

# 株式相互持ち合いに関する覚書

——企業支配・企業統治・企業間関係の論点から——

上 田 義 朗

- I はじめに
- II 問題設定の背景
- III 企業支配論における株式持ち合い
- IV 企業支配論から企業統治論への展開
- V 課題と展望
- 注
- 参考文献

## I はじめに

本稿の目的は、日本の株式所有構造の特徴として長く研究対象となってきた株式相互持ち合い（以下、株式持ち合いと呼ぶ）について、かつての企業支配の論点と今日の企業統治（以下、コーポレートガバナンスと同義）の論点を簡単に紹介し、その議論を通して、日本における企業支配の研究結果の何が企業統治論に継承されるべきかを問題提起することである。

結論を先に述べれば、企業支配論で筆者が強調してきた企業間関係の観点から見れば、その紐帯として株式持ち合いに代わって、現代日本の企業統治で重要な役割が期待されている社外取締役による役員兼任が、日本でも米国のように顕在化する可能性が注目される。また GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）などの公的年金の株式所有や、日本銀行の ETF（上場投資信託）購入の動向にも留意しなければならない。これは、民間企業による株式持ち合いに代わって政府が「乗取り防止」の「安定株主工作」に乗り出したとみなされるからである。このように現代日本の企業体制は、企業集中・企業結合の新たな形態に向けた「過渡期」とみなされる。

本稿は、企業支配論と企業統治論それぞれの論理展開の「断絶」とも思われる部分に注目し、その理論的な「継続性」「連続性」について検討する。この「断絶」の理由の第一は筆者自身の事情である。筆者の企業支配や企業統治に関する論考を振り返れば、その公刊は 2001 年で終わっている<sup>1</sup>。この時期、筆者の研究対象であった株式持ち合いが解消の傾向にあり、それに代わると思われる役員兼任の事例は少数のままであった。

1 上田〔65〕～〔75〕を参照。

その後、筆者自身はアジアビジネスに関心が推移していった。ただし菊地浩之氏は、企業集団を始めとする企業間の役員兼任や人的紐帯の実証研究を今日まで継続されている。最大の敬意を菊地氏に捧げたいと思う。<sup>2</sup>

その第二は、企業統治の具体的な制度が日本で未確定だったからである。ようやく2015年になって「コーポレートガバナンス・コード」(以下では「CGコード」と略記する)が施行され、日本における企業統治の体制が整備された。この中には後述するように株式持ち合いや社外取締役の規則も含まれている。筆者は、この企業統治システムが制定されるまでの「過渡期」の議論に不参加であった。この意味では筆者自身の研究の「継続性」「連続性」を本稿で確認しておきたい。

なお本稿は率直に言って、「学術論文」というよりは筆者自身の研究の「覚書」という性格をもっている。このことを予めお断りしておきたい。それでもなお、特に若い研究者に対して何らかの示唆があるとすれば幸甚である。

## II 問題設定の背景

株式持ち合いについては、1970年代の後半から奥村宏氏が、日本の6大企業集団(旧財閥系：三井・住友・三菱、銀行系：芙蓉・三和・一勧)の結束力の紐帯として注目し、それは「誰が会社を支配するか」という企業支配論の論点にもなり、その後には多数の議論が続いてきた。筆者の最初の公刊論文も大学院生時(1981年)の株式持ち合いについてであった。<sup>3</sup>また同志社大学商学部において1980年代に「企業集団論」という講義科目を筆者が担当したことは今でも鮮明な記憶となっている。初めて教壇に立った貴重な経験だったからである。

企業集団は、戦後日本における高度経済成長の主要な原動力・牽引力であった。他方、企業集団は経済力の集中や寡占・独占という問題を伴う。また企業経営の観点からは、株式持ち合いが経営者間の「なれ合い」「もたれ合い」という無責任体質を醸成・維持させてきた。市場経済メカニズムが健全に機能するためには、企業集団はそれを阻害する存在であった。他方、短期利益を要求する株主は少数派となり、中長期的な経営戦略の策定や従業員に配慮した「終身雇用」や「年功賃金」が可能となる基盤が、企業集団を形成する「安定法人株主」によって形成された。

株式持ち合いの本質は「紙のやりとり」(注：「紙」とは株券を意味する)にすぎず、

2 菊地〔20〕〔21〕・〔22〕。そのほかに菊地氏は膨大な資料に基づく多数の著作を公刊している。なお菊地〔20〕(411ページ)では、菊地氏の論文を筆者が批判したと記載されているが、そのような意図がなかったのもその記憶も皆無である。菊地氏に不快の念を与えたとすれば、ここでお詫びを申し上げたい。

3 株式持ち合いの議論の詳細については、参考文献における奥村宏・二木雄策を参照。

4 上田〔65〕。

「資本金の水増し」であり、資金調達に貢献しない。さらに本来の出資者（個人株主）に支払われるべき「配当金の詐取」が生まれている。<sup>5</sup> こういった株式会社制度から逸脱した日本的な異常な現象が批判の対象となってきた。

さらに企業集団のみならず「企業系列」という長期的・固定的な取引関係が、1989～90年の日米構造協議や1993年の日米包括経済協議において、日本市場の「閉鎖性」の象徴として米国から批判の対象となった。今日の日本の企業統治論さらに法制度改革は、米国からの「輸入」とみなすことができるが、<sup>6</sup> その発端はこの日米構造協議に始まるのかもしれない。そうであるとすれば、米国側の経済構造改革の日本に対する要望が、20数年後の今日に実現・具現化したと言いうる。戦後の「財閥解体」が米国による急進的・強制的な制度改革であるとすれば、今日の日本の企業統治改革または企業集団の解体・崩壊は米国主導の漸進的・戦略的・民主的な制度改革の成果と考えられる。これは「米国陰謀論」にも思われる妄想かもしれないが、本稿では、今後の詳細な検証が求められる「仮説」として指摘しておきたい。<sup>7</sup>

日本の企業集団が、現代資本主義における「金融資本」内部の企業間関係の日本的な形態であるとすれば、その国際比較の観点から韓国の「財閥」やドイツ・米国の企業間関係に着目し、その制度的・構造的な研究が必然的な方向性となる。企業支配論では、これらの研究蓄積を多数もっているが、それらがどのように企業統治論に引き継がれるかが今後の課題である。<sup>8</sup> 本稿は、この企業間関係の視点が今後も日本企業の分析には不可欠であることを強調したい。

図1は、1970年～2016年度の所有者別持株比率の推移を示している。減少または減少傾向を示す「都銀・地銀等」「事業法人等」「個人・その他」に対して、外国法人等が

