

株式保有構造の変化が促す 「企業と株主・投資家との新しい関係」構築

西山 賢吾

■ 要 約 ■

1. 我が国で行われているコーポレートガバナンス改革の成果の一つとして、株式保有構造の純投資家主体への移行が進んだことが挙げられる。いわゆる「安定株主」の保有比率は拒否権レベルである 3 分の 1 を下回るようになるとともに、株主総会における会社側上程議案の否決も特別なことではなくなった。
2. こうした株式保有構造の変化は企業と株主・投資家間の新しい関係、すなわち「緊張感を孕んだ相互信頼関係」の構築を促す。企業は自分たちの考え、方向性を積極的に説明し、株主・投資家も自分たちの考えを企業側に丁寧に説明する。両者の対話、エンゲージメントの活発化により、相互理解と信頼関係を深めていくことが一段と重要になる。
3. 「緊張感を孕んだ相互信頼関係」においては、株主・投資家から企業に対し積極的な働きかけを行う機会も増えるであろう。株式保有を通じた企業と株主・投資家との新しい関係の構築の一つの形として、長期視点の機関投資家などの「プロフェッショナル」な投資家が取締役会の構成者として入ることで、経営陣による戦略の策定や遂行を効果的に監督できるとするモデル「Board3.0」が注目される。ただし、「Board3.0」が想定する環境と我が国の現状は異なるため、実際に導入、運用していくにはなお工夫と検討が必要と考える。
4. 上場企業は株式市場において「金融商品の一つ」であるという認識を持つことも必要であろう。金融・資本市場における他の金融商品との激しい競争の中で自社株式への投資魅力を持たせるためには、積極的なディスクロージャー、投資家を満足させるリターンの獲得、マルチステークホルダーへの対応などが重要である。

野村資本市場研究所 関連論文等

・西山賢吾「3 分の 2 を超えた日本の純投資家保有比率ー『緊張感を孕んだ相互信頼関係』の構築が重要にー」『野村サステナビリティクォーターリー』2021 年夏号。

I 株式保有構造の変化がもたらす企業と株主との新しい関係

1. コーポレートガバナンス改革「成果」と「課題」

2012年に発足した第二次安倍内閣の下では、「コーポレートガバナンス改革」が成長戦略の柱とされ、以降、多くの取り組みが行われている。図表1では、日本でのコーポレートガバナンス改革における「成果」と「課題」について見てみるために指標をいくつか取り上げ、2時点比較を行った。比較対象としては、「コーポレートガバナンス改革」が行われる前の2006～2008年とした。

コーポレートガバナンス改革の成果としてまず挙げられるのは社外取締役の選任である。東京証券取引所のプライム市場上場企業で社外取締役を3人以上選任している企業は、2007年（東証第1部上場企業ベース）は10%弱であったが、2022年8月現在で86.6%まで上昇した。さらに、政策保有株式は減少し、総還元額が増える一方、買収防衛策導入企業や親子上場企業数は減り、株主総会開催の分散化も進んできた。

一方で課題として挙げられるのは、保有現預金とROE（自己資本純利益率）であろう。企業の現預金の保有額は2007年当時と比べさらに増加している。成長戦略の中では「稼ぐ力を取り戻す」として、企業が稼得した利益を設備投資や人的資本投資、技術開発投資などによって経済システムに流し、お金の良い循環を作ることで、インベストメントチェーンの高度化を図ることを標榜している。しかし、現実には、株主還元が増えているにもかかわらず、図表1に示したように、それを上回って現金が積み上がっている。これは、現預金を効率的に成長投資、そして企業価値向上につなげられていないことを示唆していると考えられるが、そのことは日本企業のROEの伸び悩みにも現れているといえるであろう。

図表1 コーポレートガバナンス改革「成果」と残る「課題」

	コーポレートガバナンス改革前		現状	
主な「成果」				
社外取締役3人以上選任比率(2007年東証1部、2022年東証プライム:%)	9.9	07年8月	86.6	22年8月
政策保有投資家比率(%)	40.0	07年度末	31.7	21年度末
総還元額(全上場企業:兆円)	12.3	07年度末	22.6	21年度末
買収防衛策導入企業数(社)	569	08年12月末	266	22年6月24日現在
親子上場企業数(社)	417	06年度末	219	21年度末
株主総会「集中度」(%)	52.9	07年6月総会	26.0	22年6月総会
残る「課題」				
ROE(TOPIX構成企業:%)	8.9	07年末	8.9	21年末
現金・預金残高(法人企業統計、全産業ベース:兆円)	145.2	07年4～6月	244.6	22年1～3月

(注) 広義持ち合い比率は、生命保険会社、損害保険会社、上場銀行、上場その他金融、上場事業法人の保有する株式の時価総額の、市場全体の時価総額に対する比率（ただし、子会社、関連会社は除く）。

(出所) 東京証券取引所、及び各社開示資料より野村資本市場研究所作成

ROE についてはいろいろ議論があるものの、株主にとっては出資に対するリターンの割合、すなわち資本収益性の水準が分かりやすいという特徴がある。TOPIX（東証株価指数）構成企業の ROE を見ていくと、2007 年末も 2021 年末も 8.9%と変わらない。もちろんその間の水準変動、特にここ 2 年程度は新型コロナウイルス感染症拡大に伴う収益への悪影響などもあったが、これらを考慮しても 2007 年当時と比べ数値が大きく改善、上昇しているわけではない。

