

【論 文】

株式持ち合いはコーポレートガバナンスの 旧弊なのか

—— 金融経済優先の仕組みの是正に着目して ——

原 丈人*・猪熊 浩子**

要 旨

本稿は、日本における株式持ち合いの機能と変遷を再評価し、近年のコーポレートガバナンス改革が投資家主導の市場原理に偏り過ぎていないかを問い直すものである。1950年代以降、日本では企業間での株式持ち合いが企業グループの安定性を支え、研究開発の継続や長期的な取引関係の構築を可能にし、従業員を含む多様なステークホルダーに配慮した経営を実現してきた。しかしながら、近年、コーポレートガバナンス・コードの下で株式持ち合いの見直しが進んでいる。

本稿では、株式持ち合いが「旧弊」とされ一律に否定されるメディア報道の偏向と、そもそもの現コーポレートガバナンス・コードの金融経済優先の制定理念に疑問を呈し、多くの文献が肯定的に評価してきた長所——安定株主による中長期的視点の経営支援、リスクシェアリング、継続的な事業提携の促進、経営者の規律形成への寄与——を再確認している。また、持ち合い解消後の株式の受け皿として、ヘッジファンドや海外アクティビストの影響力増大が懸念され、日本型経営の根幹である「顔の見える株主」との信頼関係が失われつつある現状も指摘する。以上を踏まえて株式持ち合いの再評価と現代的意義の見直しの視点を示した。

1. 問題の所在

1-1. 現状の把握：コーポレートガバナンス・コードと政策保有株式の保有縮減要請

近年、日本のコーポレートガバナンス改革の

一環で、金融庁と東京証券取引所（以後：東証）の共同でコーポレートガバナンス（以後：企業ガバナンス）に関する二つのコードを公表している。一つ目のコードは「日本版スチュワードシップコード」であり、企業との対話を通じて中長期的な成長を促すための機関投資家に求められる行動原則になる。もう一つは「コーポレートガバナンス・コード」（以後：CGコード）である¹⁾。これら二つのコードにより、企業統

* DEFTA Partners グループ代表、アライアンス・フォーラム財団代表理事
** 慶應義塾大学大学院システムデザイン・マネジメント研究科 教授
JSPS 科研費基盤研究 (B) 23H00755, 慶應義塾大学学術振興資金 (2024 年度 H08JAK2439) の助成を受けた研究成果である。

1) 「日本版スチュワードシップコード」は2014年2月、2017年5月、2020年3月に各々見直しがなされている。もう一つの「コーポレート

治が国際水準に引き上げられたと言われる。この二つのコード設定の趣旨は、日本企業の国際的な評価の向上や海外からの投資を促進すること目指し、そこから日本企業の国際競争力や稼ぐ力強化を狙うことであった。

CGコードでは政策保有株式に関する原則を有している。まず本稿では、このCGコード上の「政策保有株式」と「持ち合い株式」は同義で用いる。また、「持ち合い株式」には、二社以上の複数会社同士の「持ち合い株式」(狭義)のみではなく、片方の企業のみが資本出資で株式を保有する形態を含む広義の概念で「持ち合い株式」の用語を原則として採用する。一方、株式を持ち合う行為とそこから派生する効果そのものに着目する際には「株式持ち合い」の用語を用いる²⁾³⁾。

ガバナンス・コード」の改訂は2015年6月、2018年6月、2021年6月である。

- 2) 本文中に記載の通り、本稿では政策保有株式と同義で「持ち合い株式」の用語を用いる。ただし、CGコード上では「政策保有株式」の用語が用いられており、特定文書内の文言や参照文献の記述について扱う場合には原文書で用いられている用語を使用する。また本稿における「持ち合い株式」の意味は次のとおりである。まず一般的に「持ち合い株式」(狭義)は、二社以上の複数の会社がお互いに相手の発行済み株式を取得・保有することである。実施時には、持ち合いを行う会社間で交渉後両者合意を結んで相互保有株式を取得する(両社で持ち合いの合意がある)。次に「資本出資」(戦略的事業提携の一類型として扱う)のように、お互いに株式を持ち合わないケースがある。現在の持ち合い規制は「事業会社が他の事業会社の株を持つこと」に焦点があてられており、片方の事業会社が所有する株式にも開示要請があることから、資本出資そのものも検討の対象に挙げられる。
- 3) 現行のCGコード【原則1-4. 政策保有株式】より抜粋「上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する

このCGコードにおいて、持ち合い株式に関しては、2018年6月改正で政策保有株式について一層の説明責任を求める方針を打ち出している。CGコードが発表されて以降の経緯を振り返ると、2018年6月のCGコード改訂では、政策保有株式の開示に関する記載が一層深化した。この改訂により、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方の開示、個別の政策保有株式の具体的な精査、保有の適否の検証と検証内容の開示が求められるようになった。併せて東証での流通株式の定義の見直しが行われ、東証1部からプライムに新規上場、あるいは上場維持するための規定があり、これらの算出に使う流通株式の定義が厳格になり、上場株式から控除される株式に政策保有株式が加えられることになった⁴⁾。

持ち合い株式解消はバブル崩壊以降、持続的に進んでおり(詳しくは後述)、CGコード改訂により持ち合い株式の解消がより着実に企業側で進んでいる。東証の要請を反映させて、東証プライム上場企業の約7割に当たる約1,100社が2024年3月末までに持ち合い株式の削減方針を示しており⁵⁾、上場企業の持ち合い比率(時価総額ベース)は8.7%(2020年)、8.4%(2021

方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。」(太字は筆者による)

- 4) JPX「流通株式の定義見直し」2021年4月30日更新、<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/market-structure/nlsgeu000003pd3t-att/nlsgeu0000057t9k.pdf> 2025年2月7日閲覧。
- 5) 日経電子版2024年5月17日記事「東証プライム7割、1100社持ち合い株削減へ 経営に圧力」

年), 7.7% (2022年), と減少が続き, 10年トレンドでは約3.6ポイント低下している【図1参照】⁶⁾。さらに金融庁は, 「一部企業の行動によって, 資本効率の向上を目指す日本市場全体に疑念が生じかねないと判断」⁷⁾の下, 全上場企業を取引先との関係維持などを理由に保有する政策保有株の適切な開示調査をはじめ, 2024年6月から1年かけて全上場を調査することを表明しており, 一部の企業の政策保有株式の削減が見せかけになっている懸念を解消していくとしている⁸⁾。

しかしながら, 果たして, 株式持ち合い(政策保有株式の保有)は旧弊なのだろうか。

株式持ち合いの肯定論としては, 安定株主の確保に基づく, ①中長期の協力的な関係の確保につながり継続的な事業取引の実現につながる, ②経営の安定化によるリスク・シェアリング, 雇用の継続性と中長期の研究開発遂行につながる, ③短期志向の株主の圧力を和らげる, ④事業取引で付き合いのある顔の見える株主との関係性構築を可能にして, かつ経営者の規律形成に寄与する, などが挙げられる(詳細は本稿第3節参照のこと)。

またガバナンス改革以降の経緯を時系列で通覧すると, 株式の持ち合いに対して, 規制当局からの厳しい保有縮小要請が継続していることで, ここから政策保有株式の保有比率縮小を目指す方向性はすでに既定路線のように見える。そして上述した通り, 2018年6月CGコード改訂に続き, 2023年3月に東証が公表したPBR (Price Book Ratio) 改善に向けた要請を受け, 政策保有株式の売却は現在加速化してい

【図1】 株式持ち合いの推移 (2016-2022年)



出所) 西山賢吾「我が国上場企業の株式持ち合い状況」2017年度, 2018年度, 2019年度, 2020年度, 2021年度, 2022年度野村資本市場研究所データを用いて筆者作成

(注) 1. 持ち合い比率は, 上場会社(ただし, 上場保険会社を除く)が保有する他の上場会社株式(時価ベース)の, 市場全体の時価総額に対する比率(ただし, 子会社関連会社株式を除く)。
2. 広義持ち合い比率は, 持ち合い比率に保険会社の保有比率を加えたもの。

る。

上記のような縮減要請からは政策保有株式は日本独自の旧弊との扱いを受けているように見えるが, 本稿では現代の視座における株式持ち合いの役割を再検討する。

本稿の構成は以下のとおりである。第2節では1950年代からの株式持ち合いの機能の変遷を整理する。第3節では文献調査を通じて株式持ち合いに関する長所と問題点, 総合的評価の動向を示し, 第4節では, 株式持ち合いにより生じる影響を受け皿の論点で検証する。第5節では資本効率の追求と企業ガバナンスの関係を株式持ち合いの視点で論じ, 第6節では結語を述べる。

2. 「株式持ち合い」に関する機能と変遷

2-1. 株式持ち合いの機能

まず, 日本の経済発展における財閥や企業集団の役割に関する研究である橘川(1996)を主な手掛かりに, 株式持ち合いで期待されている機能を確認する。

6) 西山(2021, 2024)を参照。また日経電子版2024年6月15日記事「政策保有株削減, 消える安定株主」より。

7) 上掲日経2024年5月27日電子版記事。

8) 日経2024年5月27日電子版記事「金融庁, 政策保有株の適正開示調査へ 全上場企業を対象」。

株式持ち合いの主な機能は、「安定株主の確保」とされる（橘川，1996，伊藤，1992等）。この観点では，株式持ち合いの機能を達成するためには必ずしも相互に株式を持ち合う体制を構築する必要はないといえるのだが⁹⁾，後述するように日本では持ち合い株式の仕組みが活用されてきた経緯がある。安定株主を確保することにより達成できる効果としては，①取引コスト削減，②情報の交換，③リスク・シェアリングの3点がある（橘川，1996；22，141-142）。このうち株式持ち合いから生じる正の効果（経営成果におけるポジティブな効果）が現れれば，帰結として利益を上昇させることになる。