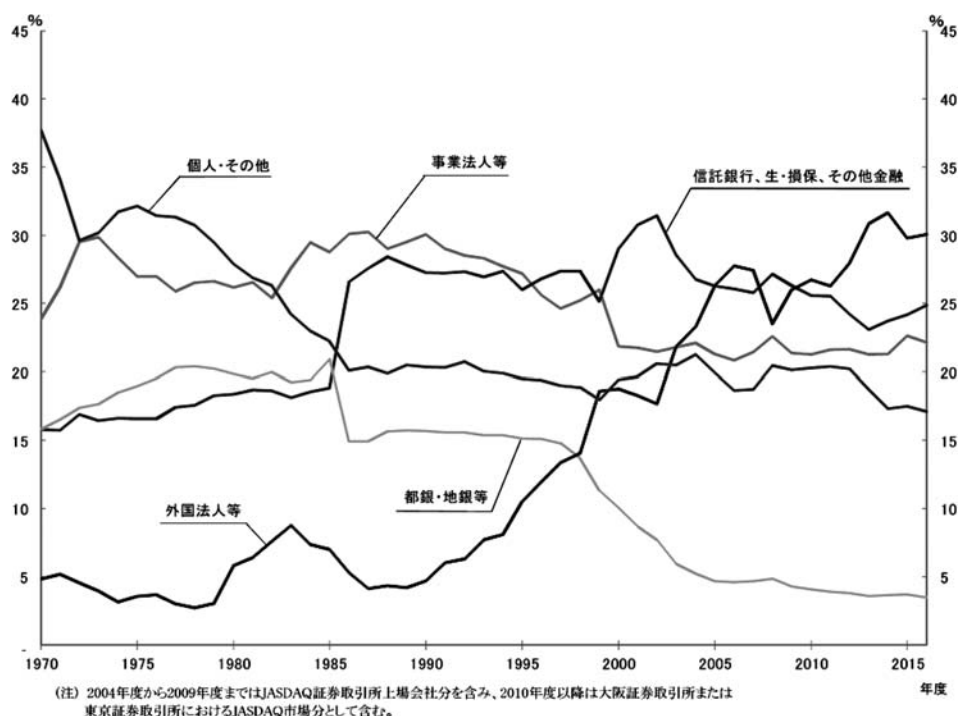
5 二木〔5〕・〔6〕・〔7〕。

6 奥村宏〔45〕は、「輸入理論」としての企業統治について次のように指摘している。「コーポレート・ガバナンスという言葉はアメリカで流行するようになったが、90年代になって日本にもこれが輸入され、急に流行するようになった。それは企業統治と訳されたり、会社運営と訳されたりしたが、いずれも会社支配にかかわる問題である98。もともと会社支配の問題は日本でも古くから論じられてきたのだが、それをまるで忘れ去ったかのごとく、コーポレート・ガバナンスをあたかも新しい現象であるかのように輸入しているところに輸入商会としての日本の学界の体質があらわれている」（p.65）。「日本でも古くから論じられてきた」会社支配と日本に「輸入され」た企業統治の継承性や連続性の論点を検討することが本稿の視点と趣旨である。

7 純粋な経済的要因によって企業集団の崩壊・解体を説明することも可能であるが、「グローバル＝スタンダード」（実質的には「米国スタンダード」）の達成を旗印にして「規制緩和」と「民営化」を推進してきた日本政府の背後に米国の圧力があつたことは否定できない。その帰結が、2015年における「コーポレートガバナンス・コード」施行ではないか。ただし、それは米国が強制した「財閥解体」と違って、少なくとも日本政府が主導した民主的な経済構造改革であつた。この解釈の適否の判断には「日米構造協議」に関係する議事録などの情報開示が求められる。

8 出見世〔2〕、深尾〔3〕・〔4〕、濱村〔8〕、細井〔10〕、海外事業〔16〕、菊地〔23〕、久保〔24〕、松村〔27〕、村上〔28〕、仲田〔30〕・〔31〕、奥島〔35〕、坂本〔47〕・〔48〕・〔49〕、高田〔60〕、高橋〔61〕、寺本〔62〕、植竹〔77〕などは、日本における企業支配の議論から企業統治制度の導入・施行に至るまでの貴重な研究蓄積である。

図1 所有者別特株比率の推移



(資料) 日本取引所グループ『株式分布状況調査の調査結果について』2017年6月20日。

(引用) <http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/01.html>

増加傾向を示している。1989年12月29日の日経平均株価（終値：38,915.87円）を最高値として「バブル経済」は崩壊し、日本経済は長期間の停滞期に入る。それに伴って企業集団における株式持ち合いは、次第に解消されるようになった。<sup>9</sup>

その理由の要点は、株価下落によって株式持ち合いに「含み損」が発生し、企業財務の観点から持ち合い株式を安定的に維持できなくなったことと、その「受け皿」として外国人株式所有が増大し、日本企業の株式持ち合いの非合理性・不公平性が世界的に顕在化したことである。<sup>10</sup>要するに企業存続のための経済合理性が、経営者にとって都合の良い前述の「合理性」を上回ったのである。

さらに異なった企業集団における企業合併・経営統合が次々に進展した。たとえば住友銀行とさくら銀行（旧三井銀行）の合併（2001年）は、企業集団を少しでも研究し

9 株式持ち合いの生成から崩壊については、鈴木健〔56〕・〔57〕・〔58〕。その崩壊については上田〔73〕でも触れている。

10 外国人による株式持ち合い批判としては、たとえば英投資ファンドのザ・チルドレンズ・インベストメント・ファンド（TCI）が、Jパワー（電源開発）の株主総会で「株式持ち合いの制限」や「三人以上の社外取締役の選任」等を提案した（『日本経済新聞』「十字路」2008年6月6日）。また最近では「大林組は顧客企業との関係を良くするため約300銘柄の持ち合い株を持つ」が、「工事の受注に結びつかない銘柄を中心に保有額（約3,600億円：引用者注）の3割程度を、今後5～6年かけて売る方針」である。原田昇三副社長は「収益に貢献しない株式を持つ理由を投資家に説明するのが難しい」と指摘している（引用：「脱・持ち合い株 企業動く」『日本経済新聞』2015年11月29日）。

てきた者にとっては想像を絶する出来事であった。ただし住友銀行と三井銀行は競争関係にありながら、大企業に対しては協調融資という利害の一致が存在していた。日本の大企業体制の大きな枠組みの中の企業間に形成された稠密な関係が企業集団と私は考えている。その稠密性が弛緩・分散されたとしても、大企業体制が崩壊したわけではない。こういった観点の欠落が、今日の企業統治論の特徴であるように思われる。

なお、2017 年末に同年 6 月に奥村宏氏が逝去されたことを聞かされた。権威を嫌い、在野精神あふれる奥村先生らしい静かな旅立ちと筆者には思われた。（財）日本証券経済研究所大阪研究所に筆者が在籍中に奥村先生とは同僚として懇意にしていた。それ以前には奥村先生が主催する「所有論研究会」で何度か報告の機会があった。本稿の執筆は、奥村宏先生を偲ぶ気持ちが原動力となった。こういった機会を賜った上田慧先生に心から御礼を申し上げたい。

### Ⅲ 企業支配論における株式持ち合い

#### 1. 所有・支配・決定の概念

たとえば筆者が私費で購入したパソコンを廃棄しても何ら問題ないが、そのパソコンが科学研究費補助金によって大学を通して購入されたとすれば、大学に無断で自由に廃棄できない。前者は筆者が私的所有しており、その処分は筆者の自由であるが、後者は筆者が占有しているだけであり、大学所有の備品を明示するラベルを添付しなければならない。

この事例は、表 1 における「①私的個人所有」と「②私的法人所有」の相違を示している。表 1 では、所有主体が個人と法人に区分され、所有様式は私的と社会的に区別されている。これによって①～④の所有形態に分類されうる。なお、この事例の法人とは大学（＝学校法人）である。

表 1 所有主体（個人・法人）と所有様式（私的・社会的）

	私的	社会的
個人	①私的個人所有	④社会的個人所有
法人	②私的法人所有	③社会的法人所有

（注）奥村〔45〕、75-78 ページを参考に筆者作成。

11 松井〔26〕（8 ページ）は、日本の銀行における「系列融資」の側面に目を奪われるのではなく、その協調融資体制の存在が強調されなければならないと指摘している。同じ注記を上田〔69〕（119 ページ）でも付した。

表1における「④社会的個人所有」は、概念としては矛盾しているように思われるが、「誰のモノでもなくて、同時に誰のモノでもある」という状態を意味する。これは「所有がない状態」であり、「人類社会の理想」である。これは、いわゆる共産主義体制と考えられる。他方、「③社会的法人所有」における法人とは国家や地方自治体であり、一般的には国有や公有を意味している。

「現代の資本主義のなかで所有が問題になっているのは、企業、とりわけ株式会社が所有主体として圧倒的に大きな存在になっているからである。・・・(引用者注：日本では表1の②が①・③を圧倒している)・・・工場やビル、土地などを持っているのは法人としての会社であり、さらに株式や債券などの金融資産についても法人所有の比率が非常に大きい。これが法人資本主義であるといわれるゆえんであり、これこそが現代日本の大問題なのである。この法人資本主義において法人としての株式会社が所有主体であることは誰もが認めるところだが、問題はその株式会社を誰が所有しているのか、ということである<sup>12</sup>」。この「誰が所有しているか」は「誰が支配しているか」と同義である。これが企業支配論に共通した関心であった。この問題それ自体は普遍的であり、企業統治論においても継承されるべき論点である。なお筆者は「所有と支配の一致」が通常と考えている。それだからこそ、株式会社における「所有と支配の分離」が大問題となったのである。

