

〔レフリー論文 原 著〕

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—

谷 川 寿 郎

Reconsideration about corporate control in Japan:
An empirical study on the 200 largest non-banking corporations

TANIKAWA, Toshiro

本稿は日本の株式会社における所有と支配について再考を試みるものである。伝統的な実証調査の方法である持株比率別分析と所有主体別分析を行い、その結果を先行研究と比較し、この20年間の変化について検証する。持株比率別分析の結果から、日本大企業の所有構造の特徴として機関所有化、高い集中度について大きな変化は生じていない。しかし、十大株主を構成する機関は大きく変化した。都市銀行と生命保険会社にかわって、外国人機関投資家と資産管理信託銀行名義の背後に存在する実質的な所有者として年金基金が大きな勢力となった。また、所有主体別分析の結果から対象とした200社のうち125社、62.5%の企業が経営者支配であることが確認された。この20年間に於いて日本の株式会社における所有と支配は大きく変容した。

キーワード：会社支配論、経営者支配、資産管理信託銀行、外国人機関投資家、年金基金

1. はじめに

会社支配論および経営者支配については、1932年にAdolf A. BerleとGardiner C. Meansが著した『近代株式会社と私有財産』(*The Modern Corporation and Private Property*)を嚆矢として、さまざまな議論が展開されてきた。

日本においても同様に、多数の議論が展開されるとともに、多くの実証研究が行われてきた。これら日本における会社支配論の研究は、伝統的な実証調査の方法である持株比率別分析と所有主体別分析によって¹⁾、日本の大企業は経営者支配であるとする一定の結論をみた。1996年度調査以降、非金融会社総資産上位200社を対象とする実証研究は行われていない。

高度経済成長とキャッチアップ経営の終焉、さらに円高による産業の空洞化や多国籍化など、日本の経営は構造改革を進めてきた。この約20年間に於いて、日本の社会はさまざまな

制度変化を経験してきたと考える。そのようななかであって、株式会社の所有と支配においては、どのような変化が生じてきたのであろうか。現在も経営者支配が大多数を占めるのであろうか。本稿は、このような問題意識を背景として、現在における日本の株式会社の所有と支配について、伝統的な実証調査の方法により明らかにするとともに、基礎的なデータを提供することを目的とする。

2. 先行研究

先行研究として三戸・池内・渡辺(2001)をとりあげる。日本の株式会社の株式所有構造について1956年から1996年までの期間について、持株比率別分析と所有主体別分析を用い、時系列で比較されており、優れた研究であるという理由による。

日本大企業の所有構造の特徴として機関所有化、高い集中度、株式相互持合、安定株主、生

保による株式所有をあげ、データにより詳細に調査されている。1996年当時の最大の筆頭株主は生命保険会社であり、200社中80社であり40%を占めていた。また、筆頭株主の圧倒的多数は金融機関を中心とした機関で96.5%を占めていた。戦後一貫して見られた「機関所有化」、「企業集団による所有」、「事業会社から金融機関へ」という3つの流れは、1976年、1986年がピークであったと指摘している。結論は高い機関所有化であり、かつ、株式の筆頭株主および十大株主への高い集中度の進行である。

本稿はこの先行研究のデータと今回の実証調査の結果を比較し、日本の株式所有状況および会社支配について、この20年間にどのような変化が生じたかを明らかにしようとするものである。

3. 実証調査

実証調査は伝統的な方法である持株比率別分析と所有主体別分析を行う。実証調査の目的は、この2つの分析方法を用い、できる限り詳細に日本の上場している株式会社の所有と支配について明らかにすることを試み、基礎的なデータを提供することである。

調査項目は以下の3項目である。

- ①持株比率別分析による十大株主の発行済株式総数と延べ株主数に対する割合
- ②持株比率別分析による十大株主の属性分類
- ③所有主体別分析による dominant な所有主体の状況

3.1 実証調査の方法

はじめに、持株比率別分析について、この分析方法は、Berle & Means (1932) において開発され、以降、主要な実証調査に用いられてきた方法である。創業者や同族など、特定の大株主に株式が集中している場合は所有者支配、株式が広範囲に分散し、特定の大株主が不在の場

合には経営者支配と分類する方法である。

支配の主要なタイプを①ほぼ完全な所有権を通じての支配 (control through almost complete ownership), ②多数持株支配 (majority control), ③多数所有権なしで法律的手段を用いた支配 (control through a legal device without majority control), ④少数持株支配 (minority control), ⑤経営者支配 (management control)²⁾、以上の5つに分類する。また、上記の5つの分類に対し一定の基準が設けられ³⁾、少数持株支配と経営者支配の境界に持株比率を20%とする線引きが用いられる。

次に、所有主体別分析について、この分析方法は、1940年にアメリカで報告されたTNEC調査⁴⁾で初めて用いられた方法であり、持株比率別分析と同様に主要な実証調査に用いられている。この調査方法においては、株式会社には支配者となる支配的 (dominant) な大株主 (所有者) が必ず存在することを前提としている⁵⁾。

支配のカテゴリーを①単一家族支配 (single family), ②複数家族支配 (two or more family), ③家族・会社支配 (family and corporate), ④単一会社支配 (single corporate), ⑤複数会社支配 (two or more corporate), ⑥支配的利害集団なし (no dominant interest group), 以上の6つに分類する⁶⁾。持株比率別分析と異なり、そもそも経営者支配 (management control) というカテゴリーを設定しないことが対照的である。また、持株比率10%を基準⁷⁾として、それ以上を少数所有支配として、かつ、10%以下であっても利害集団が見いだせるものについては少数所有支配として分類する。

これら2つの分析方法はそもそも析出しようとする支配形態が対照的であり、持株比率別分析では株式所有の分散から経営者支配を析出しようとするのに対し、所有主体別分析においては、支配者は必ず存在するということを前提に、経営者支配というカテゴリーを設定しないものである。結果はおのずと異なったものとなる。

本稿における実証調査の対象は、2016年3月31日を基準日として、日本の株式市場に上場している株式会社を総資産額の順に並べ、そこから証券分類の大分類における金融・保険業と外国会社を除いたいわゆる非金融産業会社のうち、上位から200社⁸⁾である。

次に、同様に2016年3月31日を基準日として、対象200社の公開されている直近の有価証券報告⁹⁾から筆頭株主および十大株主を抽出し、氏名又は名称を特定した。その属性を公機関・産業会社・都市銀行・信託銀行・その他の銀行・証券会社・生命保険会社・損害保険会社・その他の金融機関・同族個人・同族会社・同族財団等・持株会・その他の機関、以上14項目に分類集計した。なお、その他の機関についてはさらに下位分類を設け、外国人株主とそれ以外に分類し、外国人株主についてはそれに加えて属性についても分類した。また、上記と同じ資料をもとに筆頭株主および十大株主の発行済株式総数に対する所有株式数の割合(%)を抽出し集計した。

所有主体別分析については、10%を基準¹⁰⁾に支配的(dominant)な所有主体を公機関、同族、単一所有、複数所有、なし、以上5つのカテゴリーに分類した。分類にあったては、次のとおりの一定の基準を設けた。

