

Monthly Economist Report

ガバナンス・インサイト・シリーズ —価値創造経営— vol.1

2026年5月

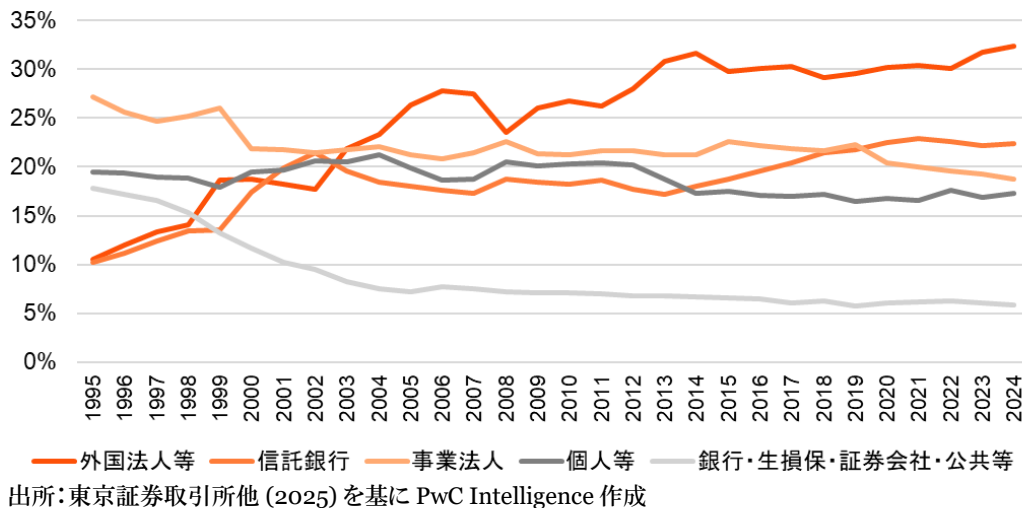
株式保有構造の変化—企業経営への含意を読み解く

株主の権利保護に主眼を置いたコーポレートガバナンス改革の進展を通じて、株式の保有構造や株主の協調行動が注目を集めている。前者については、インデックス投資の浸透とともに、産業におけるコモンオーナーシップ（共通株主）と呼ばれる、同一の株主が産業内で競合する企業の株式を共通して保有する現象への関心が高まっている。後者については、今月1日に施行された金融商品取引法の改正を契機として、従来は限定的に捉えられていた感のある株主の協調行動が、むしろ積極的に位置付けられる状況となっている。企業経営においては、投資家による日常的なエンゲージメント活動への対応から企業再編のような重要な判断に至るまで、さまざまな判断が求められるが、各社固有の情報やリソースに基づく意思決定もさることながら、広範な投資ポートフォリオを運用する株主や、協調行動を取る複数の株主のインセンティブを理解し、自らの事業ポートフォリオの見直しや再編の動きを念頭に置いた備えが重要である。

1. 株式保有構造の現状

まず、日本における株式保有構造を見ておこう（図表1）。上場企業の株式の保有構造の変化は、コーポレートガバナンス改革のひとつの背景ともなっているからである。持ち合い解消の流れも受けて、伝統的な株主層であった銀行などや事業法人の保有比率が低下する一方、機関投資家を中心とする外国法人等のウェイトが安定的に30%を超える水準に高まり、直近では過去最高の32.4%となっている¹。外国の機関投資家とは、典型的には、大手のインデックス投資家に象徴される、グローバルな分散投資のポートフォリオを運用する機関投資家である。個人による直接保有も安定的に推移しているが、株式保有の機関化（機関投資家や投資信託を通じた間接的な保有）の長期的な傾向や、後述する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）や日本銀行による保有を反映して、信託銀行の保有比率も増加している。内外で株式保有の機関化が進行していることは、総じて、大手の機関投資家による株式保有が進展していることを意味する。

図表1 株式の保有構造



¹ 東京証券取引所、名古屋証券取引所、福岡証券取引所、札幌証券取引所（2025）。「2024年株式分布調査の調査結果について」（2025年7月4日）
<https://www.jpex.co.jp/markets/statistics-equities/examination/um3qrc000001nwjv-att/j-bunpu2024.pdf>