ここで筆者が提起したい論点は「支配」と「決定」は異なるということである。冒頭の事例で言えば、筆者が私的所有するパソコンの廃棄を決定したが、子どもが譲渡してほしいと申し出たとしよう。その結果、子どもに譲渡することにした。筆者はパソコンの法的な所有者であり、パソコンを排他的に支配しているが、子どもからの影響を受けて廃棄という決定を変更して譲渡した。筆者が子どもの要求をすべて受け入れた場合、子どもが私に対する実質的な支配者と言えるのではないか。このように「所有と支配」の問題を「所有と決定」の問題に展開すれば、企業支配論や企業統治論において新たな分析成果が生まれるかもしれない。

置塩信雄氏<sup>13</sup>は、「誰が生産に関する決定をにぎるかということが、誰が所有しているかをきめる」と指摘する。けっして所有者が無条件ですべてを決定できない。ある種の決定に対して反対・抵抗・非難によって所有者の決定は制約されるし、政府の規制や制約は所有者の決定に影響を及ぼす。このような制約が強まるにつれて、所有者が支配す

12 この「所有論」の議論は奥村〔45〕、75-77ページを引用・参照した。

13 置塩〔34〕の所有と決定(2-5ページ)の議論を参照した。なお私見では、社会主義は「社会的法人所有」(表1の③)を大前提にしていると従来から議論されてきたが、より重要なことは形式的・法的な所有の社会化ではなく、実質的な決定の社会化である。これは、生産手段の運営や成果配分が民主主義的に全員参加で決定されることを意味している。「社会的所有」という形態ではなく「社会的決定」という行動が「社会主義」を規定するとすれば、中国やベトナムにおける社会主義の維持・発展のためには民主主義の徹底が不可欠になるであろう。

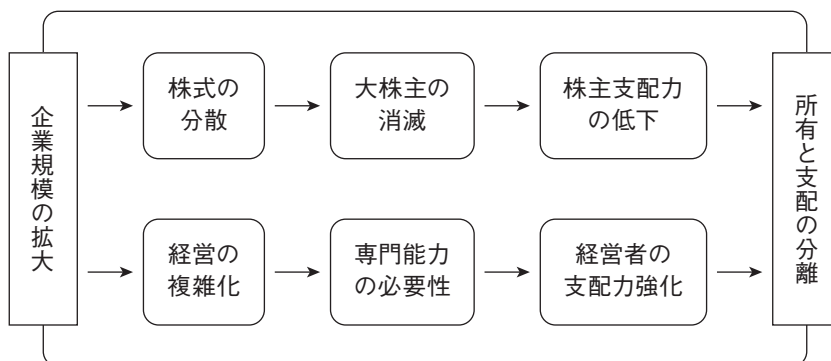
ることの内実は稀薄になる。置塩氏の「所有と決定」の議論の対象は生産手段であって株式会社ではない。しかし「生産に関する決定」組織の主要な主体が日本では株式会社であるから、置塩氏の指摘は株式会社にも援用できると考えられる。

さらに置塩氏は、決定諸項目に対する決定の関与の度合いによって「下級所有者」や「上級所有者」として所有者を区別する。株式会社における「上級所有者」は、その最高意思決定機関である株主総会とみなされる。会社の清算や合併などの最重要な意思決定は株主総会が決定する。他方、日常的な業務執行を決定する経営者や幹部職員は下級所有者である。この下級所有者の決定諸事項が拡大すれば、それは株式会社の上級所有者の決定領域の侵食となり、株式会社の「経営者支配」すなわち「経営者所有」に近い状態に至る。このことは、次に説明する通常の経営者支配（「所有と支配の分離」）に至るプロセスの説明を「決定」の観点から補完する意味をもっている。

## 2. 「所有と経営の分離」と「所有と支配の分離」

図2は、企業が「所有と支配の分離」に至るプロセスを示している。「企業規模の拡大」は増資を伴い、その増資によって株式所有は次第に分散し、「株主支配力の低下」することになる。他方、同じく「企業規模の拡大」によって「経営の複雑化」に応じた経営者の「専門能力の必要性」が高まる。これらは「専門経営者」が企業の存続と発展に不可欠であることを意味する。ここに企業の所有者である創業者（＝大株主）と専門経営者が別人物である必然性が生じる。より簡単に言えば、出資者（＝社員＝株主）が企業経営を経営者に信任委託することである。出資（者）と経営（者）が別々になることが「所有と経営の分離」<sup>14</sup>であり、株式会社では通常の現象である。

図2 「所有と支配の分離」のプロセス



（出典）井原久光『テキスト経営学〔増補版〕』ミネルヴァ書房、2000年、46ページ。一部修正。  
（引用）佐久間〔50〕、78ページ。

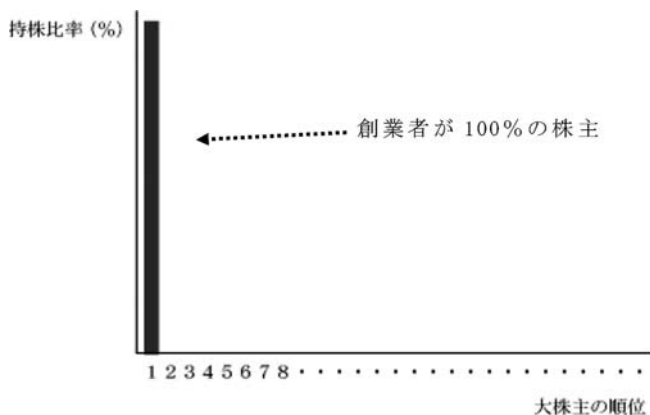
14 鳥居〔64〕は、日本における株式持ち合いを含む株式所有構造の最新動向を論じた労作であるが、その「所有と経営の分離」（9ページ）という記述は「所有と支配の分離」の誤りである。同様の誤りは、イアン・マルコーズほか著、沢田博訳『経営学大図鑑』三省堂、2015年（124ページ）の記語にも見い

専門経営者が存在する企業において株式所有の分散によって株主支配力が低下すれば、経営者の自由裁量の決定が拡大し、株主の制約なしに経営者が自由に企業経営できる状況に至る。これが「所有と支配の分離」であり、その企業は「経営者支配」とみなされる。

ここで株式所有の分散のプロセスを図示すれば、図3・図4・図5のようになる。創業時に「所有と支配が一致」したオーナー経営者であった状態を図3が示している。株主1人が株式100%所有しているが、その大株主は創業者つまり経営者である。そのほかに親族や友人が出資する場合もあるが、その株主数は少数と想定される。

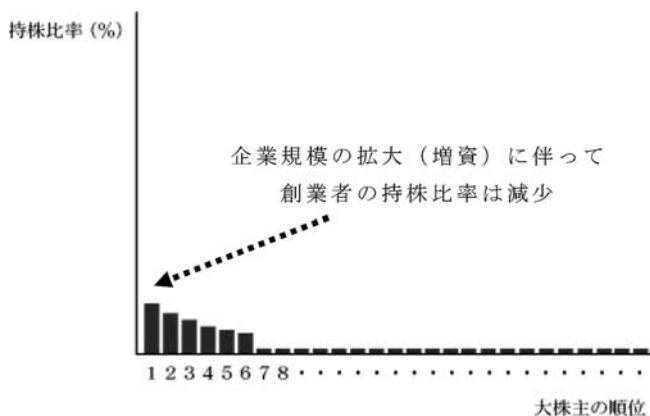
「企業規模の拡大」とは資本金の増加を意味し、それに伴って創業者のも持株比率は

図3 創業者（＝オーナー経営者）の株式所有分布



(出所) 筆者作成。

図4 株式所有の分散化

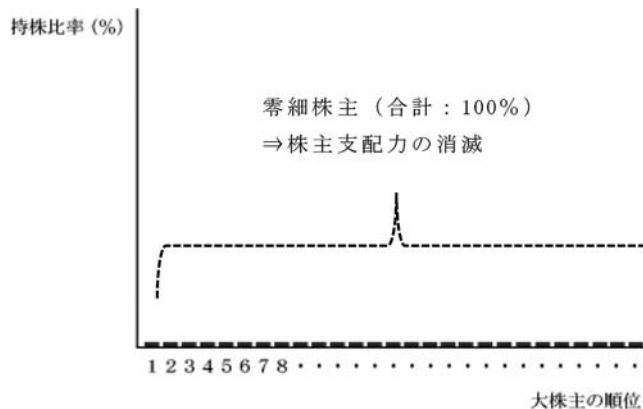


(出所) 筆者作成。

ㄨ だせる。前者 (separation of ownership and management) は企業成長に伴う普通の出来事であるが、後者 (separation of ownership and control) は、本来は一致すべき「所有と支配」が分離するという大事件である (Berle [79])。