まず、1番目の分類として公機関というカテゴリーを設けた。日本政府が主体となり出資し設立された機関¹¹⁾、および、地方公共団体、財務大臣や経済産業大臣等の各行政部門の長が筆頭株主である企業をここに分類した。

2番目に所有主体別分析の支配のカテゴリーにおいて、①単一家族支配(single family)、②複数家族支配(two or more family)、③家族・会社支配(family and corporate)、以上3つのカテゴリーに分類される企業を大きく同族と分類した。このカテゴリーに分類する基準は、有価証券報告書記載の十大株主のなかに創業者(founder)、共同創業者(co-founder)、これらの相続人、および、以上のものが関連す

る資産管理会社や財団等の名称が確認でき、かつ、単独または合計で、その持株比率が10%以上の場合、この同族としたカテゴリーに分類した。

3番目に、④単一会社支配(single corporate)を単一として分類した。このカテゴリーには、1つの会社の持株比率が10%以上のものを分類した。また、4番目に、⑤複数会社支配(two or more corporate)を複数とし、いわゆる企業グループに属し、グループ内の2企業¹²⁾以上が十大株主に見いだせ、かつ持株比率が合計で10%以上の場合に、このカテゴリーに分類した。同様に、十大株主に同一企業グループに関係する銀行¹³⁾、生命保険会社、損害保険会社等の金融機関が見いだせる場合もここに分類した。

最後に、5番目の分類として、上記の方法により分類し、どのカテゴリーにも分類することができなかった企業を⑥支配的利害集団なし(no dominant interest group)として、なしというカテゴリーに分類した。

以上から日本の非金融産業会社総資産上位200社について、筆頭株主の状況、十大株主の状況、支配的(dominant)な所有主体の状況を観察し、先行研究が行われた1996年度の状況と本稿の2016年の状況とを比較し、この約20年間に、日本の株式会社の所有および支配においてどのような変化が生じたのかを検討する。

3.2 実証調査の結果

実証調査の結果について以下にその概要を示す。本稿における結果と先行研究として三戸・池内・渡辺(2001)をとりあげ、その比較から、日本の株式会社の所有と支配について、特にこの20年間の変化について検討する。

(1) 十大株主にみる集中と機関化の度合い

Berle & Means (1932)の第一の主張は、株式所有権のかつてない広範な分散である¹⁴⁾。

一方で Berle & Means (1932) 以降の実証調査が指摘したことは、機関所有化の進展である。すなわち、株式所有権が公衆一般に広範に分散し、かつ、一方では、機関株主に集中がみられるということである。

この節では、まず、十大株主が発行済株式総数において、どの程度の株式の割合を所有しているのか¹⁵⁾についてみていく。集計の結果¹⁶⁾、十大株主の持株比率合計の平均は36.27%である。しかし、総資産額で第一位である日本郵政の基準日直近での有価証券報告書による十大株主は財務大臣1名であり、100%所有の筆頭株主である。この問題を考慮し、中央値でみるならば30.44%となる。十大株主の持株比率の平均値と持株比率分布の推移は次の表¹⁷⁾のとお

りである。1966年調査以降、ほぼ30%代後半で推移していることが確認できる。

次に、表2は十大株主総数に占める機関の割合を示したものである¹⁸⁾。このように98.2%が機関によって占められている。

表3は先行研究の実証調査の数値を比較した時系列での推移である。

以上から、対象200社における十大株主への集中および機関化を確認することができた。次にみていくことは、これら機関はいったいどのような機関であるかということである。

(2) 十大株主の機関はどのような機関か

前節において機関への集中が確認できた。この節でみていくことは、これら十大株主に占め

表1 十大株主持株比率の推移（1956年から2016年）

	1956年	1966年	1976年	1986年	1991年	1996年	2016年
20%未満	52	10	2	1	1	2	8
20%以上 30%未満	81	75	43	45	39	47	90
30%以上 40%未満	35	64	76	91	95	98	46
40%以上 50%未満	19	26	42	37	41	26	23
50%以上 60%未満	1	10	18	12	12	15	12
60%以上 70%未満	9	8	13	11	10	9	11
70%以上 80%未満	2	6	3	3	2	2	7
80%以上	1	1	2	0	0	1	3
合 計	200	200	199	200	200	200	200
平 均	28.52%	35.32%	38.80%	38.34%	37.87%	37.37%	36.27%

出所：1956年から1996年までの数値は三戸・池内・渡辺（2001）を参考に作成。
2016年の数値は今回調査の結果（数字は社数）。

表2 十大株主に占める機関の割合

	株主数	占有率
機 関	1958名	98.2%
その他	35名	1.8%
合 計	1993名	100%

出所：筆者作成。

表3 十大株主にみる機関の割合の推移

	1976年	1986年	1991年	1996年	2016年
機 関	96.2%	97.3%	98.4%	98.0%	98.2%
その他	3.8%	2.7%	1.6%	2.0%	1.8%

出所：1976年から1996年までの数値は三戸・池内・渡辺（2001）を参考に作成。
2016年の数値は今回調査の結果。

る機関とは、いったいどのような機関であるかということである。先行研究¹⁹⁾においても同様に、大規模化に従い株式分散するということがBerle & Means (1932) 以来の常識的理解であるが、株式はむしろ集中しているのであって、十大株主においても筆頭株主においてもきわめて高い集中度を示している²⁰⁾と指摘している。そして、十大株主を構成する主体を14分類し、その構成割合とここ20年間の変化を示したものが、次の表4である。

表4は、十大株主の延べ株主数を分母とし、表中の14機関に分類した各延べ合計数を分子とした構成比である。この20年間の変化は、まず、日本の上場している株式会社の安定株主として君臨していた都市銀行の構成比の減少である。20.4%から8.6%と11.8ポイント減少したということである。都市銀行という表現も現在においては、メガバンクと言ったほうがより

表4 十大株主の構成とその推移

	1996年	2016年
都市銀行	20.4	8.6
長期信用銀行	5.4	0
信託銀行	24.3	28.7
その他の銀行	2.2	2.2
銀行 計	52.3	39.5
生命保険会社	21.5	10.3
損害保険会社	5.3	3.5
証券会社等	0.1	0.5
その他の金融機関	4.8	1.2
金融機関 計	84.1	55.0
産業会社	7.9	10.8
公機関	0.5	0.7
持株会	2.2	4.2
その他の機関	0.1	25.8
同族会社	2.6	0.9
同族財団等	0.6	1.0
機関計	98.0	98.4
同族・個人	2.0	1.6
合 計	100.0	100.0

出所：1996年は三戸・池内・渡辺（2001）を参考に作成。

2016年は今回調査の結果。

一般的であると思われる。長期信用銀行は破綻と売却および吸収合併によって、その根拠法である長期信用銀行法に基づく銀行は消滅した²¹⁾。今後はこの分類は必要としない。