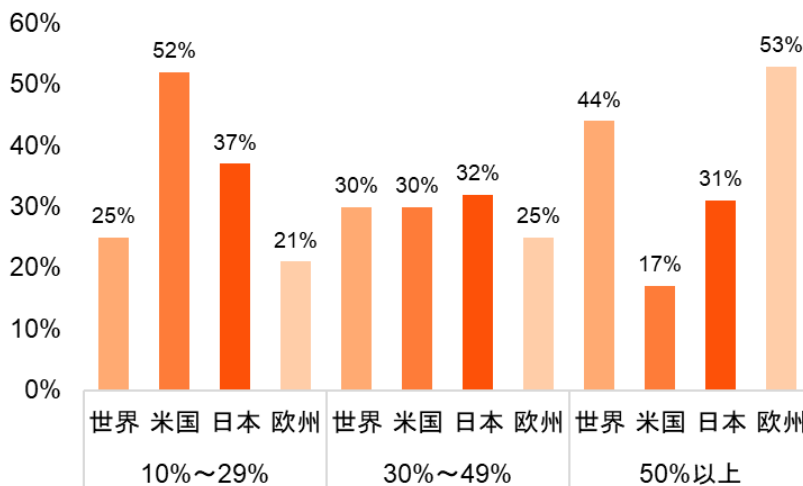
(1)コーポレートガバナンス改革への影響

グローバルに投資を行う機関投資家の保有比率の増加は、ひとつの投資家が、各国の制度や慣行、文化を理解するという前提に立ちつつも、各国の制度を俯瞰した上でのベストプラクティスを念頭に置いて、株主の権利保護を要望することにつながる。そこで、日本でいえば会社法や金融商品取引法、証券取引所規則（有価証券上場規程）などに相当する制度設計に対しては、各国の制度と比較しつつ、一定の均質化を念頭に置いた要望が行われる。日本のコーポレートガバナンス改革は、2014年の日本再興戦略に基づくスチュワードシップ・コードの導入と翌2015年のコーポレートガバナンス・コードの導入が契機となっている。一方でそれに先立つ1999年に、既にOECDはコーポレートガバナンス原則を公表するなど、各国の関心や問題意識を先取りしながら集約し、グローバルな議論の場づくりの役割を果たしてきた²。なお、**図表1**で見た、外国投資家の保有比率の安定的な増加が始まったのも、21世紀に入ろうとしていたこの時期のことである。改革の機運の高まりは、株式保有構造の変化と軌を一にしている。

(2)株式保有の集中現象

機関投資家による保有比率の増加は同時に、保有の集中という現象を生んでいる。OECDは、各国のコーポレートガバナンスに関する制度を比較する定期的な調査を実施しているが、2025年に公表された日本を含む最新のグローバル調査で強調された点のひとつに、株式保有の集中現象がある。この現象は、近時のコーポレートガバナンスの議論における重要トピックのひとつとなっている³。**図表2**は、日本、米国、欧州、そして世界における上位3株主の株式保有比率によって、株式保有の集中度を比較したものである。横軸は上位3株主による株式保有比率のレンジ、縦軸は該当する企業数の割合である。これによると日本は、上場企業の37%において、上位3株主が株式の10%~29%を保有する状況となっている。米国でも、大手のインデックス投資を主体とする機関投資家による保有が進んでおり、この比率は52%に上る。個別の集中度には各国でばらつきが見られるが、上位3株主まで合計した場合には、それなりに高い保有比率となる現象が各国で見られる点は共通している。日本は、伝統的にはファミリー企業において、創業者一族の株式保有比率が高いという印象もあるが、実際の保有は比較的分散している国であるといえる。この点では、むしろ欧州で創業者一族や政府による高い保有比率が見られ、上場企業の53%において、上位3株主が50%以上を保有する状況となっている。

図表2 株式保有の集中度
(上位3株主の保有比率レンジごとに見た企業の割合)



出所:OECD (2025)を基にPwC Intelligence作成

また、日本固有の特徴としては、企業の株主名簿上の名義株主ではないものの、その実質的な株主として、公的な主体である年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) および日本銀行による保有比率が高いという点も挙げられる。GPIFについては、2025年12月末において東証上場企業の約6%を保有していると推定される (運用や議決権行使は複数の運用会社に委託され、議決権は各社で行使されているので、単一の投資家による保有と

² OECD (1999). "OECD Principles of Corporate Governance Code." (May 25, 1999) <https://doi.org/10.1787/9789264173705-en>.

³ OECD (2025). "OECD Corporate Governance Factbook." (October 6, 2025) <https://doi.org/10.1787/f4f43735-en>.

