

## 3分の2を超えた日本の純投資家保有比率 — 「緊張感を孕んだ相互信頼関係」の構築が重要に—

西山 賢吾

### ■ 要 約 ■

1. 日本の株式市場において、1990年度末時点ではキャピタルゲインやインカムゲインの獲得を目指す純投資家保有比率が約30%、安定的、永続的な取引等の関係構築を目的とする政策保有投資家比率が約70%であったが、持ち合いの解消を中心とした株式保有構造の変化により、30年が経過した2020年度末時点では、純投資家保有比率が3分の2を超えるとともに、政策保有投資家比率は約3分の1弱となった。
2. 政策保有投資家比率がいわゆる「拒否権」のラインである3分の1を下回ったことは、日本の企業と株主との関係を考える上で非常に重要な分岐点に到達したことを意味する。さらに、各保有主体の推定議決権行使割合や、企業の考えや行動に対する潜在的な反対可能性を考慮すると、株主総会での会社側議案に対する潜在的な反対比率は49.3~52.3%と試算される。取締役選任議案等の普通決議議案が否決されることが特別なことではなくなっている。
3. 株式持ち合いや政策保有株式については、合理性の検証や縮減方針の開示などに加え、議決権行使助言会社の助言方針や、2022年4月より実施される東京証券取引所の市場改革などが誘因となり、引き続き緩やかな圧縮が継続すると考える。
4. このような中で日本の企業、株式市場の国際的な存在感を高めるためには、「説明と開示」を更に拡充しつつ、企業が株主との間に「緊張感を孕んだ相互信頼体制を構築する」ことが重要と考える。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 西山賢吾「2021年日本のコーポレートガバナンス改革の注目点」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年冬号。
- ・ 西山賢吾「我が国上場企業の株式持ち合い状況（2019年度）」『野村サステナビリティクォーターリー』2020年秋号。

## I 30年で純投資家保有比率と政策保有投資家比率が入れ替わる

### 1. 2020年度末の純投資家保有比率は67.1%まで上昇

いわゆる「株式持ち合い」は日本の株式市場の特徴として取り上げられることが多い。

「株式持ち合い」は、第二次世界大戦後日本で株式市場が再開（1949年）してから1980年代まではほぼ一貫して拡大した<sup>1</sup>。安定的な取引関係を主な動機として構築された株式持ち合いは高度経済成長を支えた日本企業や日本経済の「強み」として、そして1990年代初頭のバブル崩壊以降は日本経済の長期停滞や企業の国際競争力低下を招いた「弱み」として取り上げられることが多い。

株式持ち合いの解消は1990年代初頭のバブルの崩壊とほぼ軌を一にして始まり現在も継続している。株式持ち合いに対する評価は今なお株式市場において話題となる「古くて新しい」問題といえるであろう。

「株式持ち合い」とともに「政策保有」という用語もよく使われる。持ち合いと言うと複数者間で相互に株式を保有するイメージであるが、政策保有は相互保有であるかを問わず、企業間の関係性をベースにした株式の保有形態ということができる。ただし、確立した定義があるわけではない。株式持ち合いは、保有することでキャピタルゲイン（値上がり益）やインカムゲイン（配当）の獲得を目指す純投資とは異なり、保有先との長期・安定的な関係の維持、発展を目指すという政策的な意図を持った保有、すなわち政策保有の一形態ということができるであろう。よって本稿では、相互保有であるか、いわゆる片持ち（A社はB社の株式を保有しているが、B社はA社の株式を保有していないこと）であるかを問わず「株式持ち合い」と呼び、「政策保有」と同じ扱いとしている。