信託銀行は24.3%から4.4ポイント増加し28.7%となり、最大の株式所有機関となった。しかし、その個別株主は大きく変容している。先行研究と比較し、個々の株式名義をみると、その内容は大きく変容した。先行研究において巨大株主として登場する信託銀行は住友信託銀行、三菱信託銀行、三井信託銀行、東洋信託銀行等であって、信託業法に基づいた銀行であった。しかし、本稿の調査で明らかになったことは、資産管理信託銀行²²⁾が最大の株式所有機関として登場したということである。

現在、日本において資産管理信託銀行は、日本トラスティ・サービス信託銀行、資産管理サービス信託銀行、日本マスタートラスト信託銀行の3行が存在する²³⁾。十大株主延べ総数1,993名に占めるこれら3行の比率は次の表5のとおりである。

このように十大株主延べ総数の25.5%を占めるこれら3行の資産管理信託銀行は、あくまで株主名簿上の株主名であって、実質的な株主²⁴⁾ではない。実質的な株主を判明させるには株主判明調査²⁵⁾を行わなくてはならない。

信託銀行に次ぎ、2番目に大きく25.8%の構成比を占める「その他の機関」について、本稿の実証調査では、いわゆる外国人機関投資家をこのカテゴリーに分類した。その理由は、例えば、アメリカの銀行を「その他の銀行」のカテゴリーに分類したり、ドイツの証券会社を「証券会社」のカテゴリーに分類してしまうと、時系列での変化を把握しづらくするという理由による。

日本における株式所有構造を論ずる場合、外国人投資家、特に、外国人機関投資家の所有比率の増加は顕著であって、その存在を無視することはできない。本稿においては、「その他の機関」のカテゴリーに分類した。その下位分類

表5 資産管理信託銀行の十大株主延べ総数に占める割合

	延べ名義数	構成比
日本トラスティ・サービス信託銀行	290	14.6%
日本マスタートラスト信託銀行	196	9.8%
資産管理サービス信託銀行	22	1.1%
合 計	508	25.5%

出所：筆者作成。

表6 外国人機関投資家上位3社

	延べ名義数	構成比
ステート・ストリート・バンク・アンド・トラストカンパニー	194	38.6%
バンク・オブ・ニューヨーク・メロン	105	20.9%
JP・モルガン・チェース	51	10.2%
合 計	350	69.7%

出所：筆者作成。

については、次のとおりである。「その他の機関」に分類した延べ株主数は514名である。うち、外国人機関投資家は502名を占め、さらにその内訳は、すべて延べ株主数で、金融機関284機関、銀行111行、証券会社25社、公機関16機関、産業会社9社、ファンド3機関、その他54機関である。

個別株主名では、表6のとおり、延べ株主名義数合計数の多い上位3社で外国人機関投資家延べ株主名義数502社のうち、約70%を占める。

(3) 所有主体別分析について

所有主体別分析の結果の概要については、次の表7のとおりである。なお、対象200社すべての結果については付表1および付表2のとおりである。

公機関による所有に分類した企業は、日本郵政、日本電信電話、ルネサスエレクトロニクス、ジャパディディスプレイ等8社である。

次に、同族に分類した企業は、ソフトバンク・グループ、楽天等、比較的設立からの年数が浅く、創業者が相当な支配力を有しているであろうと想像できる企業、および、セコムのように設立から54年、上場から42年を経過しているが、未だ創業者が十大株主に見いだせる企

表7 所有主体別分析の結果

分 類	企業数	構成比
公機関	8	4.0%
同 族	14	7.0%
単一所有	50	25.0%
複数所有	3	1.5%
なし	125	62.5%
合 計	200	100.00%

出所：筆者作成。

業等である。

単一所有の企業は、筆頭株主ルノーエスエイによる43.4%の支配を受ける日産、同じように、日本電信電話による63.32%の支配を受けるNTTドコモ等の企業である。複数所有の企業は、三菱商事、旭硝子、ヒューリックの3社である。

最後に、支配的利害集団なしとして125社を分類した。これらは経営者支配である。本稿においては、所有主体別分析において、10%を基準に支配的（dominant）な所有主体が見いだせないことを経営者支配の基準とする。また、本稿においては、株式会社の支配者が、資本の所有者から所有者ならざる者にかわり、財産にもとづいてではなくして、経営者能力にもとづいて組織の地位を占めることによって、支配者となること²⁶⁾を経営者支配と定義する。

4. 結論と考察

ここでは、本稿の実証調査から得られた結果を整理し、考察と結論を述べる。

4.1 実証調査の結果の整理

まず、持株比率別分析から導かれた結果は、対象とした非金融産業会社総資産上位 200 社の株式は広範に分散しているが、一方で十大株主に平均で 36.27% と高い集中度を示したということである。そして、その十大株主の 98.2% が機関所有である。このように、先行研究が指摘した日本大企業の特徴である機関所有化と高い集中度²⁷⁾は、先行研究の調査年度である 1996 年と比較し、20 年経過した現在においても大きな変化は生じていない。

しかし、十大株主の機関はどのような機関であるかという視点でみると、この 20 年間に大きな変化が生じた。十大株主の構成を 14 分類²⁸⁾した場合において、1996 年当時の大きな勢力であった都市銀行は、その構成比を 20.4% から 2016 年においては 11.8 ポイント下げ 8.6% となった。同様に生命保険会社も 1996 年においては 21.5% と最大の所有機関であったが、2016 年においては 11.2 ポイント低下し 10.3% となった。このように安定株主として君臨していた都市銀行と生命保険会社の機関所有株主としての地位は大きく変容した。

都市銀行と生命保険会社にかわり、この 20 年間で株式所有機関として 0.1% から 25.8% と大きくポイントを伸ばした機関は、その他の機関である。その他の機関に分類されたものは、そのほとんどが外国人機関投資家であり、その伸びは顕著である。

また、ポイントにおいては 24.3% から 28.7% と 4.4% のみの上昇ではあるが、内容が大きく変化した機関が信託銀行である。表 5 のとおり、28.7% のうち 25.5% を占める機関が資産管理信託銀行であって、この 20 年間の変化のうち最も大きな事項である。

続いて、所有主体別分析について、概要を表 6 で確認すると、支配的な所有者なしに分類した企業を経営者支配とみるならば、対象とした非金融産業会社総資産上位 200 社のうち、125 社が経営者支配である。

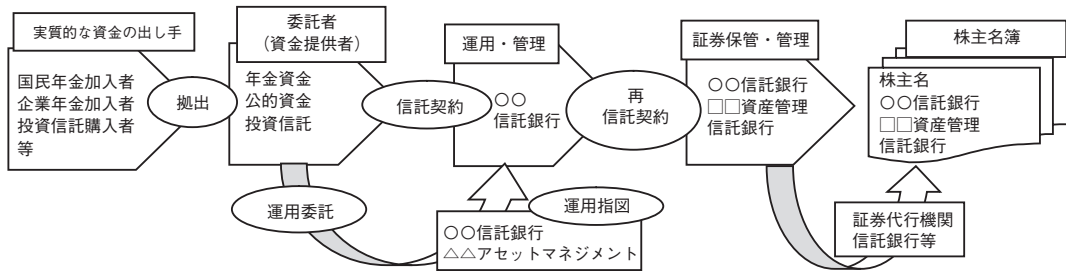
4.2 考 察

次に、資産管理信託銀行と外国人機関投資家について考察する。着目することは、資産管理信託銀行と外国人機関投資家とはどのような組織であり、株式会社の所有と支配にどのような影響があるかということである。