ここで着目しているのは，企業集団の基本的な機能は株式相互持ち合いによる株主安定化にあること，そして①の取引コストの削減は長期の安定的な取引関係にある複数の企業間に一般的に生じうるし，②の情報の交換，③のリスク・シェアリングは何らかの利害の一致に基づき資本関係とは別個に提携関係を結ぶに至った企業同士の間でも認められる企業集団の付加的な機能になる（橘川，1996，22）。

さらに③のリスク・シェアリングは，企業の経営リスクのブレ（拡散）を緩和もしくは低減させる機能である。必ずしも収益性の多寡とは関係なく，業績のブレ幅を抑える役割を果たす。持ち合いの効果を取引コスト削減やリターンで計測して効果を測る場合に実証モデルになかなか組み込みが容易ではないのがこのリスク・シェアリングの機能であろう。例えば事業撤退時にグループに属する他企業に既存の従業員を受け入れてもらう，もしくは衰退産業の共同支援（石炭・鉄鋼など）などが該当する（橘川，

1996，200-204など）。リスクが高いのは新規参入時においても同様であり，事業が安定しない新興産業に対するグループにおける共同出資などもこの典型である（橘川，1996）。総じて経営安定の効果が株式持ち合いでは期待でき，持ち合いの効果として認められる。安定株主の存在により10年から30年に及ぶ中長期の研究開発の取り組みが継続して行うことができた優良事例に東レの炭素繊維研究開発の取り組みがある¹⁰⁾。

2-2. 株式持ち合いの変遷

株式持ち合いには，各年代の制度的背景を反映させてその時期ごとの特徴がある。以下簡潔に1950年代以降の各時代で生じていた株式持ち合いの機能や効果について確認する。（1997～2008年までの株式持ち合い推移は【図2】を参照されたい）。

1950年代の株式持ち合いは，1940年代の財閥解体で個人株主に移転した株式を銀行中心に再度集約する流れから生じていた。すなわち1950年代では，旧財閥系銀行を中心とした株式所有による企業の系列化・集団化の推進を図ることを目的に株式持ち合いが進展した。この時期の持ち合いが日本での株式所有状況での法人化現象を進める推進力の一つになったと指摘されている（北島，1984，51）。1960年代では，資本の自由化の中で，外資による企業買収から逃れるために持ち合い強化がみられた。

続く1970年代は株式持ち合いが財閥系のみ

9) 安定株主の確保の手段としては，企業間持ち合い以外には従業員持ち株会の活用，議決権のコントロールがなされた種類株の発行，例えばフランスの二倍議決権の仕組み（上田，2016）などがありうる。

10) 東レは1961年に炭素繊維本格研究開始，1971年に炭素繊維商業生産を開始，その後ボーイング777一次構造材の認定（1990年），など軌道に乗るまでにはおよそ30年の準備期間と，シェアを取るまでの10年，足掛け40年の年月を要した。（東レ開示資料，「東レの「発明王」に聞く，なぜ炭素繊維で2,100億円超の売上を作れたのか?」，『ビジネス+IT』2022年9月26日，<https://www.sbbt.jp/article/cont1/93333>，2024年10月6日閲覧。）

【図2】 株式持ち合いの推移（1987-2008年）



出所) 新田 (2009)「持合復活の構図」『ニッセイ基礎研 report』の数値データを用いて筆者作成

(注) 企業数は各年度末時点における主要三市場 (東証, 大証, 名称) の一部上場企業を対象としている。

株式持ち合いは相互に持ち合い保有している株式の合計比率

ならず広範に行われるようになり (1960 年代中頃から 1970 年代はじめにかけて) (伊藤, 1992, 7)。1970 年代末および 80 年代に低下傾向を示したが, 株式持ち合いがそこまで広範に展開されていたことにより, 企業グループの安定化や強化に大きな役割を果たした (伊藤, 1992, 8)。

1980 年代以降では, 株式持ち合いは経済のグローバル化の進展により, 国境をまたがる商取引や資本取引が活発化するに伴い, 持ち合いが自由競争を阻害する日本市場独特の旧弊として取り上げられた。1980 年代後半において, 米国企業の買収が増加したことを受け米国政府は日本の株式持ち合いを日本企業に対する M&A を妨げる「投資障壁」と非難して日米構造協議につながった (伊藤, 1992, 6-7)。また, 1980 年代後半には特に「企業財テクの一環として公募時価発行増資とその引受けによって (持ち合い株式) が増大した部分がある」(澤邊, 2003, 321)。そして 1990 年代後半の株価下落はバブル崩壊から続く, (アジア) 金融危機と橋本改革の流れが背景にある。この株価下落により, 銀行の株式保有リスクに注目が集まり,

この時期の持ち合い解消は主に銀行による保有株式の処分が大きい (新田, 2007)。

この後の 2000 年代の持ち合いは日本の会計基準に国際基準を取り入れるいわゆる会計ビッグ・バンによる制度改正に大きく影響を受け, 特に株式持ち合いに影響を与えたのが有価証券の時価評価の導入であった (澤邊 2003, 320)。バブル経済期には, 株式発行による資金調達が発達, 株式の持ち合いが進む一方で, バブル経済崩壊後は都市銀行などが持ち合い株式の売却を迫られ, 持ち合い株式の解消が進んだ。特に銀行においては, リスクが高い評価損益の高ボラティリティの回避と, 売却しやすい市場の評価が高い持ち合い株式が先に処分された傾向が指摘されている (宮島・黒木 2003)

2-3. 現在の状況

ここまで見てきた 2000 年以降のトレンドの結果として, 現在においては【図3】「主要投資部門別株式保有比率の推移」で示したように, 2000 年前後ほどから, 「事業法人等」や「都銀・地銀等, 生・損保, その他金融」の株式保有比率は一貫して減少傾向であり, 事業法人 (事業会社) の持株比率は 2 割を切っている。一方で海外投資家の比率は 3 割を超えた。事業会社の持ち合いを解消した時の受け皿は大手ファンドと予想されており, 大手ファンドによる企業ガバナンスが加速することにより, 企業経営に与える影響が一層甚大になることが予想される (詳細は後述する)。

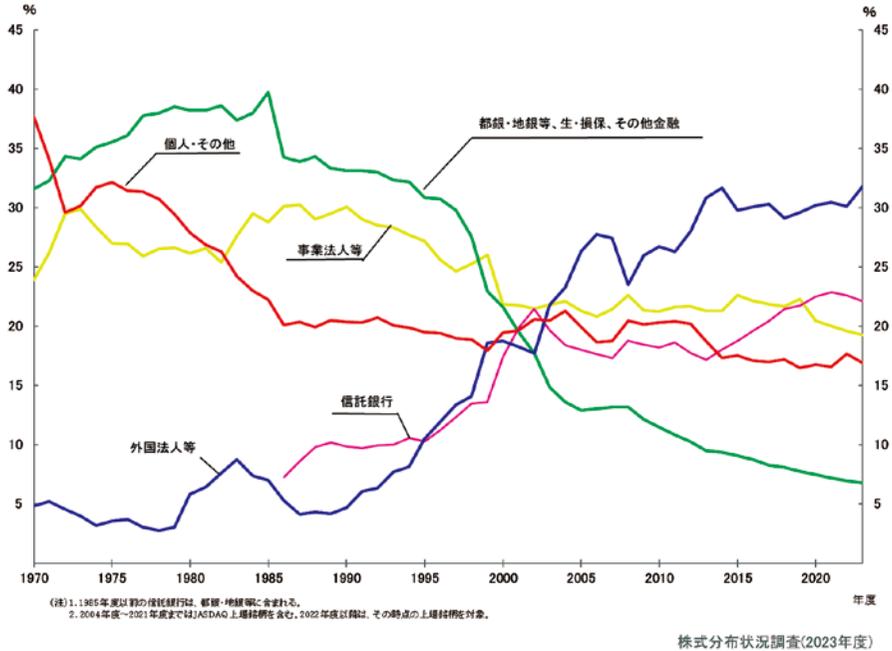
3. 株式持ち合いについての評価

3-1. 株式持ち合いの利点

3-1-1. 概観

株式持ち合いの意義や機能に関しては, 功罪 (ないし長所・短所) が併存するため是非を論じるのは容易ではない。しかしながら, 株式持ち合いを題材に記された研究をサーベイする

【図3】 主要投資部門別株式保有比率の推移



出所) 東証 (2024) より転載

と、結論として制度を肯定的にとらえる論稿は一定数見られる。前節までに示したように、年代ごとに株式持ち合いを取り巻く経済・経営環境は異なり、株式持ち合いの保有により生じる課題は年代とともに移り変わっていた。以下、主に経営学の分野で識別された持ち合いの意義に立脚した長所を確認したい。

日本型のガバナンスは、1990年代から2000年代にかけて、日本の経営の構成要素として取り上げられてきており、これら日本型経営や、日本型ガバナンスを説明する文脈の一環として株式持ち合いの肯定的役割が示されてきた(伊藤・三隅・市村1990; 伊藤1992; 澤邊2003; 宮本他2003; 加護野2011; 伊丹1987, 2000; 伊丹他1993; 田中2014など)¹¹⁾。共通した見解

11) これらの研究を分類すると演繹的議論に特定の業界(自動車産業)におけるケーススタディを検討したもの(伊藤・三隅・市村

としては安定株主の存在による中長期目線の経営が実現できる長所を指摘しており、安定株主の確保に内在する株式持ち合いをポジティブに解釈している¹²⁾。

また日本型ガバナンスを高く評価した海外文献には、古いものではAbegglen(1958)を手始めに、Vogel(1979)、Pascale & Athos(1981)、Ouchi(1982)、Dore(2000)などいわゆる日本の「失われた30年」と称される時期の前まで多く発表されていた。さらに日本における持

1990; 伊藤1992)、規範論に立脚した研究(宮本他2003; 伊丹1987, 2000; 伊丹他1993; 田中2014)、持ち合い株式に着目した研究(澤邊2003; 加護野2011)に大別できる。