図表1は、東京、名古屋、札幌、福岡の全国4証券取引所が毎年公表している「株式分布状況調査」と各社の有価証券報告書を基に、投資部門（保有主体）の特性から、外国法人等、個人・その他、信託銀行（有価証券報告書より政策保有と考えられるものを除く）を「純投資家」、そして純投資以外（都銀・地銀等、保険会社、事業法人等）などを「政策保有投資家」として、それらの保有金額の対時価総額比を1990年度末から2020年度末まで示したものである。ただし、各社の有価証券報告書に記載されている「大株主の状況」より、「主要株主」とされる保有比率10%以上<sup>2</sup>であり、株主名などより個人保有分と判断されるものは政策保有投資家に分類し、残りを純投資家保有として扱っている<sup>3</sup>。

これを見ると、1990年度は純投資保有比率が30.2%、政策保有投資家比率が69.8%と政策保有の方が多かった。しかし、その後は持ち合い解消、政策保有株式の圧縮により政策

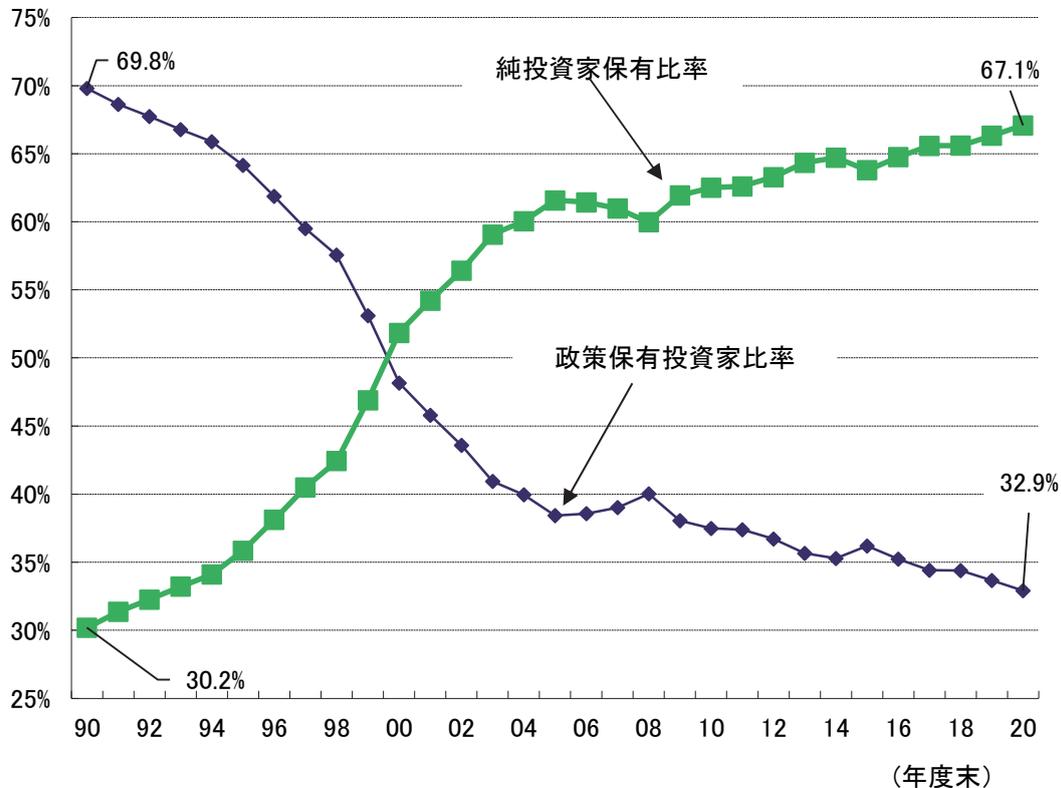
<sup>1</sup> 日本の株式持ち合いの歴史については江夏あかね・西山賢吾『ESG/SDGs キーワード 130』（一般社団法人金融財政事業研究会、2021年2月）p378~p381を参照。

<sup>2</sup> 正確には、主要株主は、発行済み株式のうち議決権のある株式の10%以上保有する株主のことを言う（金融商品取引法第163条第1項）。

<sup>3</sup> 1990年度～2015年度末については、2016年度末～2020年度末の保有比率10%以上の個人保有金額の、個人保有金額全体に対する比率の平均値を用いて計算した。