2. 必要となる企業と株主との新しい関係構築

1 で述べたように、ROE の伸び悩みや、積み上がる現預金がコーポレートガバナンス改革の課題であるが、一方で、コーポレートガバナンス改革の成果のうち、今後を考える上で影響の大きなものとして、株式持ち合いの解消や政策保有株式の圧縮に伴う安定株主の低下を挙げることができる。

株式持ち合いは、株式を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株式保有、すなわち政策保有の一形態と言えるであろう。

図表 2 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もとに、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分と考えられるものを除く）を「純投資家」、そして純投資家以外〔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 2021 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¹」とされる保有比率 10%以上であり、かつ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²。

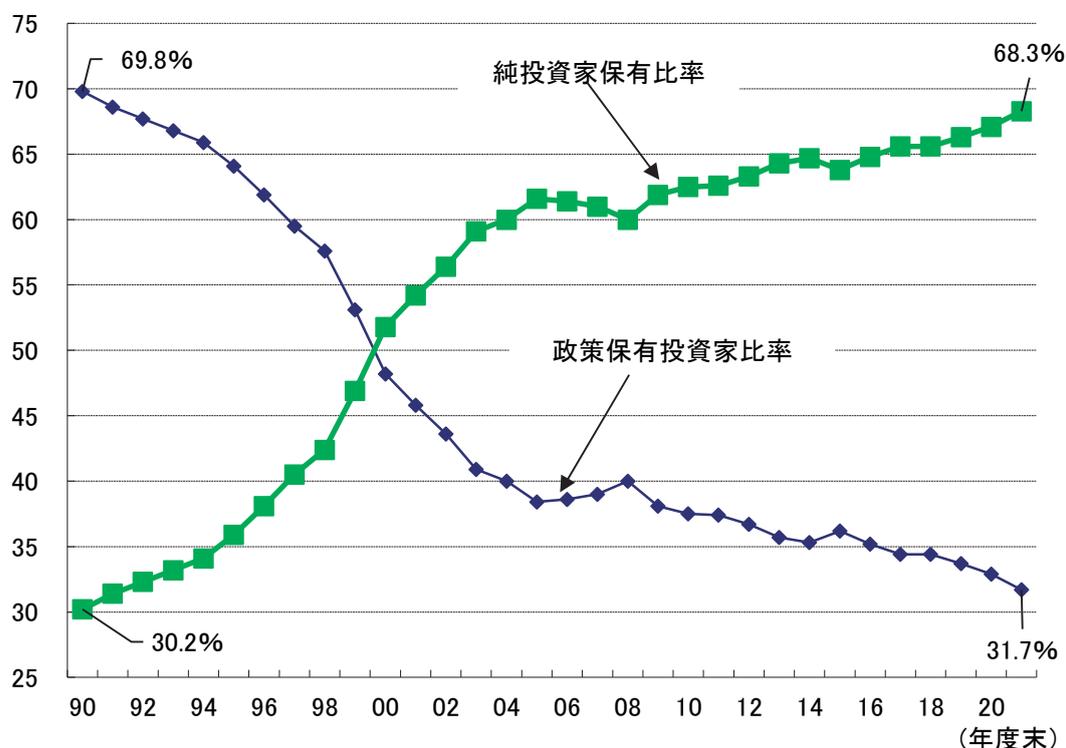
すなわち、図表 2 は、日本の株式保有主体をキャピタルゲインやインカムゲインの獲得を主眼に株式を保有する「純投資家」と、安定した取引関係の構築や発展を主目的とする「政策保有投資家」に分け、その保有割合の推移を示すものである。これを見ると、1990 年度は純投資家保有比率が 30.2%、政策保有投資家比率が 69.8%であった。しかし、その後は持ち合い解消、政策保有株式の圧縮により政策保有投資家比率は低下を続け、2000 年度には両者は逆転して純投資家保有比率が政策保有投資家比率を上回った。その後も政策保有投資家比率はほぼ一貫して低下を続け、2021 年度末には 31.7%（純投資家保有比率は 68.3%）となった。すなわち、政策保有投資家と純投資家の保有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。

¹ 主要株主の定義は、「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」である（金融商品取引法第 163 条第 1 項）。

² 1990～2015 年度末については、2016～2020 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2 「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

上述のように、政策保有投資家の保有動機と純投資家の保有動機とは必ずしも一致しない。政策保有の株主は、保有される企業から見れば企業側の経営方針等に賛同してくれる「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自らの「声」が届きにくい企業となる。

株式持ち合いや政策保有の少ない米国や英国では、企業が他の企業を保有するのであれば、その支配権を獲得できるところまで保有しないと意味がないと一般的に考えられることが多いように見受けられる。しかし、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少なくない。そのため、例えば政策保有を目的とした1社あたりの保有株式が発行済み株式の0.5%程度であっても、20社集まれば $0.5\% \times 20 = 10\%$ と、主要株主に匹敵する水準に達して事実上の安定株主となって、純投資目的の株主（一般株主）と利害が対立する可能性がある。