12) この他に企業集団支配とコーポレート・ガバナンスについて論じた坂本・佐久間(1998)がある。なお、企業経済論の誤解と系列の呪縛を論じた研究で三輪・ラムザイヤー(2001)を参照のこと。

ち合い株式の効果を肯定的に示す文献には後述する Learmount (2002) があり、海外でも株式持ち合いの正の効果が認められている。

上述のような日本型経営の長所を示す研究の中では、株式持ち合いによる正の効果をいずれも指摘していた。以下、株式持ち合いを肯定的にとらえた文献から、持ち合いの長所を確認して、現在でも当てはまるのかどうかを検証していく。

3-1-2. 構造的な長所

株式持ち合いの経緯をたどり、時点間で変わらない機能や長所・功にまず着目したい。

中長期視点の経営志向に着目したのが澤邊 (2003) である。この研究では、持ち合いのメリットとして、① 経営者の自由裁量権の拡大、② 株価対策、③ 取引関係の維持、そして、④ リスク・シェアリングの機能、の4点を挙げ、一定の条件の下では企業がバナンス上のメリットもあると示している (同趣旨に、米澤、1995, 114-119)。

同じく肯定的視点として、長期の協力的な関係に着目したのが伊藤 (1992) である。併せて着目すべきなのは、本論文はちょうど持ち合いの弊害が日米構造協議で取り上げられ、持ち合いが公正な競争を阻害するものという観点で独占禁止法の規制の対象に取り上げられた時期を対象にしていることから、この時点における経済動向や企業環境を検討する必要があり、時代背景は後述する。しかしながら、持ち合い株式が株式持ち合いのグループメンバー間の協力的な行動をもたらすものとして機能したこと、そして「株式持ち合いを通して、株式取引が事業取引に影響を与えているのであり、この認識は、日本経済の中に長期の協力的な関係を保つことに貢献した。これらのことが、株式持ち合いが、継続して行われてきた理由である。」(p. 1) (太字は筆者が追加)、長期にわたる関係性の構築に与える効果を述べている。他に伊藤 (1993)

では日本企業のマネジメントを動かす原理が従業員の広い意味での利益の最大化にあるとしてこれを「従業員主権モデル」と総称している。この「従業員主権モデル」を支える主要な説明としては「人本企業モデル」(伊丹 1987)、あるいは「労働者管理型企業モデル」(小宮 1988; 岩井 1988) を紹介している。すなわち持ち合いの長所として、長期の関係性が従業員にも便益を与えるという効果を見出している。

株式持ち合いの長所は、株式保有から直接生まれるメリットが目的なのでなく、継続的な事業取引が行われることにもある (伊丹 2000・1993)。現行の会社法の下で建前である株主主権に配慮しながら本音である従業員主権を成立させるしくみが持ち合いであるとしている。伊丹 (2000) の指摘から考えるに、各社の中長期の事業方針に基づく事業経営を、株式持ち合いによって短期的なノイズに脅かされることなく成就できることが長所である。実例として、東レの炭素繊維 (2-1. 参照)、旭化成のリチウムイオン電池もその研究開発が実を結んだのは長期の協力的環境があった¹³⁾。こちらも雇用の継続性と、腰を落ち着け研究開発に取り組める従業員に与えるメリットがある。

企業の社会的公器性見地から、従業員関与と企業集団形成に着目したものに橘川 (1996) がある。「企業は誰のものか」との問いに「従業員のためのもの」という企業観に基づく日本の基本的機能を体現する仕組みであり、かつ企業集団は単一の意思決定主体ではなく中間的機能であり持ち合いは企業集団を支える役割との指摘をしている (橘川、1996, 234-235)。

海外文献では、Learmount (2002) がある。ここでは日本的経営と持ち合い先の関係とし

13) 東レの炭素繊維開発にあたり、中長期の開発環境を辛抱強く支えた安定株主の存在は大きく、このことは筆頭筆者が直接密接な付き合いのある東レの日覺昭廣社長 (現会長) との日常的な意見交換を通じて認識している。

て、「日本企業では、それぞれの企業の経営陣を要とした関係性の中で、「相互的な責任、義務、信頼 (mutual responsibilities, obligations and trust)」をそれぞれが感じている。この感覚によって企業の経営者・従業員の規律が生まれている。」(太字強調は筆者による。日本語要約は田中(2014, 46)を引用。)

以上まで文献の刊行年を確認すると、株式持ち合いに係る肯定的な研究が多く見られたのはおおそ2000年までであり、その研究対象が1980年代の状況を想定した研究が多数である。株式持ち合いについては、通説として、概ねバブル期までは有効に機能してきたが、バブル崩壊以降、機能不全に陥ったとする議論がみられる。円谷(2020)においても、株式持ち合いの経済的効果が「失われてきた」という指摘があるのも看過できない。

一方で、2010年代でも短期志向の株主の圧力を和らげる(加護野2011, 7)という見解がみられる。ほかにも自社と取引関係を持つ持ち合い株主は顔の見える株主であり、日頃の事業取引・金融取引を通じて濃密な相互作用があること、そして経営者の自らの規律付けや良心を喚起する「触媒」の役割を果たすと日本の経営の一つとして肯定的評価を示している(田中2014, 90-95)。

3-1-3. 日本経済において果たしてきた役割

続いて、各論文で示されている肯定的視点について、各時代背景を加味した検証を行う。時点間の経済状況の違いや経営環境を加味して検討を要する事項は次がある。

澤邊(2003)では、持ち合いに関する考慮すべき時代背景として、持ち合いの慣行が日本独特の慣行であり、旧財閥系企業間で頻繁に形成されていた関係であったこと、また戦後直後は持株会社が法的には許容されていなかった点に言及している。

続く伊藤(1992)では、ちょうど持ち合いの

弊害が日米構造協議で取り上げられ、持ち合いが公正な競争を阻害するものという観点で独占禁止法の規制の対象に取り上げられた時期の論文である。ここではa)何故、株式持ち合いが始まったのか、b)何故、それが続いたのか、c)それがどのような影響を日本の会社経営に与えているかの3点をまとめている。よく知られているように、1950年代の財閥解体後の乗っ取り防止のための相互持ち合い、1960年代半ばより形成された大銀行の発達で“系列”と呼ばれる企業グループが形成されたこと、これが金融資本自由化や外国資本の脅威を訴える産業界の声を背景に、商法改正が行われ、株主持ち合いが進んだ。伊藤は株式持ち合いが「日本経済の中に長期の協力的な関係を保つことに貢献した」ことに着目しているが、持ち合いが進んだ背景にある当時の金融自由化などの経済環境に留意が必要である。

当然のことながら、持ち合い株式を巡る経済状況や経営環境は異なることから、捉える時点間の長所短所の意味合いが異なりうる。また、株式持ち合いで主に達成したい機能や評価そのものが各時点で変わりうる事が指摘できる。肯定的研究は主に1980年代~2000年前後に集中しており、この時期は日本的経営と制度的調和が注目されていた時代背景を持つ。

3-2. 株式持ち合いの「問題点」に関する検討

続いて、株式持ち合いの議論の際に、標準的に通説で「問題点」と指摘される内容について検討したい。

バブル崩壊後の1990年代後半以降は、株式持ち合いの経済合理性や資本効率への疑問が生じ、次第に「機能不全」の議論が台頭した。むしろ、これらの「機能不全」から生じる問題点がクローズアップされたからこそ、持ち合い株式縮減の要請につながっており、これらの指摘された問題点に合致する企業群が存在しており、制度設計時に資本市場関係者を中心にコン

センサスを得ていることは筆者も認識している。特に2000年以降の株式持ち合いへの否定的な議論は神田(2001)でまとめられており、否定的見解の各論はこちらに委ねたい。本稿では以下代表的な株式持ち合いにおける「問題点」をまず示したうえで、異なる見解、加味されていない視点を示すものである。

なお、「機能不全」の要点を吟味検討するにあたり、近年の持ち合い株式保有見直し要請は、主に資本市場の要請により策定されているということをまず問題提起として本節では示すにとどめる。筆者はとくに「経済合理性」や「資本効率」という資本市場基点の改善要求に力点を置きすぎる姿勢に懸念を持つ。この点は後述(第5節)する。

3-2-1. 構造的な問題点

株式持ち合いに関しては、企業ガバナンス上の問題点が指摘されてきた。代表的な指摘として、「株式持ち合いが現経営陣の安定化をもたらす一方で、外部からの経営監視が機能しにくくなる」との批判がある。これにより、経営陣が株主からの規律付けを受けにくくなり、いわゆる「もたれ合い」の構図が生まれ、企業ガバナンスの緩みにつながるとの指摘である。

このような構造が、不祥事の温床や経営者による機会主義的行動の容認につながる可能性があるとしてされており、これが1990年代以降のコーポレートガバナンス改革の文脈では、株式持ち合いの縮減がしばしば推奨されてきた経緯である。

また、株式持ち合いがあることで株主構成が固定化し、アクティビストや機関投資家などによる経営のモニタリング機能が阻害される可能性も問題視された。こうした背景から、政策的にも持ち合い株式の縮減を促す規制や指針(CGコードなど)が導入されてきた¹⁴⁾。

14) ただし、この観点では、2-3で示した通り、事業会社・金融機関による株式保有比率は一貫

これらの標準的な「問題点」の指摘そのものについては、該当する事象が認められることに概ね同意している。

3-2-2. 個別の概観

続いて株式持ち合いの問題点として指摘される、「持ち合いが市場での競争から企業を解放し、「なれ合い」あるいは「もたれ合い」という関係をつくってきたという側面」(伊藤, 1993, 181)について検討する。「なれ合い」、ないし「もたれ合い」の弊害の具体例として典型的に取り上げられる項目に、「議決権行使の形骸化」がある。よく取り上げられる議決権行使の分析手法では企業ガバナンスにおける、株主総会での議決権行使方針とその結果の分析結果をもって、企業ガバナンスの有効性をとらえることを志向している¹⁵⁾。本節では「なれ合い」「もたれ合い」による株主総会の形骸化を巡る問題を示し、そこに異なる視点、追加的に付加する見解を考慮することで、今まで見過ごされてきた論点を示したい。