はいえない⁴。株式運用については国内株式の 95.4%、外国株式の 82.2%がインデックス投資である⁵。日銀についても、量的緩和政策を背景としてインデックス投資である ETF (上場投資信託) の買入れを進め、2025 年 9 月末において東証上場企業の約 8%を保有していると推定される⁶。同月には、今後 100 年以上をかけて売却を進める方針を公表しており、引き続き間接的に主要な株主であり続ける見通しである⁷。

これらの特徴的な公的主体以外にも、日本においてインデックス投資は人気を集め、投資資金の流入が続いている。2015 年から 2024 年における投資信託と ETF の残高シェアの変化をアクティブ型とインデックス型の間で比較すると、米国においては アクティブ型のシェアが 72%から 49%に低下し、日本でも 86%から 63%に低下している。対照的に、インデックス型のシェアは、米国では 28%から 51%に、日本では 14%から 36%に上昇している。日本では、米国で見られるほどにはアクティブ型からの流出とインデックス型への流入は対照的とはいえないが⁸、日本で新 NISA による投資を通じてインデックス投資への資金流入が続く現状に鑑みれば、米国に類似するようなインデックス投資家による保有の集中現象が進む可能性はあろう。

2. 保有の集中の示唆

(1) インデックス投資家の影響力

インデックス投資家は、投資先企業がインデックスから除外されない限り保有を継続する、長期保有を前提とする投資家であり、保有期間にわたって議決権行使を行う。インデックス投資は、投資先企業の選定においてはベンチマークに従うのでパッシブ (受け身) 投資であるが、投資期間中の議決権行使においては、同様の意味でのベンチマークが存在しない。そこで、会社提案の議案に対して、しばしば議決権行使助言会社を起用しつつ、独自に議決権行使を行う。その意味で、ガバナンスの観点ではパッシブとはいえず、その影響力は相応に高い。インデックス投資は、ベンチマークを上回ることを目指すわけではないので、むしろ管理コストを抑制するために、投資先に関する情報収集をなるべく省力化するインセンティブが働く。一方で、自らの裁量で自由に売却できないことから、長期的な保有を前提としており、特に産業や経済全体に影響を与えるシステムリスクに関しては、コストを掛けて情報収集を行うインセンティブも同時に働く。しかし全体的には、インデックス投資家は限られたリソースで大量の議案を処理し、議決権行使を行う必要がある。そのため議決権行使助言会社を活用する他にも、たとえばあらかじめ定めた議決権行使ガイドラインに沿って行使方針を決定したり、分析やエンゲージメントに濃淡を付けたりする対応を取らざるを得ない。ただし、市場の注目を集めるような案件についても、その判断の影響力が高いことに変わりはない。

また、影響力の高い投資家の登場によって、企業側のインセンティブも変化する。米国企業を対象とした研究によると、インデックス投資家の保有比率が増える企業は、それまでと比較して株主還元を積極化させたり⁹、社外取締役の比率を増加させたりする一方で、買収防衛策 (株券等の大規模買付行為に関する対応方針) を撤回したりする現象が知られており¹⁰、インデックスに含まれ、株主として保有されていることの企業経営に対する影響力は無視できないものである。

⁴ 年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) (2026). 「2025 年度第 3 四半期運用状況」(2026 年 2 月 6 日)

https://www.gpif.go.jp/operation/15943515gpif/2025_3Q_0206_jp.pdf; 東京証券取引所 (2026). 「統計情報 (株式関連) 市場別時価総額」(2026 年 1 月 4 日) <https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/02.html>.

⁵ 年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) (2025). 「2024 年度業務概況書」(2025 年 7 月 4 日)

https://www.gpif.go.jp/operation/32821257gpif/2024_4Q_0704_jp.pdf.

⁶ 日本銀行 (2025). 「第 141 回事業年度 (令和 7 年度) 上半期財務諸表等について」(2025 年 11 月 26 日)

<https://www.boj.or.jp/about/account/zai2511a.htm>; 東京証券取引所 (2025). 「統計情報 (株式関連) 市場別時価総額」(2025 年 10 月 1 日) <https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/02.html>.

⁷ 日本銀行 (2025). 「総裁記者会見 2025 年 9 月 19 日」(2025 年 9 月 22 日) https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken_2025/kk250922a.pdf.

⁸ 清水毅 (2025). 「日米の ETF の現状 -投資家に対するアドバイザーの違い-」一般社団法人投資信託協会調査広報室レポート (2025 年 10 月 29 日). https://www.toushin.or.jp/files/statistics/67/20251029_Report_24.pdf.

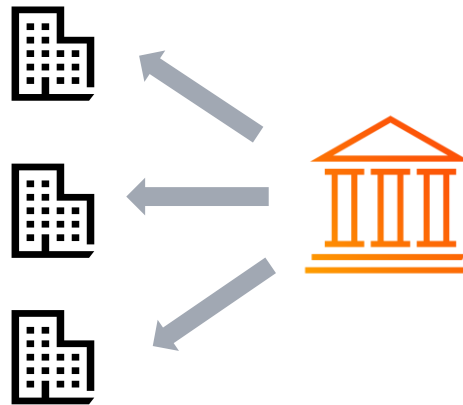
⁹ Crane, Alan D., Sébastien Michenaud, and James P. Weston (2016). "The Effect of Institutional Ownership on Payout Policy: Evidence from Index Thresholds." *The Review of Financial Studies*, 29(6), pp. 1377-1408. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw012>.