図5 株式所有の広範な分散：経営者支配



（注）筆者作成。

下落する。もちろん持株比率を維持することも可能であるが、そのために創業者は増資金額の持株比率に相当する金額を自社に払い込まなければならない。その金銭的な負担は創業者にとっても大きく、創業者の持株比率は次第に減少することになる（図3から図4に推移）。

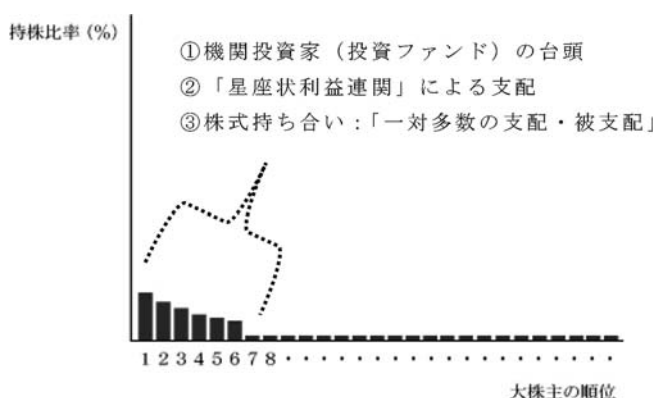
企業規模の拡大過程において株式上場を果たせば、株式所有の分散は急速に進展する。図4のように極めて零細な株主が多数出現する。同時に増資を引き受ける大株主は日本の場合、資金力のある取引先や銀行といった法人や、保険や投資信託など機関投資家となるであろう。さらに企業規模が拡大すれば、図5のような株式所有が広範に分散した状況が少なくとも理論的・理念的に想起できる。このような多数の零細株主が結束して企業経営の議決権に関与することは考えられないから、ここに「経営者支配」が成立することになる。

### 3. 株式所有の分散から集中：日本型「経営者支配」

株式市場の発展の歴史を見れば、個人投資家から投資信託（投資ファンド）、より一般に機関投資家に株式所有は移行する。投資運用者（ファンドマネージャー）に投資委託することによって、個人投資家は銘柄選択や売買判断の手間と時間から解放されて銀行預金と同様の感覚で株式投資できる。図6は図4の形状と同様であるが、その株主は主に機関投資家である。

企業支配の観点から図6を見れば、上位の大株主は通常は独立・自立しているのであるが、投資先の会社に対して共通の利害が生じた場合、経営者に対して株主として結束して支配力（＝議決権）を行使することがある。この関係を夜空の「星座」とみなして説明できる。本来は孤立・独立した単独の星であるが、それらが集まって意味ある1つの「星座」を構成しているように投資先企業の経営者からは見える。この大株主の集ま

図6 株式所有分布の集中化



(注) 筆者作成。

りをスコット氏は「利益星座状連関」(constellation of interests)と命名し、それを通して企業が支配されうるとみなす<sup>15</sup>。

また図6は、日本の企業集団における株式持ち合いの株式所有の状況も示すことができる。ただし上位大株主である事業会社や銀行は、それらの間でも株式を相互に所有している。それらの株主が結束すれば会社を支配できる。奥村宏氏が「一对多数の支配・被支配」の関係と命名した支配形態である<sup>16</sup>。株式持ち合い関係にある企業間では相互に牽制し、その裏返しとして相互に信頼関係が醸成される。単独の大株主だけでは支配できないが、複数の大株主の結束また連帯によって企業を支配できる。これは上記の「利益星座状連関」よりも法人株主間で株式持ち合いをしているだけに強固な結束力をもった「法人大株主連合」であると考えられる。この「法人大株主連合」に自社も加わることで、その企業の経営者の地位は安泰である。

このような日本企業の経営者支配は、図5における経営者支配の「原型」とは相違している。また今後、日本企業の株式持ち合いが解消されるとしても、上記の「利益星座状連関」の着想は有効である。図5のような広範な零細株主の結束は困難だが、図6のような上位10大株主ほどの結束は難しくない。株主総会の議決権行使の内容について各株主を順に説得すれば良い。その結束が成立すれば、経営者に対して支配力が行使できる。

15 Scott [84] 参照。

16 たとえば奥村 [40]。

## IV 企業支配論から企業統治論への展開

### 1. 「コーポレートガバナンス・コード」における株式持ち合い

株式持ち合いは、株式会社の制度から見れば、違法ではないものの非合理であると批判されてきた。その先駆者は奥村宏氏であった。その後の「バブル経済」崩壊後に外国人株主による株式持ち合い批判が顕在化し、外国人投資を促進するために企業統治改革が検討・施行された、その結果、株式持ち合いに一定の歯止めがかかるようになった。さらに菊地浩之氏や筆者が注目した役員兼任の紐帯となる社外取締役は、すべての上場会社に対して最低2名以上の採用が促進されるまでになった。

その具体的な原則は、金融庁と東京証券取引所が検討し、有価証券上場規程の別添として「CGコード」において2015年6月1日から適用された。「CGコード」における企業統治とは、「会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組みを意味する」と定義されている<sup>17</sup>。

「CGコード」において株式持ち合いは明示されていないが、それを示唆する「政策保有株式」と「買収防止策」が記載されている。株式持ち合いは利益目的の「純投資」ではなく「政策保有株式」であり、その起源は旧財閥企業の「乗取り防止」であり、その後の外資導入に対する「買収防止策」であった<sup>18</sup>。「CGコード」は、奥村宏氏を始めとした株式持ち合いの批判に対して、金融庁や東京証券取引所が暗示的ではあるが、その批判の妥当性を公的に認めて不十分ながら対応策を提起した結果とみなされる。

### ————「コーポレートガバナンス・コード」————

#### 【基本原則1】

上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるように適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。

また、上場会社は、株主の実質的な平等性を確保すべきである。

少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に改題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。

#### 【原則1-4. いわゆる政策保有株式】

上場会社がいわゆる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

17 「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」は、日本取引所グループの下記を参照。また、堀江〔15〕・中村〔29〕・日本弁護士連合会〔32〕・新日本〔54〕・武井〔59〕・手塚〔63〕が掲載・解説している。それぞれの解説・解釈が微妙に相違しているのだが、それは別途の検討課題である。

参照 <http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/code.pdf>

18 奥村〔36〕・〔37〕・〔38〕・〔39〕・〔43〕を参照。

を開示すべきである。また、毎年、取締役会で主要な政策保有についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性について具体的な説明を行うべきである。

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基準を策定・開示するべきである。

#### 【原則 1-5. いわゆる買収防止策】

買収防衛の効果をもたらすことを企図してとられる方策は、経営陣・取締役会の保身を目的とするものであってはならない。その導入・運用については、取締役会・監査役は、株主に対する受託者責任を全うする観点から、その必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続を確保するとともに、株主に十分な説明を行うべきである。