資産管理信託銀行²⁹⁾が設立された背景は、1998 年 11 月に厚生年金基金連合会資産運用研究会が、「運用自由化時代の年金基金の資産運用」と題する報告書を公表し、「運用機関の専門・特化の進展とこれを束ねる一元管理の業務形態の出現」を期待されたことが大きな要因である³⁰⁾。

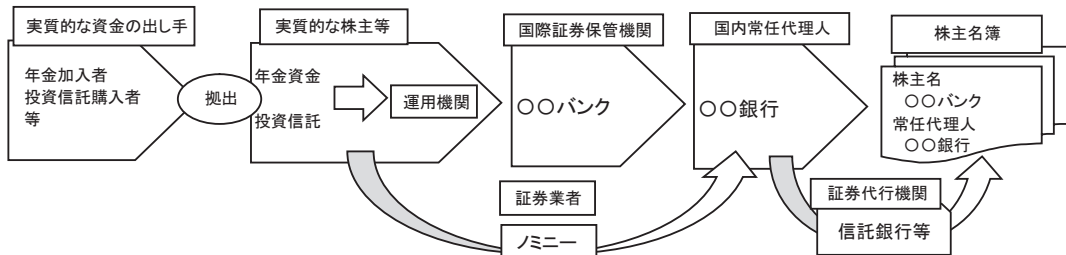
そして 2000 年に日本トラスティ・サービス信託銀行、資産管理サービス信託銀行、日本マスタートラスト信託銀行の 3 行が誕生した。資産管理信託銀行の主たる業務は、有価証券の資産管理業務であって、年金基金、投資信託、企業や金融機関等の機関投資家から預託されたファンドの有価証券運用にかかわる証券決済・資金決済、有価証券の保管、レポーティングなどである³¹⁾。図 1 は実質的な資金の出し手から資産管理信託銀行の名義で株主名簿に記載されるまでの流れを整理したものである。

このように、実質的な資金の出し手である個人等から預かった資金は、年金資金、公的資金、投資信託等の機関投資家に拠出される。次に、機関投資家は信託銀行に信託し、受託した信託銀行が運用・管理を行う。受託した信託銀行は、証券の保管・管理業務のみを資産管理信託銀行に再委託するため、最終的に所有権は資産管理信託銀行に移転し資産管理信託銀行名義となる³²⁾。このために委託者であり、資金提供者である機関投資家の名義は、株主名簿上に



出所：依馬（2008）を参考に筆者作成。

図1 国内機関投資家の投資スキーム



出所：依馬（2008）を参考に筆者作成。

図2 海外機関投資家の投資スキーム

現れない。以上が、資産管理信託銀行の十大株主延べ総数に占める割合が25.5%と高い理由の1つである。

図1に登場する関係者の役割について、議決権行使を中心に整理すると次のとおりである。まず、実質的な資金の出し手である国民年金加入者等は、保険料等として資金を拠出しているのみであり、議決権行使には何ら関係をもたない。次に、年金資金等、例えば、年金資金積立金管理運用独立行政法人（GPIF：Government Pension Investment Fund）等の機関投資家は、基本的に議決権行使の判断を運用機関に委ねている。運用機関は、通常の場合、独自の議決権行使ガイドラインを定めており、議決権行使の裁量権を有する。そして、株主名簿に記載される資産管理信託銀行は、議決権行使の裁量権をもたない³³⁾。

次に、外国人機関投資家について、外国人機関投資家、または、海外機関投資家は、一般に「外国人」名義の株主に含まれ、外国人名義の

株主とは、日本国内に居住しない非居住者のことであり、主に、ステート・ストリート・バンク・アンド・トラストカンパニーやバンク・オブ・ニューヨーク・メロン等の国際証券保管銀行名義、JP・モルガンチェース等の証券会社名義、ナッツ・クムコ等のノミニー名義の3つに分類される。投資スキームを整理し図示すると次の図2のようになる。

図2に登場する関係者の役割について、実質的な資金の出し手は、年金加入者や投資信託の購入者等であって、主な資金提供者はカルパス（カリフォルニア州公務員退職年金基金）等の年金基金や投資信託、およびシンガポール政府投資公社（GIC）等の政府系ファンドである。

これら機関の運用の判断と議決権行使については、年金基金はインハウス運用分については独自に決定するが、多くは外部の運用機関に委託するケースが多い。大手年金基金は、独自の議決権行使ガイドラインを持ち、外部の運用機関に対してガイドラインに則った議決権を行使す

るよう指図することもある。投資信託は、投資信託委託会社が運用や議決権行い。多くの場合、年金資金や投資信託等の運用の判断は投資顧問会社等が行っており、国際証券保管銀行等は、顧客の資産を管理しているだけであり、運用の判断や議決権行使の判断を行うが、外部の運用機関に委託することもある。政府系ファンドは、運用の判断は、主に外部の運用機関に委ねており、基本的に議決権の行使を行わない³⁴⁾。

以上のように、資産管理信託銀行と外国人機関投資家は、名義上の株主であって、その背後に存在する実質的な株主は見えない。その多くは、投資信託と年金基金であろうと推測できる。

資産管理信託銀行と外国人機関投資家の背後に存在する実質的な株主が年金資金や投資信託であるとすれば、運用の判断や議決権行使は、運用機関である信託銀行や投資顧問会社に委託される場合が多い。これらの運用機関は、多くがスチュワードシップ・コードの受入れを表明している。機関投資家による議決権行使の状況を取締役選任についての反対理由を中心にみると、①社外取締役の独立性基準、②社外取締役の出席率基準、③ROE基準、④法令違反・不祥事等、³⁵⁾の4点である。

上記のように、機関投資家による議決権行使における取締役選任についての反対理由は、社外取締役に集中しており、取締役選任そのものではないことが近年の特徴といえよう。株式会社における支配を取締役会のメンバーを選出する力であると定義すれば、所有が資産管理信託銀行と外国人機関投資家に多く集中する状況では、経営者の株式会社支配は、ますます強まるといえよう。

4.3 結 論

日本の非金融産業会社総資産上位200社において125社、比率にして62.5%の企業が経営者支配であるという結論が導かれた。そのような

経営者支配の企業の標準的な姿は、株式が広範に分散しながらも、約3割程度は十大株主に集中し、その十大株主のほぼすべてが機関であるということである。しかし、その機関の多くが資産管理専門銀行と外国人機関投資家であり、その名義の背後に存在する実質的な株主は見えない。

本稿3.2.2において指摘したとおり、十大株主における所有主体である機関は、高度経済成長期の日本的経営を支えた資金供給者としての都市銀行と生命保険会社から、外国人機関投資家および資産管理信託銀行にかわった。資産管理信託銀行の背後には、実質的な株主としてGPIF³⁶⁾に代表される年金基金が存在する。日本は、株式市場型社会に移行する過程にある³⁷⁾と考える。