¹⁰ Appel, Ian R., Todd A. Gormley, and Donald B. Keim (2016). "Passive Investor, Not Passive Owners." *Journal of Financial Economics*, 121(1), pp. 111-141. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.03.003>.

(2)再編への影響 (コモンオーナーシップとは何か)

個別の株主提案や、株主提案に至らずともエンゲージメントを通じて共有される株主の意向は、当然のことながら企業経営に影響を与えるファクターである。そのひとつに挙げられる興味深い観点は、複数の企業が競合する産業に対する見方である。企業から見れば、産業内部における競争を通じて競合企業よりも優位なポジションに立ち、利益や株価を引き上げ続けることは、市場競争下の経営における本質的な動機である。一方で、たとえ寡占的な保有という状況までは進まないとしても、インデックス投資の浸透は、多くの機関投資家が、業界内で競合する主要な複数の企業の株式を保有する状況を生じさせる。なぜなら、インデックス投資家はその設計により、インデックスに採用される全ての企業の株式を保有するからである。既に確立した産業ならば、そこで互いに競争する企業は、基本的にはその産業を代表する大手企業である。それぞれがインデックスに採用されているならば、インデックス投資家は、それらの競合企業の株式を共通して保有する。このような現象は、コモンオーナーシップ (共通株主) と呼ばれる。念のため、これは次節で述べるような、複数の投資家がある企業の株式を保有している状況ではなく、ある投資家が複数の企業の株式を保有している状況を指す (図表 3)。

図表 3 コモンオーナーシップの模式図



出所: PwC Intelligence 作成

コモンオーナーシップ自体は従来から見られる現象であるが、その影響が本格的に議論され出したのは、2010年代の後半になってからである。たとえば、米国の航空産業を分析対象とした研究で、競合する航空会社の株式を投資家が保有することが航空料金を上昇させる影響を与える現象が発表されたのは 2018 年のことである¹¹。航空業界のポートフォリオに投資する投資家にとっては、同業界の収益性が高まる、より競争制限的な行動が望ましいかもしれない。こうした示唆を与える研究によって、株式の保有構造と競争政策のあり方に対する議論が注目を集めた。ひとつの投資家が、同一の産業内において勝者と敗者の双方の株式を保有するポートフォリオ運用をしているならば、前者が得る利益は後者の損失であるので、ポートフォリオとしての利益は相殺されてしまう。また、たとえばある企業による M&A が成功または失敗したとしても、その競合企業の株式も保有するならば、全体として利益または損失は相殺される効果が生じる¹²。投資家が、産業再編などを含めた産業構造の変化や産業内の各社の競争行動あるいは協調行動によって、保有するポートフォリオ全体の価値が高まることを選好するインセンティブを持つという観点は重要である。

ただし、現実には複雑である。たとえひとつの産業でこうした現象が発見されたからといって、それが当然に他の産業にもそのまま当てはまるわけではない。複雑な市場におけるデータ計測の信頼性の問題も残るだろう¹³。各産業における、または産業を跨る、現実の競争構造は複雑なものである。それでもコモンオーナーシップが注目を集める背景には、インデックス投資や、世界の全産業を俯瞰して幅広く企業にポートフォリオ投資を行うユニバーサル・オーナーの存在感の拡大という現実がある。たとえば持ち合い株主のような個社ごとの関係性をベースにして向き合う伝統的な株式保有と比較して、広範なポートフォリオを運用する投資家は、将来の勝者も敗者もあまねく長期

¹¹ Azar, José, Martin C. Schmalz, and Isabel Tech (2018). "Anticompetitive Effects of Common Ownership." *Journal of Finance*, 73(4), pp. 1513-1565. <https://doi.org/10.1111/jofi.12698>.

¹² Antón, Miguel, José Azar, Mireia Gine, and Luca X. Lin (2022). "Beyond the Target: M&A Decisions and Rival Ownership." *Journal of Financial Economics*, 144(1), pp. 44-66. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2022.01.002>.

¹³ Lewellen, Katharina, and Michelle Lowry (2021). "Does Common Ownership Really Increase Firm Coordination?" *Journal of Financial Economics*, 141(1), pp. 322-344. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.03.008>.