上場企業間の株式持ち合いは「政策保有株」であるが、その場合、その事情や理由を公表し、その議決権行使の基準についても策定・開示しなければならない。この【原則 1-4】を含む「CG コード」に法的強制力はないけれども、それだからこそ、その積極的な実施は、企業統治に配慮した株主重視の自社の経営姿勢を国内外の投資家や利害関係者に広く訴求できる。これが、企業統治改革を「脅威」とみなすのではなく「機会」とみなして、「成長戦略」・「攻めのガバナンス」として改革を推進するための根拠である。また、「CG コード」によって株主総会において株主が、株式持ち合いに関する質問が容易になった。それだけでも株式持ち合いの抑制効果がある。

【原則 1-5】によれば、「買収防衛の効果」が期待される「経営陣・取締役会の保身」を目的とした方策は禁止される。株式持ち合いが持ち合い企業相互間の「安定株主工作」であったことを考えれば、それは「経営陣・取締役会の保身」を目的としている。これも株式持ち合いの抑制効果をもつ。なお、そのほかの一般的な買収防衛策である「ゴールデンパラシュート (golden parachute)」や「クラウンジュエル (crown jewel)」は、明確に「経営陣・取締役会の保身」を目的としており、<sup>19</sup>「CG コード」の趣旨に従えば、おそらく禁止が相当である。ただし「CG コード」は上場会社を対象にしているから、非上場会社については問題ない。

株式持ち合いに基づく安定的な大企業体制が維持されてきた日本企業の経営者にとって、「経営陣・取締役会の保身」を目的とした方策が、2015年の「CG コード」によって不完全であるが明示的に禁止された。経営者に対する一定の衝撃はあったと想像される。ただし、これらの実施は強制ではなく、あくまでも原則であり、「遵守せよ、さもなくば説明せよ (comply or explain)」という考え方に基づいている。これは「CG コード」に共通した特徴である。現状を突然に改革するのではなく、現状を容認しながら、

19 佐久間 [51], 175 ページ。

徐々に改革を促す巧妙な規則・指針である。このような意味で、株式持ち合いの解消に向けた「過渡期」が現状であるように思われる。

## 2. 「コーポレートガバナンス・コード」における社外取締役と役員兼任

企業支配論において国内外の研究対象とされた「役員兼任」は、「CG コード」【補充原則 4-11②】において「その数は合理的な範囲にとどめるべきであり、上場会社は、その兼任状況を毎年開示すべきである。」と述べられているのみである。ただし役員兼任の紐帯の担い手である「社外取締役」については以下のように記載されている。また注目すべきことは、特に「企業系列」において顕著であった「役員派遣」について、【原則 4-9】では社外取締役の独立性が強調されていることである。それは、役員派遣の暗黙的な禁止を意味している。

なお「役員兼任」とは、複数企業間の重複した現職の役員（取締役または監査役）が存在する場合である。それに対して「役員派遣」とは、一方の会社を退職後に他社の役員に就任することである。この場合、他社では社外取締役であるが、出身会社との間では役員兼任を形成しない。また「役員兼任」についても、現職の会社役員が社外取締役として他社の役員に就任する場合は方向性のある兼任である。他方、大企業を退職した経営者や弁護士・大学教授が複数企業の社外取締役に同時に就任している場合がある。これは社外取締役に専念しうる専門職、すなわち「ネットワーク＝スペシャリスト（network specialist）」<sup>20</sup>と呼ばれることがある。このように「社外取締役」を分類することができる。

### ——「コーポレートガバナンス・コード」——

#### 【基本原則 4】

上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任・説明責任を踏まえ、会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、

- (1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと
- (2) 経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備をおこなうこと
- (3) 独立した客観的な立場から、経営陣（執行役及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に對する実効性の高い監督を行うこと

をはじめとする役割・責務は、監査役会設置会社（その役割・責務の一部は監査役及び監査役会が担うこととなる）、指名委員会等設置会社、監査等委員会設置会社など、いずれの機関設計を採用す合にも、等しく適切に果たされるべきである。

#### 【原則 4-6. 経営の監督と執行】

上場会社は、取締役会による独立かつ客観的な経営の監督の実効性を確保すべく、業務の執行

20 ストークマン [84]・上田 [69] が、兼任役員の類型を詳細に議論・分析している。なお、この「役員」とは取締役と監査役の両者を含んでいる。

に携わらない、業務の執行と一定の距離を置く取締役の活用について検討すべきである。

**【原則 4-7. 独立社外取締役の役割・責務】**

上場会社は、独立社外取締役には、特に以下の役割・責務を果たすことが期待されることに留意しつつ、その有効な活用を図るべきである。

- (i) 経営の方針や経営改善について、自らの知見に基づき、会社の持続的な成長を促し中小期的な企業価値の向上を図る、という観点から助言を行うこと
- (ii) 経営陣幹部の選解任その他の取締役会の重要な意思決定を通じ、経営の監督を行うこと
- (iii) 会社と経営陣・支配株主等との快打の利益相反を監督すること
- (iv) 経営陣・支配株主から独立した立場で、少数株主をはじめとするステークホルダーの意見を取締役に適切に反映させること

**【原則 4-8. 独立社外取締役の有効な活用】**

独立社外取締役は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ように役割・責務を果たすべきであり、上場会社はそのような資質を十分に備えた独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべきである。

また、業種・規模・事業特性・機関設計・会社をとりまく環境等を総合的に勘案して、自主的な判断により、少なくとも3分の1以上の独立社外取締役を選任することが必要と考える上場会社は、上記にかかわらず、そのための取り組み方針を開示すべきである。

**【原則 4-9. 独立社外取締役の独立性判断基準及び資質】**

取締役会は、金融商品取引所が定める独立性基準を踏まえ、独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準を策定・開示すべきである。また、取締役会は、取締役会における率直・活発で建設的な検討への貢献が期待できる人物を独立社外取締役の候補者として選定するよう努めるべきである。

**【補充原則 4-10①】**

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、例えば、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諮問委員会を設置することなどにより、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。

以上の独立社外取締役については、日本弁護士連合会『社外取締役ガイドライン』が参考になる<sup>21</sup>。それは「社外取締役の独立性については、会社法、金融商品取引法、金融商品取引所規則等において開示が義務づけられている」と指摘している。しかし「客観的独立性」の具体的な基準はなく、各社の実情に応じて各社で策定・開示すればよいことになっている。「また、投資家等様々なステークホルダーもまた、独立性について様々な基準や考え方を持っている」との記載は、各社の株主総会などで「独立性判断基準」は様々な基準で策定できることを意味している。このように「CGコード」は原則を唱え

21 日本弁護士連合会〔32〕、49-51ページ。

るだけであり、その具体的な方策は各企業の裁量に任されていることを意味している。これは、前述の社外取締役の分類のほかに、各社が定めた「独立性」の基準によって日本独自の社外取締役形成の可能性があることを示唆している。

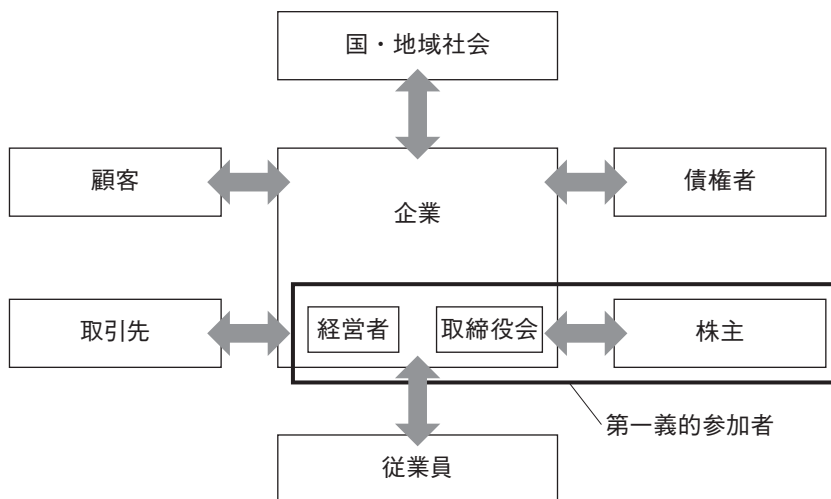
### 3. 企業支配論から企業統治論への展開

これまでの日本の企業支配の議論では、株式持ち合いと役員兼任が主な対象であった。そこで、日本の企業統治の大枠を定めた「CG コード」における両者の取り扱いを紹介・検討してきた。次に、企業支配と企業統治の関連性を検討してみよう。