図表1 「純投資家保有比率」と「政策保有投資家比率」の推移

(対時価総額比)



(注) 1. 対象は全市場上場銘柄、2008年度まではジャスダックを除く全市場上場銘柄  
 2. 政策保有投資家＝政府・地方公共団体＋事業法人＋金融機関（信託銀行のうち、推定信託業務分を除く）＋保有比率10%以上の個人投資家  
 3. 純投資家＝信託銀行のうち推定信託業務分（投資信託、年金信託など）＋個人投資家（保有比率10%以上のものを除く）＋外国人投資家  
 4. 推定信託業務分＝信託銀行保有分（株式分布調査ベース）－主要信託銀行（三菱UFJ信託銀行、三井住友信託銀行、みずほ信託銀行）の保有株式（その他有価証券中のもの）  
 (出所) 全国証券取引所「株式分布状況調査」、及び有価証券報告書などより野村資本市場研究所作成

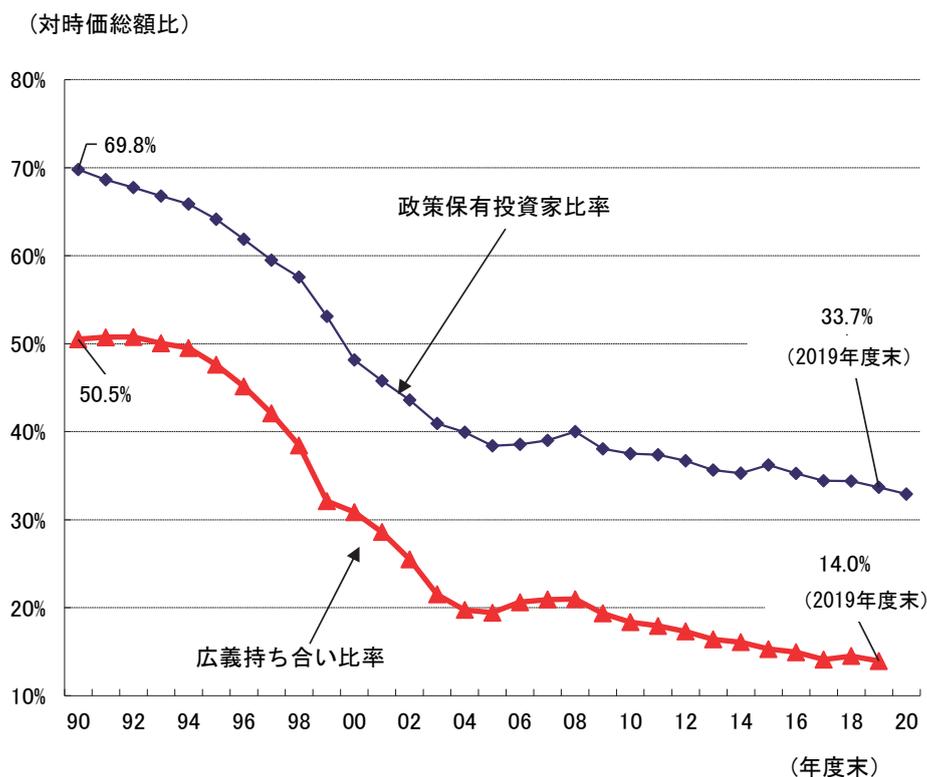
保有投資家比率は低下を続け、2000年度には純投資家保有比率が政策保有投資家比率を上回った。さらに、その後も政策保有投資家比率はほぼ一貫して低下を続け、2020年度末には32.9%、純投資家保有比率は67.1%となった。すなわち、純投資家と政策保有投資家の比率がほぼ入れ替わった形となっており、この30年に日本の株式保有構造が大きく変化したことが分かる。

## 2. 「株式持ち合い比率」との違い

野村資本市場研究所では毎年「株式持ち合い比率」を計算、公表している<sup>4</sup>。図表2には「株式持ち合い比率」のうち、「上場銀行（除く信託業務分）、保険会社、上場その他金融法人が保有する、他の上場会社の株式保有比率（対時価総額）である、「広義持ち合い比率」と、「政策保有投資家比率」の推移を示したものであるが、両者には20%ポイントほどの違いがある。