的に保有することから、産業のあり方に対して、どの企業が勝者となるかという観点のみならず、産業全体の成長性や収益性に重点を置くなどの差異が生じ得る。このように、株主の持つインセンティブが企業の行動に影響を与える経路について、個別の企業の範囲を超えた俯瞰的な視点を提示した意義は大きいといえる。

(3)小括

株主の保有構造としてインデックス投資を中心に保有の集中が進むことは、保有比率の高い投資家が、株主総会の議決を必要とするような企業経営の重要な事項の方向性について、少なからず影響力を持つことを意味する。特に重要なのは、ある企業が他の企業との競争に勝つといったことだけでなく、産業再編を含め、産業全体の競争力や収益性に着目する視点が存在するという点である。このようなインセンティブは、投資先企業の選択に裁量の余地のないインデックス投資家として必然的に生じるものである。

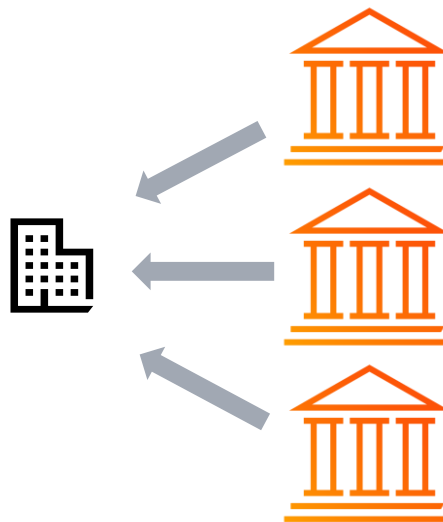
このような個別企業に限られない俯瞰的な視点は、表面的には「共存共栄」「三方よし」といった日本になじみ深い伝統的な発想にも近い面がある。しかしながらその関心の中心は、端的にいえばポートフォリオ運用を行う株主としての、ポートフォリオの価値の持続的な成長である。各企業は、企業内部の資源と外部の競争環境を俯瞰した上で、自らの価値の維持・増加のためにさまざまな決断を行う。しかし同時に考慮すべきは、株主、特に議決権行使において影響力を持ち、競合企業の主要株主でもある株主が、将来生じ得る勝者と敗者とともに投資するがゆえに潜在的に持つ、より長期的な視点である。その関心は、狭い意味での再編に限られるものでなく、産業内、または産業横断的な協創によって生じる新たな技術や知識の創出などを含む、幅広いものとなる。

3. 「協働」要件の緩和の影響

(1)制度改正の意義

前節では、ひとつの投資家が高い保有比率を持つことによる議決権の集中や、複数の企業を同時に保有するコモンオーナーシップについて述べた。これとは似て非なる、むしろ逆の現象として、複数の投資家がひとつの企業の株式を保有することで、その合計の保有比率が高くなるという、いわば共同投資となる状況が生じることがある(図表 4)。

図表 4 共同投資の模式図



出所：PwC Intelligence 作成

心理学を援用した金融市場分析の重要な知見として、ある主体の意思決定においては他者の意思決定の影響を受け、それが時として群衆行動すら引き起こすという点が知られている¹⁴。不確実な世界では、他者の行動は自らの行動の参考として観察される。投資の分野で他者の行動に注意が払われるのは、情報の非対称性の下で、将来の不確実性を扱う判断が要求されるためである。たとえば、ある投資家による株式取得が開示されると、その判断の背景にある情報収集や分析の結論が間接的なシグナルとして市場に伝わることで、追随する投資家が現れ、株価が上昇する現象がしばしば見られる。そのような追随に限らずとも、ある企業に対して複数の主要な投資家が

¹⁴ Hirshleifer, David (2020). "Presidential Address: Social Transmission Bias in Economics and Finance." *Journal of Finance*, 75(4), pp. 1779-1831. <https://doi.org/10.1111/jofi.12906>.

同時に投資している状況はしばしば生じる。このような場合、たとえ個別には必ずしも高い保有比率でなくとも、意見交換や一定の連携などを通じて同じ行動を取る可能性が生じるならば、その総体としては大株主となり得る。

ただし一口に連携といっても、個別の企業や事案に限られる場合も含めて、一般的な情報交換に始まり、評価や見直しに関する意見交換、企業とのエンゲージメントにおける連携、共同の議決権行使や株主提案、そして経営に重大な影響を与える役員の選解任、組織再編、配当方針の変更等の提案（重要提案行為）に至るまで、幅のある行動が考えられる。この点で、大量保有報告制度の下での保有状況の開示義務が発生する要件が曖昧であることが法的なリスクと捉えられ、結果として本来は望ましい行動まで阻害している可能性があるとの指摘があった。そこで2024年5月に成立、今月1日に施行された改正金融商品取引法では、これらに関する開示規制が従来よりも明確化された。改正法の下、協働エンゲージメントについて特例が設けられ、共同議決権行使等の合意に関しては(1)投資家が金融商品取引業者であり、(2)共同して重要提案行為等を行うことを合意の目的とせず、(3)個別の権利の行使ごとの合意であれば、実質共同保有者に該当しないとされたことで、意見交換や連携の可能性の検討が容易となり、予見可能性の改善とともに、行動の選択肢が広がった意義がある¹⁵。