(1) 個人株主の意見が反映されなくなる弊害について

持ち合い株式の問題点として、個人株主の意見が、株式持ち合いの比率が高い企業の実在により反映されづらくなるとしばしば一因に挙げられる。

しかしながらこの見解においては、もともと個人株主の持ち分比率では議決権行使を通じた

して減少傾向である一方で、海外投資家比率は3割を超えており、株式保有主体の多様性確保の観点では必ずしも株式持ち合いが企業ガバナンスの弊害にはならないという見解を筆者は持っている。

15) 森・濱田松本法律事務所『機関投資家の議決権行使方針及び結果の分析』平成29年版、平成30年版、2021年版、2022年版、「別冊商事法務」で詳細な議決権行使結果を分析している。

経営参画の影響力は弱く (Ramseyer1987, いわゆる Williamson (1985) での hold-up problems), 現在は機関投資家の議決権行使の動向が議決権行使結果を左右する (Ferri, 2010; Goranova & Ryan, 2013; Hamdani & Hannes 2019)。そもそも持ち合い縮減の議論では、特に持ち合い株式が議決権行使形骸化の主原因に挙げられる。このように、持ち合い株式の存在により個人株主軽視の議論が生じるのであれば、他の属性の大株主例えば保有株主が大口ヘッジファンドである場合も、同様の検討を要するのではないかという疑念を持つのだが、株式持ち合い問題点検討の文脈ではこのような視点は見受けられない。この他に個人株主意見反映の毀損の有無を超越する問題として、大口ヘッジファンドが取締役に自身の役員を送り込む経営参画型の議決権行使では、一部の株主優先の経営意思決定につながる懸念が指摘されている¹⁶⁾。

(2) 持ち合い株式と賛成票比率・総会時間の議論

株式を持ち合う会社同士において、総会の賛成票比率が高まっており、株主総会でのチェック機能が正常に作用していないという指摘がある (ブルームバーグ, 2016, 8)¹⁷⁾。この指摘に対

16) 特に株式会社東芝におけるヘッジファンド関与による企業ガバナンスの迷走がしばしば取り上げられる。詳しくは上村 (2021a, 2021b) 参照のこと。

17) ブルームバーグ (2016) では特に取締役の退職慰労金議案に対する賛成票比率と株式の持ち合い額の高い関連性を取り上げているが、大手金融機関 9 社に限定した分析にとどまる。また、野村グループの役員退職慰労議案、信任議案の 9 割を超える賛成票数値を指摘しているものの、元々、主要 500 社の議決権行使結果の総括表を見ると、例年賛成率は 2021 年 95.9%、2022 年 95.9%、2023 年 95.1%、そして 2024 年 95.3% と議案全体平均で高い賛成率になる (吉川・山本, 2024.5)。個別の議案で 2024 年の低い賛成率から順にみると、1) 買収防衛策 66.3% (4 件)、2) 社外監査役選任

して、会社の業務執行や経営意思決定で観察される動向として看過できないのはむしろ株式持ち合いを行っている事業会社間では業務執行及び経営意思決定については通常十分な協議が日常的に行われており、すでに総会に提案される議案についてはすでに事前に協議済みであり、総会開催時間の数時間という単位ではなく経営意思決定関与している点である (田中, 2014; Learmount, 2002)。たとえ株主総会で数時間要したという議論をしたとしてもむしろ不十分であるという視点はあまり取り上げられない。

またアクティビストが自身の利害を主張する役員を送り込むべく選任議案に入れる行動でも審議時間が長くなる傾向にある。そもそも特定の大株主の利害に寄る役員を選任自体がガバナンス上の大問題であるにも関わらず、会社法で認められている提案権の遂行という法形式上の妥当性ととのせめぎ合いになる。ファンド株主が選任した取締役が、ファンドの利益を最大化する方向で取締役会を主導した場合には、当然利益相反の疑いが出てくるけれども、現在はファンド株主が送り込んだ取締役の会社の意思決定に対するプロセスが十分に開示されず、個人株主一般株主にとって不利益な決定がなされるメカニズムが内包されている¹⁸⁾。

72.6% (8 件)、3) 退職慰労金等 75.8% (4 件)、となり、相関を見るよりもむしろ個別事案の事象を検討するほうが妥当に感じる。

18) 上村 (2021a, 2021b) では、(株) 東芝がいかに大手アクティビストのファンドに経営関与を受け、ファンドの行動を会社法の規定を巧みに使ったかを示して批判している。また、同じく大手ファンド投資家株主が取締役として経営関与しており、例えば非上場化スキーム遂行の際に、東芝グループの詳細な資産内容や未決定の投資案件など重大な情報に触れることができ著しい情報優位性を得る。また、米国では取締役を派遣するアクティビストと企業が「stand still 条項」を締結し、一般株主に開示するなどして一般株主の利益を保護する実務が形成されているが、日本では未成熟である (詳

3-3. 企業ガバナンスにおける派生的影響と、 多様な視点導入による総合的評価

続いて、企業ガバナンスの観点に立脚して、株式持ち合いから生じる「なれ合い」「もたれ合い」がガバナンス劣化をもたらすという見解から生じる派生的影響について検討する。ガバナンス劣化を指摘する典型例には、例えば株式持ち合いにより現執行部の無言の承認につながる（すなわち「もたれ合い」の問題）、これは経営の規律が効かなくなり企業ガバナンスが緩くなりうる、という指摘である。他には企業ガバナンスが緩いから、不祥事が生じる、という指摘が見られる¹⁹⁾。

(1) 株式持ち合いの程度と企業ガバナンス の優劣評価の関係性

それでは、企業の「株式持ち合い」の程度と、当該企業の企業ガバナンスが優れるか、劣るかには関係あるのだろうか。これらに関係性については、ミクロレベルの企業ごとに直面する外的環境が異なるため、企業ガバナンスの在り方はケースバイケースである、というのが妥当な見解になろう²⁰⁾。ここで着目したいのは、もともと望ましい企業ガバナンスの在り方は企業ごとで異なり、一律の企業ガバナンス改革や、

しくは「日の丸電機サバイバル」『日経ビジネス』電子版 2022年5月30日号)。

19) なお、他方で、株式持ち合いのメリットに着目して、持ち合いによりスピード感ある経営が実現でき、株式持ち合いが解消されると経営がスピード感を失うのかという見解もある。これも全体の傾向は見出しうるだろうが各企業で異なりケースバイケースになろう。

20) 大日方 (2023, 374) で「株式持ち合いの是非は簡単にはいえぬことであり、個別の企業ごとに経営者が判断すべきものである」と指摘があり、これに対して「政策保有株式の縮減が強く求められている理由の一つは、それを保有することによって資本効率が低下すると考えられていることにある」(木村 2024, 1-2)、と言及されている。

望ましい政策保有株式の程度比率も一律には決められないはずであるという視点である。望ましい企業ガバナンスの在り方はすべての企業に一律にあてはまるものではないことは Miwa & Ramseyer (2002) が次のように端的に示している。「日本でであろうと米国であろうと、企業が生き残るためには優れたガバナンスの仕組みが必要である。そのために、企業はその場でガバナンスを考える。どのようなスキームを選ぶかは、販売する製品、購入するサービス、直面する顧客、使用する技術、そして関係する多くのさまざまな個性によって決まる。どのスキームを選ぶかは企業によって異なる。」(日本語は筆者による参考訳)。同様の見解としてあわせて三輪・ラムザイヤー (2001) 参照されたい。

企業ガバナンスの優劣を検討する際には、併せて誰にとって (いずれのステークホルダー) にとってのガバナンスの仕組みなのかを検討することが必要であると考えられる。投資家にとってのガバナンスなのか、企業を取り巻く社会そのものが良くなるためのガバナンスなのか、を検討する視点は三輪・ラムザイヤーの主張である、ガバナンスのスキームは企業によって異なるという指摘と整合的である。

以上の異なる視点や追加的検討事項を加味すると、すべての上場企業に一律に適合するような企業ガバナンスの規制を設定する制度設計方針、その中でも本稿で着目した持ち合い株式の縮減を原則とした市場規制を定める方法、すなわち *hard law* ほどの強硬法規性を本来持たないはずの *soft law* の執行の仕方が過度に強制的なものではないか、と考える次第である。

「日本的経営」の文脈で「株式持ち合い」は日本企業のガバナンスの仕組みを構成しており、全上場会社にあてはまる、望ましい「株式持ち合いのレベル」についてはお仕着せの一律な水準が見いだしがたいことはここで指摘しておきたい。

(2) 株式持ち合いの解消後に生じる株主還元急増にみる懸念

持ち合い株式から生じる直接的な問題点ではないが、派生する論点として、持ち合い株式の解消にあたり受け皿の多くがファンド株主に向かうことから生じる事象として株主還元の動向がある。株主総会における配当に関する議決権行使の観点ではガバナンスの問題ではあるが、むしろ企業の長期的な経済的資源の毀損の問題につながると考えている。なぜなら、ファンド株主の投資家の主要な成果指標（KPI）が株主還元であり、昨今の株主還元総額の急増をもたらす一端となったからである。株式持ち合いを行う主な理由は「実体経済」を起点にする事業会社間の関係性の強化であるのに対して、株主還元は「金融経済」を起点とする要請になり、今まで機能していた事業会社間の連携関係性の減衰につながる可能性が指摘できる。むしろ企業体力を上回る株主還元の事例ばかりではないが、最近の上場企業の株主還元総額の急激な増加は顕著なものがある。上場企業の2023年度の自社株買いは初めて10兆円を超え、2年連続で過去最高になった²¹⁾。また上場企業の2024年3月期の株主還元総額（配当と自社株買いの合計）は約25兆円と、こちらも2年連続で過去最高となる見通しだった²²⁾。業績拡大と手許現金の増加が背景にはあるが、東証のPBR等の資本効率改善要請が効いている。資本効率改善とPBR、ROEといった経営指標改善がセットの達成目標に設定されると株主還元を充実させるのが一番の近道になる。その背後では、株主以外のステークホルダーメンバーへの還元が二の次になっている傾向が見いだせる。例えば2024年3月の実質賃金は2.5%減で、24カ月