両者の違いについては図表3にまとめた。広義持ち合い（比率）は、株式の保有主体を上場企業（と一部の非上場保険会社）とした上で、企業会計上「持分法適用」という一定の支配関係が想定されるような株式保有ではなくても、純投資家とは異なる動機で株式を保有することで、一定の影響力を保有先に持つ点に着目している。このため、広義持ち合い比率を計算するに当たっては、上場企業が20%以上保有している分については分母（時価総額）からも分子（広義持ち合い比率の対象となる保有主体の時価ベースでの保有金額）からも除外している。

図表2 政策保有投資家比率と広義持ち合い比率の推移



(出所) 全国証券取引所「株式分布状況調査」、及び有価証券報告書などより  
野村資本市場研究所作成

<sup>4</sup> 例えば、本稿執筆時点で最も新しい2019年度末の状況については、西山賢吾「我が国上場企業の株式持ち合い状況（2019年度）」『野村サステナビリティクォーターリー』2020年秋号を参照。

図表3 政策保有投資家比率と広義持ち合い比率の主な違い

	政策保有投資家比率	広義持ち合い比率
対象	上場企業を保有している全株主	上場企業を保有している他の上場企業(非上場の保険会社を含む)
20%以上の株式保有	含む	除く
集計方法	主に「株式分布状況調査」の投資部門(投資主体)別の保有比率を利用(一部各社の大株主からの積み上げを含む)	「株式分布状況調査」をベースに、各社が有価証券報告書で公表する大株主や政策保有株式の積み上げ
データの把握	基本的に漏れはない	大株主に関するデータは会社公表分の積み上げがあるので非開示分は把握できない
個別企業・セクターベースでの把握	できない	ベースデータを加工すれば可能(ただし、企業側の非開示分はカバーできない)

(出所) 野村資本市場研究所

これに対し、政策保有投資家（比率）は保有主体として上場会社だけではなく、非上場企業やオーナー株主なども対象とし、持分法適用や親子上場の親会社や支配株主など、保有比率からも保有先企業に対し一定の影響に与えると考えられるものに注目している点が大きな違いである。

また、広義持ち合い比率の計算に当たっては、各社の有価証券報告書などの公表資料から株式保有を確認し、それらを積み上げて作成しているので、保有金額が相対的に小さく開示対象にならないものは把握できない。一方、政策保有投資家比率は主に「株式分布状況調査」の投資部門別保有比率を利用し、一部に各社の大株主からの積み上げを含む形にしており、基本的にデータの遺漏はないと考えられる。しかし、「株式分布状況調査」は個別企業別、あるいはセクター別のデータは公表されていないため、そうしたベースでの把握は出来ない。一方、「広義株式持ち合い比率」は前述のように個別のデータを積み上げているので、全てではないものの個別企業やセクター別への状況の把握が可能であるという違いがある。

### 3. 政策保有の何が問題か

#### 1) 3つの主要な問題点

1で述べたように、日本の株式保有構造は、この30年で政策保有中心から純投資家主体に大きく変化したが、今なお政策保有株式は日本のコーポレートガバナンスにおける主要論点であり、後述するように、現在でも保有の合理性検証や縮減が求められている。では、政策保有の何が問題となるのであろうか。主なものとしては、次の3点を挙げることができる。

1点目は、企業財務への影響である。企業の保有する株式は基本的に時価評価が行われ、その保有金額（評価額）の増減は企業の貸借対照表の純資産の部に反映される。すなわち保有企業の株価が上昇して評価額が増加すれば保有している企業の純資産が

増加するが、逆に株価が下落して評価額が減少すれば純資産は減少する。さらに、株価が大幅に下落して、一般的に取得価額の概ね50%以上下落した場合は減損（強制評価減）を損益計算書に計上し、純利益が減少することになる。いずれにしても、バランスシートに多くの政策保有株式を抱えると、企業財務が株式市場の状況に影響されて変動するとともに、その保有株式が多いほど財務変動リスクが高くなる。

