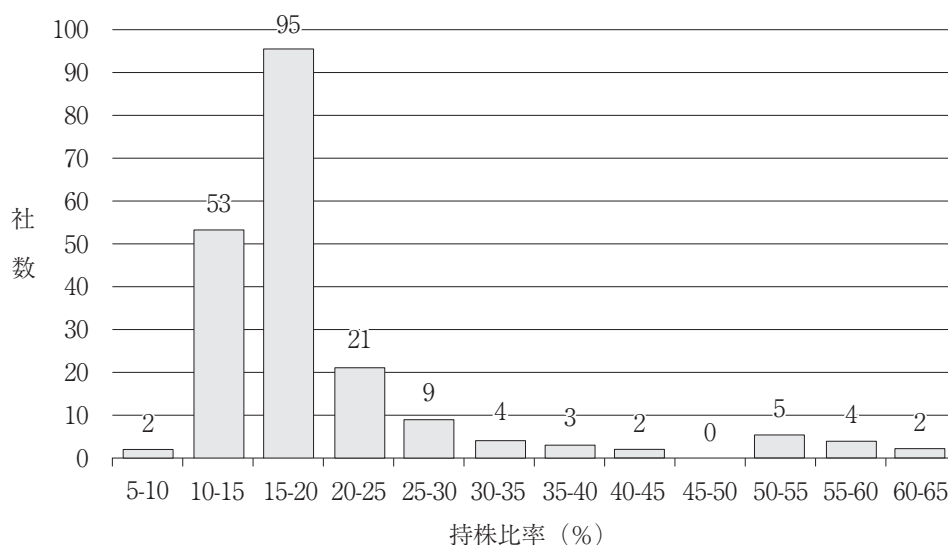
まず図表2-1は、200社の筆頭株主の持株比率の分布を示したものである。最も多いのが15~20%の95社(47.5%)、続いて10~15%の53社(26.5%)、20~25%の21社(10.5%)、25~30%の9社(4.5%)となっている。つまり筆頭株主の持株比率は10%から20%の間に集中しており、これに該当する会社は全体の74%とほぼ4分の3を占めている。また個別企業で見ると、持株比率が最も高いのはZホールディングスで、筆頭株主のAホールディングスは64.5%の株式を保有している。他方、持株比率が最も低いのはヒューリックで、筆頭株主の日本マスタートラスト信託銀行(信託口)

は8.02%の株式を保有している。なお、200社の筆頭株主の持株比率の平均は20.02%、中央値は16.64%である。

今回調査した200社の筆頭株主の持株比率は、過去の調査のそれと比べると大きく上昇していることが分かる。例えば、三戸他の96年の調査⁵⁾では、筆頭株主の持株比率が10%を超えるものは200社中48社(24%)と少なく、反対に全体の4分の3の会社は10%未満であった。つまり従来は筆頭株主であっても持株比率は10%未満が圧倒的に多かったのである。これはすなわち、株式が広く分散していたということである。ところがそれから25年以上経った今回の調査では、筆頭株主への所有の集中傾向が見られ、これまでとは反対に平均で20%を超える株式を保有しているのである。こうした筆頭株主の持株比率の上昇の背景には何があるのだろうか。

図表2-2は200社の筆頭株主の属性を示したものである。この表からも明らかな通り、日本マスタートラスト信託銀行(信託口)が実に153社(76.5%)の筆頭株主になっており、圧倒的な位置を占めている。また筆頭株主でない場合であっても、39社で第2位株主の地位にある。しかも同社は、200社に限らずほとんどの上場会社で大株主として株主名簿に登場しており、いわば「日本企業の大株主」と呼んでもおかしく

図表2-1 筆頭株主の持株比率



出所：各社の「有価証券報告書」をもとに自作

ないであろう。しかし、第1章ですでに説明した通り、こうした信託銀行はカストディアンと呼ばれる資産管理専門銀行であり、自らは株式の真の所有者ではない。投資家の株式を預かって管理するのが本業で、実質株主はその背後にいるからである。銀行の名称の最後に「信託口」と表記されているのがそのことを端的に示している。またカストディアン名義の株式は複数の投資家の株式を集約したものであり、単独の株主と比べて持株比率は大きくなる。また、日本マスタートラスト信託銀行とならんで、国内のカストディアンとして有力なのが日本カストディ銀行である。同社は

200社の筆頭株主に名前はないが、98社で第2位株主の地位にある大株主である。

ところで国内カストディアン以外の筆頭株主を見ると、親会社が13社（6.5%）、関連会社が12社（6%）あり、また創業者等（資産管理会社、自社財団を含む）が11社（5.5%）ある。これらの株主は株式所有を通じた支配力や影響力の確保を目的としていると見ることができる。同様に、政府など5社（2.5%）、国内ファンド、再生支援会社、産業会社各2社（各1%）なども筆頭株主となっている。

図表2-2 筆頭株主の属性

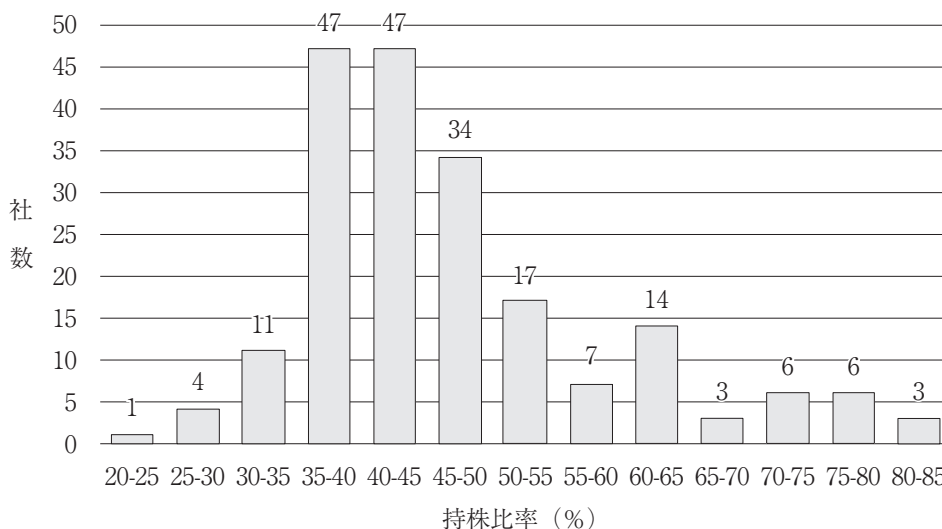
	(社, %)
日本マスタートラスト信託銀行（信託口）	153 (76.5)
親会社（持株50%以上）	13 (6.5)
関連会社（持株20~50%）	12 (6)
創業者等（資産管理会社、自社財団も含む）	11 (5.5)
日本政府	5 (2.5)
国内ファンド	2 (1)
再生支援会社	2 (1)
産業会社	2 (1)
計	200 (100)

出所：同上

(2) 10大株主の持株比率と属性

次に10大株主の持株比率を見ておこう。図表2-3は、10大株主の持株比率の分布を示したものである。最も多いのは35~40%の47社（23.5%）と40~45%の47社（23.5%）で、同数である。続いて45~50%の34社（17.0%）、60~65%の14社（7.0%）、25~30%の9社（4.5%）となっている。10大株主の持株比率は35%~45%の範囲に最も集中しており、全体の約半数にあたる94社（47%）がこれに該当する。また個別企業で見ると、10大株主の持株比率が最も高いのはNTTデータの82.22%である。他方、持株比率の最も低いのはANA ホールディングスの22.06%となっている。なお、200社の10大株主の持株比率の平均は

図表2-3 10大株主の持株比率



出所：同上

46.96%、中央値は43.09%である。前出の96年の調査では約半数にあたる98社（49%）が持株比率30%～40%で、持株比率の平均は37.37%であった。したがって、今回はそれよりも10%近く持株比率が上昇したことになる。先に取り上げた筆頭株主の持株比率が今回10%程度上昇していることと併せて考えると、10大株主の持株比率の上昇はこれが大きく影響したものと推定される。

では10大株主に名前を連ねているのは具体的にどのような株主なのであろうか。図表2-4は、200社の中で投資先会社数が多い上位30株主を示したものである。つまりこれらが10大株主の中に頻繁に名前が出てくる主要株主ということである。実際、この30社が200社の10大株主全体の68.5%を占めている。

さて、図表2-4からは、次のような点が特徴として指摘できよう。まず第1は、ランキングの1位と2位に入っている日本マスタートラスト信託銀行（信託口）と日本カストディ銀行（信託口）の2社が、調査した200社ほぼすべての株主として登場していることである。つまり国内のカストディアン2社が、全社を網羅する形で株主になっているのである。しかもこの2社はほとんどのケースで筆頭株主や第2位株主などの大株主となっている。これは極めて大きな特徴だと言ってよい。第2は、複数のグローバル・カストディアンが大株主になっている点である。ランキング第3位のステートストリート B ウェストトリーティ 505234 は、132社の株主である。同じく、第6位の SSBTC・クライアント・オムニバス・アカウントは72社、第7位の JP モルガン・チェース・バンク 385781 は65社で株主となっている。この他にもグローバル・カストディアンの名前が多数出てくる。これらはすべて外国人という括りになるが、具体的には、海外の機関投資家の株式保有を表している。そして、この表に出てくる海外カストディアンを合計すると、10大株主全体の約3割を占めるに到っている。つまり海外の機関投資家の比重はかなり大きいということである。第3は、従業員持株会が86社、公益財団法人が19社、取引先持株会が24社の株主となっている点である。これらは会社にとっては安定株主の役割を担っていると見ることができ、極めて重要な存在だと言える。第4は、日本

図表2-4 10大株主の投資先会社数

(社)

順位	株主名	株主社数
1	日本マスタートラスト信託銀行（信託口）	200
2	日本カストディ銀行（信託口）	198
3	ステートストリート B ウェストトリーティ 505234	132
4	日本生命保険	94
5	自社従業員持株会	86
6	SSBTC・クライアント・オムニバス・アカウント	72
7	JP モルガン・チェース・バンク 385781	65
8	JP モルガン証券	39
9	明治安田生命保険	38
10	みずほ銀行	37
11	三井住友銀行	34
12	JP モルガン・チェース・バンク 385632	31
13	三菱 UFJ 銀行	29
14	SMBC 日興証券	28
15	ステート・ストリート・バンク&トラスト 505001	25
	ステート・ストリート・バンク&トラスト 505103	25
17	自社取引先持株会（共栄会）	24
18	第一生命保険	21
19	公益財団法人	19
20	トヨタ自動車	17
	ノーザン・トラスト（AVFC）シルチェスター-VET	17
	住友生命保険	17
23	ノルウェー政府	16
24	全国共済農業共同組合連合会	14
25	日本証券金融	14
26	バンク・オブ・ニューヨーク・メロン 140044	13
27	三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券	12
	日本カストディ銀行信託口4	12
	農林中央金庫	12
30	ステート・ストリート・バンク&トラスト 505223	11
	東京海上日動火災保険	11
	計	1363

出所：同上

生命がランキング4位で94社の株主になっており、この他にも第9位の明治安田生命が38社、第一生命が21社、住友生命が17社で株主となっている。生保の投資先は比較的多いと言ってもよい。これに対し、銀行はランキング第10位のみずほ銀行が37社、第11位の三井住友銀行が34社、第13位の三菱 UFJ 銀行が29社となっている。銀行はかつて株主として中心的な位置を占めていたが、大きく後退していることがこの数字からも鮮明になっている。

ところで96年に行われた調査では、投資先会社数の多い上位ランキングは1位住友信託銀行（145社）、2位

日本生命（137社）、3位三菱信託銀行（104社）、4位三井信託銀行（87社）、5位第一生命（84社）となっており、金融機関である都銀11行、長信銀3行、信託銀6行、生保11社、損保6社の計37社が、200社の10大株主の75.5%を占めていた。この頃、所有構造の流動化は進み始めていたが、それでも当時はまだ金融機関が日本企業の大株主として大きなウエートを占めていた（図表1-1参照）。ただし、金融機関の中でも信託銀行はこの時点で、30大株主の中での比率が銀行のそれを凌駕しており、今日の国内カストディアン台頭の萌芽はその頃からすでに見て取ることができる。

何れにしろ、10大株主の構成は今や大きく変貌し、国内ならびに海外のカストディアンのウエートが圧倒的になっている。これはまさに大企業における機関投資家の台頭を如実に示すものである。