21) 日経2024年4月23日電子版記事「上場企業の自社株買い、初の10兆円 日本株下支え」。
22) 日経2024年3月25日電子版記事「企業の株主還元、過去最高25兆円 業績拡大やPBR改革で」。

連続マイナスで過去最長を示し²³⁾、2024年6月に27カ月ぶりに前年同月比プラスに転じたが、その後一進一退の状況である²⁴⁾。2024年7月の統計では実質賃金（現金給与総額）は前年同月比0.4%増、実質賃金は0.8%減となった²⁵⁾。

(3) 「システムとしての日本企業」と捉える見方の導入

ここでの一つの切り口はシステム思考を用いて、「システムとしての日本企業」と捉える見方であり、学際的国際研究で既に取り組みされている。ここでは「日本型資本主義」「日本型経済システム」というものが規定されるのであれば、株式持ち合いは日本的システムの構成要素に分類されている（青木・ドーア編、1995）。システムとは、「複数の構成要素が相互作用する集合体」²⁶⁾と捉える。このシステム思考を用いた検討分析の長所は、資本市場基点に限定せずに、多様なステークホルダーの視点（viewpoint）を学際的にシステムアプローチに含めることが可能になる点である。「システムとしての日本企業」を企業ガバナンスと、株式持ち合いとの関係性で捉えたときに示されていた青木・ドーア（1995）見解は次になる。

まず「企業間株式持ち合いの構造は、日本企業や日本の資本主義システムが、諸外国で一般化している形態とは根本的に異質であることの証拠だとする」批判がみられるが、これは「日本のコーポレートガバナンスに対して過度に英米

23) 日経2024年5月9日電子版記事「実質賃金3月2.5%減 24カ月連続マイナス、過去最長」。

24) 日経2024年10月11日電子版 経済教室、細野薫「石破内閣の課題、実質賃金の持続的上昇が本丸」。

25) 「毎月勤労統計調査—令和6年7月結果速報—」（2024年9月5日 厚生労働省発表）<https://www.mhlw.go.jp/toukei/itiran/roudou/monthly/r06/2407p/2407p.html> 2024年10月20日閲覧。

26) 慶應義塾大学大学院SDM研究科編(2023)『システムデザイン・マネジメントとは何か 第2版』慶應義塾大学出版会

中心的な評価をおこなったため生じているものであり、経済学上の伝統的な企業観にとらわれすぎているようである。」(シェアード, 1995, 390-391), と株式持ち合いの構造が異質という英米起点の主張に過度に寄る必要が無いことを喚起している。そして安定的株式保有のような制度的仕組みは、「効率改善効果をもたらす長期的投資や活動を促進する働きを持つ、ある種の投資家コミットメント形成機構である」(シェアード, 1995, 390-391) と、長期視点における活動における効果を明示していた。これは前節で述べた、「継続的な事業取引」創出の効果と一致する。

またシェアード(1995)ではほかにも、従来文献では、企業ガバナンスの問題を、企業コントロールと経営陣のインセンティブの問題と捉え、株主や投資家の視点から見るアプローチが取られており、その目的は経営者のインセンティブを適切なものにし、経営陣のモラル・ハザードや機会主義の問題が表出するのを抑制することを主眼としていた。こうしたアプローチによる文献で研究されていない問題は、投資家側にも、不完全な契約に起因する機会主義の問題、例えば、剰余支配権を持つ株主は不完全な契約の細部を「埋める」ことをするであろうし、利己的行動を取ることを前提に立てれば、投資家にとって最も有利になるように細部を埋めると予想できる(シェアード, 1995, 403)。現在の株主アクティビズムの過度な配当要求などはこのタイプの検討事項になる。

同様に従来の研究では株式持ち合いの問題として、「なれ合い」・「もたれ合い」を掲げていたが、安定株主、すなわち安定的株主保有がもたらす経営関与(もしくは無言による無関与)として、企業業績が良好な時は直接介入や介入工作を差し控えるが、企業業績が悪くなったときには、上位の株主は経営陣に影響力を及ぼすインセンティブをもち、またその手段も持つという指摘がある(Aoki, 1990)。必ずしも株式を

持ち合う企業が無言の株主として現経営陣を擁護するばかりとは限らないことを示している。かえって、むしろ持ち合いを行っている企業こそ、日々の業務執行のなかで経営への発言や要請を出してくるのが通例である。まさに、田中(2014)のいう、顔の見える株主との日常的相互作用を通じた「経営者の規律付け」や「良心喚起の触媒」としての役割を果たすという見解と一致する。すなわち小括すると、株式持ち合いに関する評価には総合的に利点よりも問題点に比重を置く議論が近年多くなったが、著者としては必ずしもそうではないことを喚起し、それよりも利点を減衰させない制度構築を目指すという視点を提示している。

加えて、システムアプローチの場合は市場基点に限定せず、各ステークホルダーからの見解や、特定の視点(viewpoint)に偏らずに、多面から問題を検討するように試みる。そこで本稿では検討の網羅性には限界があるが、株式持ち合いの縮減による起こりうる問題を次のセクションで論じたい。

4. 政策保有株式縮減により生じる影響

本稿では、検討の視点として、まず持ち合い株式が解消された後の「受け皿」の論点、そして結果として企業経営に与える影響、に着目して検討を進める。

4-1. 「受け皿」の論点

4-1-1. 共通株主(Common ownership): 持ち合い株式の集中

持ち合い株式の解消が進展する中で、その受け皿となる主体については、現段階においても一定の傾向が観察されている。更なる持ち合い解消が進んだ際の今後におけるその方向性を検討したい。現段階で更に持ち合い株式放出が行われると主な株式の引き取り手として想定されるのは機関投資家、個人投資家、事業会社(特

に戦略的投資目的),そして発行会社による自己株式取得などになる。このうち個人投資家には、富裕層の個人株主やNISAやiDeCo活用の長期個人投資家があるが、2001年以来政府主導の「貯蓄より投資へ」のスローガンのもと、日本の家計における現金・預金の保有比率は高水準を保ち、貯蓄偏重が続いている。財務省による2023年11月のレポートで「貯蓄から投資へ」の大きな動きは観測されていない(伊藤・木下, 2023)。続く事業会社の保有割合は東証の主要投資部門別株式保有比率の推移を示すレポート(東証, 2024)でも着実に減少傾向である。そして発行会社の自己株式取得は確実に金額的に大きくなっており、上述の通り上場企業の2023年度の自社株買いは初めて10兆円を超え、2年連続で過去最高になっている²⁷⁾。

また、機関投資家のうち、日本株の強力な保有主体は年金積立金管理運用独立行政法人(以下: GPIF)と中央銀行である日本銀行(以下: 日銀)の巨大二主体になる(近藤, 2020, 149)。まず一方のGPIFの積立金は国民から預かった年金という負債になる。GPIFの上場株式による運用資産は61兆0,690億円(2024年3月時点)であり、日本全体の株式時価総額の約6.1%を占めている²⁸⁾。もう一方の日銀が保有する上場投資信託(以下: ETF)の保有額(時価)は2024年3月末時点で74.5兆円に及び、これは同時期の東証時価総額の7.4%程度に相当する(長内, 2024)。なお、日銀はすでに金融正常化に向けてETF新規買入停止を発表している²⁹⁾。

27) 日経2024年4月23日電子版記事「上場企業の自社株買い、初の10兆円、日本株下支え」。

28) GPIF Website, 2023年度の運用状況「業務概要書・データ集」GPIF保有全銘柄(2023年度末) <https://www.gpif.go.jp/operation/last-years-results.html> 2025年6月7日閲覧。

29) 2024年3月19日の金融政策決定会合の「金融政策の枠組みの見直しについて」で「ETFおよびJ-REITについて、新規の買い入れを終了する。」と正式に公表しており、最後の

長年日本株取得の大きな支え手であったGPIFや日銀であるが、こうした公的セクターの株式保有が政治リスクをはらんでいることから、長期的な日本株受け皿としては不安定にはなろう³⁰⁾。

結果として現在着実に実行金額が増加している自社株買いのほかは、ファンド株主、中でも海外投資家、アクティビスト、ヘッジファンド等の株式持ち分が非常に大きくなると予想される³¹⁾。この背景にあるのは金融資産の蓄積が加速化する現状であり、金融機関別に世界の金融資産残高の推移(2002年~2020年)を見ると、2002年には総資産額は約120兆ドルだったところ、2020年には500兆ドル近くまで伸長しており、その他金融仲介機関、年金保険を合わせた資産は2013年頃から銀行を上回り、2020年の世界のGDPは80兆ドル、通貨供給量が120兆ドルに対して、金融資産は500兆ドルに及んでいる(三和, 2024, 40-42)。このように

ETF購入は2023年10月4日だった。ブルームバーグが示したデータによると、日銀はETFを通じて日本株市場の約7%、保有総額はおよそ70兆円という。出所)ブルームバーグ「日銀金融正常化へ一歩」2024年3月13日記事, <https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2024-03-13/SA9G11T0AFB400> 2025年2月4日閲覧。