実証調査の結果から、株式の最大の所有機関は、資産管理信託銀行であることが明らかになった。しかし、それは株主名義上でのことであって、実質的な所有者は年金資金等である。現在の日本において、その実質的な最大の所有者はGPIFであろう。GPIFは約140兆円の運用資産額のうち23.35%、約33兆円を国内株式で運用³⁸⁾していると推測できる。日本の全上場企業の株式時価総額は約480兆円³⁹⁾であるから、GPIFは概算で全体の約7%の株主であると推測できる。

以上のように、実証調査から支配的な所有者なしと判断した株式会社の実質的な所有者の多くは、GPIFに代表される年金基金であることが明らかになった。日本の株式会社の所有と支配を考える上での環境は、この20年間に大きく変容した。所有の面では、都市銀行と生命保険会社がその勢力を大きく後退させ、外国人機関投資家と資産管理信託銀行名義の背後に存在する年金基金等が新たな勢力となった。支配については、対象200社のうち125社、62.5%の企業が経営者支配であるという結果となった。

5. おわりに

ここでは、実証調査に用いた持株比率別分析と所有主体別分析の問題点を指摘する。まず、実証研究の調査対象は、巨大株式会社であり、かつ、会社数は、総資産上位 200 社である。この対象は、日本の上場企業数、約 3,500 社のうちの僅か 5.7% にすぎない。

持株比率別分析について、筆頭株主と十大株主への集中度を測ることには優れているが、ある一定の基準から、支配のタイプを特定することには無理がある。また、経営者支配を 20% と線引きすることも同様に現在の日本の株式会社には適用できない。

次に、所有主体別分析について、その最大の問題点は、支配的な所有者であるとした大多数の機関や少数の個人には、実質的に株式会社を支配する権力 (power) があるのか、否か、という問題である。すなわち、本稿の 3.1 実証調査の方法の部分で詳しく記述した方法によって析出した支配的な所有者は実態として、株式会社を支配する力を持っているのか、否か、ということである。

Berle & Means (1932) において、支配とは、難しい概念である⁴⁰⁾と指摘される。しかし、Berle & Means は、株式会社における支配を取締役会のメンバーを選出する力であると定義する⁴¹⁾。この定義に従うのならば、所有主体別分析において支配的であるとして析出した株主は、実態としてそのような力をもっているのだろうか。実証調査によって支配的であるとした株主は、そのような力をもっているであろうという仮定の上に析出されたにすぎない。この点が、所有主体別分析の限界である。

しかし、このような問題を考慮しながらも、この 2 つの分析手法は、ある一定の結果を析出することは確かであり、優れた分析手法である。会社支配論の最大のテーマは、大企業を所有し支配しているのは誰かを直接問うことである⁴²⁾。そして、実証研究によってそれを明ら

かにしようとする。この 2 つの分析手法は、この会社支配論のテーマの解を導く優れた分析手法である。

Berle & Means (1932) が問いかけたテーマの 1 つは、この社会は一体どういう社会なのかという問題である⁴³⁾。それは、現代社会はいかなる社会であり、いかに進んでゆきつつあるのであろうか⁴⁴⁾、という問いである。重要となることは、実証調査の結果それ自体に加え、実証調査から得られた結果をどのように考え、現代の社会はどのような社会であるかを問い、それに答えることである。この問題は、理論研究を中心として、今後の課題としたい。

謝 辞

おふたりの匿名査読者の先生方より、貴重なコメントをいただいたことを心より感謝いたします。

本研究は、2016 年度立教大学学術推進特別重点資金の助成を頂きました。

注

1) 実証調査の方法は、持株比率別分析と所有主体別分析を基本におきながらも、この二つの分析方法の問題点を指摘し、研究者独自の分析方法が用いられることもある。一例として、この分野の日本における主要な論者のひとりである三戸浩は三戸 (1983) において、債権者分析と役員分析を加えて、日本の大企業の所有構造の発展類型、および、所有、経営、支配の発展類型を導き出している。

2) Berle & Means (1932) p.67.

3) Berle & Means (1932) p.101.

Berle & Means は「分類を進める過程では、ある種の裁量による線引きをしなければならなかった」という。ある種の線引きとは、要約すれば、完全所有支配を個人間の綿密な一集団による 80% 以上の所有、多数持株支配を株式の公衆への分散が 20% 以上 50% 未満のもの、少数持株支配と経営者支配の線引きを 20%、とした持株比率による占有率による線引きである。本稿の副次的命題の 1 つは、この持株比率による占有率の線引きの現在における有効性についてである。Berle & Means の実証調査は現在から 84 年