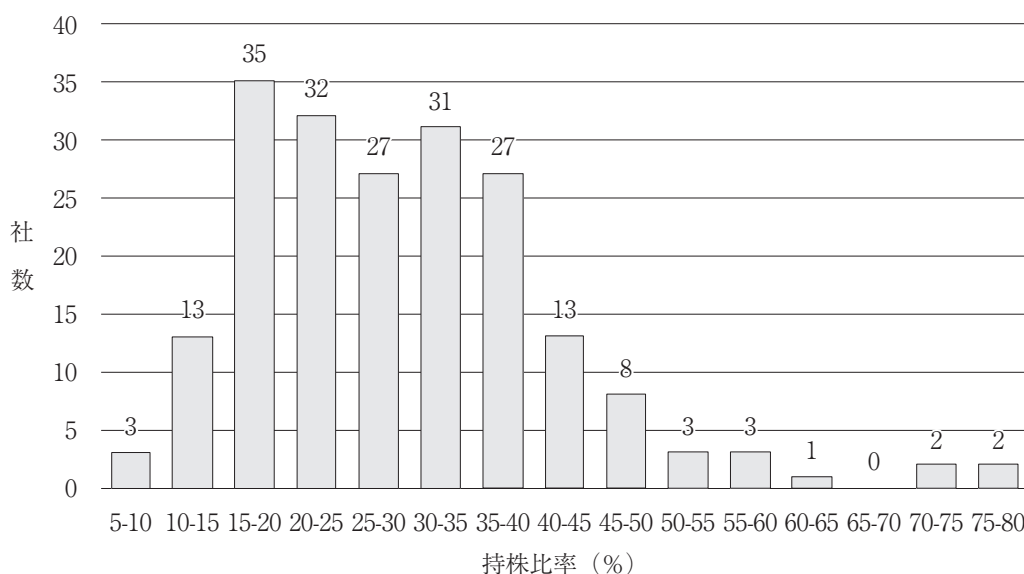
(3) 外国人株主の状況

今回の調査の大きな注目点の1つは、外国人の株式保有状況がどうなっているかである。図表2-5は、200社の外国人持株比率の分布を示したものである（データは個人を除く外国法人等）。最も多いのが15～20%の35社（17.5%）、続いて20～25%の32社（16.0%）、30～35%の31社（15.5%）、25～30%と35～

40%の各27社（13.5%）となっている。外国人株主の持株比率は15%～40%の範囲に主に分布していることが図表からも分かる。また個別企業では、日本ペイントホールディングスの外国人持株比率が最も高く、79.8%となっている⁶⁾。他方、外国人の持株比率が最も低いのはANAホールディングスで7.87%となっている。同社の10大株主には海外カストディアン2社の名前はあがるが、何れも0.65%と0.44%で持株比率は低い。なお、200社の外国人株主の持株比率の平均は29.66%、中央値は28.05%である。

次に外国人の投資先の状況を具体的に見ておこう。図表2-6は、外国人持株比率の上位と下位のランキングである。まず持株比率が突出して高い上位5社は、海外の会社が親会社あるいは提携関係になっているケースである。またこれら以外では、外国人持株比率が50%を超える会社はソニーグループなど6社ある。このうち5社では外国人が単独で10%を超える株式は保有しておらず、株式は比較的分散している状況である。しかし、外国人株主が全体の過半数あるいはそれに近い株式を保有しているということは、会社の経営に何も影響がないというわけには行かないであろう。他方、外国人の持株比率が低い会社もある。これらは外国人が全体で10%前後の株式を保有しており、10大

図表2-5 外国人株主の持株比率分布



出所：同上

図表2-6 外国人持株比率の上位と下位

	外国人持株比率の高い会社	(%)	外国人持株比率の低い会社	(%)
1	日本ペイントホールディングス	79.69	ANA ホールディングス	7.87
2	ネクソン	78.2	イオンモール	8.8
3	中外製薬	74.85	北陸電力	9.84
4	シャープ	71.85	住友ファーマ	10.97
5	日産自動車	62.32	中国電力	11.55
6	ソニーグループ	57.54	日本たばこ産業	12.1
7	パンパシフィック・インターナショナル・ホールディングス	57.24	イオン	12.7
8	HOYA	56.54	アイシン	12.87
9	オリンパス	51.15	NTT データ	12.94
10	SMC	51.07	三菱自動車工業	12.98
11	富士通	50.36	ヤマダホールディングス	13.04
12	ファナック	49.77	四国電力	14.31
13	東芝	49.45	高島屋	14.44
14	川崎汽船	49.14	ニプロ	14.47
15	三井不動産	48.27	オリエンタルランド	14.6

出所：同上

株主の中では外国人は1%台あるいはそれ以下の株式保有比率となっている。

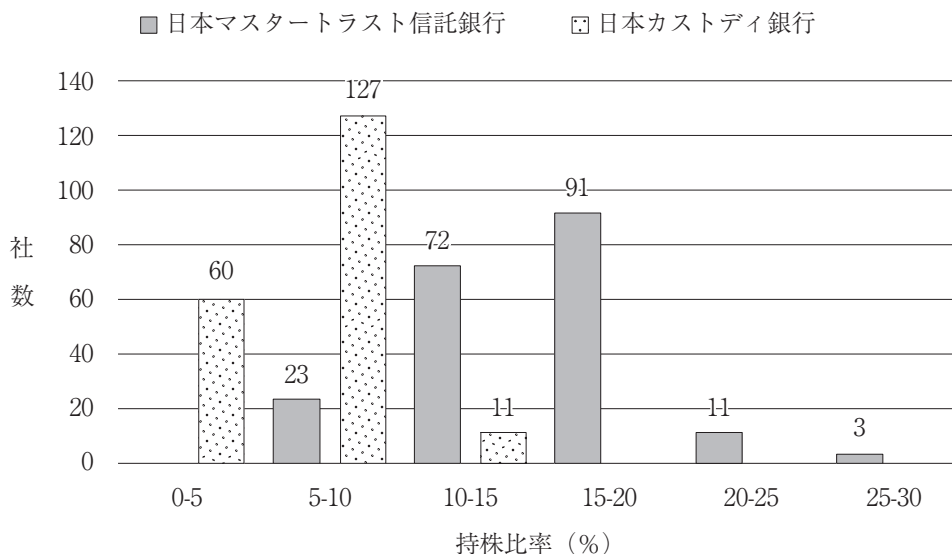
ここから明らかなのは、同じ外国人の株式投資と言っても、積極的に投資している会社とそうでない会社があることである。つまり日本企業に対して広く一律に投資しているわけではなく、そこにはかなりの濃淡がある。外国人の持株比率の多寡にはどのような背景があるのであろうか。外国人投資家には、次のような投資行動が見て取れるという⁷⁾。1つは投資する業種である。外国人の株式保有比率が高いのは、精密、電機、医薬品、その他製品（主に任天堂）、機械、保険、化学の7業種である。これらは日本企業が国際競争力を維持している業種ということであり、特に精密、電機の2つは外国人から高い評価を受けている。他方、保有比率が低いのは、空運、水産・農林、紙パ、陸運、繊維、倉庫・運輸、電気ガスとなっている。これらは内需関連産業ということで、少子高齢化の中で成長が見込めないと考えられているからであろう。この点とも関連するが、もう1つは、外国人投資

家は海外事業を拡大するグローバル企業を支持していることである。そのため、外国人投資家は、内需関連株の空運や陸運などの投資にはあまり向かわない。日本の個人投資家が株主優待目的でこれらの株式を保有するのは対照的だと指摘されている。こうした点を踏まえて改めて図表2-6を見ると、外国人投資家の保有比率が高い会社は精密、電機などであり、逆に低いのは空運、電気（電力）、小売などであることを確認することができる。

(4) 国内カストディアンと実質株主

今回の調査のもう1つの注目点は、日本マスタートラスト信託銀行と日本カストディ銀行の株式保有がどうなっているかである。図表2-7は、両社の持株比率の分布を示したものである。200社の4分の3で筆頭株主となっている日本マスタートラスト信託銀行の持株比率は、15~20%が91社（45.5%）と最も多く、続いて10~15%の72社（36%）、5~10%の23社（11.5%）となっている。1社で20%超の株式を保有している

図表2-7 国内カストディアン2社の持株比率分布



出所：同上

ケースもあり、20～25%が11社（5.5%）、25～30%3社（1.5%）となっている。同社の持株比率が最も大きいのはTDKの28.43%、最も小さいのはシャープの5.28%である。また平均の持株比率は14.94%、中央値は15.32%である。他方、日本カストディ銀行の持株比率は、5～10%が127社（64.1%）と最も多く、続いて0～5%の60社（30.3%）、10～15%の11社（5.5%）となっている。同社の持株比率が最も大きいのはTDKの14.55%、最も小さいのは三菱自動車の0.57%である。また平均の持株比率は6.09%、中央値は5.98%である。2社のカストディアンを比べると日本マスタートラスト信託銀行の方が全体的に持株比率は高く、日本カストディ銀行がそれに続くという関係になっている。

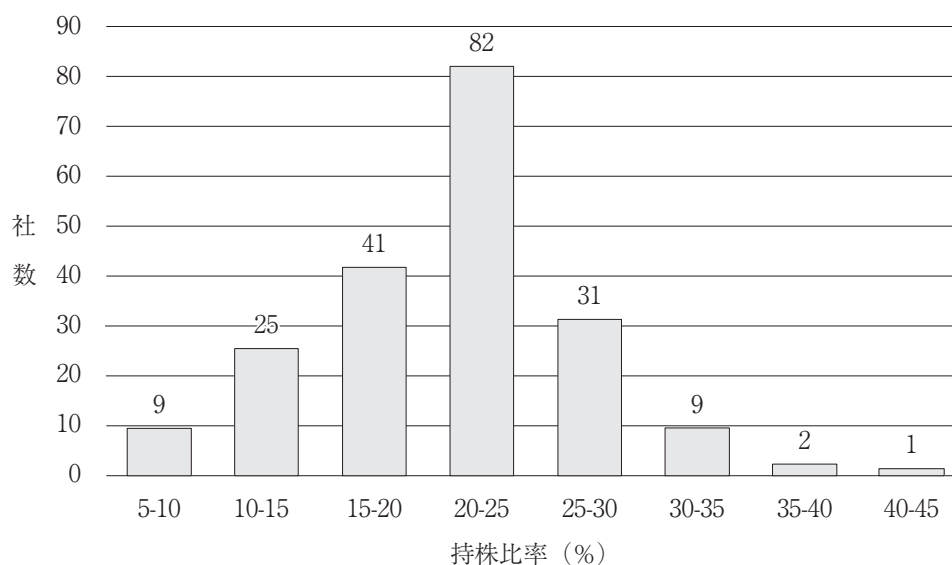
さらに図表2-8は、両社の持株比率の合計の分布を示したものである。この中で最も多いのは20～25%の82社（41%）、続いて15～20%の41社（20.5%）、25～30%の31社（15.5%）となっている。個別企業でみると、両社の持株比率が最も大きいのはTDKの42.98%、最も小さいのはシャープの6.63%である。TDKとシャープの数字を比べてみると、持株比率にかなり大きな差があることが分かる。また全体の平均は21.03%、中央値は21.45%である。

さて、国内カストディアン2社の保有株式は会社支

配を大きく左右するボリュームであることは、上記の数字からも明白である。したがって、カストディアンの背後にいる実質株主の実態、つまり複数いる真の株主は誰でその保有比率はそれぞれどれくらいなのかが最大の関心事とならざるを得ない。しかし、すでに述べた通り、内外のカストディアンや信託の名義となっている銘柄の株主名や株式保有比率等は公開されておらず、正確な内容は分からない⁸⁾。つまり匿名性のベールに包まれたブラックボックスだと言ってよい。そうなるに株主や株式保有に関して分析しようとする研究はここで完全に行き詰まってしまうことになるが、そうした中で、実質株主の状況を垣間見せてくれるデータが若干ではあるが手に入る。その1つが年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF）の運用実績のデータである。

GPIFは世界最大級の年金基金と言われ、その運用額は219兆3,177億円（2023年度第2四半期末現在、同社HP資料）と巨額である。このうち国内株式には54兆9,094億円（2023年度9月末、同上）が投じられている。東証の全株式の時価総額は854兆4,372億円（2023年9月末）なので、単純に計算すればその6.4%に相当する。GPIFはカストディアンを通して投資⁹⁾を行っているため、GPIFの名前や持株比率は一切表には出てこない¹⁰⁾。ただし、GPIFが公開している投資先一

図表 2-8 国内カストディアン2社の持株比率の合計の分布



出所：同上

覧には持株数が記載されており、そのデータをもとに GPIF の投資先の持株比率を算出できる¹¹⁾。GPIF の 200社における株式保有状況を見ると、持株比率が 0-5%は29社 (14.5%)、5-10%は168社 (84%)、10-15%は3社 (1.5%) となっており、最大は10.1%、最小は0.23%、平均は7.04%、中央値は7.5%である。個別企業で見ると、持株比率が高いのはアステラス製薬 (10.1%)、LIXIL (10.06%)、ソニーグループ (10.01%)、HOYA (9.88%)、日立製作所 (9.85%)、日東電工 (9.82%) などである。GPIF が運用する資金量は巨額であることから株式市場では「クジラ」の異名を取るが、公的機関による資金運用は GPIF だけではない¹²⁾。実は「日本最大の株主」となっているのは日本銀行 (以下、日銀) である。日銀は株価維持のために巨額の資金を投入して ETF (上場投資信託) を購入しており、株式の間接保有という形態ではあるが GPIF を凌駕して今や「日本最大の株主」だと言われている。ただし、日銀の名前や持株比率はやはり株主リストには一切出てこない。日銀の持株を推計した調査 (2023年3月末現在) によると、200社の中で持株比率が高いのは TDK (20.4%)、ファーストリテイリング (20.2%)、日東電工 (19.4%)、東京エレクトロン (18.2%)、ファナック (16.0%)、テルモ