図7は、企業支配と企業統治の関係を理解するために有益である。企業支配では「経営者」と「株主」の関係が主要な論点であったが、企業統治では「株主」のみならず「従業員」・「顧客」・「取引先」・「債権者」・「国・地域社会」が含まれ、それらは一般に利害関係者（ステークホルダー：stakeholder）と呼ばれる。これらの中でも「株主」と「経営者」さらに両者を結びつける「取締役会」が企業統治の「第一義的参加者」とみなされる。<sup>22</sup> 株主を含めた利害関係者のすべてを同列に扱う場合もあるが、<sup>23</sup> 株式会社制度では株主の立場は別格とみなされるべきである。

企業統治では「債権者」が議論の対象となっているが、それ以前の企業支配論においても「債権者」としての銀行が企業との関係という文脈で分析されてきた。具体的には銀行融資や銀行からの役員派遣が分析されてきた。このような「債権者」のみならず、より多数の利害関係者と企業の関係が企業統治では議論の対象となりうる。「CG コー

図7 企業統治の基本的な枠組み



（出所）松田〔25〕，17 ページ。

22 松田〔25〕，16-18 ページ。

23 佐久間〔50〕，37 ページ。佐久間〔51〕，31 ページ。

ド」では利害関係者について次の原則を提示している。

---

——「コーポレートガバナンス・コード」——

【基本原則 2】

上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員・顧客・取引先・債権者・地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべきである。

取締役会・経営陣は、これらのステークホルダーの権利・立場や健全な事業活動倫理を尊重する企業文化・風土の醸成に向けてリーダーシップを発揮すべきである。

【原則 2-1. 中長期的な企業価値向上の基礎となる経営理念の策定】

上場会社は、自らが担う社会的な責任についての考え方を踏まえ、様々なステークホルダーへの価値創造に配慮した経営を中長期的な企業価値向上を図るべきであり、こうした活動の基礎となる経営理念を策定すべきである。

【原則 2-2. 会社の行動準則の策定・実践】

上場会社は、ステークホルダーとの適切な協働やその利益の尊重、健全な事業活動倫理などについて、会社としての価値観を示しその構成員が従うべき行動準則を定め、実践すべきである。取締役会は、行動準則の策定・改訂の責務を担い、これが国内外の事業活動の第一線にまで広く浸透し、遵守されるようにすべきである。

利害関係者は企業に対して自己利益の最大化を要求する「権利」と「立場」を持っているが、その諸要求つまり各利害が対立することもある。この利害対立の「調整」が経営者に期待される役割と筆者は考えている。経営者は一般にリーダーシップが不可欠であるが、企業統治改革後においてはコーディネーター (coordinator) としての役割が、今まで以上に重視される。株式持ち合いに基づいた「なれ合い」「もたれ合い」の経営者は、大きな自己変革が求められるであろう。すべての利害関係者の要求を満足させる調整のためには、その源泉となる企業利益が不可欠である。このような文脈で「企業統治は成長戦略」と主張されなければならないと筆者は指摘したい。<sup>24</sup>

企業統治における経営者の目的は高い ROE (自己資本利益率) であり、それは「株主」に還元されるべきものという主張がある。<sup>25</sup> この「株主」とは機関投資家が念頭におかれている。その機関投資家に対して「スチュワードシップ・コード」 (= 受託者責任の行動指針) が制定され、経営者と機関投資家の「建設的な対話」の促進が提唱されている。「株主」は「第一義的参加者」であるから、株主利益の優先に異論はないが、利害関係者に対する配慮が明記されていることが注目されなければならない。たとえば従

---

24 たとえば「株主総会 2015——企業統治は成長戦略：「攻めの改革」知恵絞る」『日本経済新聞』2015 年 6 月 11 日。

25 伊藤 [13]。



業員の犠牲を前提にした株主利益優先の追求は「CG コード」の観点からは想定外である。「CG コード」における経営者は、「中長期的な企業価値向上」を企業目標として利害関係者の利害調整をしながら、ROE 向上に専念するべきである。これを国内外の投資家に積極的に訴えることが、株価上昇と企業成長にも貢献することが期待される。

私見では、「CG コード」における株主以外の利害関係者との「適切な協働」といった指摘は、「日本の経営」の慣行や特徴にも配慮した規定になっていると思われるが、<sup>26</sup>「CG コード」それ自体の導入は唐突な印象を受ける。いかにも企業統治が「輸入」された概念・規則と言わなければならない。そうまでして外国人投資家を日本市場に呼び込む必要性があったと理解できる。その理由には日本経済の長期的な停滞を反転させる意図があったと言いうるし、さらに前述のように「日米構造協議」における米国の対日要求の実現があったのではないか。

## V 課題と展望

本稿の議論を補足しながら要約し、日本の企業支配・企業統治に関する今後の研究の課題や展望を指摘して結論に代えたい。

(1) 企業統治改革の推進の背景には、1989 年からの「日米構造協議」の影響があったのではないかと。当時の米国による対日要求の一つに企業集団における社長会の議事録の公開があったが、<sup>27</sup>逆に今日では「日米構造協議」の議事録の公開と分析が、日本の企業支配論・企業統治論の歴史と展開の検討にとって有益であると思われる。

(2) 六大企業集団は崩壊したように見えるが、その社長会は健在であり、日本の大企業体制が崩壊したわけではない。企業統治論では個別企業に関心が集まり、それは個々のビジネスや株式投資にとっては当然である。しかし個別企業の全体を俯瞰した企業体制の視点が日本経済の分析にとっては不可欠である。企業支配論から企業統治論には、この企業間関係の分析視角が継承されるべきであろう。より具体的には、日本の大企業体制の再編成が、米国のように社外取締役を通して進行するように思われる。<sup>28</sup>

(3) 株式会社を「誰が所有しているか」すなわち「誰が支配しているか」は、企業支配論で共有された問題であった。その問題は普遍的であり、企業統治論においても継承されるべきである。株主が株式会社を所有・支配しているという単純な解答がありうる

26 加護野〔14〕参照。

27 奥村宏氏の NHK テレビ番組での口頭での指摘。文献は未確認である。

28 株式持ち合いが解消しても社長会は継続すると上田〔72〕（135 ページ）は指摘している。また『週刊ダイヤモンド』（ダイヤモンド社）2017 年 7 月 29 日号（特集「六大企業間の因縁：三井・住友・三菱・芙蓉・三和・一勲」）は、「戦後日本の経済発展を支えた 6 大企業集団。バブル崩壊などを経て、その多くは地盤沈下してしまったが、今なおしぶとく生き残っている」とその最新動向を紹介している。

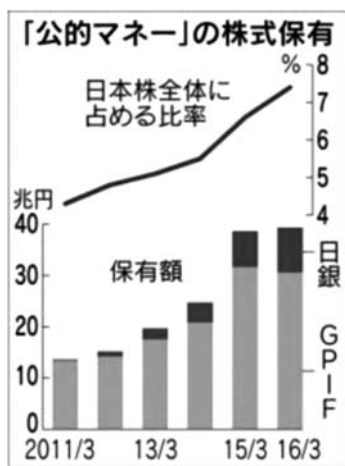
が、それではその株主は誰であり、その株主を支配しているのは誰かという疑問が生まれる。また株式会社の「所有と経営の分離」が前提になっている限り、その株主と経営者の間の所有と支配の問題は軽視されえない。