2点目は資産効率である。企業の保有する資産を、本業に關係する事業資産と現預金や株式などの金融資産に大別すると、一般に事業資産から生み出される収益率は金融資産から生み出される収益率よりも高いと考えられる。すなわち、資産効率の観点からは、政策保有株式を多く持つことにより、資産収益率が相対的に低位に留まる可能性があるといえる。

3点目は「安定株主」の問題である。政策保有株式を保有する主な動機は保有先企業との長期的、安定的な關係の構築であり、純投資家の保有動機とは必ずしも一致していない。例えば、株式保有先企業において低い投資収益率が長期に継続しており、事業ポートフォリオの見直し、不採算事業からの撤退などにより企業価値の向上が見込めるとして、いわゆる「物言う株主」が見直しを求めても、当該企業の不採算部門に対する取引が保有先企業の売上（そして利益）の多くの部分を占めているのであれば、株主はそのような計画には賛成せず、現状維持を望む保有先企業の経営陣を支持するであろう。こうした株主は保有される企業から見れば、企業側の経営方針に賛同してくれる「物言わぬ株主＝安定株主」と考えられる。一方、純投資家から見れば、安定株主の多い企業は彼らの「声」が届きにくい企業となる。

## 2) 政策保有は親子上場の利益相反問題と類似の構図を持つ

また、日本においては、1社あたりの株式保有が相対的に少ない政策保有目的の株主が多く存在する事例が比較的好く見られる。しかし、例えば1社あたりの保有が発行済み株式の0.5%程度であっても、20社集まれば $0.5\% \times 20 = 10\%$ となり、主要株主に匹敵する事実上の安定株主となる。この株式保有量の相対的に少ない政策保有目的の株主の集まり（安定株主）と純投資目的の株主（一般株主）との關係は、親子上場における親会社（支配株主）と少数株主との間に生じる「利益相反」と類似した問題を引き起こす可能性があると考えられる。

## 3) 「安定株主3分の1」は重要な分岐点

ところで、企業の最高の意思決定機関である株主総会における議案には、議決権ベースで過半の賛成で可決される普通決議と、3分の2以上の賛成で可決される「特別決議」がある。特に後者は会社の経営に重大な影響がある定款変更や事業の譲渡などが対象になる。反対に、3分の1超の反対があれば特別決議の議案を否決させることができるため、3分の1の保有比率を「拒否権」と言うことがある。

よって、事実上の安定株主である政策保有株主を、可能であれば過半数、少なくとも

も3分の1以上確保したいと考える企業は少なくないと推察されるが、ここでもう一度図表1を見ると、2020年度末時点の政策保有投資家比率は32.9%と3分の1を下回っている。これは時価総額ベースであり、議決権ベースとは厳密に言えば異なるものの、日本の上場企業の平均的な姿として政策保有株主の保有比率が事実上の拒否権の水準を下回ってきたことは、特別決議の会社提案議案の否決、株主提案議案の可決可能性の高まり、すなわち純投資目的の株主(=一般株主)の「声」が企業経営に届きやすくなってきたことを意味し、コーポレートガバナンスの観点からは非常に重要な変化と考えられる。

#### 4. 議決権行使割合や潜在反対割合から考えれば、普通決議の否決は「普通」のことに

ただし、実際の株主総会では、その株式保有主体によって想定される議決権行使割合は異なるし、また、潜在的に議案に反対する割合も異なるであろう。そこで、それらを考慮した、株主総会で会社側議案に対し投じられる可能性のある「潜在反対比率」を試算してみる(図表4)。

まず、2020年度末現在の「株式分布状況調査」を基に、政策保有投資家比率、純投資家保有比率の内訳となる各保有主体(投資部門)の保有比率を計算する(対市場全体の時価総額比)。次に、各保有主体の推定議決権行使割合を求める。政策保有投資の各保有主体は100%と考える。一方、純投資の各保有主体については、国内機関投資家に該当する金融機関(信託業務分)は90%、外国人は85%とした。日本だけではなく海外の機関投