(15.8%)、京セラ (15.7%)、セイコーエプソン (14.7%)、セコム (14.3%)、ソフトバンクグループ (13.1%)、オリンパス (12.7%)、アステラス製薬 (12.4%) などである¹³⁾。個別企業においても日銀が実質的な大株主になっていることが分かる。

これらの数値からは、国内カストディアン2社の背後にいる実質株主の姿がある程度浮かび上がってくる。例えば、アステラス製薬は国内カストディアン2社の持株比率の合計は31.17%なのに対し、GPIF と日銀の持株比率 (推計値) の合計は22.5%である。同じく日東電工は38.62%に対し29.22%、ファーストリテイリングは33.29%に対し23.1%、東京エレクトロンは39.63%に対し26.95%である。すなわちこれらの会社においては、日銀と GPIF がカストディアン名義になっている株式の7割前後の実質株主だという計算になる。持株比率の推計データが一部しかないため200社すべてを検証することはできないが、国内カストディアン2社の株式を1つのブロックとしてみると、そのうちのかなりの部分は公的資金による保有が中心になっていることはほぼ間違いなからう。さらにこれに加えて投資信託などの機関投資家の持分が含まれていることが推定される。

さて、上記の通り国内カストディアン2社の実質株

主が GPIF 等の公的機関やその他の機関投資家であるとするれば、株主としてはどのような行動様式を取るのであろうか。GPIF のようなアセットオーナーや、その委託を受けて資産運用を担う運用会社のアセットマネジャーは、「日本版スチュワードシップ・コード」の受け入れを表明している¹⁴⁾。これに基づき、機関投資家はサステナビリティを考慮した上で、「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促し、「顧客・受益者」の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任があるとされる。そのため、アセットマネジャーは投資先の会社との「対話」や株主として議決権を行使することが求められる。要するに、機関投資家も株主として経営に積極的に発言するよう求められている。しかし、パッシブ運用が大きく伸張する中、機関投資家が実際は「物言う株主」ではなく「物言わぬ株主」となっていることが指摘されている¹⁵⁾。また議決権行使においては、ISS やグラスルイスなどの議決権行使助言会社の推奨に従う場合が多いとされる¹⁶⁾。

(5) 実質株主と大量保有報告書

上記 (4) で述べた通り実質株主の正確な把握は非常に困難であるが、もう1つの手がかりとなるのは、株式等を5%以上保有する大量保有者の情報開示を義務づける「5%ルール」である¹⁷⁾。この大量保有報告書によって、大量保有者がどれだけ株式を保有しているかが分かる。有価証券報告書の「株主等の状況」の大株主欄には、大量保有報告書に基づく株主情報が記載されている。例えば、ソニーグループのそれには「ブラックロック・ジャパン(株)及び共同保有者9社」が7.43%を保有している旨紹介されている。しかし、「実質所有状況の確認」ができないので、大株主の状況に含めていないと書かれている。同社の場合、ブラックロック・ジャパン以外にも三井住友トラスト・アセットマネジメント、野村アセットマネジメントが共同保有者とともにそれぞれ6.52%、5.01%を保有していると記されている。実はこうした資産運用会社（アセットマネジャー）の背後に実質株主である資産保有者（アセットオーナー）がいるはずであるが、やはりここでもそれは表には出てこない。ただ、こうし

た持分が GPIF や日銀などの公的資金によるものであることは十分考えられる。ちなみに GPIF のソニー株の持株比率は、計算上は10.01%である。

また住友ゴムの有価証券報告書ではアクティビストファンドとして知られるシルチェスター・インターナショナルが12.43%保有している旨紹介されているが、ソニーの場合と同じく「実質所有株式数の確認ができない」として、大株主としては明記されていない。なお、大株主欄を見ると、第3位株主「ノーザン・トラスト (AVFC) シルチェスター VET」6.42%、第4位株主「ノーザン・トラスト・US タックス Ex ペンション F」3.14%、第7位株主「ノーザン・トラスト (AVFC) ノントリーティー」2.16%、第10位株主「ノーザン・トラスト AVFC・UCITSNL15PCT」1.5%となっており、これらを合計すると13.22%となる。大量保有報告書の情報は非常に有益であるが、これによって大株主の詳細がすべて明らかになるわけではない¹⁸⁾。

第2節 200社の所有構造とその特徴

1. 200社の所有タイプ

ここまで200社の株主とその株式保有の概況を見てきたが、さらに200社の所有タイプを集中-分散の観点から分類することにする。その際、大きな問題となるのは国内カストディアン2社が保有する株式をどう評価し位置づけるかである。これまでの会社支配論の調査では、持株比率10%を基準にしてそれを超えるものを「dominant な所有者」と判定し、さらにその所有主体に従って「同族」「単一会社」「複数会社」「公機関」に分類してきた¹⁹⁾。逆に持株比率10%未満は「(dominant な所有者) ナシ」に分類し、これを株式分散型の会社として位置づけてきた。しかし、今回見た200社の株式保有状況からも明らかなおお、国内カストディアン1社だけで最初から10%を超えるものが177社にも上り、他の大株主のケースも含めると株式分散型の「(dominant な所有者) ナシ」は200社の中からほとんど姿を消す。そしてそこから導かれる結論は、200社の4分の3は国内カストディアンによる「単一会社所有」すなわち「所有者支配」ということである。確かに従来の基準をそのまま当てはめると形

式上はそういうことになるが、国内カストディ안의業務は複数の議決権行使機関（実質株主）の意向に沿って議決権を代理行使するだけであって、カストディアンによる会社支配はそもそもあり得ない。要するに、ここでのポイントは、大株主になっている国内カストディアン2社の持株を所有分析においてどう処理するかである。

すでに見たとおり、国内カストディানের背後の実質株主とは主に国内の機関投資家であり、その行動様式は長期投資家としてのそれである。つまり会社を支配するといった意味はほぼ持たないと考えてよからう。そして基本的にはスチュワードシップ・コードに従って行動するものと想定される。そのように考えると、これらの機関投資家の性格は、会社にとっては何でも賛成してくれる従来の安定株主とは明らかに異なる。しかしまた、会社に対して様々な厳しい要求を突きつけ圧力をかけてくる「物言う株主」とも一線を画す存在だと考えてよからう。こうした機関投資家には経営側との「対話」を通じた企業価値向上が期待されているものの、その実態は、多くが「物言わぬ株主」になっているという指摘があることはすでに見た。勿論、こうした実質株主は議決権を行使するが、それは支配目的ではない。他方、実質株主の所有分析からは、例外はあるものの株式は基本的に広く分散保有されていることが明らかになっている。したがって、調査の厳密性という観点からは問題は残るが、ここでは国内カストディアン2社の保有株式を分析上は分散した株式として取り扱うことにする。すなわち国内カストディアン2社の持株は筆頭株主であっても単独の大株主としては扱わず、分散したものと見做すことにする。

さて、上記のような分析上の特殊な仮定を設けた上で、200社の株式の集中－分散ならびに所有主体にしたがって所有タイプを分類した。具体的には筆頭株主（あるいは最大株主）は誰か、そして持株比率はどれだけか（集中か、分散か）に基づき分類を行った。まず株式が集中しているものとしては、以下の5つが挙げられる。

〈政府等〉

政府などの公的機関が主要株主となっているものである。政府の特殊会社である日本郵政、日本電信電話、日本たばこ産業がこれに該当し、法律で3分の1（33.3%）以上の政府保有が義務づけられている。INPEXは経済産業大臣（以下、経産大臣）が筆頭株主として約22%を保有している²⁰⁾。東京電力ホールディングスは官民共同出資の原子力損害賠償・廃炉等支援機構が54.74%を保有している。

〈親会社〉

親会社が子会社の株式の50%以上を保有し支配するものである。会社が支配従属関係にある場合は50%以下でもこれに含まれる。図表2-9はこれに該当する13社を示している。

〈関連会社〉

親会社が関連会社の株式の20%以上を保有し影響を与えるものである。20%以下でも影響力を持つ場合はこれに含まれる²¹⁾。図表2-10は関連会社となっている14社を示している²²⁾。

〈創業者・同族等〉

創業者あるいは創業者の一族（同族）が基本的に10%以上の株式を保有するものである。図表2-11は創業者・同族等が所有している21社を示している。創業者、資産管理会社、財団が筆頭株主か、あるいは第2位株主となっている。またほとんどのケースで本人だけでなく資産管理会社、財団等が株式を保有しており、図表の持株比率はそれらを併せて計算している。

〈投資ファンド〉

投資ファンドが、筆頭株主あるいは最大株主（同じグループの株式を纏めたもの）になっており、10%以上の株式を保有するものである。図2-12は投資ファンドが大株主になっている9社を示している。コスモエネルギーホールディングスの最大株主はシティインデックスイレブンス、レノ、野村絢氏が一体となって活動するアクティビスト（「物言う株主」）と考えられ、持株比率は3者の合計で19.96%である²³⁾。同じく川崎汽船の筆頭株主は投資ファンドのイーシーエム・エムエフで持株比率は12.92%である。この投資ファンドは旧村上ファンド系のエフィッシモ・キャピタル・マネージメント・ピーティーイー・エルティイーと見られ、33.86%の株式を保有していること

図表2-9 親会社所有

子会社名	持株比率 (%)	親会社名
Z ホールディングス	64.5	A ホールディングス
中外製薬	61.1	ロシュ・ホールディングス
サントリー食品インターナショナル	59.5	サントリーホールディングス
イオンモール	58.2	イオン
NTT データ	57.7	日本電信電話
日本ペイントホールディングス	55.1	Nipsea インターナショナル
住友ファーマ	51.8	住友化学
日本酸素ホールディングス	50.6	三菱ケミカルグループ
日野自動車	50.1	トヨタ自動車
ローソン	50.1	三菱商事
シャープ	47.4	鴻海精密工業
ネクソン	46.2	エヌエックスシー・コーポレーション
ソフトバンク	40.5	ソフトバンクグループジャパン (株)

出所：同上

図表2-10 関連会社所有

関連会社名	持株比率 (%)	親会社名
日産自動車	43.7	ルノー
野村不動産ホールディングス	36.5	野村ホールディングス
三菱自動車工業	34.0	日産自動車
住友ゴム工業	28.9	住友電気工業
日立建機	26.0	HCJI ホールディングス
アイシン	24.8	トヨタ自動車
豊田自動織機	24.7	トヨタ自動車
デンソー	24.2	トヨタ自動車
ジェイテクト	22.5	トヨタ自動車
オリエンタルランド	22.2	京成電鉄
豊田通商	21.7	トヨタ自動車
SUBARU	20.0	トヨタ自動車
東急不動産ホールディングス	15.9	東急
日本テレビホールディングス	14.5	読売新聞グループ本社

出所：同上

図表2-11 創業者・同族等

会社名	持株比率 (%)	創業者・同族
光通信	45.8	重田康光* (会社4)
ファーストリテイリング	44.3	柳井正* (同族2, 会社3)
GMO インターネット	41.9	熊谷正寿* (会社1)
楽天グループ	33.7	三木谷浩史* (同族1, 会社1)
オープンハウスグループ	31.7	荒井正昭*
ソフトバンクグループ	31.7	孫正義* (会社2)
ユニチャーム	30.9	高原豪久 (基金1, 会社1)
パンパシフィック・インターナショナル・ホールディングス	30.4	安田隆夫* (管理1, 財団1, 会社1)
ニトリホールディングス	27.6	似鳥昭雄* (同族1, 財団1, 会社1)
キーエンス	22.8	神崎武光* (財団1, 会社1)
飯田グループホールディングス	18.8	飯田興産
出光興産	17.9	日章興産 (財団1, 会社1)
清水建設	17.4	清水地所 (基金1, 財団1)
ブリヂストン	16.7	石橋寛 (財団1, 会社1)
大塚ホールディングス	15.9	大塚創業家持株会信託口 (財団1, 会社1)
スズケン	13.6	別所家 (同族4)
DIC	13.4	(株) 昌栄
ヤマダホールディングス	13.3	山田昇* (会社1)
ニデック (日本電産)	12.1	永守重信* (会社1)
ローム	10.6	(公財) ロームミュージックファンデーション
セブン&アイ HG	10.2	伊藤雅俊* (会社1)