(2) スチュワードシップ・コードの改訂

この施行と整合的な動きとして、既に2025年6月に改訂が行われたスチュワードシップ・コードにおいても(図表5)、協働エンゲージメントについて、改訂前の「有益な場合もあり得る」から、「重要な選択肢」へ位置付けが変更された(指針4-6)¹⁶。投資家から見れば、法改正によって線引きが従来よりも明確となり、法的なリスクの把握が容易になるとともに、行動に関する予測可能性が高まったといえる。同時に、企業から見れば、投資家によるさまざまなレベルでの連携が促進され得ることによって、必ずしも保有比率の高くない投資家であっても、事案によっては意思決定に対する影響力が高い株主として出現する可能性が高まったことを意味する。改訂コードにおける明確化は、そのような企業と複数の株主との関係性が、コーポレートガバナンスにおける明示的な要素となったことを意味する。なお、同コードにおいては、前述のパッシブ運用における議決権行使についても変更なく、引き続き言及されている(指針4-4)。

図表5 スチュワードシップ・コードにおける位置付け

	内容
原則4	機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
指針4-4	パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢に限られ、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことから、機関投資家は、パッシブ運用を行うに当たって、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである。
指針4-6	機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、他の機関投資家と協働して対話を行うこと(協働エンゲージメント)も重要な選択肢である。対話のあり方を検討する際には、投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話となるかを念頭に置くべきである。

出所：金融庁(2025)に基づき PwC Intelligence 作成

このように、単体で高い保有比率を持つ投資家の影響力は当然として、複数の投資家が総体として高い保有比率を持つことで影響力、いわば「声のシェア」を高め得ることは、株主に向き合う際の考慮事項となる。企業の最高意思決定機関は株主総会であるが、年1回の株主総会における議決権行使に至るまでの検討作業はもちろんのこと、通年で株主との個別の接触は恒常的に行われている。そのようなプロセスの結果として、個別の株主のそれぞれの意向の集約は自ずと行われるが、主要な株主間のコミュニケーションはそのようなプロセスを、企業とある株主、企業と他の株主、そしてそれらの株主同士といった重層的なものにする。

いわゆる「資本民主主義」とは、議決権行使の観点では、株主が原則として保有する株式数に比例した議決権の行使を通じて、株主総会を通じた意思決定を行うものである。しかし、しばしば株主総会の開催前に行われる、賛

¹⁵ 金融庁(2025)。「大量保有報告制度における『重要提案行為等』・『共同保有者』に関する法令・Q&A等の整理～機関投資家と投資先企業の建設的な対話に向けて～」(2025年8月26日) <https://www.fsa.go.jp/news/r7/shouken/20250826/01.pdf>; 小長谷章人、谷口達哉、上久保知優、福田輝人、渡邊玲雄(2026)。「大量保有報告制度—適用範囲②」『旬刊商事法務』No. 2421(4月25日号)。

¹⁶ 金融庁(2025)。「『責任ある機関投資家』の諸原則(日本版)スチュワードシップ・コード」～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～(2025年6月26日) <https://www.fsa.go.jp/news/r6/singij/20250626/01.pdf>。

否のみの表明という形による議決権行使よりも、協働エンゲージメントなどを通じて、株主総会以外の場において、複数の主要な株主の意向が実際に企業に届き得ることは、それが最終的には株主総会における議案の内容の検討につながるだけでなく、それに限らない企業的意思決定にも影響を与えるものとなる。

(3) 株式保有構造の動態化

このような構造変化や制度改正を前提とすると、株式保有構造とは、インデックス投資家を含む個別の大株主が株主名簿に並び、その意向に注意を払うという静的な側面だけでなく、株主相互の連携によってその影響力が流動的に変化し得る、いわば動的なものとして捉える必要がある。事案ごとに、複数の投資家が明示的に情報交換し、意見形成を行うことと、それぞれが分断されている中で各自が意見形成を行うことでは、意見の強度は異なる。また、株主側においても株主間の意見交換を通じて、結論や優先順位に関して相互に影響を受ける可能性がある。エンゲージメントにおいては、カテゴリーごとに株主層の傾向を把握したり、議決権行使行動に基づく将来の行動を予測したりすることはもちろん重要であるが、潜在的な連携の可能性も、程度に濃淡はありながらも、把握に際しての視野に置いておくことが必要になっている。