図表4 株主総会での会社側議案に対する「潜在反対比率」の推計

	保有比率 (2020年度末:a)	推定議決権 行使比率(b)	各保有主体の推定潜在反 対割合(C)		議案への推定潜在反対割合 (d)=[(a)×(b)×(c)]/(b)	
			低	高	低	高
政策保有	32.9%	32.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
金融機関(除く信託業務分)	7.8%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
事業法人	20.4%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
個人株主(保有比率10%以上)	2.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
その他(政府保有分など)	2.6%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
純投資	67.1%	52.0%	41.9%	44.1%	49.3%	52.0%
金融機関(信託業務分)	22.1%	90.0%	90.0%	95.0%	21.1%	22.3%
外国人	30.2%	85.0%	85.0%	90.0%	25.7%	27.2%
個人株主(除く保有比率10%以上)	14.7%	43.4%	32.6%	32.6%	2.5%	2.5%
計	100.0%	84.9%	41.9%	44.1%	49.3%	52.0%

(出所) 全国証券取引所「株式分布状況調査」、各社有価証券報告書、及び野村證券「ノムラ個人投資家サーベイ」等より野村資本市場研究所作成

資家においても、スチュワードシップ・コードの導入や公的年金からの要請もあり、日本企業に対する機関投資家の議決権行使割合は以前に比べ高い水準になっていると考えられる。しかし、一部には議決権行使をあまり重視しない投資家が存在したり、海外でも地域によっては議決権行使に積極的ではない投資家も存在すると考えられるため、上記の行使割合とした。

主要株主に相当する保有比率 10%以上を除いた個人株主については、野村証券が個人投資家を対象に実施しているアンケート調査『ノムラ個人投資家サーベイ』<sup>5</sup>において実施している個人投資家の議決権行使動向の調査結果をもとに、「株主総会で保有する全企業で議決権を行使した」との回答割合の 5 年（2016 年調査～2020 年調査）単純平均値である 43.4%を議決権行使比率とした。

このように推定した結果、全体の推定平均議決権行使比率は 84.9%となった。2021 年 6 月に株主総会を行った Russell/Nomura Large Cap 構成企業の推定平均議決権行使比率は 84.7%<sup>6</sup>であったことから、この推定平均議決権行使割合の数字は概ね妥当と考えられる。

各保有主体の推定潜在反対割合は、政策保有の主体は 0%（会社側全議案に賛成）とした。一方、純投資家の各主体では、国内外の機関投資家（金融機関（信託業務分）、外国人）については、会社にとっての悲観シナリオとしてすべての会社側議案に反対する可能性は考えられるが、上述したように、議決権行使に積極的ではない投資家の存在が考えられることから、金融機関（信託業務分）は 90～95%、外国人は 85～90%とした。

主要株主に相当する保有比率 10%以上を除いた個人株主については、「ノムラ個人サーベイ」において、100%から「全議案に賛成をした」との回答割合差し引いたものを「潜在反対比率」とし、この 5 年（16 年調査～20 年調査）単純平均値である 32.6%を用いた。

このようにして求めた会社側議案に対する推定潜在反対比率は 49.3～52.0%となった。すなわち、各主体の議決権行使比率や潜在反対比率を考慮すると、取締役選任議案等、出席者の過半の賛成が必要である普通決議については、「否決されても特別なことではない」レベルの潜在的な否決リスクが存在していることが分かる。

## II 「説明と開示」で緊張感のある相互信頼関係の構築が重要に

### 1. 政策保有の圧縮を促す動きは続く

#### 1) 「保有の合理性」の観点から更なる見直しが求められる

持ち合いや政策保有に対する株式市場における目が厳しくなる中で、最近、「事業提携や関係強化」「戦略的提携」を謳い、提携時に株式を（相互に）保有する事例も

<sup>5</sup> 例えば、2020 年の結果に関しては「ノムラ個人投資家サーベイ（2020 年 9 月）」  
<https://www.nomuraholdings.com/jp/news/nr/nsc/20200918/20200918.pdf>を参照。

