

# 株式の持合い解消で、機関投資家などモノ言う株主が増大

アイ・オール ジャパン代表取締役副社長・COO 金本 哲明氏

今年も三月決算期企業の六月株主総会シーズンが近づいているが、株主構造の変化や国内外の機関投資家の議決権行使に対する姿勢の変化など株主総会を取り巻く環境が大きく変化しており、株主総会運営はより一層厳しくなることが想定されている。そこで、企業のIR、SRを支援するアイ・オール ジャパン代表取締役副社長・COOの金本哲明氏に株主総会に向けた留意点と今後の取組み課題について聞いた。

本誌 最近の株主総会の問題点は何か。

金本 昨今の株主総会で最も特徴的なのは、議案の否決が特別なケースではなくなったということ。日常茶飯事とまでは言いませんが、それほど珍しいことではなくなり、その背景として、株式持合いの解消が非常に大きく影響していると思います。以前は銀行や事業法人で、お互いに株式の一部を保有し合う持合いを行っていましたが、バブル崩壊後、銀行は自己資本の規制などでリスク資産としての株式を売らざるを得ない状況になりました。一方、国内外の機関投資家は積極的に株式の組み入れを行い、株式市場や株主総会で存在感を高めています。特に海外機関投資家の動きは顕著であり、日本企業における海外機関投資家の株式所有比率は平均で二五％程度にのぼっています。このため、総会で「モノ」を言わない安定株主が減少し、「モノ」を言う株主が増えたわけですが、この影響が最も顕

著にあらわれたのが、村上ファンドやライブドア問題があった時期になります。また、二〇〇五年には授権枠拡大議案で三社が否決されました。その時から流れが変わり、最近では敵対的買収防衛策導入議案以外にも取締役選任議案への反対や、増配を要求する株主提案への賛成などが多くなってきました。従って、上場企業においては、どうやって株主総会で議案を可決させていくのか、あるいは敵対的買収リスクをどう低減させていくのかが極めて重要な課題になっています。

## 株主総会運営のポイントは機関投資家との関係づくり

本誌 機関投資家との関係づくりが重要になっていますか。

金本 持合い株主を増やすというのは時代の流れから困難と思われるので、今後は、機関投資家や個人投資家などの「純投資家」といかにして良好な関係を作っていくかが重要なポイントになります。なかでも機関投資家はモノを言う株主で、買収防衛策や株式の希薄化に繋がる授権枠拡大に対しては厳格な見方をしますし、最近では、取締役選任議案に対する判断基準も年々厳しくな

ってきています。こうした状況では、どうやって機関投資家から信頼を得るかが重要になります。その際に問題となるのが機関投資家の株式保有状況の把握です。株主名簿を見ても、実際の保有状況は判りませんので、株主判明調査を活用して株主名簿では分からない機関投資家の存在を特定する必要があります。

本誌 社外取締役の導入によるコーポレート・ガバナンスの積極化のアピールも必要になっていきますか。

金本 社外取締役の導入は企業にとってデメリットの面もあることは分かりますが、現在の状況を鑑みると社外取締役導入によるガバナンスの強化をアピールする時期にあると考えています。特に、独立性の高い



金本哲明（かねもと・てつあき）氏  
1967年8月生まれ。1990年・日本大学商学部卒業。同年・日本信託銀行（現三菱UFJ信託銀行）入行。2000年・アイ・アール ジャパン入社。2006年・執行役員。2007年・常務執行役員。2008年・取締役常務執行役員。2009年・常務取締役。2011年・代表取締役副社長・COOに就任。

を持っていて、証書から、議決権行使の観点からも大切な支持層といえるわけです。こうした支持層がどの程度いるのか、逆に自分たちに興味を持っていない株主ほどの程度かを把握することは極めて重要なことだと思います。さらに、全体行使率を引き上げることも必要になってくると思います。全体行使率を引き上げると、その分だけ賛成票が増えますから反対票の比率が薄まるわけです。そのため、個人投資家に対して積極的に議決権行使をお願いする企業も増えてきています。また、海外の機関投資家向けの英文の開示資料が少ないと、反対されることがありますので、これを防ぐことも重要です。それと、海外のCEOは、マーケティングと対話することが最も重要な仕事のうちのひとつとして捉えています。日本ではその認識が低いという印象を受けています。今後は、マーケティングとの対話も社長の重要な仕事であると認識する必要がありますのではないのでしょうか。株主総会は企業の最高意思決定機関ですから、総会で否決されることを放置するなどあり得ません。それだけではなく、反対票をいかに抑えるかも重要です。反対票が出るということは、少なくともその部分の経営に対して「ノー」を突き付けられているわけです。どういう株主がどういう形で会社を見てくれているのかを正確に把握しないと今後の株主総会運営はますます難しくなっていくと思います。

取締役の導入が不可欠で、その際、ポイントになるのが取締役会で社外取締役がはつきりと意見を言える環境をつくることです。また、社外取締役として職責を果たすことができない人材を集めてくる仕組みをつくることも大切だと考えています。ただ、当社でも社外取締役の斡旋を行っています。日本ではマネージメントという職業が確立されておらず、人選には難しいところがあります。一方で、機関投資家は株主や借入をしている金融機関からの社外取締役招聘に反対する立場をとっています。が、一律反対という形式的判断では

なく、本当に取締役会できちんと牽制を働かせられる人物かどうかを見極めて欲しいという思いもあります。そして、企業も社外取締役の導入に消極的にならず、機関投資家の意見を取り入れてガバナンスの改善を図り、取締役会の透明性を向上させていくべきだと考えています。

本誌 株価パフォーマンスについて  
本誌 株価パフォーマンスについて

でしょう。その際、留意すべきなのが、株価の単純な上げ下げで見るのではなく、TOPIXや業界平均の指数と株価パフォーマンスを比較して見るということです。株式を上場している以上は株価が最も重要なファクターですので、株価を意識した経営も強化しなければなりません。

本誌 このほかの取組み課題としては、どのようなものがありますか。

金本 SR活動強化による機関投資家からの信任の向上や株主のヒストリカルデータをしっかり把握することも必要です。継続して株式を保有している株主は、その企業に好意

を持っていて、証書から、議決権行使の観点からも大切な支持層といえるわけです。こうした支持層がどの程度いるのか、逆に自分たちに興味を持っていない株主ほどの程度かを把握することは極めて重要なことだと思います。さらに、全体行使率を引き上げることも必要になってくると思います。全体行使率を引き上げると、その分だけ賛成票が増えますから反対票の比率が薄まるわけです。そのため、個人投資家に対して積極的に議決権行使をお願いする企業も増えてきています。また、海外の機関投資家向けの英文の開示資料が少ないと、反対されることがありますので、これを防ぐことも重要です。それと、海外のCEOは、マーケティングと対話することが最も重要な仕事のうちのひとつとして捉えています。日本ではその認識が低いという印象を受けています。今後は、マーケティングとの対話も社長の重要な仕事であると認識する必要がありますのではないのでしょうか。株主総会は企業の最高意思決定機関ですから、総会で否決されることを放置するなどあり得ません。それだけではなく、反対票をいかに抑えるかも重要です。反対票が出るということは、少なくともその部分の経営に対して「ノー」を突き付けられているわけです。どういう株主がどういう形で会社を見てくれているのかを正確に把握しないと今後の株主総会運営はますます難しくなっていくと思います。