(4) 株式会社の「所有と支配」を「所有と決定」の問題に展開すれば、企業統治論において新たな分析成果が生まれるかもしれない。企業支配論では経営者と株主の関係が分析の焦点であったが、企業統治論では株主は利害関係者の中の第一義的な構成員にすぎない。利害関係者は株式会社の最高意思決定に株主や経営者に代わって関与する場合もありうるということが想定されている。私見では、「CG コード」によって利害関係者による多様な支配形態が原則として容認されるようになった。企業支配の形態も多様化の時代を迎えようとしているのかもしれない。

(5) 日本企業の株式持ち合いが解消されるとしても、スコット氏による「利益星座状連関」を通した企業支配の着想は有効である。その連関の形状は動態的であり、株式持ち合いのように強固ではないが、今日の日本企業における個別企業の支配形態や企業間の支配構造の分析にとって有益である。

(6) 今日、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）などの公的年金の株式所有や、日本銀行のETF（上場投資信託）購入の動向にも留意しなければならない。これは、民間企業による株式持ち合いに代わって政府が「安定株主工作」に乗り出したとみなされるからである。図8は、これら「公的マネー」の持株比率の上昇を示しており、東証1部上場企業の4分の1の実質的な筆頭株主になっている。<sup>29</sup>

図8 「公的マネー」の株式所有動向



(引用)『日本経済新聞』2016年8月29日。

29 『日本経済新聞』2016年8月29日。

これらの公的マネーの投資は、株価の上昇や維持には貢献するが、適正な市場メカニズムの機能を阻害する懸念もある。他方、ESG 投資（E：環境，S：社会，G：企業統治）を先導することによって、これら ESG に先進的に取り組む民間企業の成長を公的マネーが誘導することも可能である。いずれにせよ機関投資家に課せられた「スチュワードシップ・コード」の模範的な実施が、公的マネーの運用に望まれる。

（7）経営者にとって必要な資質は一般にリーダーシップと呼ばれるが、「CG コード」の原則を遂行するためには複数の利害関係者や独立社外取締役との間の調整能力がより重視される。これも企業統治改革に伴う経営者に対する課題として指摘しておきたい。

（8）企業集団の崩壊、株式持ち合いの解消が言われるが、それに代わって外国人機関投資家や公的マネーによる株式所有が増大している。また独立社外取締役を採用する企業も増加するであろう。また利害関係者との多様な関係から多様な取締役で構成された経営組織が生まれるかもしれない。このように現代日本の企業体制は新たな形態に向けた「過渡期」とみなされる。この場合、企業間関係の視点は不可欠である。これは個々の企業活動を個別に分析したり、それらを集約・集計したりするのではなく、諸企業を関連性のあるシステムとして把握し、その全体を分析対象とすることである。これが、企業支配論の研究蓄積を企業統治論の研究に継承・活用する一つの方向性であると筆者は最後に強調しておきたい。

#### 〔付記〕

『朝日新聞』（2018年2月4日）によれば、東証1部上場企業の社外取締役4,482人の中で191人（4%）が4社以上の役員を兼任している。これに対して経営チェックが十分に果たせないという批判がある。他方、これらの兼任役員は、本稿で指摘したネットワーク＝スペシャリストである。その分析も課題として提示しておきたい。

#### 参考文献

- 〔1〕安田雪『日米市場のネットワーク分析——構造社会学からの挑戦』木鐸社、1996年。
- 〔2〕出見世伸之『企業統治問題の経営学的研究』文真堂、1997年。
- 〔3〕深尾光洋・森田泰子『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社、1997年。
- 〔4〕深尾光洋『コーポレート・ガバナンス入門』筑摩書房、1999年。
- 〔5〕二木雄策『現代日本の企業集団——大企業分析をめざして』東洋経済新報社、1976年。
- 〔6〕二木雄策『日本の株式所有構造』同文館、1982年。
- 〔7〕二木雄策「役員の兼任・派遣による企業間関係」『研究年報』（神戸大学大学院経営学研究科）第34号、1988年。
- 〔8〕濱村章編著『コーポレート・ガバナンスと資本市場』税務経理協会、2004年。
- 〔9〕花崎正晴「日本型コーポレートガバナンス構造の再検討——市場競争の規律づけメカニズムの検証」『一橋ビジネスレビュー』（一橋大学イノベーション研究センター編集）第65巻3号、東洋経済新報社、2017年冬号、94-107ページ。
- 〔10〕細井浩一『コーポレート・パワーの理論と実際：Intercompany approach による会社間関係の構造分析』同文館出版、2006年。
- 〔11〕グーハン・サブラマニアン「コーポレートガバナンスの3つの原則」『DIAMOND ハーバード・ビ

- ジネス・レビュー』2016年3月号, 2016年, 75-87ページ
- [12] 法政大学産業情報センター・橋本寿朗・武田晴人編『日本経済の発展と企業集団』東京大学出版会, 1992年。
- [13] 伊藤邦雄「『伊藤レポート』の真意とは」『DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビュー』2016年3月号, 2016年, 26-38ページ。
- [14] 加護野忠男・野中郁次郎・榊原清則・奥村昭博『日米企業の経営比較－戦略的環境適応の理論』日本経済新聞社, 1983年。
- [15] 堀江貞之『コーポレートガバナンス・コード』日経文庫, 2015年。
- [16] (社) 海外事業活動関連協議会編者『米国のコーポレート・ガバナンスの潮流』社団法人商事法務研究会, 1995年。
- [17] 神田秀樹『会社法入門』岩波書店, 2006年。
- [18] 神田秀樹『会社法入門・新版』岩波書店, 2015年。
- [19] 北地達明・北爪雅彦・松下欣親編『コーポレートガバナンスのすべて』日本実業出版社, 2016年。
- [20] 菊地浩之『企業集団の形成と解体：社長会の研究』日本評論社, 2005年。
- [21] 菊地浩之『役員ネットワークからみる企業相関図』日本経済評論社, 2006年。
- [22] 菊地浩之『日本の15大財閥』平凡社, 2009年。
- [23] 菊地敏夫・平田光弘編著『企業統治の国際比較』文眞堂, 2000年。
- [24] 久保利英明・鈴木忠雄・高梨智弘・酒井雷太『日本型コーポレートガバナンス』日刊工業新聞社, 1998年。
- [25] 松田千恵子『これならわかるコーポレートガバナンスの教科書』日経BP社, 2015年。
- [26] 松井和夫『現代アメリカ金融資本研究序説——現代資本主義における所有と支配』文眞堂, 1986年。
- [27] 松村勝弘『日本の経営財務とコーポレート・ガバナンス』中央経済社, 1997年。
- [28] 村上亨・水谷内徹也・瀬谷ゆり子・鈴木基史・井形浩治『コーポレート・ガバナンスの多角的研究』同文館, 1999年。
- [29] 中村直人・倉橋雄作『コーポレートガバナンス・コードの読み方・考え方』商事法務, 2015年。
- [30] 仲田正機・岩波文孝・細井浩一『企業間の人的ネットワーク——取締役兼任制の日米比較』同文館, 1997年。
- [31] 仲田正機編著『比較コーポレート・ガバナンス研究——日本・英国・中国の分析』中央経済社, 2005年。
- [32] 日本弁護士連合会司法制度調査会社外取締役ガイドライン検討チーム編者『「社外取締役ガイドライン」の解説〔第2版〕』商事法務, 2013年。
- [33] 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム・パフォーマンス研究会『コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンス－変わりつつある日本企業のガバナンス』白桃書房, 2001年。
- [34] 置塩信雄『現代資本主義分析の課題』岩波書店, 1980年。
- [35] 奥島孝康編者『コーポレートガバナンス——新しい危機管理の研究』きんざい, 1996年。
- [36] 奥村宏『法人資本主義の構造——日本の株式所有』日本評論社, 1975年。
- [37] 奥村宏『三菱——日本を動かす企業集団』ダイヤモンド社, 1981年。
- [38] 奥村宏『新・日本の六大企業集団』ダイヤモンド社, 1983年。
- [39] 奥村宏『企業買収——M&Aの時代』岩波書店, 1990年。
- [40] 奥村宏『法人資本主義 (改訂版) ——「会社本位」の体系』朝日新聞社, 1991年。
- [41] 奥村宏『解体する「系列」と法人資本主義』社会思想社, 1992年。
- [42] 奥村宏『会社本位主義は崩れるか』岩波書店, 1992年。
- [43] 奥村宏『日本の六大企業集団』朝日新聞社, 1993年。
- [44] 奥村宏『会社本位主義「解体の時代」』社会思想社, 1995年。
- [45] 奥村宏『法人資本主義の運命——株式会社の「死に至る病」』東洋経済新報社, 1995年。