<sup>6</sup> 一部の例外を除き、各社の第 1 号議案の議決権行使数÷議決権総数で計算した。

見られる。そのような「戦略的提携」を目的にもし株式を保有するのであれば、その保有した株式は事業資産の一部であり、そこで求められるのは、純投資家が求めるような配当利回りや値上がり益ではなく、保有株式を含めた「投資資産の収益率向上」である。これを達成するためには事業提携の成果を常に精査するなど、株式の保有関係を株主としてのモニタリング機能を相互に働かせる、「緊張感を孕んだ相互信頼的關係」とする必要がある。

仮に、こうした「新しい株式保有関係」を構築することができるのであれば、シナジー効果の獲得や企業価値の向上の実現も可能と考えられる。しかし、「結局は敵対的買収への脅威から安定株主を増やすことが目的ではないか」という懐疑的な見方も少なくはないため、こうした疑念に対し、株式保有を伴った戦略提携の進捗や成果についてしっかりと説明する必要がある。

他方、株主、投資家の株式持ち合いや政策保有に対する考えも、多額の保有に関しては否定的である点はほぼ一致しているものの、企業が株式を保有することそのものに否定的な立場から、日本経済や日本企業の発展の経緯などを鑑み、政策保有や株式持ち合いにある程度の合理性を認める立場まで様々である。ただし、一定の合理性の存在を認める立場をとっている企業に対し、保有の合理性の検証結果や取締役会で政策保有株式についてどのような議論がなされたか、などについて詳しい説明や開示を行うことで、説得力のある保有合理性の説明が必要であることには変わりはない。

## 2) 議決権行使助言会社、東証の市場改革も政策保有株式削減を促す

こうした中、コーポレートガバナンス・コード（以下 CG コード）の 2018 年改訂では、縮減に対する考え方・方針など政策保有株式に関する方針の開示や、個別の政策保有株式に対し、資本コストを意識した保有合理性の検証とその開示を求めるとともに、政策保有先から株式の売却意向が示された際には、取引の縮減を示唆するなどにより売却を妨げるべきではないことなども示された。2021 年の再改訂では政策保有株式関連のコードの改訂はなかったが、2 つのコードの付属文書として位置づけられる「投資家と企業の対話ガイドラン（以下、対話ガイドラン）」の 2021 年改訂において、保有合理性の検証における独立社外取締役の関与に言及されている。

また、政策保有株式の保有額（水準）を議決権行使に反映させる動きも見られ始めた。議決権行使助言会社大手のインスティテューショナル・シェアホルダーサービス（ISS）では 2022 年 2 月以降開催の株主総会から、政策保有株式の貸借対照表計上額の保有額が純資産の 20% 以上の場合、経営トップである取締役選任議案に反対推奨する予定である。また、もう一つの大手であるグラス・ルイスでは既に 2021 年より「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の「貸借対照表計上額の合計額」が純資産と比較して 10% を超える場合、会長の取締役選任議案に反対助言を行っている。

一方、今のところ国内の機関投資家で同様の基準を設定する動きは積極的とは言え

ない。しかし、議決権行使助言会社が政策保有株式の水準に関する一定の閾値を示したことで、企業とのエンゲージメントの場面においても、政策保有株式の保有水準に関する議論がさらに進むと考える。

さらには、2022年4月に実施予定の東京証券取引所による市場改革の中で、政策保有株式の取り扱いが変更される。市場区分の要件や TOPIX（東証株価指数）の採用等に関する流通株式の計算において、政策保有株式に相当すると考えられる「国内の普通銀行、保険会社及び事業法人等の保有する株式」については、上場株式数の10%未満を所有する場合であっても流通株式から除くこととなる（現在は「主要株主」として10%以上の保有の場合は流通株式から除いている）。そして、再編により開設される、「多くの機関投資家の投資対象になりうる規模の時価総額（流動性）を持ち、より高いガバナンス水準を備え、投資家との建設的な対話を中心に据えて持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業向けの市場」として位置づけられるプライム市場においては、流通株式比率が35%以上（同時に開設されるスタンダード、グロース市場は25%以上）であることが求められる。