ところで、株主総会における上程議案には、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。逆の言い方をすれば、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3分の1以上確保したいと考える企業は現在でも少なくないと推察されるが、図表2に示したように、政策保有投資家比率は2020年度末時点で32.9%と3分の1を下回り、2021年度にはさらに低下して31.7%となった。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。しかし、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たことは、特別決議が必要とされる会社提案議案の否決や、株主提案議案の可決可能性の高まりに代表されるように、純投資目的の株主の「声」が企業経営に届きやすくなってきたことを意味する。これは、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。そして、この変化は、「株式保有を通じた企業と株主・投資家との新しい関係の構築」という議論につながると考えられる。

3. 経営陣への健全な「リスクテイク」の後押し

1) 考えられる2つの道筋

1で指摘した通り、第二次安倍政権下で打ち出された「成長戦略としてのコーポレートガバナンス改革」において、ROEの伸び悩みや現預金の積み上がりといった課題が残存している。すなわち「稼ぐ力を取り戻す」ために取るべき健全なリスクを多くの日本企業では取れていないように見受けられる。こうした状況を脱するには、株主・投資家が企業経営陣によるリスクテイクを後押しすることが重要であり、これが、「株式保有を通じた企業と株主・投資家との新しい関係」であると考えられる。株式保有構造の変化を考えると、「純投資家による後押し」と、「従来安定株主と考えられていた主体からの後押し」の2つの道筋が考えられるであろう。

2) 会社側上程議案の否決は「普通」のことに

まず、「純投資家による後押し」について考える。上述のように、株式保有構造を見ると安定株主の保有比率は「拒否権」の水準である3分の1を下回り、純投資家主体に大きく変化した。一方、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や、潜在的に議案に反対する割合も異なるであろう。その点を考えるために、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」の試算を、以前拙稿「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—」³で行ったが、2021年度のデータをもとに、この試算のアップデートを今回行った（図表3）。

³ 西山賢吾「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—」『野村サステナビリティクォーターリー』2021年夏号を参照。

図表 3 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 (2021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	31.7%	31.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
金融機関(除く信託業務分)	7.2%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
事業法人	20.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
個人株主(保有比率10%以上)	1.6%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
その他(政府保有分など)	2.9%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
純投資	68.3%	53.2%	42.7%	45.0%	50.3%	53.0%
金融機関(信託業務分)	22.9%	90.0%	90.0%	95.0%	21.8%	23.0%
外国人	30.4%	85.0%	85.0%	90.0%	25.9%	27.4%
個人株主(除く保有比率10%以上)	15.0%	44.7%	31.8%	31.8%	2.5%	2.5%
計	100.0%	84.9%	42.7%	45.0%	50.3%	53.0%

(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、及び野村証券「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

まず、2021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水準と考えられる。しかし、一部には議決権行使をあまり重視しない投資家の存在や、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の存在も考えられるため、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」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（2017～2021年調査）単純平均値である44.7%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。2022年6月に株主総会を実施したRussell/Nomura Large Cap構成企業の推定平均議決権行使比率（単純平均値）は84.5%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(2017~2021年調査)単純平均値である31.8%を用いた。

試算の結果、会社側議案に対する推定潜在反対比率は50.3~53.0%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はない」水準で潜在的な否決リスクが存在していることが分かる。

このような状況の中で、「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」企業が増えている。純投資家、特に中長期の機関投資家が中心となって、企業とのエンゲージメントの場において、経営戦略やESG(環境・社会・ガバナンス)課題への取り組みなどについて深く議論することで企業側(経営陣)へ「適切なリスクテイクの後押し」を行い、企業側もそれを受け入れる素地が整ってきたといえるであろう⁴。

3) 政策保有株主側での変化

一方、安定株主が保有企業の健全なリスクテイクを促すようになることも考えられる。小林(2022)⁵は、政策保有株式を持つ金融機関にその企業の経営に関与する余裕がない場合、株主の意見を取りまとめるリーダー役としての「リード株主」を置くことが効率的であると指摘する。リード株主は、他の株主から議決権などの株主権を委託されて行使するわけではなく、発行体企業と株主集団の対話を緩やかに主導する取りまとめを行う役割を担うという。

また、楠木(2022)⁶も金融機関の保有する政策保有株式を再定義し、長期的エンゲージメントに適する企業だけに政策保有株式を集中させ、長期エンゲージメントを通じたエクイティガバナンスの担い手になることを提案している。

小林(2022)や楠木(2022)の考え方は、金融機関だけではなく、事業会社にも類似の形で援用できるのではないかと考える。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、「事業提携や関係強化」、「戦略的提携」を謳い、提携

⁴ 英オックスフォード大学のコリン・メイヤー教授は、日本では GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)が機関投資家に投資を委託する条件として、「長期的に相互の信頼関係を持つこと」を義務付けることができるとして、投資先の監視役をすべきと論じている(コリン・メイヤー(2020)「日本では『ハイブリットシステム』でガバナンス強化を」『日経ビジネス 2020年7月8日号』)。