伝統的な株式保有構造に基づく議決権行使では、持ち合いを通じた安定株主の存在によって、会社提案の株主総会議案が承認される予測可能性が高い時代が続いた。しかし、持ち合いの解消が進行するに伴い、株主の構成だけでなく議決権行使も流動的なものとなっており、持ち合い解消が進むほど、また、株主の議決権行使や協働の自由度が高まるほど、そのような姿がいわば「ニューノーマル」になるといえる。株主からの信認を維持すべく、果敢に企業価値向上に向けた経営に取り組むことが求められている。

たとえば、会社提案と対立する、または会社が反対する株主提案が行われる際には、このような点が顕在化する。通常の場合の会社提案の議案に対しては賛否のみを表明する議決権行使となるのに対して、株主提案においては、しばしば会社提案と株主提案の間の選択を迫られる。このとき、各株主においては是々非々の対応がなされるならば、そのような流動的な状況は、株主による個別の議案の評価を通じて、企業に対する信認が試される局面であるといえよう。

4. 企業経営への示唆

(1) 株主の差異と動態化の理解

このような株式の保有や議決権の行使における構造変化は、どのように企業経営に影響を与えるだろうか(図表6)。第1に、株主を正確に理解する必要性が高まるといえる。この点、今年4月から5月にかけてパブリックコメントの手続きが行われた法制審議会における会社法制(株式・株主総会等関係)の見直しに関する中間試案においては、企業が実質株主(議決権の行使について指図をすることができる株主)の情報を名義上の株主に請求できる、実質株主確認制度の導入が検討されている¹⁷。導入が実現すれば、株主把握のためのコストは今後低下していくことが予想される。

図表6 企業経営への3つの示唆

	項目	内容
1	株主の差異と動態化の理解	・協働エンゲージメントや実質株主判明制度の制度整備を踏まえた株主のインセンティブと行動の動態化の把握 ・インデックス投資の産業全体の俯瞰的な観点の理解
2	コーポレートガバナンス・コードを背景とした一貫性のある施策	・成長投資(設備・研究開発・人的資本・知的財産等の無形資産への投資等)や事業ポートフォリオの見直し等、経営資源の配分や資産の価値創出の観点を踏まえた方針の策定と実行
3	再編に対する構え	・事業ポートフォリオの見直しの一環として、経営の時間軸を見据えたM&A市場の動向把握と今後とも再編が続く想定への構え

出所: PwC Intelligence 作成

¹⁷ 法制審議会会社法制(株式・株主総会等関係)部会(2026)。「会社法制(株式・株主総会等関係)の見直しに関する中間試案」(2026年4月2日) <https://www.moj.go.jp/content/001460088.pdf>.

株主が個別の検討事項に関して是々非々でコミュニケーションを取り、協働する余地が広がることは、固定的な株主の性質の理解を動的なものに変容させる。もとより株主は、情報が不完全な中で判断を行っているので、自らの判断の形成やその説明責任を果たすために、他の株主のその動向に注意を払い、自らが持っていない情報を推測しようとする。その過程で、判断が修正されたり、相互に影響されたりする余地がある。企業と個別株主間のコミュニケーションが基本となりつつも、情報が直接的または間接的に株主間で参照される状況では、株主構成は、たとえ実際の変化を伴わずとも、動的なものとなっているといえる。

また、インデックス投資の浸透によって投資家が株式を幅広く保有する状況は、逆にいえば形式的な議決権行使基準に基づき判断する傾向も生じさせ得る。それでも前述のとおり、投資判断においてインデックスをベンチマークとするパッシブ投資も、議決権行使においてはベンチマークとなる議決権行使基準が存在しないためパッシブとはいえない点は重要な区別である。売却の裁量がないがゆえに保有ポジションに対する方針は自ずと異なり、その観点には各企業の動機とは必ずしも一致しない産業全体の俯瞰的な視点など、企業にとって重要なものも含まれている。企業としては株主を把握した上で、その保有や議決権行使の背景にあるインセンティブを念頭に向き合う必要がある。