- 前にアメリカにおいて行われたものであり、現在の日本の株式会社の所有と支配を実証調査するにあたり、この線引きが有効なのか否かを検証することが副次的なリサーチ・クエスチョンであり、副次的な中心命題は、このようなパーセンテージによる線引きでは、現在の日本の株式会社の所有と支配を語ることはできないということである。
- 4) 正木 (1981) に詳しい。
 - 5) 三戸 (2013) p.162。
 - 6) 勝部 (2004) pp.9-10。
 - 7) この 10% という基準も本稿の副次的な中心命題である。
 - 8) 本稿の実証調査の対象をこの 200 社とした理由は、まず、第一に総資産上位 200 社の社会に対する影響力の大きさである。第二に、先行研究の実証調査結果との比較を必要とするため、過去の主要な先行研究と同一の対象抽出方法を用いたことによる。第三には、いたずらに調査対象の範囲を広げると、対象を絞った場合の調査結果と比較し、その結果はまったく異なったものとなるからである。筆者は、谷川 (2016) において、上場企業の代表者の出身属性について対象企業数の異なる 2 つの実証調査を行った。1 つは東京証券取引所市場第一部上場の外国会社を除いた 1,832 社の代表者の出身属性を調査した。結果、1,280 社、比率にして約 70% の代表者が内部昇進者であることが確認された。2 つ目は、対象を時価総額上位 200 社としたもので、結果は 200 社のうち 170 社、比率にして 85% の代表者が内部昇進者であることが確認された。このように対象とする企業の範囲によって、同じ調査であれども結果は異なる。
 - 9) 有価証券報告書は金融庁が運営する EDINET (Electric Disclosure for Investors' NETwork) 金融商品取引法に基づく有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システムを参照した。詳しくは、本文第一部企業情報、第 4 提出会社の状況、1 株式等の状況、(7) 大株主の状況欄の情報による。基準日は 2016 年 3 月 31 日であり、この日現在で公開されている直近の有価証券報告書を資料として用いた。
 - 10) 対象 200 社の筆頭株主延べ 200 名の持株比率平均は 13.81%、十大株主延べ 1,993 名の持株比率平均は 3.64% であり、現在の日本の上場している巨大株式会社については持株比率 10% という線引きは再考を要するものであると考える。
 - 11) 原子力損害賠償・廃炉等支援機構、石油資源開発株式会社、株式会社産業革新機構。
 - 12) この場合は産業会社を指している。
 - 13) この場合、銀行から信託銀行は除く。
 - 14) Berle & Means (1932) p.47.
 - 15) ここでみようとしていることは十大株主が発行済株式総数に対してどの程度の割合の株式数を所有しているかということである。しかし、価値を基準に考えるのであれば、比率ではなく額で考察すべきであるかもしれない。例えば、ある一定時点での時価総額を基準として実証調査するならば、比率でみた場合とは異なった結果がえられるかもしれない。この点については今後の課題としたい。
 - 16) 付表 1 参照。
 - 17) 表 3 は、三戸・池内・渡辺 (2001) p.6 【表 2】を参考に作成したが、【表 2】における 1976 年の合計会社数は 200 と表記されているが、あらためて確認したところ 199 である。そのため表 3 において 199 と表記した。
 - 18) 株主数は延べ数による。また、200 社の十大株主であるから、十大株主延べ総数は 2,000 名となるが、次に理由により延べ総数は 1,993 名となった。まず、基準日の関係から日本郵政の有価証券報告書上の十大株主は財務大臣 1 名である。よって、9 名減じる必要性が生じた。また、ルネサスエレクトロニクスは第 10 位の株主が同率で 2 名おり、十大株主は 11 名の株主が記載されている。同じように、リクルートホールディングスは第 5 位から 11 位の株主が同率であり、11 名の株主が記載されている。この関係で 2 名を加算する必要がある、十大株主の延べ総数は 1,993 名となった。
 - 19) 三戸・池内・渡辺 (2001)。
 - 20) 三戸・池内・渡辺 (2001) p.7。
 - 21) Wikipedia「長期信用銀行」を参考とした。閲覧日 2016 年 7 月 8 日
<https://ja.wikipedia.org/wiki/%E9%95%B7%E6%9C%9F%E4%BF%A1%E7%94%A8%E9%8A%80%E8%A1%8C>
 - 22) 依馬 (2008) p.29 資産管理信託銀行は、平成 12 年より専業の信託銀行が運用業務と管理業務の分離、カストラディ業務の効率化等を図る狙いから設立された経緯があり、証券の保管と管理に関する業務 (カストラディ業務等) を営んでいる。
 - 23) 依馬 (2008) p.29。
 - 24) 実質的な株主という表現は、依馬 (2008) において使用される表現であり、株主名簿上の株主という表現と相対するものであり、運用の判断や議決権行使の判断といった意思決定を行う主体を実質的な株主と表現している。
 - 25) 依馬 (2008) に詳しい。

- 26) 三戸公 (1982) p.8。
- 27) 三戸・池内・渡辺 (2001) p.3。
- 28) 表4参照。
- 29) もしくは資産管理専門銀行。
- 30) 日本トラスティ・サービス銀行編著 (2009) p.5。
- 31) 同上 p.3。
- 32) 依馬 (2008) p.29。
- 33) 同上 pp.30-31。
- 34) 同上。
- 35) 依馬 (2014) p.52。
- 36) 年金資金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF : Government Pension Investment Fund)
- 37) 亀川 (2015) p.226。
- 38) 参考: GPIF ホームページ http://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h27_q3.pdf
- 39) 参考: 日本取引所グループホームページ <http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/02.html>
- 40) Berle & Means (1932) p.66。
- 41) 同上。
- 42) 勝部 (2004) p.2。
- 43) 三戸浩 (2013) p.189。
- 44) 三戸公 (1982) p.1。

参考文献

- Berle, Adolf Augustus. (1959) *Power without Property*. Harcourt, Brace. (加藤 寛・関口 操・丸尾直美 訳 (1960) 『財産なき支配』 論争社)
- Berle, Adolf Augustus. and Means, Gardiner Coit. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. Harcourt, Brace & World, Inc. (北島忠男訳 (1958) 『近代株式会社と私有財産』 文雅堂銀行研究社)
- Drucker, Peter F. (1976) *The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came To America*. Harper & Row, Publishers Inc. (佐々木実智男・上田惇生 訳 (1976) 『見えざる革命』 ダイヤモンド社)
- Drucker, Peter F. (1993) *Post-Capitalist Society*. Harper Business, A Division of Harper Collins Publishers, Inc. (上田惇生・佐々木実智男・田代正美 訳 (1993) 『ポスト資本主義社会』 ダイヤモンド社)
- 小幡 績 (2014) 『GPIF 世界最大の機関投資家』 東洋経済新報社.
- 勝部伸夫 (2004) 『コーポレート・ガバナンス論序説』 文眞堂.
- 亀川雅人 (2015) 『ガバナンスと利潤の経済学』 創成社.
- 谷川寿郎 (2016a) 「経営者内部昇進制についての一考察—日本とアメリカの比較実証研究を中心として」『ビジネスクリエーター研究』 第7号. <http://www.business-creator.org/wp-content/uploads/2011/01/谷川-第7号-5.pdf>
- 西田耕三 (1988) 「今「支配パラダイム」は有効か—三戸浩著『日本大企業の所有構造』を検討しつつ—」『オイコノミカ』 第25巻第1号, pp.171-184.
- 日本トラスティ・サービス銀行 編著 (2009) 『THE 資産管理専門銀行【第3版】』 一般社団法人金融財政事情研究会.
- 正木久司 (1981) 「TNEC 調査にける会社支配」『同志社商学』 第33巻第2号, pp.293-324.
- 三戸 公 (1982) 『財産の終焉』 文眞堂.
- 三戸 浩 (1983) 『日本大企業の所有構造』 文眞堂.
- 三戸 浩編著 (2013) 『経営学史叢書 第V巻 パーリ＝ミーンズ』 文眞堂.
- 三戸 浩・池内秀己・勝部伸夫 (2011) 『企業論 (第3版)』 有斐閣.
- 三戸 浩・池内秀己・渡辺英二 (2001) 「日本の所有構造は崩壊するか? —非金融産業会社上位200社・1996年度調査」『経営学論集 (九州産業大学)』 第12巻第2号, pp.1-23.
- 依馬直義 (2008) 「名義人の裏にいるのは誰? 株主判明調査のしくみと活用ポイント」『旬刊経理情報』 通巻1178号, pp.29-33.
- 依馬直義 (2014) 「機関投資家による議決権行使の状況—日本版スチュワードシップ・コードを踏まえて—」『商事法務』 No.2053, pp.46-55.