⁵ 小林慶一郎「『リード株主』を創設せよ 再考・政策保有株、経済教室」『日本経済新聞朝刊』2022年5月2日。

⁶ 楠木建「厄介者を『白鳥』にする 再考・政策保有株、経済教室」『日本経済新聞朝刊』2022年5月3日。

時に株式を（相互に）保有する事例が見られる。もし、そのような「戦略的提携」を目的に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、株式の保有関係と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関係」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、保有先企業による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、「安定株主の維持は結局敵対的買収防止が目的」という懐疑的な見方に対し、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。

4) 「長期保有」は「売却しない」ことではない

ところで、純投資家が株式を保有することについて、それが長期投資を基本とする投資家であっても「いつか株式を売却する」ことを懸念し、暗に従来の政策保有株主のように「一度保有したら株式を売却しない」株主の保有が増えることへの期待を耳にすることがある。しかし、企業と株主・投資家との新しい関係である「緊張感を孕んだ相互信頼関係」において、「長期保有」とは「一度購入した株式を半永久的に保有し続けることではない」ことを改めて認識する必要がある。

まず、会社側の考えに賛同（すなわち、株主総会における会社側上程議案に対し全て賛成）し、従来株式を売却することはないと考えられていた事業会社等の政策保有株主において、たとえ事業提携等による「シナジー効果」を期待して株式を取得したとしても、コーポレートガバナンス・コードに謳われた「保有合理性」の観点から政策保有株式を見直す中で売却することもある⁷。このため、「一度購入した株式を半永久的に保有し続ける」ことではないという認識を持つ必要がある。また、会社側上程議案に対し、状況次第では反対票を投じることも想定できるようになっている⁸。

さらに、機関投資家や個人投資家といった純投資家は、株式を有することでキャピタルゲインやインカムゲインの獲得を目的としている。従って、たとえ長期の投資期間を想定していたとしても、状況によっては実現益を得るために株式を売却することがあるのは当然のことである。しかし、後述するようにアカウントビリティをしっかりと果たすことや、ディスクロージャーを積極的に行うことなどで「緊張感を孕んだ相互信頼関係」を構築し、当該企業に対する魅力付けができていれば、企業の実力に比して株価が割安になった際に再度投資家が関心を抱いて株式を保有する確度は高まる

⁷ コーポレートガバナンス・コードにおいて「上場会社は、自社の株式を政策保有株式として保有している会社（政策保有株主）からその株式の売却等の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない。（補充原則 1-4①）」とされている。

⁸ コーポレートガバナンス・コードにおいて「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具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。（原則 1-4）」とされている。

と考えられる。殊に個人投資家は、当該企業の株式を保有して利益を得たという「成功体験」が、株価が割安になった際に再度購入する動機となるであろう。その結果、株価が企業価値に比して著しく上下に乖離することが起こりにくくなり、企業価値と株価の乖離をターゲットとした短期志向投資家の投資対象となる可能性が相対的に低くなるというメリットが生じると考えることができるであろう。

II 企業と株主・投資家間の新しい関係の一形態「Board3.0」

1. Board3.0 とは

最近取締役（会）の実効性の発揮、機能強化の文脈で「Board（取締役会）3.0」という新しい取締役会のモデルが注目されている。Board3.0は Gilson, Gordon (2020)⁹で提示された、長期視点の機関投資家などの「プロフェッショナル」な投資家が取締役会の構成者として入ることにより、経営陣による戦略の策定や遂行を効果的に監督できるとするモデルである。これは、株式保有を通じた企業と株主・投資家との新しい関係の構築の一つの形として考えられるであろう。

1) Board1.0

Gilson, Gordon (2020)によれば、米国上場企業の取締役会の形態の変遷を振り返ると、まず、1950～1960年代はアドバイザーボードであった。ここでは、取締役はCEO（最高経営責任者）チームの一員、すなわち監督機能ではなく業務執行機能を担っており、他の企業の執行役員やCEOの信頼する友人、法律事務所や取引銀行、投資銀行と結びついた「関係者」がその職に就いていた。これをBoard1.0と呼ぶ。

しかし、Board1.0には以下の3点により経営上の不正行為を抑制できない点が批判の対象となった。まず、当時優良と見られていた企業の倒産をきっかけに、取締役が企業のビジネス上の課題を認識できず、自社の業務に対する関心が薄れていることが明らかになった。2点目は、当時多くなっていたコングロマリット化を抑制できなかったのに加え、コングロマリットに起こりやすい不正会計を見過ごすことにもなった。3点目は、違法な政治献金や海外での賄賂といった経営陣の違法行為を、取締役が抑制するどころか責任の自覚すらできなかった。

⁹ Gilson, J, Ronald, Gordon, N, Jeffrey. (2020). Board 3.0: “What the Private-Equity Governance Model Can Offer to Public Companies,” *Journal of Applied Corporate Finance* Volume 32 Number 3（宋戸善一監訳、佐藤浩章、槇野尚、中神康議訳『Board 3.0（取締役会3.0）：上場企業がプライベート・エクイティ（以下「PE投資」）のガバナンスモデルから学ぶべきもの』）。