30) 日銀については、今後株式保有を減らしていく方向性は予想される。一方で、GPIFは取り崩し局面が来た後も巨額の資産を一度に取り崩すのではなく、数十年かけて少しずつ取り崩していくことを示している。 <https://www.gpif.go.jp/gpif/faq/faq-2020.html> 2025年6月7日閲覧。

31) アクティビスト投資家にとって日本は米国に続いて世界第2の市場となったと報じられている(ブルームバーグ2024a)。同じくアジア太平洋地域では日本のブロック取引(証券会社を通じて同一銘柄を一度に大量に売却または購入する取引)に対するヘッジファンドなどの意欲が旺盛だという(ブルームバーグ, 2024b)。

実体経済の水準を大きく超えた金融資産の蓄積で「経済の金融化」をもたらした実体経済に影響を及ぼしている。この状況は投資家主導による企業ガバナンスの向上を目指すものであり「投資家資本主義」と呼んでいる（三和, 2024, 48-50）。今後投資家主導によるガバナンス体制が強まるのは現在のトレンドからは当然の帰結と言える。すでに2016年の段階で、経済の金融化の影響で、ファンドによる企業支配が横行し、中には企業の資金を吸い上げる「収奪型ファンド」や、ファンドが会社を支配するという「支配型ファンド」の出現を指摘している（三和, 2016, 91-93）。すでにOECD（2017）では機関投資家による株式保有や、議決権行使などの経営関与に関する制限の必要性を指摘している。

そして2024年3月期末時点、事業会社や金融機関が保有する政策保有株はおよそ60兆円という試算があり、保有縮減に向けた取り組みが進むと今後5年から7年程度で完了するとの見方がある³²⁾。同年2024年3月末の日本の全上場企業の株式時価総額の総和が1,007兆円であり、およそ6%の構成率でアクティビスト株主の経営参画の懸念事項を殊更取り上げるのは過剰との指摘はありうることは認識している。しかしながら、持ち合い解消により「経済の金融化」の進展、すなわち金融経済優先の経済環境を一層後押しする動きにはなる。

既に事態が先行している米国では、この資本の拠出者の巨額化、集中化の現状を「Common Ownership」（共通株主）という論点で表している（Azar, 2016, 2018；中山他, 2019）。すなわち、国家のGDPを超える資金量を保持する資産運用機関（ブラックロック、ヴァンガード、ステート・ストリート）などが出現している。

32) Bloomberg 2024年6月14日記事「政策保有株60兆円削減、日本株市場の過剰評価に懸念も」<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2024-06-14/SF1LPIT1UM0W00> 2024年9月15日閲覧。

大口資産運用機関は資産運用の一環として、豊富な資金をエクイティ投資に振り向け、株主としての議決権行使を通じて企業経営に関与している。ここから、ファンド株主の発言権が強まる傾向が生じ、米国では銀行業や航空業などの特定業種の株主構成を見ると同じ大口ファンド株主が並ぶ現象が生じている³³⁾。ファンド株主が同一業界の複数の大企業の株主となり、企業の株主構成の共通化が進展していることから、特定の業界の企業を少数の巨大投資家が独占（monopoly）するという事態に発展している。

このように米国で既に資本独占が生じることで、競争が抑制され価格維持に傾斜する構造である共通株主による競争制限（anti-competitive effects of common ownership）が指摘されている。すでに競争法（反トラスト法）上の懸念などから米国の連邦取引委員会（FTC）及び司法省反トラスト局（DOJ）は共通株主（Common ownership, horizontal shareholding）がもたらす競争制限的効果について調査政策検討が進められている（Elhauge, 2015）³⁴⁾。米国で生じている問題について日本ではまだ表面化しているとは

33) 本件に関する主な指摘事項としては次がある。金融業界における共通株主の進展度と、銀行利子率、口座管理費等の間に正の相関関係がある（Azar et al., 2016）。航空業界でも共通株主がいる場合の方が航空券の価格が3~7%高く、価格競争の抑制につながり過度の支配が生じている（Azar et al., 2018）。同じく共通株主の存在が与える影響を医薬業を対象にした研究（Banal-Estañol, 2021）があり、競争が抑制され、業界内での価格維持に傾斜する構造が指摘されている。

34) FTCのLina Khan委員長の発言でも確認できる。ただし、Khan氏はトランプ政権のもとすでに、退任しており今後の動向は注視する必要がある（日経2024年12月11日電子版記事「FTC委員長にファーガソン委員が昇格 カーン氏は退任」）。<https://jacobin.com/2024/12/lina-khan-ftc-antitrust-populism/>, Accessed on April 13th, 2025.

言えないが、将来的には同様の問題が生じる潜在性はありうると考えられる。

4-1-2. 議決権行使、特に信託口の議決権行使について

「受け皿」の論点の2点目に取り上げるのは、資本出資を受ける企業側が「真の株主は誰か」を知る権利の確保の必要性である。

近年では有報の上位株主欄に「日本マスタートラスト信託銀行」や「日本トラスティ・サービス信託銀行」が「信託口」株主として名を連ねている。株主名簿記載の信託銀行名義・株式保管銀行（カストディアン）名義株式の大半は、実際の投資決定権者や議決権行使権者が異なり、信託口の株主の詳細は株主判明調査に頼る実務がある。真の株主を知る権利が現在十分確保されておらず、企業がバナンスの関与者である議決権行使権者を識別が容易ではない現状がある（福本，2024，36）。信託口を通じて実質的に議決権行使を行っている株主が、中長期的な企業の価値向上に向けた議決権行使が達成できるのかは要検討である。企業への実質的な経営判断への関与の責任感よりも、自身の短期的利益に偏った賛否がなされる可能性が高まる懸念は否定できないだろう。現実的に考えて、人が利己的行動を取るという前提に立てば、単に株主利益（特にファンド利益）に反する恐れのある議案に反対票を投じている懸念は排除できないだろう（シェアード，1995，403）。また企業側からの視点でも、顔が見えない機関投資家とは実質的な対話が難しいことも問題に上がりうる。

また日銀、GPIFの保有株式、銀行・保険保有の株式といった、大口保有主体ごとの議決権行使に関する取り扱いと実務では、各社のスチュワードシップコードに基づく議決権行使方針のほかに、議決権行使助言会社の議決権行使

方針の活用がなされている³⁵⁾。議決権行使助言会社の行使方針は数値基準（例：社外取締役比率、政策保有株比率）に基づいたマニュアル的な判断を行う傾向があり³⁶⁾、企業の個別事情や産業特性を十分に反映させているかという懸念がある。議決権行使助言会社の大手ISSは2024年から、5年平均のROE基準の適用を復活させるという方針を示している³⁷⁾。ROEは個別企業や産業特性でばらつきが見られるのみならず、ROEを達成目標基準として利用する際には、目標達成に向けて他のステークホルダーよりも株主利益への配慮が強くなる傾向が生じる問題は上述した通りである³⁸⁾。

また、信託口株式について、機関投資家では

35) 2024年8月に筆者が実施した大手信託銀行信託口管理部署担当者とのヒアリング結果に基づく。

36) 議決権行使助言会社の助言方針のサーベイは具体的な数値基準と共にBusiness Lawyers 2025年2月27日記事にまとめられている。<https://www.businesslawyers.jp/articles/1443> 2025年6月7日閲覧。また政策保有株式については西山（2024）参照。

37) 大和総研2023年11月、「ISSの2024年議決権行使助言方針改訂動向」、ISS “Institutional Shareholder Services Announces Results of Global Benchmark Policy Survey”（2023年10月31日）で次のように示されているとある。「ROEが一定基準に達していない上場会社について、経営トップの取締役再任議案に反対投票を推奨する基準は、新型コロナウイルス感染症の影響を考慮して適用を猶予していたが、適用を再開する。」ほかに、鈴木裕「ISS議決権行使助言方針改定—コロナ禍対応」（大和総研レポート，2020年5月13日）。なお、ROEに関する議決権推奨基準について、海外で採用されていない指標を日本市場のみに利用するのはダブルスタンダードではないだろうかと筆者は考える。

38) ROEを主要な経営指標として企業活動の目的として利用することの考察は原・猪熊（2025）参照。

パッシブ運用が活用されており議決権行使において多数の投資先にわたる個別の企業の内情を十分吟味しての議決権行使は実務上困難であるのが実情である。資産運用機関のスチュワードシップコードや、議決権助言会社の議決権行使基準に則る形での議決権行使になり、ここからも企業の重要な意思決定が議決権行使基準の画一的な規定に依拠する状況が生じている。株式持ち合いは「顔の見える株主」と言われる（田中，2014）のに対して、信託口株主に関する情報開示は現在のところ十分に整備されていない。この情報の非対称性に乗じた形で、突如大株主として登場して株主提案権を行使するアクティビスト事例は近年増加している。日本が「アクティビストの遊び場」と評されるゆえんである（上村，2021a・b）。当該視点から、株式持ち合いがマルチステークホルダー重視と親和性が高く、持ち合い解消を進めるならば、投資家アクティビズム一辺倒に寄らない受け皿が必要になる点も検討事項になろう。

こうした現状に対し、着目したいのは関西経済連合会（関経連）による別視点のCGコード提案である。関経連は「マルチステークホルダー資本主義に基づくコーポレートガバナンス・コードの提案」を示し、持ち合い縮減を一律に原則とするのではなく、企業がその意義を説明すれば容認すべきという立場を示した³⁹⁾。この

提案は「三方よし」の理念に基づき、多様なステークホルダーへの配慮や中長期視点での対話、形式主義でなく実質的な統治の実現を重視する意義を持つ。

5. 株式持ち合いと資本効率：鉄道業における考察

第1節で言及した金融庁の「資本効率の向上を目指さない市場全体に懸念が生じる」という主張は、株主価値最大化を重視する「株主起点」の企業ガバナンスの枠組みと親和性が高い。この枠組みに立脚すると主にROEやPBRといった資本効率指標を基準とし、資本の最適配分、事業ポートフォリオの見直し、株主還元の強化などがガバナンス上の主要課題になる。