注1) 括弧内は資産管理会社、財団、同族等の数を示しており、これらの株式も加えて持株比率を算出している。

注2) *は創業者を示している。*がないものは創業者の同族が保有する資産管理会社等である。

注3) 伊藤雅俊氏はすでに故人となっているが、2023年2月期の有証のデータのまま掲載した。

出所：同上

が大量保有報告書で明らかにされている²⁴⁾。同じくエフィッシモは、リコーの株式を15%保有している。また三菱マテリアル、メディバルホールディングス、アルフレッサホールディングスの3社では、世界的なアクティビストとして有名なシルチェスター・インターナショナルが10%を超える株式を保有している。三菱ケミカルグループではドッチアンドコックスが10%の株式を保有している。長谷工コーポレーションはいちごトラスト PTE. が筆頭株主として19.15%を保有している。

〈財団・その他〉

財団などが筆頭株主として20%以上の株式を保有するもの。これに該当するのは博報堂 DY ホールディングス1社である。筆頭株主は公益財団法人博報堂教育財団で持株比率は19.24%、これに加えて一般社団法人博政会4.96%、一般社団法人フラタニテ2.98%が株主となっている。また西武ホールディングスの筆頭株主として15.83%の株式を保有する NW コーポレーションは旧コクドの資産管理会社社であるが、創業家とは関係を有していない。さらに KDDI は KDD と IDO の合併で誕生したが、当時からの大株主である京セラとトヨタ自動車は現在もそれぞれ約15%を保有してい

図表2-12 投資ファンド

会社名	持株比率	ファンド名
三菱ケミカルグループ*	10.1	ドッチ・アンド・コックス
リコー*	15	エフィッシモ・キャピタル・マネジメント
コスモエネルギーホールディングス	20	シティインデックスイレブンス他
川崎汽船*	33.9	エフィシモ・キャピタル・マネジメント
三菱マテリアル*	14.8	シルチェスター・インターナショナル
LIXIL*	16.9	キャピタル・インターナショナル
メディバルホールディングス*	11.8	シルチェスター・インターナショナル
アルフレッサホールディングス*	12.4	シルチェスター・インターナショナル
長谷工コーポレーション	19.2	いちごトラスト PTE.

注) *の会社の持株比率は有価証券報告書に記載された大量保有報告書からの数字である。ただし、いずれの数字も確認が取れないとして、当該企業は有価証券報告書の大株主欄には載せていない。
出所：同上

る。西武と KDDI は若干特殊であるため、敢えてこのグループに入れた。

以上、株式集中型と呼べる6つの所有タイプをここまで見てきた。いずれも単独で10%を超える株式を保有する株主がいた。これに対して株式分散型と呼べる所有タイプがあり、その基準値はこれまで10%であった。つまり筆頭株主あるいは最大株主の持株比率は10%未満で、株式が広く分散している状況である。図表2-13は、200社を所有タイプ別に整理した総括表である。株式が分散している会社は135社（67.5%）に上っている。全体の約7割がこのタイプだということである。勿論、これは国内カストディアン2社の株式を分散しているものと仮定した上での分析結果である。こうした仮定のもとで、7割近い会社の株式が分散しているという結果を得た。

さて本来ならこの結果をもって所有分析は終了となるはずであるが、今回は持株比率10%未満の株式分散型の会社が200社の多数を占める中で、これら10大株主の保有状況がどうなっているかをさらに細かく見ていくことにした。つまりカストディアン2社を除く残りの株主の持株比率が比較的高くて集中傾向にあるのか、それとも分散しているのかである。またその場合、株主の内訳は国内機関（事業会社、銀行、生損保、証券会社²⁵⁾ など）や個人・同族が中心なのか、それとも外国人（機関投資家・ファンド）が中心なの

図表2-13 200社の所有タイプ

集中-分散	所有タイプ	社数	(%)
集中	政府 (30%以上)	5	2.5
	親会社 (50%以上)	13	6.5
	関連会社 (20~50%)	14	7.0
	創業者・同族等 (10%以上)	21	10.5
	投資ファンド (10%以上)	9	4.5
	財団等 (10%以上)	3	1.5
分散	分散 (10%未満)	135	67.5
	計	200	100

出所：同上

か、そしてそれぞれの保有比率はどれ位なのかを見た。

分類としては大きく3タイプ設定した。①10大株主の持株比率合計（国内カストディアン2社の持分は除外、以下同じ）が10%未満。②10大株主の持株比率合計（同上）が10%~15%。③10大株主の持株比率合計（同上）が15%以上。さらにその10大株主の構成と持株比率において国内機関などが中心の場合（Aと略称）、反対に外国人が中心の場合（Bと略称）に分けてみた。

まず①に該当するのは37社（18.5%）で、その内訳はAが31社（15.5%）、Bが6社（3.0%）である。②に

図2-14 所有タイプA③とB③の事例

所有タイプA③	(%)	所有タイプB③	(%)
ヤマトホールディングス		ソニーグループ	
日本マスタートラスト信託銀行（信託口）	16.3	日本マスタートラスト信託銀行（信託口）	19.01
株式会社日本カストディ銀行（信託口）	7.69	シティバンクフォーデポジタリーレシートホルダーズ★	9.51
ヤマトグループ社員持株会★	7.65	日本カストディ銀行（信託口）	7.18
明治安田生命保険相互会社★	4.08	ステートストリートBウエストトリーティ505234★	1.86
日本生命保険相互会社★	4.07	JPモルガン・チェース・バンク385632★	1.66
みずほ銀行★	2.82	SSBTC・クライアント・オムニバス・アカウント★	1.54
ヤマトグループ取引先持株会★	2.33	ノルウェー政府★	1.54
トヨタ自動車★	1.58	GIC・プライベート・リミテッドC★	1.47
STATE STREET BANK WEST CLIENT-TREATY 505234	1.45	JPモルガン・チェース・バンク385781★	1.35
損害保険ジャパン★	1.42	バンク・オブ・ニューヨーク・メロン140042★	1.18
★の合計23.95%		★の合計20.11%	

出所：同上

該当するのは60社（30.0%）で、その内訳はAが40社（20.0%）、Bが20社（10.0%）である。③に該当するのは38社（19.0%）で、その内訳はAが31社（15.5%）、Bが7社（3.5%）である。このうち10大株主の分散度が最も高いケースが①であるが、例えば、A①に該当するANAホールディングスは、3位株主の名古屋鉄道が1.66%である他はいずれの株主も1%未満である。B①のTDKは外資系証券を入れるとすべて外国人で占められているが、いずれも持株比率は1%台である。②は分散度が中位ということになり、3タイプの中で最も多い。③は10大株主の分散度はあまり高くなく、むしろ比較的集中しているケースである。このうちA③に該当する横浜ゴムは、10大株主の中に外国人はおらず、取引先の日本ゼオンや銀行、生保を合計すると27.9%である。ニプロも取引先の日本電気硝子や同族などを入れると15%である²⁶⁾。逆にB③のソニーグループは、10大株主は外国人のみで占められており、その持株比率を合計すると20.11%である。

これをまとめると、同じ株式分散といっても①②と比べると③はかなり株式が集中している。このうちA③は取引先、持株会（従業員、取引先）、同族、銀行、生保などが主要株主となっているため、これらはいわゆる安定株主の性格を強く持っているものと推定される。逆に、B③は外国人の持株比率が高く、分散

しているとはいえ株主のプレゼンスは小さくないと考えられる。なお図表2-14は、所有タイプA③に該当するヤマトホールディングスと、所有タイプB③に該当するソニーグループの株主と持株比率を示したものである。

2. 所有構造の特徴

200社の所有分析から明らかになったのは、以下の点である。

(1) 200社の筆頭株主などの中核的な株主として名前を連ねているのが日本マスタートラスト信託銀行と日本カストディ銀行の国内カストディアン2行である。両社の持株を合計すると平均でも20%を超えており、200社全般において大株主の地位を占めている。

(2) カストディアンの背後の実質株主は、入手できるデータなどからは、日本銀行やGPIF等が中心になっていると推定される。これらの公的機関が運用会社である機関投資家を通じて直接的、間接的に株式を保有し、大株主になっていると考えられる。

(3) 海外の機関投資家もグローバル・カストディアンを通じて200社の株主になっており、平均すると各社で30%程の株式を保有している。その中でも国際競争力があり、グローバル展開をしている会社の株式を多く保有する傾向が見られる。

(4) 株式が集中しているケースを見ると、政府等5

社、親会社13社、関連会社14社、創業者・同族等21社、投資ファンド9社、財団その他3社となっており、200社の中65社（32.5%）を占めている。他方、株式が分散化して10%以上の大株主がいない会社は135社（67.5%）と約7割に上っている。ただし、これは国内カストディアン2社の株式を分析上は分散化したものと見做すという仮定を置いたことによる。そのようにした理由は、2社の背後にいる実質株主である機関投資家の持分はある程度分散しており、しかもこうした機関の支配性向は低いと考えたからである。

(5) 株式が分散化している会社の中には、安定株主と思われる株主で構成されるタイプが見られた。ただし、そうした会社は200社のうち15%程度である。安定株主がいてもそれが圧倒的という会社は見当たらない²⁷⁾。

(6) 投資ファンドが9社で10%以上の株式を保有しており、「物言う株主」として経営に対する影響力を見ていく必要がある。9社以外にもファンドが大株主になっているケースが多数見られ、会社支配を考える上でも無視できない存在となっている²⁸⁾。

第3章 経営者支配とコーポレート・ガバナンス

1. 経営者の状況

(1) 取締役会の規模と構成

さて第2章では200社の所有状況を分析した。内外の機関投資家による所有が拡大している中で、全体としては株式分散の状況が明らかになった。しかし、それだけで会社支配の全貌が解き明かされたわけではない。所有分析と同時に、経営者分析もまた不可欠になっている。具体的には、取締役会の構成はどうなっており、如何なる属性の人物が代表取締役になっているのか、また最終的に後継の経営者の指名は誰がどうやって行っているのかといった点が問題となる。これらは会社支配のまさに根幹に関わる問題であるが、いまや後継の経営者の育成や経営者選任といった点なども、ガバナンス改革の俎上に上がってきている。経営者をめぐる全体状況はどうなっているのだろうか。

まず取締役会の構成員数を確認しておこう。わが国では取締役とは従業員が目指すべき出世の上位ポスト

として、会社が取締役数を増やしてきた歴史があるが、その後のコーポレート・ガバナンス改革によって取締役数は大幅に削減された。図表3-1は200社の取締役会の人数の分布を示したものである。最も多いのは10~12人の91社（45.5%）、続いて7~9人の64社（32%）、13~15人の31社（15.5%）である。200社の取締役数の平均は10.53人となっている。個別の企業では、取締役数が最も少ないのはキヤノン、ルネサス・エレクトロニクス、ローソンの3社で5人、最も多いのはニプロの18人である。したがって、200社全体としては10人程度で構成される取締役会というのが平均的な姿である。

次は取締役会の構成である。コーポレート・ガバナンス改革では取締役会のスリム化とならんで社外取締役の積極的な導入が推奨された。図表3-2は200社に

図表3-1 取締役会の人数

(社, %)

取締役会人数	社数 (%)
5-6人	9 (4.5)
7-9人	64 (32.0)
10-12人	91 (45.5)
13-15人	31 (15.5)
16-18人	5 (2.5)
計	200 (100)

出所：各社の「有価証券報告書」「コーポレートガバナンス報告書」をもとに自作。

図表3-2 社内取締役と社外取締役の人数

(社, %)

人数	社内取締役	社外取締役
0-2人	7 (3.5)	5 (2.5)
3-4人	47 (23.5)	94 (47.0)
5-6人	85 (42.5)	75 (37.5)
7-8人	47 (23.5)	19 (9.5)
9-10人	13 (6.5)	5 (2.5)
11-12人	1 (0.5)	2 (1.0)
計	200 (100)	200 (100)

出所：同上

おける社内取締役と社外取締役の人数の分布を示したものである。社内取締役に 대해서는, 最も多いのが5~6人で85社(42.5%), 3~4人と7~8人が同数で各47社(27.5%), 9~10人が13社(6.5%)となっている。また社内取締役数の平均は5.7人で, このうち社内取締役が最も少ないのはローソンで1人なのに対し, 最も多いのはニプロで12人となっている。次に, 社外取締役の分布を見ると, 最も多いのが3~4人の94社(47.0%), 5~6人の75社(37.5%), 7~8人の19社(9.5%), 9~10人の13社(6.5%)となっており, 社外取締役数の平均は4.83人である。個別企業では社外取締役が最も少ないのは豊田自動織機, 住友不動産, キヤノン, ローソン, ユニチャームの5社が2人なのに対し, 最も多いのは武田薬品の12人となっている。