日本の株式会社における所有と支配についての再考

付表 1 所有主体別分析結果一覧 総資産順位 1 位から 100 位まで

順位	名称	総資産（百万円）	連結	筆頭株主持株比率	十大株主持株比率	dominant
1	日本郵政(株)	295,849,794		100.00	100.00	公機関
2	トヨタ自動車(株)	47,729,830		10.28	39.41	単一
3	ソフトバンクグループ(株)	21,034,169		19.26	42.28	同族
4	日本電信電話(株)	20,702,427		32.47	44.91	公機関
5	本田技研工業(株)	18,088,839		5.78	29.77	なし
6	日産自動車(株)	17,045,659		43.40	59.80	単一
7	三菱商事(株)	16,774,366		5.84	27.59	複数
8	ソニー(株)	15,834,331		10.93	31.33	単一
9	東京電力(株)	14,212,377		54.69	62.86	公機関
10	(株)日立製作所	12,395,379		6.24	23.76	なし
11	三井物産(株)	12,202,921		6.80	23.58	なし
12	住友商事(株)	9,021,370		5.24	26.74	なし
13	伊藤忠商事(株)	8,560,701		4.12	23.97	なし
14	イオン(株)	7,859,803		4.80	26.21	なし
15	関西電力(株)	7,743,378		8.92	28.59	なし
16	丸紅(株)	7,673,064		4.32	21.80	なし
17	東日本旅客鉄道(株)	7,605,690		4.99	27.40	なし
18	J X ホールディングス(株)	7,423,404		5.36	24.97	なし
19	新日鐵住金(株)	7,157,929		4.10	20.40	なし
20	(株) N T T ドコモ	7,146,340		63.32	70.57	単一
21	(株) 東芝	6,334,778		4.77	23.27	なし
22	パナソニック(株)	5,956,947		5.73	24.97	なし
23	中部電力(株)	5,631,968		9.05	35.37	なし
24	三菱重工業(株)	5,520,357		4.32	22.16	なし
25	K D D I (株)	5,250,364		12.76	41.83	単一
26	(株)セブン&アイ・ホールディングス	5,234,705		7.77	28.07	同族
27	東海旅客鉄道(株)	5,217,982		4.75	28.45	なし
28	三井不動産(株)	5,077,148		7.11	27.41	なし
29	(株)デンソー	5,032,742		22.11	47.92	単一
30	三菱地所(株)	4,901,526		6.11	26.11	なし
31	九州電力(株)	4,784,735		4.83	27.19	なし
32	(株)豊田自動織機	4,650,896		23.51	54.29	単一
33	ジェイ エフ イー ホールディングス(株)	4,639,412		5.60	24.47	なし
34	日本たばこ産業(株)	4,558,235		33.35	49.34	公機関
35	豊田通商(株)	4,533,693		21.57	50.44	単一
36	住友不動産(株)	4,523,804		5.09	23.69	なし
37	国際石油開発帝石(株)	4,499,153		18.94	46.57	公機関
38	キャノン(株)	4,427,773		4.37	22.28	なし
39	(株)三菱ケミカルホールディングス	4,323,038		5.15	26.11	なし
40	武田薬品工業(株)	4,296,192		6.43	25.96	なし
41	楽天(株)	4,269,953		15.83	51.87	同族
42	東北電力(株)	4,131,217		3.59	22.15	なし
43	三菱電機(株)	4,059,451		6.99	29.18	なし
44	(株)ブリヂストン	3,795,846		9.43	32.30	同族
45	富士フイルムホールディングス(株)	3,556,569		5.52	23.95	なし
46	富士通(株)	3,271,121		11.03	33.92	単一
47	スズキ(株)	3,252,800		19.89	42.31	単一
48	中国電力(株)	3,106,275		9.43	39.02	なし
49	(株)電通	3,066,075		8.94	41.02	なし
50	京セラ(株)	3,021,184		7.86	36.23	なし
51	大和ハウス工業(株)	3,021,007		5.04	24.85	なし
52	アイシン精機(株)	2,930,208		22.25	44.74	単一
53	住友電気工業(株)	2,925,785		5.45	24.67	なし
54	住友化学(株)	2,880,396		5.63	27.88	なし
55	(株) 小松製作所	2,798,407		3.77	24.11	なし
56	西日本旅客鉄道(株)	2,786,470		3.98	24.21	なし
57	出光興産(株)	2,731,001		16.95	49.16	同族
58	(株)リコー	2,730,207		8.07	32.13	なし
59	電源開発(株)	2,659,149		4.96	28.32	なし
60	(株)商船三井	2,624,049		18.63	37.35	単一
61	日本電気(株)	2,620,652		4.96	21.16	なし
62	日本郵船(株)	2,569,828		5.77	24.01	なし
63	(株)クボタ	2,533,002		9.66	37.38	なし
64	大塚ホールディングス(株)	2,528,510		11.12	37.62	同族
65	マツダ(株)	2,473,287		5.69	22.37	なし
66	信越化学工業(株)	2,452,306		8.81	33.45	なし
67	キリンホールディングス(株)	2,443,773		5.17	24.00	なし
68	東レ(株)	2,357,925		7.03	26.77	なし
69	A N A ホールディングス(株)	2,302,437		2.79	15.54	なし
70	(株)神戸製鋼所	2,300,241		3.37	20.34	なし
71	双日(株)	2,297,358		11.85	27.99	単一
72	阪急阪神ホールディングス(株)	2,279,638		4.27	18.53	なし
73	ダイキン工業(株)	2,263,989		6.63	26.72	なし
74	東京ガス(株)	2,257,662		6.40	27.91	なし
75	富士重工業(株)	2,199,714		16.48	36.90	単一
76	王子ホールディングス(株)	2,164,091		5.50	27.60	なし
77	積水ハウス(株)	2,029,794		8.88	30.41	なし
78	旭化成(株)	2,014,531		5.23	26.33	なし
79	東京急行電鉄(株)	2,002,532		6.20	30.06	なし
80	(株)大林組	1,996,193		9.75	29.74	なし
81	凸版印刷(株)	1,994,642		5.17	28.58	なし
82	旭硝子(株)	2,014,531		4.68	27.26	複数
83	第一三共(株)	1,982,286		6.18	29.04	なし
84	東急不動産ホールディングス(株)	1,973,801		15.12	36.82	単一
85	シャープ(株)	1,961,909		2.78	22.62	なし
86	近鉄グループホールディングス(株)	1,946,725		4.41	19.12	なし
87	アサヒグループホールディングス(株)	1,901,554		6.04	28.41	なし
88	三菱マテリアル(株)	1,898,157		5.97	23.55	なし
89	(株) L I X I L グループ	1,875,249		3.29	24.36	なし
90	大阪ガス(株)	1,862,201		4.62	25.27	なし
91	鹿島	1,839,259		5.49	23.27	なし
92	(株)エヌ・ティ・ティ・データ	1,822,837		54.19	69.81	単一
93	北海道電力(株)	1,815,675		6.03	28.80	なし
94	大日本印刷(株)	1,809,462		6.23	25.37	なし
95	いすゞ自動車(株)	1,801,918		9.54	44.74	なし
96	アステラス製薬(株)	1,793,578		5.59	28.33	なし
97	住友金属鉱山(株)	1,740,246		5.21	21.95	なし
98	大成建設(株)	1,735,248		6.69	25.60	なし
99	清水建設(株)	1,703,399		7.63	25.60	同族
100	(株) I H I	1,690,882		4.65	27.77	なし