株主持ち合いの解消により、資本効率重視に舵が切られ、その結果として公益性への懸念が生じた事例として、以下に述べる鉄道業における考察がある（原2024）。

端的な事例になるが「資本効率」だけでは業界が果たす社会的責任や経済的価値の把握が成り立たない業界として鉄道業がある。鉄道業は社会の公器として公共交通機関の責務を担う使命がある。2013年、大手民鉄の大都市の不採算路線に対して、大株主である外資ファンドから「資本効率」を理由に廃止要求を受けており、その後株式の公開買い付けに際して要求が明らかになった。対応策として、外為法の規制の適用、個別法への外資規制の導入、事業廃止規制の復活が要望されている（楠木2015）。鉄道業は資本効率だけではなく、地域経済への効果や地域住民の移動の便宜など公共の厚生への視点があるはずである。鉄道業の場合は、経営規模が大きな民間鉄道事業者は日本全国に16社ある。東京地下鉄を除く15社で収益源が一路線か二路線しかないのが現状である（楠木2015, 5）。

定案）と提案している。

39) 関西経済連合会のみならず、北海道、北陸、中部、中国、四国、九州の経済連合会を含めた全7つの団体の連名で2023年9月11日に「マルチステークホルダー資本主義に基づくコーポレートガバナンス・コードの提案」を公表している。「政策保有株式」に関する具体的な規定案は「上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有に関する方針・考え方を開示すべきである。上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。」（太字が関経連等により提案された改

「資本効率」を優先順位高く設定すると、ファンド株主の立場からすれば、収益路線以外は廃線とし資本効率を上げた経営をすることが取締役会の役目だと株主総会で要求するであろうし、実際上述した2013年の大手民鉄事例では現実に発生している。民間事業会社は資本効率を至上命題として事業を営んでいるわけではない。事業を通じて社会に貢献し、社員とその家族を守ることを使命と考える会社が、多数存在している。社会の公器性に着目した制度設計があつてしかるべきであるし、制度設計を考える際に金融市場優先にばかり寄り添わない仕組みづくりが欠かせない。本鉄道業の場合であれば、制度的対応策としては鉄道事業法の想定の特許を超える鉄道特性のある路線の廃止申請について、事業廃止の部分認可制の創設や事業改善命令の活用などの検討を要した。しかしながら、現実には制度的手当は後追いになることから、当時対応に大わらわになった経緯がある。本件類似の事態が発生する可能性が近年増加しており、また制度的対応は業界ごとに大きく異なる。株式持ち合い解消はこの状況を後押しすることを認識しておきたい⁴⁰⁾。

2017年の古いデータであるが、鉄道会社の安定株主比率の状況を確認すると、上場私鉄14社のうち、時価総額上位100社の安定株主比率の平均値である15.69%を上回るのは10社、うち、平均を10%以上上回る会社は7社に及ぶ⁴¹⁾。政策保有株式の保有の縮減傾向にある現状では、より安定株主比率は低下していることが予想されるが、今回の規制強化でより私鉄が厳しい状況に追い込まれるのは明らかであ

40) 本2013年の鉄道業における資本効率重視の要請に基づくヘッジファンドの株主提案事例は筆頭筆者が当時の株主提案を受領した企業トップから直接相談を受け、当時の背景を含めて、原(2024)に詳述している。

41) IBコンサルティング(2017)のデータに基づいて、筆者再計算。

ろう。

鉄道業の場合、地域経済にもたらす恩恵は大きい。鉄道の駅の周辺の土地評価は高くなり、また地域住民の利便性は向上し、また駅を基点として商業施設や公共設備が整備され、生活そのものが豊かになる。このような地域経済へのインパクトは、現在の企業内容開示が非財務情報にも力点が置かれつつあるとしても、十分に表しきれないのは明らかである。もちろん公益性のために株主が犠牲になるのではなく、事業の継続性が確保できれば中・長期的には、株主にも利益になり得るといえる。

6. 結 語

本稿では株式持ち合いの意義や機能を1950年代からの経済事情や経営環境の変遷に照らして検証した。株式持ち合いに関しては、長所・課題が併存するため単純に是非を論じるのは容易ではないことを前提にしたうえで、日本の経営の一構成要素として肯定面を捉えると、株式持ち合いの長所は現在でも変わらず適合する側面があることを示した。

現代的意義の再検討の視点では持ち合いは単なる資本政策ではなく、株主のみならず従業員などのステークホルダー型資本主義を志向する場合、その経営哲学・関係性の制度装置であるという視座が、再評価の鍵になる。特に、東レや旭化成の研究開発プロジェクトのように、短期利益では測れない長期投資の環境整備としての持ち合い、戦略的事業提携の意義は、現代のステークホルダー志向ガバナンスとも親和性を持つ。こうした文脈では、持ち合いの「機能不全」を指摘するだけでなく、選別的・説明責任ある持ち合いのあり方の検討が有益であろう。

そして本稿の後半で述べたように、海外からの大口投資が企業のガバナンスに与える影響が甚大となる事象が生じている今こそ、現在の状況に見合った株式持ち合いの合理性につながる

と考える。一律な持ち合い縮減規制を原則に据えるよりも、企業が持ち合い株式保有に経営上の意義があることの説明責任を果たして運用していくこと（Comply or explain の原則の尊重）が現代における株式持ち合いの意味付けになりうることを本稿では示した。

謝辞）本稿の執筆にあたり、神永晉氏（アライアンス・フォーラム財団）からインタビューを通じて貴重な洞察を賜った。また匿名の査読者の方からは、貴重なコメントとご示唆をいただいた。ここに厚く御礼申し上げる次第である。むろんありうべき誤りは筆者の責めに帰すべきものである。

参 考 文 献

- Abegglen J.C. (1958) *The Japanese Factory Aspects of its Social Organization*, MIT, 邦訳『日本の経営』占部都美監訳、ダイヤモンド社 1969 年。
- Aoki, M. (1990) “Towards an Economic Model of the Japanese Firm”. *Journal of Economic Literature* XXVIII (1) : 1-27.
- Azar et al. (2016) “Ultimate Ownership and Bank Competition,” available at <https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/Ultimate%20Ownership%20and%20Bank%20Competition.pdf>.
- Azar et al. (2018) “Anticompetitive effects of Common Ownership,” *J. of Finance*, 73 (4) : 1513-1565.
- Banal-Estañol, A., Newham, M., & Seldeslachts, J. (2021) Common Ownership in the U.S. Pharmaceutical Industry : A Network Analysis, *The Antitrust Bulletin*, 66 (1) : 68-99. (Original work published 2021)
- Blackrock (2017) “Larry Fink’s 2017 Letter to CEOs.”
- Dore, Ronald (2000) *Stock Market Capitalism : Welfare Capitalism : Japan and Germany versus the Anglo-Saxons* (Japan Business & Economics), Oxford University Press.
- Elhaug, E. (2015) Horizontal shareholding. *Harv. L. Rev.*, 129, 1267.
- Ferri, Fabrizio (2010) “Low Cost’ Shareholder Activism: A Review of the Evidence” *RESEARCH HANDBOOK ON THE ECONOMICS OF CORPORATE LAW*, Claire Hill & Brett McDonnell, eds., Elgar Publishers.
- Goranova, Maria & Ryan V. Lori (2013) “Shareholder Activism : A Multidisciplinary Review,” *Journal of Management*, Vol. 40 No. 5 : 1230-1268.
- Hamdani, Assaf, & Hannes, Sharon. (2019) The future of shareholder activism. *Boston University Law Review*, 99 (3) : 971-1000.
- Miwa, Yoshiro, & Ramseyer, J. Mark. (2002) “The myth of the main bank : Japan and comparative corporate governance.” *Law & Social Inquiry*, 27 (2) : 401-424.
- Lazonick, William (2017) “Marketization and Financialization : How the U.S. New Economy Business Model Has Devalued Science and Engineering PhDs.”
- Learmount, Simon (2002) *Corporate Governance : What Can Be Learned From Japan?*, OUP Oxford.
- OECD (2007) “The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance : A Synthesis of Research about Private Equity firms and “Activist Hedge Funds”” (July 23, 2007)
- OECD (2017) “Common Ownership by Institutional Investors and its Impact on Competition Background Note by the Secretariat,” DAF/COMP (2017) 10.
- Ouchi, William G. (1982) *Theory Z*, Avon Books.
- Pascale, R.T. and A.G. Athos (1981) *The Art of Japanese Management — Applications for American Executives*, Simon & Schuster.
- Ramseyer, J. Mark (1987) Takeovers in Japan : Opportunism, Ideology and Corporate Control, *UCLA Law Review*, 35 (1) : 1-64.
- Vogel Ezra F. (1979) *Japan as No.1, Lessons for America*, Charles E. Tuttle Company, Inc.
- Williamson, E. Oliver (1985) *The Economic Institutions of Capitalism*, Simon and Schuster.
- IB コンサルティング (2017) コラム No. 151 「鉄道会社の安定株主比率は？」 2017 年 8 月 22 日記事, <https://ib-consulting.jp/column/598/> 2025 年 4 月 19 日閲覧。
- 青木昌彦・ロナルド・ドーア (1995) 『国際・学際研究 システムとしての日本企業』NTT 出版。
- 伊丹敬之 (1987) 『人本主義企業』筑摩書房。
- 伊丹敬之 (2000) 『日本型コーポレートガバナンス』