社外取締役に 대해서는, 単なる社外取締役ではなく独立社外取締役の選任が求められている²⁹⁾。特にプライム市場では3分の1以上の独立社外取締役を選任するように求められている。200社の社外取締役を見ると, すべての会社で独立社外取締役が選任されていた。そして, 社外取締役3分の1以上という基準もほぼすべての会社がクリアしていた³⁰⁾。なお, 社外取締役の選任比率は会社によって必ずしも一様ではない。社内取締役と社外取締役の数を比べると, 前者の方が後者よりも多い傾向にあるが, 個別に見るとそうでないケースも一定数見られる。社外取締役が取締役会の過半数を超えるものは全部で51社あり, その中には社外取締役が3分の2以上を占めているケースが16社あった³¹⁾。特に社外取締役選任比率が9割を超えているのが東芝で, 社内取締役1人に対し社外取締役10人という異例の構成になっている³²⁾。

さて経営者の監督機能強化という観点からは, 誰が取締役会議長になっているのかも注目されている。取締役会の議長は会社法には規定はなく, またコーポレートガバナンス・コードでも特別な原則はない。図3-3は取締役会議長の属性を示したものである。200社の取締役会議長で最も多かったのが会長で98社(49%), 続いて社長の62社(31%), 社外取締役の29社(14.5%), その他の社内取締役の11社(5.5%)となっている。会長と社長が200社全体の8割を占めており, これは日本企業における従来からの慣例とも言え

図表3-3 取締役会議長の属性
(社, %)

属性	社数 (%)
会長	98 (49)
社長	62 (31)
社外取締役	29 (14.5)
その他取締役	11 (5.5)
計	200 (100)

出所: 同上

る。ところがその一方で, 社外取締役が取締役会議長を務める会社が29社あるのは注目に値する。会社の経営についてよく理解し, 取締役会の議論をリードしていくのが議長の役割だとすると, 社外取締役がこのポストに就くのはかなりハードルが高いことは言うまでもない。また社長などの社内経営者にとっては, 自分の思い通りに議論が進まなくなるのではという危惧もある。ただ, 取締役会によるモニタリング強化が叫ばれており, 今後は社外取締役の議長就任が増えていく可能性もあろう³³⁾。

(2) 経営者の概況

ここからは経営トップに焦点を当てて見ていくことにする。社内取締役として代表権を持っているのは多くの場合, 会長, 社長である。200社の中で会長ポストがあるのは136社(68%)であり, 同じく社長ポストは200社すべてにある³⁴⁾。このうち7社では会長と社長が兼務されており, これを除外すると会長がいるのは129社, 社長がいるのは193社となる。

ところで日本の会社の大きな特徴は, 経営者が従業員出身の「生え抜き」で占められてきたことである。図3-4は会長ならびに社長の属性を示したものである。会長は129人いるが, その中で最も多いのは「生え抜き」で97人(75.2%)である。続いて「創業者・同族等」17人(13.2%), 「派遣」7人(5.4%), 「中途」4人, 「外部」「天下り」各2人(各1.5%)となっている。次に社長は193人いるが, やはり最も多いのは「生え抜き」で155人(80.4%)である。続いて「中途」17人(8.9%), 「創業者・同族等」「派遣」各7人(3.7%), 「外部指名その他」5人(2.6%), 「天下り」1

図表3-4 会長・社長の属性

(人, %)

属性	社長	会長	会長兼社長
生え抜き(社内)	155 (80.4)	97 (75.2)	1 (14.2)
中途(社内)	17 (8.9)	4 (3.1)	0
創業家・同族等	7 (3.7)	17 (13.2)	6 (85.8)
派遣	7 (3.7)	7 (5.4)	0
外部指名その他	5 (2.6)	2 (1.5)	0
天下り	1 (0.6)	2 (1.5)	0
計	193	129	7

出所：同上

人(0.6%)となっている。また会長兼社長は7人いるが、こちらは「創業者・同族等」6人で、「生え抜き」1人となっている。このように従業員として入社し経営トップに就いた「生え抜き」が会長、社長の大多数を占めている。また「創業者・同族等」も一定数いて、会長17人、社長7人、会長兼社長6人となっている³⁵⁾。

2. 指名委員会の設置とその機能

(1) 指名委員会とその普及

では社長などの経営トップを選んでいるのは誰か。これが会社支配の中核となる問いであるが、経営者支配のもとでは、現経営者が次期経営者を選んできた。わが国では戦後、大企業における経営者支配が一般的となり、例えば社長が部下を部屋に呼んで「次の社長は君にやってもらう」と直接自分の後継者を指名するといったことが行われてきた³⁶⁾。ところがそうしたことが容易にできなくなっている現実がある。

まず、アメリカ型と呼べる委員会型の統治機構³⁷⁾が2003年に導入され、取締役会の中に指名委員会の設置が義務づけられた。指名委員会は社外取締役を過半数とするメンバーで構成され、従来のように社長の一存で次期経営者を決めることは不可能である。そもそも後任社長の指名を含む人事権は社長の最大の権力基盤である。そのため、委員会設置型の統治機構は経済界ではまったく支持が広がらず、実際に選択する会社は今でも多くない³⁸⁾。図表3-5は、200社の統治機構別の数を示したものであるが、指名委員会等設置会社

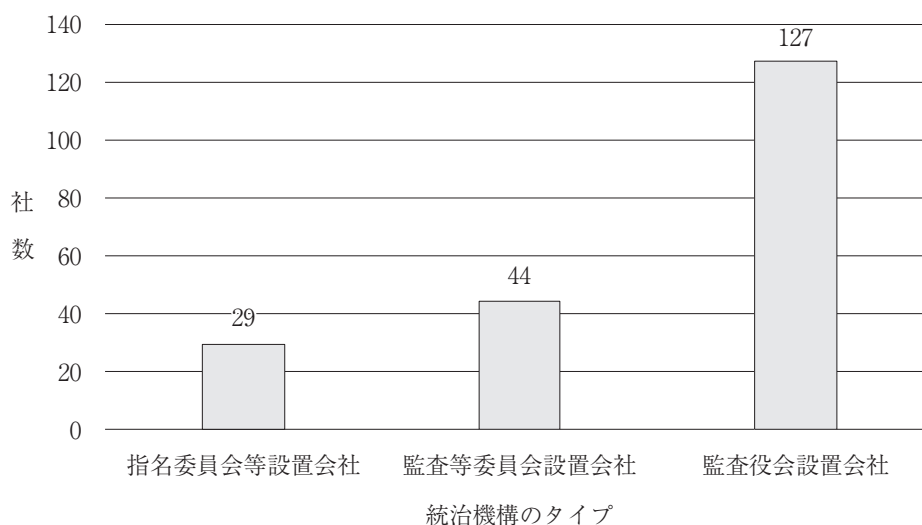
はわずか29社(14.5%)とやはり少ない。この形態を採用している主な会社は日本郵政、ソニーグループ、本田技研工業、日産自動車、東京電力ホールディングス、日立製作所、イオン、関西電力などである。

しかし、その一方で、指名委員会等設置会社以外の残る171社には指名委員会はないのかと言えば実はそうではない。図表3-6は、200社における指名委員会の設置状況を示したものである。会社独自に任意の指名委員会³⁹⁾を設置している会社は162社(81.0%)に上っている。逆に指名委員会を設置していない会社はわずか9社(4.5%)しかない⁴⁰⁾。つまり任意を含めると200社のほぼ全部の会社に指名委員会が設置されているのが現状である。こうなった理由は、2018年改訂のコーポレートガバナンス・コードで、指名委員会の設置が推奨されるようになったからである⁴¹⁾。そのため各社は指名委員会の設置に積極的に動いた。こうなると法定か否かに拘わらず指名委員会があるのが一般的となり、統治機構のタイプの違いはあまり意味をなさなくなるようにも思えるが、はたして実態はどうであろうか。

(2) 指名委員会の構成メンバー

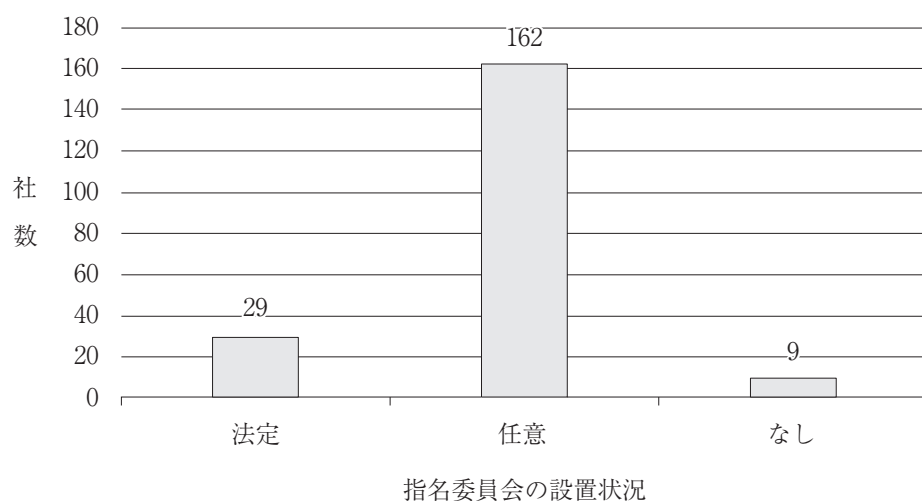
200社のうち実に9割以上の191社に指名委員会が設置されているとなると、問題は誰がこの委員会のメンバーになっているかである。まず法定の指名委員会29社では3名以上の委員で構成され、社外取締役を過半数置くことが定められている。逆にそれ以外は社内取締役ということになるが、ここで注目すべきなのは、

図表 3-5 200社の機関設計



出所：同上

図表 3-6 200社の指名委員会設置状況



出所：同上

29社のうち11社では委員会に社内取締役がメンバーとして入っていない点である。つまり社外取締役のみで構成される指名委員会となっており、社内の取締役は一切関わっていない。したがって、株主総会に諮る取締役人事案は社外取締役のみの委員会で決められる。他方、残る18社では委員として社内取締役が1名以上含まれている。具体的な内訳は、社長が委員になっているのが7社、同じく会長が6社、取締役が3社、社長+取締役（計2名）が1社、取締役会議長が1社となっている。この場合、会長あるいは社長が指名委員会の

委員になることで現経営者の意見を反映させることは可能である。

他方、法定ではなく任意の指名委員会を設置している会社は162社あった。このうち法定の場合にも見られた社外取締役のみで構成される指名委員会は8社あった⁴²⁾。委員全員を社外取締役にする必要は必ずしもないので、これは会社にとってかなり思い切った対応だと言えよう。残る154社の状況に関しては、最も多いのが会長、社長の2名が指名委員になっているケースで59社、続いて社長1名が44社、会長1名18社、

図表3-7 指名委員会の社内委員の属性

社内の委員	社数 (%)
社長	51 (25.5)
社長+副社長 or 取締役	19 (9.5)
会長	24 (12)
会長+取締役	1 (0.5)
会長+社長	59 (29.5)
会長兼社長	4 (2)
取締役	7 (3.5)
取締役会議長	4 (2)
社内なし	19 (9.5)
委員会なし	9 (4.5)
不明	3 (1.5)
	200 (100)

出所：同上

社長+副社長 or 取締役18社、会長兼社長4社となっている。また会長、社長は委員として入らず、取締役会議長あるいは取締役が委員となっているケースが各3社となっている。

以上、法定ならびに任意の指名委員会の状況をまとめたものが図表3-7である。最初から指名委員会を設置していない9社、社内の委員がいない19社、不明3社の計31社を除くと、残る169社の指名委員会にはすべて社内の委員が入っているという結果である。その場合、最も多いのが会長、社長の2名が一緒に委員になっているタイプで59社（29.5%）、続いて社長が単独で委員となっているタイプで51社（25.5%）となっている。

(3) 指名委員会の機能と経営者

指名委員会の役割に関する会社法の規定には「株主総会に提出する取締役（会計参与設置会社にあつては、取締役及び会計参与）の選任及び解任に関する議案の内容を決定する」（第404条）とある。この規定で重要なのは、取締役の選任のための議案は取締役会ではなく、株主総会にそのまま提出されるということである。つまり取締役会を通す必要がない。したがって、この委員会には極めて強大な権限を与えられていると言ってもよいであろう⁴³⁾。これと比較して任意の指名委員会は取締役会の諮問委員会という位置づけであるため、選任案は取締役会に出され、そこでの審議

を経て株主総会に提出される。同じ指名委員会とはいえ両者の権限には大きな違いがある点には留意する必要がある。なお、社長などの代表取締役や代表執行役を選任する権限は取締役会にあり、指名委員会が法定か任意かは関係ない。