<https://www.rieti.go.jp/jp/projects/trinity_management/data/column_03_paper_ja.pdf>

2) Board2.0

このような Board1.0 への反省から、新たな形態の取締役会の必要性が生じ、1970年代から現在まで続く、監督機能を有したモニタリングボード型のモデル、Board2.0 が生まれた。Board2.0 は CEO から独立した取締役が過半を占め、独立性の基準が厳格化した。そして、監督機能を集中、強化するために取締役会の下部に少なくとも監査、報酬、指名／ガバナンス委員会を 2000 年代の終わりまでに置くようになった。

Board2.0 への形態変化を促した要因として、まず、独立社外取締役で構成される社外取締役の承認を受けていれば買収防衛策の発動が裁判所で承認される可能性が高くなったことがあげられる。2 点目は、機関投資家が自分たちの利益保護を強化するため厳格な取締役会の法制化を狙ったロビー活動を展開したことである。そして、3 点目はエンロンなど 2000 年代に発生した会計不正に伴い、規制及びコンプライアンスを巡る要求が増えたため、各種委員会の導入と独立基準の強化につながったことである。

Board2.0 は現在も続くモデルであるが、Gilson, Gordon (2020)によれば、企業戦略や業務遂行実績の監督という点では成果をあげていない。その理由として以下の 4 点を挙げている。

1 点目は、情報不足である。取締役会は通常隔月（または四半期ごと）に開かれるが、会議の場において経営陣からの説明を批判的に検討するような情報の提供を受けていない。2 点目としては、情報の入手に関し、代替的な入手経路も持ち合わせていないし、非常勤であるために時間的な制約が存在することである。そのため、Board2.0 の取締役にとって、経営を監督するための情報源及び監督装置としての株主への依存度が大きくなってしまった。3 点目は、取締役の意欲を巡る問題、すなわち報酬の問題である。取締役の報酬の絶対的水準は高くはなく、実績に応じて報酬が変化することもない。4 点目は、大手市場企業の社外取締役はこれまでの輝かしい経歴に傷をつけたくないため、リスク回避傾向を持ちやすいことである。このため、コンプライアンス面での監督機能を高める可能性はあるが、事業におけるリスクテイクを後押しするようなインセンティブも持ち合わせていない。

3) Board2.1

一方で、Board2.0 モデルが何の変化も起こさなかったわけではない。時とともに取締役会の自主独立性が全般的に強化された。例えば、CEO と取締役会議長を兼務するケースに備え「筆頭社外取締役」を置く事例が増えたり、取締役候補者を評価する際に CEO の発言権とともに、指名・ガバナンス委員会の果たす役割などが大きくなったりしている。また、会計監査人などの第三者も企業の不正行為を特定する役割によりコミットしたり、適応したりするようになった。こうした最近の進化したモニタリングボードは「Board2.1」と考えてよいかもしれない。しかし、社外取締役に情報面や時間的な制約があり、その企業のリスクテイクを後押しする意欲が限定されている点は変わらない。

4) Board3.0

さて、こうした状況を踏まえて Gilson, Gordon (2020)が提示する「Board3.0」とはどのようなモデルであろうか。彼らは PE（プライベート・エクイティ）ファンドの投資ポートフォリオに含まれる未公開企業において一般的な取締役会モデルを参考に、このモデルを上場企業が採用、導入できるように検討を加えた。

この取締役会モデルとは、現在の Board2.0 モデルの社外取締役（2.0 取締役）と、経営陣の戦略と業務遂行実績の監督を専門的に担当する「エンパワード（empowered: 権限を与えられた）取締役（3.0 取締役）」が混在する取締役会である。3.0 取締役に、ファンド業界における中堅投資プロフェッショナルを想定している。2.0 取締役の役割は現在とほぼ同じであるが、3.0 取締役は新設される「戦略検証委員会」に参加する。同委員会は、3.0 取締役と経営陣との協業をサポートする、社内の「戦略的分析室」によるバックアップを受ける。人的支援が必要であれば、3.0 取締役が外部コンサルタントを雇う方法もある。3.0 取締役の報酬体系は、主に株式で構成された長期的報酬となる。また、3.0 取締役については、特定の企業に拘束され続けるリスクを最小限にするとともに、3.0 取締役としてのレピュテーション（評判）機能を有効活用するためにも、任期を限定することが推奨されている。

2. 日本の状況を考慮した Board3.0 の考え方

1) 日本における Board3.0 有用性検討に関する留意点

「Board3.0」は、米国での取締役会の状況から構築されたモデルであるため、日本の取締役会の現状と米国との異同を考慮しつつ、その有用性を検討する必要がある。

特に日本では Board2.0 に該当する指名委員会等設置会社、任意の指名報酬委員会等を設置する監査等委員会設置会社や監査役設置会社まで含めても、モニタリング型の取締役会が多くを占めているわけではない中で、さらに次のモデルである Board3.0 をどう位置づけるか、検討を要する論点が多いと思われる。