- スー従業員主権企業の論理と改革』日経BPマーケティング, 日本経済新聞出版社。
- 伊丹敬之・加護野忠男・伊藤元重 (1993) 『日本の企業システム第1巻 企業とはなにか』有斐閣。
- 伊藤恭平・木下裕也 (2023) 『貯蓄から投資への現状と課題』『ファイナンス』財務省広報誌 2023年11月: 38-39。
- 伊藤邦雄・三隅隆司・市村豊彦 (1990) 「株式持ち合いの螺旋型ロジック・シフト」『ビジネスレビュー』Vol. 37, No. 3: 15-36。
- 伊藤邦雄 (1992) 「日本におけるM&A: 価値創造効果と株式持ち合いの検証」大蔵省『フィナンシャル・レビュー』Oct.: 1-28。
- 伊藤邦雄 (1993) 「株式持ち合い その螺旋型ロジック・シフト」pp. 151-189, 伊丹敬之他『日本の企業システム第1巻』第6章所収。
- 岩井克人 (1988) 「従業員管理型企業としての日本企業」, 岩田規久男・石川経夫編著『日本経済研究』東京大学出版会。
- 上田廣美 (2016) 「フロランジュ法と二倍議決権—例外から原則へ」『亜細亜法学』50巻2号: 230-210。
- 上村達男 (2021a) 『会社法は誰のためにあるのか 人間復興の会社法理』岩波書店。
- 上村達男 (2021b) 「【正論】ファンドに翻弄される日本企業」2021年7月14日朝刊・オピニオン, 『産経新聞』。
- 太田洋 (2015) 「改正会社法, コーポレートガバナンス・コードにみる改革のポイント—モニタリングモデルの実践に向けて—」日本銀行金融高度化セミナー講演資料, 2015年4月16日。
- 大日方隆 (2023) 『日本の会計基準II 激動の時代』中央経済社。
- 加護野忠男 (2011) 「株式持ち合いについての覚書」『国民経済雑誌』203(5): 1-9。
- 関経連 (2023) 「マルチステークホルダー資本主義に基づくコーポレートガバナンス・コードの提案」。
- 神田秀樹編, 資本市場研究会 (2001) 『株式持ち合い解消の理論と実務』財経詳報社。
- 木村晃久 (2024) 「時価会計の導入による政策保有株式の縮減効果: 米国会計基準を適用する日本企業を対象とした実態分析」日本銀行金融研究所, Discussion Paper No. 2024-J-20。
- 楠木行雄 (2015) 「外資ファンドによる大手民鉄路線の廃止要求に対する制度的対策に関する研究」『運輸政策研究』Vol. 18 No. 1: 2-10。
- 北島忠男 (1984) 「わが国における株式所有状況の推移について-1-」『明大商学論叢』明治大学商学研究所編 66 (5-7): 331-357。
- 橋川武郎 (1996) 『日本の企業集団—財閥との連続と断絶』有斐閣。
- 橋川武郎 (2016) 『財閥と企業グループ(産業経営史シリーズ)』一般財団法人日本経営史研究所。
- 小宮隆太郎 (1988) 「日本企業の構造的・行動的特徴 (1) (2)」『経済学論集』Vol. 52-2, 2-16, vol. 54-3: 54-66, 東京大学。
- 近藤駿介 (2020) 『202X 金融資産消滅』KKベストセラーズ。
- 坂本恒夫・佐久間信夫 (編), 企業集団研究会 (著) (1998) 『企業集団支配とコーポレート・ガバナンス』文眞堂。
- 櫻井通晴 (2020) 「コーポレートガバナンス・コードの制定とROE活用の是非」特別講演, 『管理会計学』日本管理会計学会誌: 3-24。
- 澤邊紀生 (2003) 「会計制度改革と日本のコーポレート・ガバナンスに関する一考察: 時価会計の導入と株式持ち合いについて」『経済学研究』69(3/4): 313-330。
- シェアード・ボールド (1995) 「株式持ち合いとコーポレート・ガバナンス」『国際・学際研究 システムとしての日本企業』第12章所収: 389-435。
- 田中一弘 (2014) 『「良心」から企業統治を考える—日本的経営の倫理』東洋経済新報社。
- 田中亘・後藤元 (2020) 「日本におけるアクティビズムの長期的影響」『JSDA キャピタルマーケットフォーラム』第2期: 115-161。
- 円谷昭一 (2020) 『政策保有株式の実証分析 失われる株式持ち合いの経済的効果』日本経済新聞出版。
- 中山龍太郎・角田龍哉・岩崎卓真 (2019) 「Common Ownership をめぐる諸問題」『企業法制的将来展望 2020』商事法務研究会: 389-411。
- 西山賢吾 (2021) 「我が国上場企業の株式持ち合い比率 2021年度—保有合理性とともに資産効率性が一段と注目される—」『野村サステナビリティクォーターリー』2023 Spring: 152-158。
- 西山賢吾 (2024) 「削減ペースが加速した政策保有株式—政策保有にも求められる「緊張感を孕んだ相互信頼関係」構築—」『野村サステナビリティクォーターリー』2024 Summer: 161-171。
- 東京証券取引所 (2024) 調査レポート「2023年度株式分布状況調査の調査結果について」2024年7月2日。https://www.jpx.co.jp/markets/sta

- tistics-equities/examination/01.html
- 長内智 (2024) 「日銀のETF買入政策の出口戦略に歴史的な株価暴落の警鐘」大和総研コラム, 2024年8月14日記事, https://www.dir.co.jp/report/column/20240814_012144.html 2025年2月4日閲覧。
- 新田敬祐 (2007) 「持ち合い解消, その後」RIETI 企業統治分析のフロンティア, <https://www.rieti.go.jp/jp/projects/cgp/03.html>, 2025年4月14日閲覧。
- 原丈人 (2013, 2018) 『21世紀の国富論』『増補 21世紀の国富論』平凡社。
- 原丈人 (2017) 『「公益」資本主義 英米型資本主義の終焉』文春新書。
- 原丈人 (2024) 「地域経済の担い手, 未来を築く鉄道会社と公益資本主義の勧め」特集 これからの地域開発の課題と展望～失われた30年から国富の拡大に向けて, 『地域開発』650号: 18-24。
- 原丈人・猪熊浩子 (2025) 「ROE経営の落とし穴: 公益資本主義に基づく考察——ROEを超える経営指標に求められる要件——」慶應義塾大学『社会科学』第35号: 61-90。
- ヒル, アンナ (2018) 「2019年施行される, 改正・株主権利指令のご紹介」『月刊資本市場』2018年8月 (No. 396): 76-81。
- 福井義高 (2015) 「伊藤レポートはMM定理がお嫌い?」連載ひよっとすると役に立つかもしれない会計の話 14, 『経営財務』Vol. 67, No. 5: 97-103。
- 福本葵 (2024) 「米国の実質株主の透明化のための制度—OBO/NOBOとForm13F」『証研レポート』1743号: 36-50。
- ブルームバーグ (2016) 「日本のコーポレート・ガバナンス概観」Bloomberg Intelligence https://data.bloomberglp.com/professional/sites/12/2017/05/Corp_Gov_Report2016.pdf 2024年10月13日閲覧。
- ブルームバーグ (2024a) 「日本でアクティビスト投資ブーム, エリオットの成功に続け」Bloomberg 2024年6月26日記事, <https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2024-06-25/SFNP57T1UM0W00> 2025年2月4日閲覧。
- ブルームバーグ (2024b) 「日本企業の「株式持ち合い解消」に商機、証券各社が争奪戦一仲介手数料は最大8000億円規模?」会社四季報 Online, 2024年7月18日記事, <https://shikiho.toyokeizai.net/news/0/779304> 2025年2月4日閲覧。
- 松村勝弘 (1998) 「日本企業における株式相互持ち合いの戦略的意義——最近の「持ち合い崩れ」の実証的研究——」『立命館経営学』第37巻第4号: 1-30。
- 宮島英昭・黒木文明 (2003) 「株式持ち合い解消の計量分析: Mark II」Working Paper WIF-03-008, 早稲田大学ファイナンス総合研究所。
- 宮本又郎・杉原薫・服部民夫他 (2003) 『日本型資本主義: どうなるどうする戦略と組織と人材』有斐閣。
- 三和裕美子 (2016) 「経済の金融化とファンドによる企業支配」『経営学論集』第86集: 86-95。
- 三和裕美子 (2024) 『投資家資本主義の未来: ESG投資の行方』千倉書房。
- 三輪芳朗・J. マーク ラムザイヤー (2001) 『日本経済論の誤解: 系列の呪縛からの解放』東洋経済新報社。
- 森田章 (2000) 「コーポレート・ガバナンスの将来」『同志社大学ワールドワイドビジネスレビュー』, 第1巻第1号: 36-41。
- 森田章 (2006) 「公開企業の取締役会権限—敵対的企業買収の防衛策を中心として」『商事法務』1785号: 20。
- 米澤康博 (1995) 『株式市場の経済学』日本経済新聞社。
- 吉川英徳・山本一輝 (2024) 「2024年6月株主総会シーズンの総括と示唆」10月9日大和総研コンサルティングレポート。

Abstract

This paper reassesses the function and evolution of cross-shareholdings in Japan and asks whether recent corporate governance reforms in Japan have been too investor-driven and market-driven. They have enabled the continuation of research and development, the establishment of long-term business relationships, and management that takes into account a variety of stakeholders, including employees. However, in recent years, cross-shareholdings have been reviewed under the Corporate Governance Code (CG Code).

In this paper, we questioned the bias in media coverage that has uniformly rejected cross-shareholdings as “old-fashioned,” as well as the establishment philosophy of the current CG Code, which prioritizes financial and economic factors. It reaffirms the advantages of cross-shareholdings that have been positively evaluated by much of the literature : medium- to long-term management support by stable shareholders, risk sharing, promotion of ongoing business alliances, and contribution to the formation of managerial discipline.

It also points out that there are concerns about the growing influence of hedge funds and foreign activist investors as recipients of shares after the unwinding of cross-shareholdings, and that the relationship of trust with “visible shareholders,” which is the basis of Japanese-style management, is being lost. Based on the above, we have presented perspectives for reevaluating cross-shareholdings and reassessing their contemporary significance.