では指名委員会の役割・機能とは何であろうか。それは会社の将来を託すだけの秀でたマネジメント能力や経営の構想力を持ち、会社の理念や目的に沿って会社を健全に発展させ、ステークホルダーも含めた社会からの高い評価を得られるような経営者候補を推薦することであろう。これは特別なことではなく、これまで後継の社長を選任する際に意識されてきたことだと思われる。指名委員会を設置してもその点は変わらないはずであるが、これまでと違う点があるとするれば、それは上記のような経営者候補の選任を外部の目を通すことで透明性、公平性、客観性を担保することだと言えよう。そういう意味では社外取締役の役割は重要であるが、間違っただけではないのは社外取締役が人事権を掌握しているわけではない点である。そもそも委員会で審議する候補者を選ぶにあたっては、現経営者による発議が一般的であろう。社内の人材に誰よりも詳しいのが現経営者だからである。そうであれば、社外取締役である委員の役割は、現経営者の推薦やその説明が十分に納得のいくものであり、適切であるかを判断することである。逆に言えば、現経営者の発言力はやはり非常に大きいということである⁴⁴⁾。

上記のような現経営者の発言力を重視する立場に立ったとしても、社内の関係者がまったく入らない指名委員会の場合、はたしてどうなるのであろうか。図表3-8は社外取締役のみの指名委員会を設置している会社とその経営トップの属性を示したものである。任意の指名委員会の場合、取締役会で改めて審議されるが、法定の場合はそのまま株主総会に提案される。それだけに委員会の権限と責任は極めて大きい。そして取締役が決まると、次はその取締役会が経営トップの代表執行役を選任する。つまりCEOを決めるのは取締役会である。何れにしても、現場を知る現経営者の発言はやはり非常に重いと見るべきである。このリストにも載っているソニーグループは2023年2月に社長が交代した。この人事案件を推進したと思わ

図表3-8 社外取締役のみの指名委員会と経営者の属性

指名委員会（法定）	会長	社長	指名委員会（任意）	会長	社長
ソニーグループ	S	S	武田薬品	—	P
関西電力	P	S	出光興産	—	S
三菱地所	S	S	ルネサス・エレクトロニクス	—	C
ブリヂストン	—	E	第一三共	S	S
東芝	—	C	アステラス製薬	S	S
三菱自動車工業	A	S	ヒューリック	H	C
三菱マテリアル	S	S	大日本印刷	E	E
LIXIL	—	P	花王	S	S
エーザイ	—	S			
三越伊勢丹ホールディングス	—	S			
HOYA	—	S			

注1) 武田薬品は社内オブザーバー参加

注2) E = 創業家・同族, S = 生え抜き, C = 社内中途, A = 天下り, H = 派遣, P = 外部指名
出所: 同上

れる当時の会長兼社長・吉田憲一郎氏は、自身が指名委員会で次期社長の人事について議論したと述べている⁴⁵⁾。たとえ社内の委員はいなくても、取締役さらに代表執行役候補者の提案はやはり現経営者（会社）ということになろう。そしてその説明が説得的で妥当なものかを判断するのは社外取締役で固めた委員会というのが実態に近いのではなかろうか。つまり指名委員会の実質的な機能はお墨付きを与えるということである。なお、近年はサクセッションプラン（後継者育成計画）の作成・実行が言われるようになってきている。これがどう機能していくのか今後の動向を見ていく必要がある。

3. 株主提案と経営者支配

現経営者が次期経営者を事実上指名し、その提案を株主総会にかければ正式に決定というのが従来の流れだった。安定株主中心の時代であれば、会社提案の人事案は総会ですんなり通ったであろうが、現在では必ずそうなるとは言えなくなっている。近年は株主提案が多く提起されるようになり、また役員の選任をめぐる波乱も起きている。特に注目を集めたのは、キヤノンの御手洗富士夫会長兼社長兼最高経営責任者（CEO）の株主総会（2023年3月）での役員再任をめ

ぐる投票で、賛成率が50.59%とギリギリだったことである。場合によっては再任されない可能性すらあった。再任反対の理由は、同社の業績などに問題があったからではなく、「取締役の多様性の欠如」すなわち女性の取締役が1人もいない点が問題視されたからである。これを受けて同社は社外取締役として初めて女性を起用することになった。役員選任でやはり同様の対応を受けたのがトヨタの豊田章男会長で、賛成率が84.57%に急落した。その理由は、同社の社外取締役の独立性が問題視されたからである。図表3-9は2023年の株主総会におけるトップの選任状況を示したものである。様々な理由によって、いずれも賛成率を落としていることが分かる。

こうした株主の投票には議決権助言会社の推奨が大きく影響する。機関投資家が個別企業の状況を精査してどう投票するか決めることはコストや人材の面から困難だからである。しかし、今回の役員選任をめぐる事例は、経営者としての個人の資質などを問題にしているわけではないことも確かである。ISSやグラスルイスの助言基準に合致しない場合は、反対推奨が出る。それは逆に言えば、助言基準に引っかからないようにそれなりにうまく形式を整えれば賛成票をもらえするという理解にもなる。それでは形式主義の弊害も出

図表3-9 トップの選任状況

賛成率が低かったトップ選任		
資本効 率	OKI	56.2% (86.02%)
	フジ・メディアHD	56.61 (71.25)
	住友大阪セメント	60.28 (93.72)
	京セラ	64.8 (81.12)
	凸版印刷	65.37 (81.72)
経営体 制	ダイヘン	57.75 (97.54)
	三井E&S	70.39 (91.76)
	日本航空電子工業	71.02 (88.35)
	加賀電子	79.38 (95.59)
不祥 事	スズケン	58.83 (80.7)
	大成建設	65.96 (86.03)
	関西電力	66.2 (85)
	中部電力	69.7 (96.2)
株主提案では可決も		
取締 役選 任	東洋建設	9人中7人可決
	フジテック	12.66~13.45で否決
株主 選 元	NCHD	一部可決
	極東開発工業	24.41で否決
	文化シャッター	21.47で否決

(注) トップ選任は社長または会長
数字は賛成率。カッコ内は前回選任時

出所：「日本経済新聞」2023年6月30日付

てこようが、何れにしろ株主総会の現状は、株主が積極的に経営者を選ぶ、株主が経営者を辞めさせるというのとは次元の異なるものだと言ってよかろう。

では最後に、経営者支配はどうなったかであるが、所有分析、経営者分析を重ねて見た結論としては、株式分散型の会社は基本的に経営者支配であると考えられる。役員選任においては依然として経営者（会社側）が力を持っていると考えるからである⁴⁶⁾。しかし、これは必ずしも株式分散型だけの話ではなく、今回の分類で所有の集中した事例として挙げた投資ファンドや（創業者自身ではない）同族の場合も、保有比率が10%を超えただけでは影響力はあったとしても即所有者支配とはならないであろう。むしろ経営者にとって脅威なのは、大株主以外の株主の支持が得られなく

なった場合である。株主総会での経営者選任の賛成率の低下はそれを示している。つまり従来のような安定株主構造のもとでの盤石な経営者支配とは異なり、機関投資家をはじめとする株主の動向や要求を大なり小なり意識せざるを得ない状況にあることは確かである。そういう意味では、現状は制約付きの「経営者支配」と呼んだ方がよかろう。またアクティビスト等の株主の活動も活発になっており、提案内容によっては他の株主も賛成にまわるケースもある。大企業の「所有と支配」がどうなっていくのか、今後も注目していく必要がある。

むすび

会社支配論はこれまで、大企業の「所有と支配」の状況がどうなっているのかを実証分析をまじえて明らかにしてきたが、本稿は、内外の機関投資家を中心とする株式所有構造の中で、わが国大企業の「所有と支配」の現状がどうなっているのかを明らかにしようとした。これまでの経営者支配は過去のものとなったのか否か、これが本稿で問おうとした点である。

結論から言えば、経営者支配から所有者支配へではなく、経営者支配の継続ということになる。しかし、従来のように安定株主構造のもとでのそれではなく、内外の機関投資家が中心となった中での経営者支配は株主の存在を意識しないでは済まされない。したがって、制約付きの「経営者支配」ということになる。また個別企業においては株主構成が変わってくることで経営者の権力が揺らぐことも十分考えられる。

こうした現状が今後どう変化していくのか、継続した調査が求められよう。

この論文は、令和3年度専修大学中期研究員の研究成果である。

《調査対象200社のデータ》

	会社名	筆頭株主 (%)	10大株主 (%)	外国人株主 (%)	所有タイプ
1	日本郵政	36.28	58.34	18.69	政府
2	トヨタ自動車	14.05	50.06	18.15	A③
3	ソフトバンクグループ	29.16	63.39	23.64	同族
4	ソニーグループ	19.01	46.31	57.54	B③
5	日本電信電話	34.25	58.81	20.41	政府
6	ホンダ	15.61	42.78	38.82	B②
7	三菱商事	15.03	42.66	29.74	B②
8	楽天グループ	14.24	61.27	24.04	同族
9	日産自動車	43.7	64.3	62.32	関連会社
10	三井物産	16.25	40.4	32.41	B②
11	ソフトバンク	40.47	60.53	16.34	親会社
12	武田薬品	16.76	39.72	38.07	B②
13	東京電力ホールディングス	54.74	69.06	26.37	政府
14	伊藤忠商事	16.25	44.36	36.7	B③
15	日立製作所	18.2	41.7	46.21	B②
16	イオン	13.57	34.3	12.7	A③
17	KDDI	16.06	59.41	26.36	財・他
18	セブン&アイホールディングス	13.76	43.55	33.06	同族
19	住友商事	16.45	39.7	32.68	B②
20	ENEOS	18.32	34.87	27.13	B①
21	日本製鉄	15.0	30.4	23.72	A①
22	東海旅客鉄道	11.87	37.04	23.36	A③
23	東日本旅客鉄道	13.32	34.7	27.65	A②
24	三井不動産	17.53	37.25	48.27	B②
25	関西電力	13.08	41.08	19.91	A③
26	Zホールディングス	64.5	79.21	19.7	親会社
27	パナソニック・ホールディングス	16.66	39.6	33.45	A①
28	丸紅	15.86	40.89	35.25	B②
29	豊田自動織機	24.67	62.72	21.9	関連会社
30	デンソー	24.16	62.81	20.15	関連会社
31	三菱地所	16.25	37.03	43.66	A①
32	日本たばこ産業	37.58	59.55	12.1	政府
33	中部電力	15.17	39.37	23.99	A②
34	豊田通商	21.69	61.12	18.5	関連会社
35	住友不動産	15.05	35.08	22.05	A①
36	INPEX	21.19	54.73	29.9	政府
37	NTT データ	57.73	82.22	12.94	親会社
38	大和ハウス工業	16.74	38.39	28.81	A①
39	三菱ケミカルグループ	15.75	46.87	31.23	投資 F
40	九州電力	15.72	37.0	15.67	A②
41	三菱電機	15.73	39.79	42.45	B②
42	JFEホールディングス	14.99	36.2	23.52	A②
43	三菱重工業	15.94	34.0	30.84	B①
44	東北電力	14.01	33.61	16.86	A②
45	キヤノン	17.2	38.22	17.69	A①
46	ブリヂストン	15.15	47.64	25.55	同族
47	小松製作所	17.2	41.53	40.48	A①
48	出光興産	13.07	50.92	29.23	同族
49	アサヒグループ	17.66	38.89	35.44	A②
50	クボタ	16.23	44.16	37.74	A③
51	信越化学工業	18.42	48.16	44.86	B②
52	スズキ	17.31	46.3	35.53	A③
53	ダイキン工業	19.57	42.61	39.74	A①
54	住友化学	14.94	37.97	26.51	A②
55	アイシン	24.8	61.83	12.87	関連会社
56	富士フイルムホールディングス	19.27	40.95	35.66	A①
57	京セラ	22.51	49.13	32.54	A②
58	中国電力	11.46	35.88	11.55	A②
59	住友電気工業	16.62	41.23	33.67	A①
60	日本電気	17.52	40.92	37.13	A①
61	SUBARU	20.02	49.97	32.15	関連会社
62	日本郵船	15.93	31.93	23.32	A①
63	電通グループ	20.2	49.68	23.93	A③
64	西日本旅客鉄道	16.11	33.31	26.64	A①
65	東京瓦斯	16.35	40.65	35.56	A②
66	商船三井	10.76	25.51	19.6	A①