(2)コーポレートガバナンス・コード改訂を背景とした一貫性のある施策

次に、いわゆるアクティビズムに限らず、投資家の声が議決権の集中、または協働エンゲージメントの柔軟化によって相応の影響力を持ち得る点は、むしろ潜在的な声を先取りする経営が求められることを意味する。2026年4月から5月にかけてパブリックコメントが実施され、今夏に成立が見込まれるコーポレートガバナンス・コードの改訂案においては、基本原則、原則と解釈指針への整理が行われ、その中で、株主との建設的な対話が基本原則1および原則1-1において拡充されている(図表7)¹⁸。また、成長投資(設備・研究開発・人的資本・知的財産等の無形資産への投資等)や事業ポートフォリオの見直し等の経営資源の配分といった、エンゲージメントにおいてもしばしば議論となる点が盛り込まれている(原則4-1)。同時に、東京証券取引所による2023年の「資本コストや株価を意識した経営」の要請に関しても、4年目に入った今年4月のフォローアップ会議において、中長期的な成長を期待して投資する投資家からの支持を得るべく、中長期的な経営方針に基づく資本配分や現預金を含めた資産の価値創出の方針を示すことが求められている¹⁹。

図表7 コーポレートガバナンス・コードの改訂案

	内容
基本原則1	上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外にも、株主との間で建設的な対話を行うべきである。
原則1-1	上場会社は、株主からの対話の申込みに対しては、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、合理的な範囲で前向きに対応すべきである。取締役会は、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針を検討・承認し、開示すべきである。
原則4-1	取締役会は、経営戦略・経営計画の策定・公表に当たっては、成長の実現を目指し、自社の資本コストを踏まえて収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を設定し、その実現のために、成長投資(設備・研究開発・人的資本・知的財産等の無形資産への投資等)や事業ポートフォリオの見直し等の経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて説明を行うべきである。

出所：金融庁、東京証券取引所(2026)に基づき PwC Intelligence 作成

このような中で特に、既存の事業ポートフォリオから現預金に至る、バランスシート上の広い意味でのポートフォリオについては、将来に向けた資本配分の方針を明確化し、エンゲージメントによるフィードバックを活用しつつも、むしろ一貫性を持ってプロアクティブに打ち出し、実行していくことが重要である。たとえ株主総会で賛否の分かれるような状況に至らずとも、日頃から企業経営において、重要な事項については追加的な株主提案の余地がないほどに戦略を磨く必要があるという観点は、今後ますます求められることとなる。また、そのような方針が取締役に

¹⁸ 金融庁、東京証券取引所(2026)。「コーポレートガバナンス・コード改訂案の公表について」(2026年4月10日) <https://www.fsa.go.jp/news/r7/singi/20260410.html>

¹⁹ 東京証券取引所(2026)。「『資本コストや株価を意識した経営』に関する4年目の取組み」(2026年4月7日) <https://www.jpex.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/t13vrt000000vg32.pdf>

において承認を受けることで経営陣が信認を受け、その意味で株主に対する透明性が確保されていることも、経営の後押し要因となる。

(3)再編に対する構え

最後に、株高もひとつの背景として日本企業が関与する再編が続いている現状に対する構えが必要である。企業の合併・買収 (M&A) の取引額は、2025 年には 36 兆円と過去最高を記録している²⁰。高水準で推移する株主還元もさることながら、買収や合併、スピンオフなどの手法を用いた M&A は、現預金の活用のひとつの方策ともなる。そのような環境においては、今後とも再編が続く将来のシナリオを想定しておく必要がある。再編は、M&A の市場を活用した事業の組み合わせの変更とみることができるが、当然ながら各事業には一定の独自性や固有性があるので、同一のものは市場で手に入らない。自社で保有するものでなければ、他の企業やファンド、機関投資家、個人に至るまで、他の主体が多様な形で保有することとなる。事業ポートフォリオを見る上では、価値の実現までの時間軸の差異を個別に考慮しつつ、必要な事業と不要な事業を不断に見極めるのと同時に、事業の売買が行われる M&A の市場動向に注意を払うことが求められる。

総括すれば、企業は、成長投資や事業ポートフォリオの見直し、現預金の活用といった資本配分方針を内部で不断に見直しつつ、外部の株主が潜在的に持つ産業全体を俯瞰する観点にも留意し、事業ポートフォリオ見直しにも関わる再編への構えを持つことが重要である。競争的な市場における自社の事業ポジションと同様に、資本市場でその企業の行動を観察する株主のポジションも日々変化する。企業としては株主の動的な変化に目を配りつつ、資本配分に関する取締役会からの信認を得て、経営の方向性を決定していく必要がある。

朝岡 大輔

シニアエコノミスト
PwC Intelligence
PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

PwC コンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

©2026 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details. This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors

²⁰ レコフデータ (2026)。「2025 年の M&A 回顧 (2025 年 1-12 月の日本企業の M&A 動向)」MARR Online (2026 年 1 月 5 日)
https://www.marr.jp/menu/ma_statistics/ma_markettrend/entry/66036.