米国においても、Board3.0、すなわち PE ファンド（さらに言えばアクティビスト）から取締役を招聘することに関しては、PE ファンドが成功しているのは財務レバレッジを利かせているからであり、戦略面での寄与による企業価値向上のエビデンスは必ずしも確認されないという指摘や、PE ファンドの投資先は大部分が中小規模の上場会社であり、大規模上場会社の企業価値向上を請け負うことができるガバナンスモデルが開発されているわけではないなどの批判があるという¹⁰。

また、太田（2022）では、Board3.0 を巡る議論において重要なことは、アクティビストから取締役を受け入れることそのものではなく、PE ファンドのマネージャーの持つスキルを備えた人材を迎え入れるという点であることや、米国では上場会社がア

¹⁰ 倉橋雄作（2022）「Board3.0 議論の本質－取締役会の自律的進化に向けて－」『旬刊商事法務』No.2293（2022年4月25日号）を参照。

クティビストから取締役を受け入れる場合には、スタンドスティル契約¹¹を結んでアクティビスト側に法的な拘束を課するのが通例であることなどが指摘されている。

2) CGS 研究会での議論

Board3.0については、経済産業省のCGS（コーポレート・ガバナンス・システム）研究会の第3期（2021年11月～2022年7月）において議論された。ここでの議論は、Board3.0が提案する内容、及び米国での議論も参照しつつ、我が国の法制度や経済社会環境を踏まえ、取締役会がモニタリングに特化してこなかった日本において、どのように考えるかという観点から整理を行うことを目的とした。同研究会での議論の結果、2022年7月19日に公表されたコーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGS ガイドライン）の再改訂では「会社の抱える課題を踏まえた取締役の選任」という項目が新設された。

ここでは、まず、「CEO（最高経営責任者）・CFO（最高財務責任者）の資本市場への理解度を高めることや、経営トップや社外取締役が投資家との対話に応じることに加え、資本市場を意識した経営に関する知識・経験・能力を備えた者を取締役として選任することも、選択肢の一つになり得る」として、これを目的として取締役を選任する場合、具体的な候補者として、他社で戦略的なCFO業務を経験した者、アセットマネージャーやアセットオーナーの経験者、自社業種に詳しいアナリスト、投資家と対話と企業内部の意思決定の両面に精通したIR経験者等を想定している。

次いで、「取締役会が経営陣による戦略の策定・遂行を監督する仕組みの強化や、経営改革の推進を図ること等を目的に、「投資家株主の関係者」を取締役として選任する事例がある」としている。この「投資家株主の関係者」が、Board3.0で想定している「長期視点の機関投資家などのプロフェッショナル投資家」に該当する。しかし、彼らを取締役として選任することについては、「利益相反、情報管理、独立性・社外性、開示の問題などに留意する必要がある」として、「投資家株主から取締役を選任する際の視点」という別紙において、以下のような点を挙げるとともに、それらについて留意すべき事項に言及している¹²。

① 一般株主との利害の不一致の問題：

一般株主と投資のタイムホライズンが異なる場合、一般株主との利害の不一致が問題になり得る。この点に関し、「投資家株主からの取締役の選任が適するかどうかについては、パーパスの共有、当該投資家株主と一般株主間の投資のタイムホライズンの整合性などを踏まえて、中長期的な株主共同の利益という観点から、取締役会や指名委員会が丁寧に検討すべきである」としている。

¹¹ 株主他の第三者と会社との間で一定期間、当該会社の株式を一定の割合を超えて買い増さないことを約す条項のこと。詳細は太田洋「アクティビストからの取締役受け入れと『Board3.0』の議論」『旬刊商事法務』No.2295（2022年5月25日号）を参照。

¹² 詳細は、経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGS ガイドライン）」、「別紙3：投資家株主から取締役を選任する際の諸点」2022年7月19日を参照。

② 会社との利益相反の問題：

当該取締役と会社との間で利益相反が生じる場合、当該取締役が関与しないなどの配慮が必要となる。この点に関し、「会社は、利益相反の程度に応じて、特別利害関係者（会社法 369 条第 2 項）への妥当性について判断し、取締役会の審議・決定からその取締役を除外する措置を検討する必要がある」、「投資家株主の推薦により投資家株主に属さない者が取締役候補者となる場合は、この投資家株主と推薦された取締役候補者の利害関係が明らかでない場合もあり得る。取締役候補者について検討する段階で、両者の関係（報酬契約等）を事前に詳細に確認したうえで、取締役会で検討すべきである」などとしている。

③ 情報管理の問題：

重要な情報を必然的に知ることになるため、情報管理に特別の配慮が必要な点がある。この点に関し、投資家株主への情報提供が想定される場合において留意すべき点として、「取締役の守秘義務」、「インサイダー取引規制との関係」、「フェア・ディスクロージャールールとの関係」を挙げている。