- [46] 奥村宏『無責任資本主義』東洋経済新報社，1998年。
- [47] 坂本恒夫・佐久間信夫編者『企業集団と企業間結合の国際比較』文眞堂，2000年。
- [48] 坂本恒夫・佐久間信夫編者『企業集団研究の方法』文眞堂，1996年。
- [49] 坂本恒夫・佐久間信夫編者，企業集団研究会著『企業集団支配とコーポレート・ガバナンス』文眞堂，1998年。
- [50] 佐久間信夫編『よくわかる企業論』ミネルヴァ書房，2016年。
- [51] 佐久間信夫編『よくわかる企業論・第2版』ミネルヴァ書房，2006年。
- [52] 佐藤義信「役員兼任と企業間関係の測定」『経済論叢』（京都大学経済学会）第137巻第1号，1986年，32-41ページ。
- [53] 島田克美『企業間システム－日米欧の戦略と構造』日本経済評論社，1998年。
- [54] 新日本有限責任監査法人・EY 弁護士法人・EY 総合研究所株式会社編『Q&A コーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コード——持続的な企業価値向上のための2つのコードの実践』第一法規，2015年。
- [55] スコット・キャロン，吉田憲一郎「日本のコーポレートガバナンス改革の進捗と今後の課題」『一橋ビジネスレビュー』（一橋大学イノベーション研究センター編集）第65巻3号，東洋経済新報社，2017年冬号，44-61ページ。
- [56] 鈴木健『日本の企業集団——戦後日本の企業と銀行』大月書店，1993年。
- [57] 鈴木健『メインバンクと企業集団』ミネルヴァ書房，1998年。
- [58] 鈴木健『六大企業集団の崩壊——再編される大企業体制』新日本出版社，2008年。
- [59] 武井一浩編著『コーポレートガバナンス・コードの実践』日経BP社，2015年。
- [60] 高田太久吉・ベス＝ミンツ・マイケル＝シュワーツ編著『現代企業の支配とネットワーク』中央大学出版部，1996年。
- [61] 高橋俊夫編著『コーポレート・ガバナンス——日本とドイツの企業システム』中央経済社，1995年。
- [62] 寺本義也編著『日本企業のコーポレートガバナンス』生産性出版，1997年。
- [63] 手塚貞治編著『コーポレートガバナンスの基本』日本実業出版社，2017年。
- [64] 鳥居陽介『株式所有構造の変遷と経営財務』中央経済社，2017年。
- [65] 上田義朗「企業集団における株式持相互持合比率の分析」『六甲台論集』（神戸大学大学院研究会）第28巻3号，1981年，150-164ページ。
- [66] 上田義朗「研究ノート：現代企業における支配構造の分析視角——アメリカの諸研究の動向」『六甲台論集』（神戸大学大学院研究会）第29巻第1号，1982年，131-147ページ。
- [67] 上田義朗「企業集団における役員兼任の計量分析——企業間関係の測定」『証券経済』（日本証券経済研究所）第146号，1983年。
- [68] 上田義朗「日本企業における役員兼任の実証分析——企業間ネットワークとインナー・サークル」日本経営学会編『企業経営の国際化と日本企業』千倉書房，1988年，227-232ページ。
- [69] 上田義朗「日本企業における役員兼任の類型分析——役員兼任「独自の意義」に関する予備的考察」『国民経済雑誌』（神戸大学経済経営学会）第158巻第4号，1988年，105-120ページ。
- [70] 上田義朗「役員兼任ネットワークの断絶と修復」『組織科学』（組織学会）第23巻第1号，1989年，39-49ページ。
- [71] 上田義朗「イギリスにおける取締役兼任・社外取締役の実態と意義」正木久司編『株式会社支配論の展開〔イギリス編〕』文眞堂，1991年，111-112ページ。
- [72] 上田義朗「6大企業集団における社長会の意義」現代企業研究会編『日本の企業間関係：その理論と実態』中央経済社，1994年，第5章（116-140ページ）。
- [73] 上田義朗「日本における企業システムのパラダイム転換——21世紀に向けての素描」『同志社商学』（同志社大学商学会）第48巻第1号，1996年，156-172ページ。
- [74] 上田義朗「日本における企業統治機構の維持と創造——研究枠組みの覚え書き」『外国学研究』（神

- 戸市外国語大学外国学研究所) 第37号, 1997年, 43-63 ページ。
- [75] 上田義朗「日本とベトナムにおける企業統治の諸相」『外国学研究』(神戸市外国語大学外国学研究所) 第49号, 2001年, 91-110 ページ。
- [76] 上原美鈴「香港大企業取締役兼任制」『アジア研究』(アジア政経学会) 第50巻第3号, 2004年, 85-98 ページ。
- [77] 植竹晃久・仲田正機編著『現代企業の所有・支配・管理——コーポレート・ガバナンスと企業管理システム』ミネルヴァ書房, 1999年。
- [78] 吉村典久・田中一弘・伊藤博之・稲葉祐之『企業統治』中央経済社, 2017年。
- [79] 吉村典久『日本の企業統治——神話と実態』有斐閣, 2007年。
- [80] 吉村典久『会社を支配するのは誰か——日本企業統治』講談社, 2012年。
- [81] Berle, A. A. Jr. & G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan, 1932, rev.ed., 1968. [北島忠男訳『近代株式会社と私有財産』文雅堂銀行研究社, 1958年。森杲訳『現代株式会社と私有財産』北海道大学出版会, 2014年]
- [82] Mintz, B. and M. Shwartz, *The Power Structure of American Business*, The University of Chicago Press, 1985. [浜川一憲・高田太久吉・松井和夫訳, B. ミンツ・M. シュワーツ共著『企業間ネットワークと取締役兼任制——金融ヘゲモニーの構造』文眞堂, 1994年]。
- [83] Roe, Mark J., *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton, 1994. [マーク・ロー著, 北條裕雄・松尾順介監訳『アメリカの企業統治——なぜ経営者は強くなったか』東洋経済新報社, 1996年]。
- [84] Scott, J., *Corporations, Classes and Capitalism*, London, Hutchinson, 1979. [J. スコット著, 中村瑞穂, 植竹晃久監訳『株式会社と現代社会』文眞堂, 1983年]。
- [85] Scott, J. and C. Griff, *Directors of Industry*, Cambridge, Polity Press, 1984. [ジョン・スコット, キャサリン・グリフ著, 仲田正機・橋本輝彦監訳『大企業体制の支配構造——イギリス金融資本と取締役兼任』法律文化社, 1987年]。
- [86] Scott, J., *Capitalist Property and Financial Power*, Brighton, Wheatsheaf, 1986. [ジョン・スコット著, 現代企業研究グループ訳『現代企業の所有と支配——米国・英国・日本の比較研究』税務経理協会, 1989年]。
- [87] Stokman, Fran N., Rolf Ziegler and John Scott eds., *Networks of Corporate Power: A Comparative Analysis of Ten Countries*, Polity Press, Cambridge, 1985. [上田義朗訳, F=N=ストークマン, R=ツィーグラー, J=スコット編著『企業権力のネットワーク——10カ国における役員兼任の比較分析』文眞堂, 1993年]。
- [88] Useem, Michael, *The Inner Circle: Large Corporations and the Rise of Business Political Activity in the U.S. and U. K.*, Oxford University Press, Oxford, 1984. [マイケル・ユシーム著, 岩城博司・松井和夫監訳『インナー・サークル——世界を動かす陰のエリート群像』東洋経済新報社, 1986年]。