### 3) 政策保有株式に関連したCGコードの原則と対話ガイドラインの改訂

政策保有株式に関してはCGコードの原則1-4に言及がある。ここでは、①政策保有株式の保有にあたり縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべき、②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どうかを具体的に精査し、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、とされている。

2021年の改訂ではコードの内容には変更はなかったが、対話ガイドラインの改訂においては、「保有効果の検証が、例えば、独立社外取締役の実効的な関与等により、株主共同の利益の視点を十分に踏まえたものになっているか。」との文言が加えられ、政策保有株式の保有合理性の検証に対する独立社外取締役の関与に言及された（「政策保有株式の適否の検証等」中の4-5-1）。

このような動きは企業に対し政策保有株式の不断の見直しを促すものとなり、その過程において、保有の合理性を説明できないものに関しては保有の圧縮や売却が進められるであろう。こうした点から考えると、この30年間ほぼ一貫して低下してきた政策保有比率は、今後も緩やかな低下が継続すると見込まれる。

## 2. プレゼンス向上に必要な「説明と開示」の拡充

### 1) 求められる高水準のアカウンタビリティとディスクロージャー

日本の株式市場における政策保有の株主（＝安定株主）と純投資目的の投資家（＝一般株主）との関係においては、「少数（一般）株主の「声」が経営に反映されにくく、十分な権利保護がなされていないのではないか」という意見がある。今回のCG

コードや対話ガイドラインの改訂では、ガバナンスの強化や情報開示及び説明を高度化することにより、これらの意見を反映させたと言いうことができるであろう。とりわけ、「建設的な対話を中心に据えて持続的な成長と中長期的な企業価値の向上にコミットする企業」が上場するプライム市場では流通株式比率の水準が他の市場より高く設定され、市場に対し十分な説得力を持った納得感の高いアカウントビリティ（説明責任）やディスクロージャー（情報開示）が一段と重要となる。

金融資本市場においてアカウントビリティとは、経営者が株主や投資家に対し自社の状況等について報告・説明することにある。アカウントビリティは一般に「説明責任」と訳されるが、その意味は単なる事項の説明ではないことには留意が必要である。実質的には企業経営において経営者が遂行したことの正当性を証明する責務、いわゆる立証責任に近い考え方がより適切と考えている。また、アカウントビリティは株主と企業間のコミュニケーションに関連するが、従業員や顧客といったステークホルダー（利害関係者）に会社の状況等を説明することが「ディスクロージャー」である。しかし、株主が一般的に広範囲に分散している現代では、アカウントビリティもディスクロージャーも、企業経営者に求められるものは実質的に同じといえるであろう。

## 2) 日本企業、株式市場の世界的なプレゼンス向上を期待

本稿で述べてきたように、株式保有構造の変化により、安定株主として位置づけられる政策保有投資家の比率は、いわゆる「拒否権」を行使できる3分の1を下回った。さらに、会社側議案に対する潜在反対比率から考えれば、取締役選任議案など普通決議が否決されることは「普通に」あり得る状況になっている。

このような状況下で企業経営を適切かつ円滑に行うには、ガバナンスを強化させることや、アカウントビリティ、ディスクロージャーを充実させて、株主（投資家）との相互信頼関係を構築することが非常に重要である。そして、これらをベースに行われる株主（投資家）と企業との建設的な対話が進められることにより、政策保有株式（含む親子上場）の合理性が不断に検証されること、そして、建設的な対話（エンゲージメント）を通じ企業と株主（投資家）間のコミュニケーション、相互理解が深まることにより、日本の企業や株式市場の世界的なプレゼンス（存在感）が高まると期待される。