④ 独立性・社外性の問題：

ファンドの出資比率や経営への関与の仕方によっては、独立性・社外性が無くなる場合もあり得る。この点に関し、独立役員として選定した理由の開示においては、a. 「投資家株主から取締役を選任する場合には、（議決権保有）比率が基準より低かったとしても、当該取締役が投資家株主に属している旨について開示がなされるべき」、b. 「大量保有報告書の「共同保有者」に該当する者がいる場合は、独立性判断基準を超えているかどうかの判断に当たり、会社が投資家株主に確認を行ったうえで、共同保有者を含めて基準を超えているかどうか判断し、適切に開示されるべき」、c. 「投資家株主の推薦により投資家株主に属さないものを取締役に選任する場合、当該推薦の思惑や利害関係が不明確である可能性があるが、適切な開示がなされるべき」、d. 「投資家株主からの取締役の経営への関与の在り方によって、社外性（非業務執行の要件）を失う可能性があるような場合について、業務執行性について異なる解釈もあり得る行為については、いわゆるセーフ・ハーバー・ルール¹³に基づき、保守的に取締役会の決議を経しておくことも検討に値する」などとしている。

⑤ 重要な契約に関する開示の問題：

和解契約に関する開示について考慮が必要。この点に関し、投資家株主が提案した取締役候補者を会社（取締役会や経営陣）が受け入れる場合、米国では投資家株主による取締役候補者の指名権やスタンスティル条項、相互非難禁止等を規定した和解契約（Settlement Agreement）を結ぶことが一般的であること、

¹³ 会社法第 348 条の 2。会社と取締役・執行役との利益相反その他株主利益を損なうおそれがあるときは、取締役会決議によって、社外取締役に業務執行を委託できる。

日本においても、投資家株主からの取締役の選任に当たりこうした合意をする場合には、その具体的内容について、取締役選任に係る株主総会招集通知における選任理由等としての記載や、金融商品取引法に基づく開示¹⁴、上場規則に基づく開示¹⁵の要否を検討し、会社・投資家の双方から、適切な開示がなされるべきである、とされている。

そして、「投資家株主の関係者を株主総会に付議する取締役の候補者とするのが適切か否かの判断は、その会社の取締役会や指名委員が、自社の経営戦略、取締役候補者の資質、投資家株主のトラックレコード等を総合的に考慮して行うが、その際は、上記の利益相反、情報管理、独立性・社外性、開示などに留意する必要がある」、「また、最終的に取締役を選任するのは株主総会であり、なぜそのスキルを持った者を（外部アドバイザーとしての起用ではなく）取締役の候補者とするのかという理由や、各種の留意点についての検討結果について株主に十分説明し、それらを踏まえて株主が取締役の選任について判断するという仕組みを適切に機能させることが重要である」としている。

Ⅲ 金融資本市場において「選ばれる」ことの重要性

1. 相互理解に不可欠な「説明責任」と「情報開示」

I章でも触れたように、我が国のコーポレートガバナンス改革における「課題」として、ROEの伸び悩みがある。ROEについてはいろいろ議論があるものの、株主にとっては出資に対するリターンの割合、すなわち資本収益性の水準が分かりやすいという点で重要な指標である。

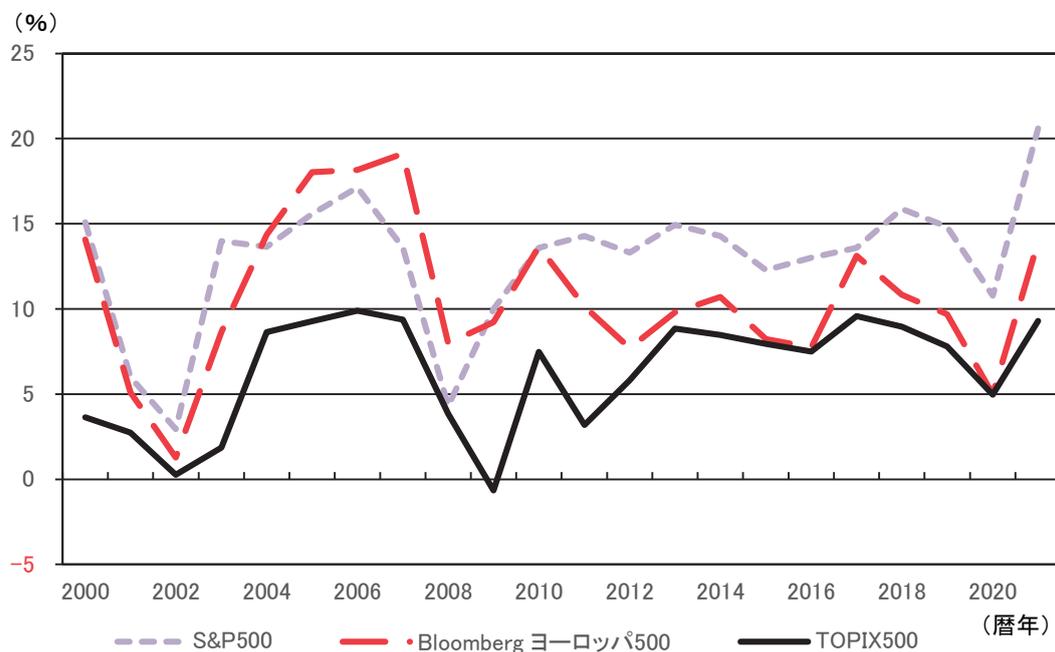
図表4はROEの国際比較を行うために、日本（TOPIX500）とアメリカ（S&P500）、欧州（Bloomberg ユーロップ500）とを比較した。日本では成長戦略の遂行とともにROEの回復は見られるものの、欧米と比較すれば傾向的に低く、また2000年から2021年の間で1度もROEが10%を超えておらず、伸び悩みの状態である。欧州や米国でも、ROEの推移そのものは日本と大きな差はないが、ROEの水準は日本を上回って概ね10%を超えていることを考えれば、日本のROEは相対的に劣位にあると言わざるを得ないであろう。