出所：筆者作成

付表2 所有主体別分析結果一覧 総資産順位 101 位から 200 位まで

順位 名称	総資産 (百万円)	連結 筆頭株主持株比率	十大株主持株比率	dominant
101 川崎重工業(株)	1,662,283	4.85	28.96	なし
102 ファナック(株)	1,611,626	6.89	27.11	なし
103 東武鉄道(株)	1,596,725	4.65	20.88	なし
104 三菱自動車(株)	1,582,802	12.63	41.82	単一
105 (株)西武ホールディングス	1,519,911	14.95	52.56	同族
106 グイハツ工業(株)	1,518,604	51.19	62.01	単一
107 日本製紙(株)	1,495,622	7.24	30.75	なし
108 サントリー食品インターナショナル(株)	1,484,434	59.48	71.33	単一
109 北陸電力(株)	1,479,451	5.36	26.17	なし
110 日本航空(株)	1,473,354	4.26	21.18	なし
111 (株)メディアバルホールディングス	1,454,800	9.37	29.15	なし
112 日本通運(株)	1,453,617	7.90	39.20	なし
113 (株)村田製作所	1,431,303	8.80	33.30	なし
114 三井化学(株)	1,411,790	7.38	29.30	単一
115 セコム(株)	1,410,715	8.36	32.86	なし
116 T D K(株)	1,404,282	11.66	33.32	単一
117 四国電力(株)	1,401,189	3.97	26.34	なし
118 野村不動産ホールディングス(株)	1,369,226	33.89	51.27	単一
119 日本電産(株)	1,355,139	8.75	39.50	同族
120 任天堂(株)	1,352,944	10.89	37.43	単一
121 ヤマハ発動機(株)	1,305,236	12.19	46.99	単一
122 東京建物(株)	1,297,112	6.62	23.85	なし
123 (株)三越伊勢丹ホールディングス	1,291,560	5.94	24.02	なし
124 花王(株)	1,281,869	6.75	29.77	なし
125 味の素(株)	1,255,090	8.07	35.72	なし
126 小田急電鉄(株)	1,253,849	6.11	30.47	なし
127 川崎汽船(株)	1,223,328	6.01	32.70	なし
128 アルフレッサ ホールディングス(株)	1,220,781	2.85	18.37	なし
129 東燃ゼネラル石油(株)	1,209,364	6.37	19.20	なし
130 (株)ファーストリテイリング	1,163,706	21.67	71.09	同族
131 東洋製罐グループホールディングス(株)	1,137,899	9.35	41.61	なし
132 日本精工(株)	1,129,164	9.17	37.67	なし
133 S M C(株)	1,129,001	5.16	37.63	なし
134 (株)ジェイテクト	1,126,235	22.50	50.65	単一
135 日野自動車(株)	1,124,196	50.10	64.80	単一
136 (株)ヤマダ電機	1,122,407	8.90	36.91	なし
137 (株)リクルートホールディングス	1,100,782	6.66	40.65	なし
138 ヒューリック(株)	1,091,266	7.18	50.47	複数
139 (株)スズケン	1,086,685	5.74	29.49	なし
140 ヤマトホールディングス(株)	1,082,531	7.37	36.40	なし
141 オリンパス(株)	1,081,551	10.06	40.38	単一
142 三井造船(株)	1,074,563	4.98	25.80	なし
143 京浜急行電鉄(株)	1,069,923	4.06	23.33	なし
144 名古屋鉄道(株)	1,066,985	4.11	16.99	なし
145 日立金属(株)	1,065,990	52.75	63.20	単一
146 (株)フジ・メディア・ホールディングス	1,065,958	7.86	33.74	なし
147 エーザイ(株)	1,053,818	7.01	31.75	なし
148 日立建機(株)	1,047,872	50.23	66.34	単一
149 太平洋セメント(株)	1,040,602	7.59	23.86	なし
150 N T T 都市開発(株)	1,033,220	67.20	76.30	単一
151 J . フロント リテイリング(株)	1,018,700	6.01	28.90	なし
152 ヤフー(株)	1,007,602	36.40	85.40	単一
153 セイコーエプソン(株)	1,006,282	5.00	29.52	同族
154 (株)キーエンス	998,078	17.87	48.42	同族
155 テルモ(株)	992,073	9.10	38.20	なし
156 (株)高島屋	979,611	10.44	36.71	単一
157 ニコン	972,945	6.90	28.94	なし
158 コニカミノルタ(株)	970,485	5.44	27.29	なし
159 積水化学工業(株)	968,011	5.96	28.70	なし
160 昭和シェル石油(株)	957,665	33.24	62.68	単一
161 ユニグループ・ホールディングス(株)	952,584	9.39	34.64	なし
162 昭和電工(株)	941,314	3.68	24.89	なし
163 住友ゴム工業(株)	936,154	28.68	46.97	単一
164 田辺三菱製薬(株)	929,301	56.34	69.84	単一
165 飯田グループホールディングス(株)	927,476	11.52	51.10	同族
166 日本板硝子(株)	920,106	3.16	17.59	なし
167 南海電気鉄道(株)	909,547	5.51	17.55	なし
168 富士電機(株)	904,522	9.96	33.77	なし
169 イオンモール(株)	900,957	49.20	62.61	単一
170 明治ホールディングス(株)	877,367	5.89	26.99	なし
171 東京エレクトロン(株)	876,153	10.51	43.19	単一
172 ローム(株)	864,380	7.47	32.89	なし
173 N T N(株)	856,277	6.53	34.68	なし
174 日東電工(株)	855,433	10.15	28.31	単一
175 ルネサスエレクトロニクス(株)	840,087	69.15	97.37	公機関
176 (株)ジャパニーズディスプレイ	831,622	35.58	52.30	公機関
177 帝人(株)	823,694	13.40	35.25	なし
178 日本ペイントホールディングス(株)	810,727	38.99	62.36	単一
179 (株)資生堂	808,547	7.42	32.49	なし
180 三菱ガス化学(株)	790,381	10.59	34.76	単一
181 中外製薬(株)	787,401	59.89	72.29	単一
182 住友重機械工業(株)	786,027	4.84	26.20	なし
183 京王電鉄(株)	782,422	4.78	27.20	なし
184 太陽日酸(株)	782,357	36.49	72.05	単一
185 京成電鉄(株)	782,257	7.08	32.42	なし
186 D I C(株)	778,857	8.40	38.99	なし
187 日新製鋼(株)	770,591	8.31	32.19	なし
188 大正製薬ホールディングス(株)	768,092	14.31	46.62	同族
189 (株)ローソン	764,614	31.99	47.68	単一
190 東ソー(株)	764,205	5.68	29.18	なし
191 日本テレビホールディングス(株)	755,126	14.27	46.59	単一
192 N O K(株)	755,084	25.10	55.15	単一
193 (株)オリエンタルランド	746,641	19.97	43.47	単一
194 石油資源開発(株)	736,862	34.00	54.44	公機関
195 古河電気工業(株)	734,125	4.74	26.20	なし
196 H O Y A(株)	733,732	6.75	29.32	単一
197 日本電気硝子(株)	726,937	13.73	38.03	単一
198 協和発酵キリン(株)	720,764	50.10	65.53	単一
199 日揮(株)	719,754	7.20	33.20	なし
200 トヨタ紡織(株)	719,680	39.25	75.64	単一

出所：筆者作成