	会社名	筆頭株主 (%)	10大株主 (%)	外国人株主 (%)	所有タイプ
67	東芝	11.1	36.01	49.45	B③
68	旭化成	15.49	38.44	33.64	A②
69	ANAホールディングス	13.21	22.06	7.87	A①
70	電源開発	12.08	36.46	25.44	A②
71	富士通	17.73	47.3	50.36	B②
72	マツダ	15.55	35.67	41.87	A①
73	東レ	15.95	39.78	28.79	A②
74	ファーストリテイリング	22.42	81.97	18.75	同族
75	TDK	28.43	53.6	38.78	B①
76	大塚ホールディングス	13.47	43.83	21.1	同族
77	いすゞ自動車	14.03	48.04	32.12	A③
78	積水ハウス	17	40.58	31.97	A②
79	神戸製鋼所	15.85	32.69	24.41	A①
80	村田製作所	17.3	40.1	36.7	A②
81	ニデック (日本電産)	14.7	47.56	28.04	同族
82	阪急阪神ホールディングス	15.29	31.24	21.74	A①
83	任天堂	17.05	47.33	45.98	B③
84	大阪瓦斯	16.19	38.4	29.85	A②
85	AGC	14.27	40.1	20.99	A②
86	ルネサス・エレクトロニクス	12.43	52.94	39.64	A③
87	リクルートホールディングス	17.69	41.96	38.78	A①
88	鹿島建設	15.91	37.56	23.55	A②
89	東急不動産ホールディングス	15.9	50.21	25.9	関連会社
90	住友金属鉱山	16.59	36.6	34.51	A②
91	双日	14.91	41.13	31.91	A①
92	キーエンス	15.07	53.27	47.66	同族
93	東急	14.67	39.92	18.3	A③
94	大林組	16.44	43.41	35.86	A①
95	キリンホールディングス	17.61	39.86	26.62	A①
96	日本航空	15.97	27.14	17.45	A①
97	第一三共	17.6	49.72	43.81	B③
98	川崎重工業	14.92	39.11	25.7	A②
99	アステラス製薬	22.55	42.72	43.28	B①
100	清水建設	14.79	46.54	21.1	同族
101	日本ペイントホールディングス	55.05	79.08	79.69	親会社
102	近鉄グループホールディングス	13.9	28.3	19.5	A①
103	ヒューリック	8.02	48.04	15.49	A③
104	東京エレクトロン	27.01	53.17	39.7	B①
105	王子ホールディングス	14.9	40.5	23.53	A②
106	ローソン	50.11	71.76	16.5	親会社
107	凸版印刷	15.35	39.33	26.13	A③
108	三菱自動車工業	34.01	67.17	12.98	関連会社
109	ヤマハ発動機	18.81	47.22	30.53	A③
110	日本酸素ホールディングス	50.59	71.54	17.28	親会社
111	リコー	18.19	47.1	42.39	投資 F
112	コスモエネルギーホールディングス	12.92	49.93	22.29	投資 F
113	野村不動産ホールディングス	36.49	63.07	28.05	関連会社
114	レゾナックホールディングス	15.51	40.61	33.17	B②
115	北海道電力	13.04	36.92	16.64	A③
116	NIPPON EXPRESSホールディングス	16.7	46.8	26.1	A③
117	三井化学	17.89	39.9	30.69	A②
118	川崎汽船	12.92	57.52	49.14	投資 F
119	大成建設	16.61	40.2	30.73	A①
120	セコム	22.55	46.53	41.46	B②
121	IHI	14.45	35.9	28.99	A②
122	SMC	17.82	51.15	51.07	B③
123	三菱マテリアル	16.04	46.77	37.16	投資 F
124	ファナック	24.12	48.26	49.77	B②
125	中外製薬	61.13	79.53	74.85	親会社
126	LIXIL	16.69	48.52	44.6	投資 F
127	大日本印刷	18.33	41.63	27.39	B①

	会社名	筆頭株主 (%)	10大株主 (%)	外国人株主 (%)	所有タイプ
128	北陸電力	10.99	36.22	9.84	A③
129	サントリー食品インターナショナル	59.48	76.57	19.98	親会社
130	シャープ	22.32	73.76	71.88	親会社
131	飯田グループホールディングス	18.77	63.63	22.29	同族
132	東武鉄道	15.62	33.67	21.57	A①
133	花王	19.07	39.94	34.8	A①
134	東京建物	17.44	43.76	33.73	A②
135	メディバルホールディングス	13.78	41.59	37.1	投資F
136	光通信	29.61	70.8	19.84	同族
137	日本製紙	13.77	36.48	16.87	A②
138	日立建機	26	78.19	15.2	関連会社
139	四国電力	11.01	37.37	14.31	A③
140	テルモ	22.5	49.9	33.8	A②
141	西武ホールディングス	15.83	44.6	18.44	財・他
142	イオンモール	58.16	71.93	8.8	親会社
143	GMO インターネット	33.47	71.16	31.77	同族
144	住友林業	12.17	35.99	20.57	A③
145	味の素	18.93	49.62	30.65	A②
146	オリンパス	20.68	49.56	51.15	B②
147	ジェイテクト	22.52	63.72	14.62	関連会社
148	コニカミノルタ	17.13	39.58	24.1	A②
149	パンパシフィック・インターナショナル	22.48	62.26	57.24	同族
150	フジメディアホールディングス	11.17	40.9	16.0	A③
151	日野自動車	50.14	67.98	17.1	親会社
152	セイコーエプソン	23.52	49.96	20.36	A③
153	アルフレッサホールディングス	14.06	40.53	36.55	投資F
154	塩野義製薬	19.33	48.15	32.53	A②
155	資生堂	20.02	39.64	43.52	B①
156	ミネベアミツミ	17.6	47.66	37.22	A③
157	小田急電鉄	13.46	38.48	16.29	A③
158	ヤマダホールディングス	16.28	44.33	13.04	同族
159	太平洋セメント	17.37	41.76	38.02	B②
160	エーザイ	19.31	51.07	33.32	B②
161	DIC	14.18	50.81	23.69	同族
162	帝人	17.11	41.46	34.17	A①
163	日本精工	14.98	46.12	18.89	A①
164	名古屋鉄道	14.19	28.79	15.53	B①
165	積水化学工業	14.84	38.15	38.27	A②
166	住友ゴム工業	28.85	60.22	28.84	関連会社
167	クラレ	18.27	42.77	17.69	A②
168	三越伊勢丹ホールディングス	17.34	38.58	16.16	A②
169	オリエンタルランド	22.15	52.94	14.6	関連会社
170	長谷工コーポレーション	19.15	61.12	36.72	投資F
171	東ソー	16.27	38.89	28.04	A②
172	富士電機	18.62	46.08	34.22	B①
173	高島屋	17.63	38.19	14.44	A②
174	東洋製罐グループホールディングス	13.64	50.23	23.56	A③
175	阪和興業	12.74	40.59	28.53	A②
176	日東電工	27.88	51.2	38.87	B②
177	横浜ゴム	16.5	53.56	16.01	A③
178	住友重機械工業	16.28	48.05	42.24	B③
179	スズケン	12.21	40.8	36.62	同族
180	明治ホールディングス	15.4	35.69	23.77	A②
181	住友ファーマ	51.76	75.5	10.97	親会社
182	ニトリホールディングス	18.34	56.06	30.45	同族
183	ローム	15.82	43.67	41.94	同族
184	J. フロントリテイリング	17.42	39.44	19.11	A②
185	ヤマトホールディングス	16.3	49.41	24.74	A③
186	マキタ	16.79	41.11	35.9	A②
187	エアウォーター	13.89	40.4	24.91	A③
188	TBSホールディングス	8.29	38.77	15.64	A③
189	大東建託	14.96	44.31	47.14	B②

	会社名	筆頭株主 (%)	10大株主 (%)	外国人株主 (%)	所有タイプ
190	レンゴー	12.66	42.02	25.41	A②
191	ニコン	19.6	42.5	32.93	A②
192	ユニチャーム	26.12	58.01	30.79	同族
193	ネクソン	29.4	81.5	78.2	親会社
194	日本テレビホールディングス	14.45	53.96	19.09	関連会社
195	オープンハウスグループ	31.73	66.29	34.72	同族
196	三菱瓦斯化学	14.95	40.66	23.01	A③
197	日本碍子	17.36	47.86	24.38	A③
198	HOYA	20.31	40.75	56.54	B②
199	ニプロ	13.21	39.45	14.47	A③
200	博報堂DYホールディングス	19.24	50.88	16.92	財・他

出所：各社「有価証券報告書」を基に自作

注1) 所有タイプ：創業者・同族など=同族、投資ファンド=投資F、財団・その他=財・他と略記
 分散A（事業会社、金融機関等の合計）10%未満=A①、10~15%=A②、15%以上=A③
 分散B（外国人、海外ファンド等の合計）10%未満=B①、10~15%=B②、15%以上=B③
 ただし、分散型A、Bの持株比率には国内カストディアン2社の保有分は含まれない。

注2) 外国人は個人を除く外国法人等

注

- 1) 近年実施された研究として谷川 (2016) がある。
- 2) わが国における実証研究の分析手法の系譜や特徴、調査結果などについては、勝部 (2004) を参照。
- 3) 三戸 (1983) では、株式分散で **dominant** な株主がないタイプ (「支配的所有主体なし」と、企業集団等の同一グループを中心とした複数の会社が株主になっているタイプ (「複数会社所有」) が、いずれも経営者支配であることを論証している。
- 4) 日本マスタートラスト信託銀行は2000年に日本初の資産管理専門銀行として設立され、現在、三菱フィナンシャルグループのメンバー企業である。株主は三菱 UFJ 信託銀行 (持株比率46.5%, 以下同じ)、日本生命 (33.5%), 明治安田生命 (10.0%), 農中信託銀行 (10.0%) である。日本トラスティー信託銀行は2000年、資産管理信託銀行は2001年に設立された同じく資産管理専門銀行であるが、2020年に経営統合して日本カストディ銀行となった。株主は三井住友トラス・ホールディングス (33.3%), みずほフィナンシャルグループ (27.0%), りそな銀行 (16.7%), 第一生命 (8.0%), 朝日生命保険 (5.0%), 明治安田生命 (4.5%), かんぽ生命 (3.5%), 富国生命 (2.0%) である。
- 5) 三戸・池内・渡辺 (2001) を参照。
- 6) 8割もの株式を外国人が保有している理由は、同社がシンガポールの塗料大手ウットラムの傘下に入っており、親会社である Nipsea インターナショナル (ウットラム傘下) が55.5%と過半数の株式を保有しているからである。加えて、同社の10大株主には海外ファンドや海外カストディアンが5社名前を連ねている。
- 7) 菊地 (2022), 第1章, 第2章を参照。
- 8) 会社にとっては株主総会を円滑に進めるために、自社がどのような株主構成になっているかを事前に知ることは必須である。そのため、専門の調査会社に実質株主判明調査を依頼し、株主名, 保有株式数, 保有目的などのデータを集めている。
- 9) GPIF は2020年度末に日本マスタートラスト信託銀行 (時価総額71兆円, 以下同じ), 日本カストディ銀行 (81兆円), ステートストリート信託銀行 (31兆円) の3行に資産管理を委託していたが、2022年度末には日本カストディ銀行には一切委託されておらず、日本マスタートラスト信託銀行 (166兆円), ステートストリート信託銀行 (33兆円) の2行のみとなっている (GPIF「業務概況書」各年度版)。理由は明らかになっていないが、日本カストディ銀行から資金は引き上げられ日本マスタートラスト信託銀行にすべて移されたと考えられる。
- 10) GPIF の投資スキームに関しては、勝部 (2021) を参照。
- 11) GPIF の投資先は「保有全銘柄について (2022年度末)」 ([unyoujoukyou_2022_15.xlsx \(live.com\)](https://www.unyoujoukyou_2022_15.xlsx)) に開示されており、ここに掲載されている2312銘柄の投資先企業の株式保有数を、当該企業の発行済み株式総数 (自社株は除外) で除すと、GPIF の保有比率を算出できる。
- 12) GPIF に加えて日本銀行, 共済 (国家公務員共済, 地方公務員共済, 私学共済), ゆうちょ銀行, かんぽ生命保険の5つは豊富な資金を運用しているため、「5頭のクジラ」と呼ばれることがある。「イミダス」(時事用語辞典) <https://imidas.jp/genre/detail/A-102-0245.html> 言うまでもなく、これら「クジラ」の豊富な資金は株式市場等で運用されている。
- 13) 「“日銀が大株主”の企業ランキング!」「週刊ダイヤモンド」2023年5月27日号
- 14) 金融庁は「『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版ステュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」を策定しており、信託銀行等6社, 投信・投資顧問会社等206社, 生保・損保24社, 年金基金等82社, その他11社の計329社が本コードの受け入れを表明している (2023年9月30日現在)。
- 15) GPIF や日銀の株式投資は、TOPIX (約2,160銘柄で構成) などの株式指数に連動したパッシブ運用が中心となっている。いまや国内の株式ファンドの約7割がパッシブ運用だといわれる。このパッシブ運用は指数の銘柄すべてを購入し、個別に銘柄を売却したりしないため、企業に圧力をかけられない。しかも国内のアセットマネジャーの8割は「対話」の対象を20社以下に絞っているため、例えば TOPIX 銘柄で実際に「対話」が行われているのは全体の1%程度だという。そのため、国内機関投資家は実は「物言わぬ株主」になっていると指摘されている。「日本経済新聞」2023年3月1日付参照。また「『アクティブ天国』の日本 (大機小機)」 「日本経済新聞」2023年11月14日付も参照。なお、「ステュワードシップ・コード」(2020年) は、機関投資家はパッシブ運用を行う際、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきことを謳っている。村澤 (2021, P179) を参照。
- 16) 議決権助言会社の ISS とグラスルイスは、それぞれ助言基準を公表している。<https://www.issgovernance.com/file/policy/active/asiapacific/Japan-Voting-Guidelines-Japanese.pdf>, 日本-Voting-Guidelines-Japan-in-Japanese-2023.pdf ([glasslewis.com](https://www.glasslewis.com)) を参照。