さらに、図表4を見ると、日本のROEが何度か8%後半から9%程度まで上昇しているものの、その後は、10%付近に何か見えない天井があるかのように、その水準を超えることができず低下している。今回に関しても、新型コロナウイルス感染拡大の影響も手伝っ

¹⁴ 有価証券報告書における「経営上の重要な契約等」（会社側開示）、大量保有報告書における開示「株券等に関する担保契約その他重要な契約」（ファンド側開示）。

¹⁵ コーポレートガバナンス報告書による開示（会社側開示）、適時開示事由ないしバスケット条項（「その他上場会社の運営、業務若しくは財産又は当該上場株券等に関する重要な事実」）に基づく適時開示（会社側開示）。

図表4 日・米・欧主要企業のROE比較



(出所) Bloomberg より野村資本市場研究所作成

て、これまでと同様「ROE10%」の天井にぶつかって低下しているように見える。この天井を破り、ROEが10%を超えて定着するかどうかは引き続き課題であると考えられる。

ところで、2019年8月の米国ビジネス・ラウンドテーブルによる声明を受け、「マルチステークホルダー主権」への関心が高まったが、マルチステークホルダーに対して高いリターンを分配していくためには、その原資である収益性が高くないとてはならない。従って、「マルチステークホルダー主権」は日本企業の課題とされる、ROEに代表される低資本生産性を正当化するものではなく、企業はリターンを高めることで企業価値を高めることが重要であるということには大きな揺らぎがないのではないと考える。すなわち、株主主権とマルチステークホルダー主権は相反するものではなく、両立させるべきものであろう。

株式保有構造が純投資家主体となり、企業経営に対する健全なリスクテイクを後押しすることを主眼とした企業と株主・投資家との新しい関係を構築するにあたり、企業は、株主・投資家、さらには様々なステークホルダーに対する十分な説得力を持った、納得感の高いアカウンタビリティ（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。

ここで注意したいのは、金融資本市場におけるアカウンタビリティとは、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・説明を行うことであるが、その意味は単なる事項の説明ではなく、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より近いものと考えられる点である。

また、アカウントビリティが対象とする範囲は株主と企業（経営者）であるが、「ディスクロージャー」はそれよりも広範に、従業員や顧客をはじめとしたステークホルダー（利害関係者）に会社の状況等を説明、開示することでコミュニケーションを図るものである。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であってもディスクロージャーであっても、企業経営者に求められるものは実質的に同じと考えられる。

企業と株主・投資家間の新しい関係構築という観点から、企業経営者に対して健全なリスクテイクを求めるための方策について真摯な検討や議論が進むことにより、中長期的に企業価値を高め、国際競争力を高めていくことができれば、コーポレートガバナンス改革の主目的であるインベストメントチェーンの高度化を通じ、日本企業や日本の株式、金融・資本市場のプレゼンスを高めることにもつながるであろう。

2. 他の金融商品との競争から「選ばれる」ための魅力付けを

さらに、上場企業は一つの「金融商品」であるという認識を持つことも、企業と株主・投資家との「新しい関係」という点では大切ではないかと考える。すなわち、株式市場に上場する企業は、金融・資本市場においては「株式」という金融商品として、日本だけではなく世界中の企業との競争、日本の株式市場と他国、地域の株式市場との競争、さらには、債券など他の金融商品との国際的な競争を行っている状態にあるという発想である。

金融・資本市場に数多存在する金融商品の中から激しい競争に打ち勝ち、投資家から「選ばれる」ためには、投資家が当該金融商品に魅力を感じなければならない。金融・資本市場における他の金融商品との激しい競争の中で、自社株式への投資魅力を持たせるためには、まず上述のように積極的なディスクロージャーを行うことでアカウントビリティを果たしていくとともに、中長期的な経営戦略や資本戦略などについて株主・投資家、さらには他のステークホルダーに対して丁寧に説明することによって、持続的な企業の成長に対する信頼度を高めておくことが重要である。その点においては、例えば最近注目されている「パーパス（存在意義）」に対する考えや、環境・社会課題への取り組み、人的資本投資といった非財務情報の活用も重要となる。

一方、「国際的な競争」という観点では、日本企業の課題の一つとして ROE に代表される相対的に低い収益性があるという認識のもと、手段を選ばず ROE だけを高めれば良いという「ROE 至上主義」に陥ることなく、環境や社会課題への対応とそれらの解決、そして持続的な企業価値向上を標榜する企業価値創造経営を実現していかなければならない。その中で、マルチステークホルダーに十分な分配を行うために資本生産性、収益性を高める（それによって、ROE を国際的な水準に高めていく）という、「株主主権とマルチステークホルダー主権との両立」を図ることが日本企業に特に必要と考える。