- 17) 金融商品取引所に上場している法人が発行する株式等を5%以上保有する大量保有者は、報告義務発生日から5日以内に「大量保有報告書」を内閣総理大臣に提出しなければならないとする制度で、1990年に開始された。また、保有株式が1%以上増減した場合は「変更報告書」も提出する義務がある。現在、金融庁の「EDINET」で公開されており、誰でも最新の情報を随時閲覧することが可能である。
- 18) 欧州では株主が権利を行使するなら名乗り出なければならない、応じなければ罰則があるという。それに対して日本の大量保有報告制度は情報の開示が十分ではなく、実質株主を把握しやすくする株主の「見える化」が求められている。そしてより根本的には、「株主は何ものか」の議論が必要であることが指摘されている。「『株主は何ものか』広く検討を(大機小機)」「日本経済新聞」2023年5月9日付参照。
- 19) 三戸他、前掲論文を参照。
- 20) INPEXの株式は2005年に石油公団が解散した際に保有していたものを経産大臣が承継したもので、普通株式(21.19%)と甲種類株式を経産大臣が保有している(同社「統合報告書2022」https://www.inpex.co.jp/ir/library/pdf/integrated_report/inpex_integratedreport202212.pdf)を参照。
- 21) 図表では筆頭株主の持株比率のみを表示しているが、例えば、トヨタの関連会社の場合、トヨタ自動車だけでなく同じグループ会社が株主に名前を連ねており、それを一緒にカウントするとアイシン(37.29%)、豊田自動織機(32.89%)、デンソー(42.07%)、ジェイテクト(31.9%)となる。同じく読売新聞グループ本社は、読売テレビ放送(6.57%)、読売新聞東京本社(6.11%)、よみうりランド(2.0%)を併せると日本テレビホールディングスに対して27.2%の株式を保有している。なお、トヨタ自動車はグループ会社の政策保有株式の売却に動き出している。今後、持合い株式の縮減が進む見通しである。「日本経済新聞」2023年11月30日付参照。
- 22) 日産自動車はフランスのルノーが43.7%を保有し提携関係にあったが、2023年7月にルノーとの資本関係を見直すことに合意し、今後は両社が15%ずつ対等に出資することになった。
- 23) コスモエネルギーホールディングスとシティインデックスの村上世彰氏との対立は長期化し、2023年6月の株主総会では、村上氏側の議決権を除くMOM(マジョリティーオブマイノリティー)で買収防衛策導入の是非が問われた。村上氏側は株式のさらなる買い増しを示唆していたが、岩谷産業が村上氏側からコスモHD株を買い取るようになった。「日本経済新聞」2023年12月2日付参照。
- 24) 川崎汽船は2019年に、筆頭株主として約40%の株式を保有するエフィッシモ・キャピタル・マネジメントから社外取締役を迎え入れた。
- 25) 上田(2016)の実証分析では、証券会社を「安定株主」や「機関投資家」として分類した銀行などとは区別し、「その他」に入れている。本分析では、銀行、証券などの区別は行っていない。
- 26) 日本ゼオンと日本電気硝子の両社は持株比率が10%を若干超えているが、このグループに分類した。
- 27) 安定株主がどの程度いるのかを尋ねた調査(会社側が回答)では、資本金規模が大きくなるにつれ、安定株主比率は低くなる傾向にあり、規模の大きな会社は株式も分散し、機関投資家の比率も高くなると指摘されている。この調査によると、資本金1,000億円以上の会社では安定株主比率は10-20%が29.6%と最も多く、次が20-30%で18.5%となっている。「商事法務」(2022)を参照。
- 28) 例えば、アクティビストのシルチェスターは、同族所有のスズケンで11.4%、株式分散(A③に該当)のフジメディアホールディングスで12.15%の株式を保有している。ベイリー・ギフォード・アンド・カンパニーは、同族所有のGMOインターネットで14.03%を保有している。いずれも10%を超えているが、他に主要な株主がいるため図表2-12には入っていない。また10%を超えてはいないが、大量保有報告書に基づき有価証券報告書に名前が掲載されているものだけでも37社に上る。
- 29) 上場規程の企業行動規範の「遵守すべき事項」では、上場会社は、社外取締役を1名以上確保しなければならない(上場規程第437条の2)。また、コーポレートガバナンス・コード(原則4-8)では、プライム市場上場会社においては少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を、その他の市場区分の上場会社においては少なくとも2名以上を選任すべきであるとしているが、これは義務ではなく、達成できない場合は「説明」が求められる。(https://faq.jp.co.jp/disclo/tse/web/knowledge7800.html)
- 30) 200社のうち住友不動産と光通信の2社は社外取締役が3分の1に達していない。その理由について、前者は「当社の経営は、後進のために常に成長の種を蒔く強い意志を連綿と受け継ぐ、社内出身者を中心に担われ続けるべきであると考え」しており、そうすることで「従業員はいずれ経営に参画するという高いモチベーションを維持しうる」とコーポレートガバナンス報告書で「説明」(Explain)している。後者は「取締役10名中、独立社外取締役3名という取締役構成であり、各独立社外取締役の資質やバランスを前提として、会社

の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に寄与する役割と責務を十分に果たせる体制である」と「説明」している。

- 31) 社外取締役の比率が3分の2超の会社は以下の通りである。日本郵政、ソニーグループ、武田薬品、日立製作所、ブリヂストン、東京瓦斯、東芝、ルネサス・エレクトロニクス、日本ペイントホールディングス、三菱自動車工業、LIXIL、シャープ、オリンパス、塩野義製薬、三越伊勢丹ホールディングス、HOYA。いずれの会社もすべて独立社外取締役であるが、三菱自動車とシャープは全員が独立社外取締役ではなく、前者は社外取締役11人中5人、後者は5人中4人である。
- 32) 東芝は2015年の不正会計発覚以降経営再建を目指してきたが、「物言う株主」との対立などもあり、日本産業パートナーズ (JIP) が中心となった TOB が成立し、2023年12月に上場廃止となることが決まった。
- 33) 社外取締役の取締役会議長選任については、河谷 (2022) を参照。
- 34) エーザイと HOYA は社長職を置いておらず、代表執行役・CEO という肩書きになっているが、ここでは他社と同じく社長としてカウントした。
- 35) 経営者自身は創業者や大株主ではなくても、創業者の一族であるケースは「創業者・同族等」に含めている。例えば、トヨタ自動車の豊田章男会長は創業者の孫ということでここに入る。
- 36) これまで社長、会長などを歴任した経営者の人たちが執筆した「私の履歴書」を読むと、かつて社長職を言い渡されたときの様子が率直に語られている。例えば、第一三共・元社長の中山譲治氏 (「日本経済新聞」2023年6月18日付)、野村ホールディングス・元社長の古賀信行氏 (「日本経済新聞」2023年1月23日付)、東京エレクトロン・元社長の東哲郎氏 (「日本経済新聞」2021年4月17日付) を参照。正式に決まるのは株主総会であるが、現経営者が次期経営者を選任しているのである。
- 37) この統治機構は委員会等設置会社と呼ばれたが、2005年の会社法で委員会設置会社となり、さらに2015年の改正会社法で現在の指名委員会等設置会社に変更された。
- 38) 2023年8月1日現在、指名委員会等設置会社は東証プライム市場77社、東証スタンダード市場11社、東証グロース市場3社の計91となっており、長く60、70社台だった採用社数はこの数年、若干ではあるが上昇傾向にある。日本経営者協会調べ (<https://www.jacd.jp/news/iinkaiseicchi.pdf>)
- 39) 委員会の名称は指名委員会で統一されているわけではなく、「人事諮問委員会」「指名諮問委員会」「役員人事委員会」

「役員指名協議会」「取締役・監査役選任審査委員会」「企業統治委員会」など多様である。また報酬委員会と一体となっているものもあり、その場合、「指名・報酬諮問委員会」「人事報酬諮問委員会」といった名称が用いられている。

- 40) 指名委員会を置いていないのは楽天グループ、住友不動産、NTT データ、飯田産業ホールディングス、光通信、ヤマダホールディングス、ネクソン、日本テレビホールディングス、ニプロである。指名委員会を設置していない「説明」(explain) としては、独立取締役が過半数を占める取締役会で適切な関与・助言を受けている、といった点が挙げられている (各社の「コーポレートガバナンス報告書」を参照)。
- 41) コーポレートガバナンス・コード (2018年改定) の補充原則4-10①には、「上場会社が監査役会設置会社または監査等委員会設置会社であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合には、経営陣幹部・取締役の指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の指名委員会・報酬委員会など、独立した諮問委員会を設置することにより、指名・報酬などの特に重要な事項に関する検討に当たり独立社外取締役の適切な関与・助言を得るべきである」とされており、「実施」(comply) の場合には任意の委員会を設置しなければならない。
- 42) 社外取締役のみの指名委員会 (任意) を設置しているのは武田薬品、出光興産、ルネサス・エレクトロニクス、第一三共、アステラス製薬、ヒューリック、大日本印刷、花王の8社である。なお、武田薬品は社内の委員はいないが、オブザーバー参加をしている。
- 43) 日本企業のガバナンスに関して積極的に発言してきた宮内義彦氏は、ボード (取締役会) より上の「スーパー委員会」があるということ自体、間違った制度設計になっていると厳しく批判している。宮内他 (2022, P43)。
- 44) 経営者選任については中村 (2027) 第6章IIを参照。
- 45) 吉田会長兼社長 (当時) は「今回の人事について最初に指名委員会と議論したのは2022年7月だった。私が十時氏の強みとして挙げたのは、成長に対する強い意志だった。経営者として重要な資質だと思っている。十時氏が社長にふさわしいと指名委、取締役会で何度か議論してきた」と記者会見で述べている。「日本経済新聞」2023年2月8日付。
- 46) 同じく経営者支配を主張するものとして柴田 (2020) がある。経営者は権力を維持するために選任の権限を手放さず、実務的にも社外の人間が経営者を選ぶのは困難だという2点を挙げた上で、社外取締役が経営者選任に関わるという形式を持ちつつ、内部経営者がリードするというやり方が行

われていると指摘する。社外取締役を通して間接的に株主の意向が取り入れられているという仕組みが整っていることが重要であり、実際に株主が経営者の選任に権力を持っているわけではないと述べている（同書 P163）。

参考文献

- 上田亮子（2016）『安定株主の分析－過去10年間の推移とコーポレート・ガバナンス上の問題』別冊商事法務 No.412
- 勝部伸夫（2004）『コーポレート・ガバナンス論序説－会社支配論からコーポレート・ガバナンス論へ』文眞堂
- 勝部伸夫（2021）「わが国における機関所有の変遷とその意義」『経済系』（関東学院大学）第282集
- 河谷善夫（2022）「社外取締役をどう活かすか（2）～社外取締役の取締役会議長選任について～」『ビジネス環境レポート』（第一生命経済研究所）
<https://www.dlri.co.jp/files/ld/205867.pdf>
- 菊地正俊（2022）『日本株を動かす外国人投資家の思考法と投資戦略』日本実業出版社
- 柴田努（2020）『企業支配の政治経済学－経営者支配の構造変化と株主配分』日本経済評論社
- 谷川寿郎（2016）「日本の株式会社における所有と支配についての再考－日本の非金融産業会社総資産上位200社の実証調査を中心として」『立教 DBA ジャーナル』第7号
- 中村直人（2017）『コーポレートガバナンスハンドブック』商事法務
- 三戸浩（1983）『日本大企業の所有構造』文眞堂
- 三戸浩，池内秀己，渡辺英二（2001）「日本的所有構造は崩壊するか？－非金融産業会社上位200社・1996年調査」『経営学論集』（九州産業大学）第12巻第2号
- 宮内義彦・八田進二（2022）『体験的ガバナンス論－健全なガバナンスが組織を強くする』同文館出版
- 村澤竜一（2021）『機関投資家のエンゲージメント－協調型コーポレートガバナンスの探求』中央経済社
- 「キャノン御手洗氏が『あわや取締役を退任』の衝撃」『東洋経済 ON-LINE』2023年4月21日
<https://toyokeizai.net/articles/-/666776>
- 「2022年度版株主総会白書」『商事法務』No.2312（2022.12.5）