

2023年10月30日 全4頁

経営者自社株保有ガイドラインの広がり

株式投資家と経営者の利益共同を構築する仕組みとしての株式保有

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- 上場会社の間で、経営者・取締役が自社株保有を要請する趣旨のガイドラインを策定する動きが広がっている。
- アクティビスト・ファンドから自社株保有ガイドラインの策定を求める株主提案が出される事例も現れており、株価重視の経営を実現するためのインセンティブ構築への関心が高まっている。
- 自社株保有ガイドラインが普及している米国では、社外取締役も適用対象とするのが一般的であるようだが、わが国では社外取締役を適用対象としない場合が多いようだ。

1. 経営者自社株保有ガイドラインとは

およそ5年前の拙稿¹で、経営者による自社株保有の有無や規模は、資産運用機関と上場会社の対話のテーマであり、会社側による対応が求められるようになってきていることを指摘した。この指摘通り、投資先の会社との積極的な対話を行う資産運用機関の中には、株価やPBRの改善に取り組む経営者の報酬構造に特に関心を高めているところがある。実際、上場会社の株主総会でアクティビスト・ファンドからの株主提案の中には、経営者が株主と利益を共同するためのツールとして自社株保有ガイドラインの策定を求めるものも現れている。

経営者自社株保有ガイドラインとは、経営者の役割に応じて一定数の自社株を保有すべきことを求めるガイドラインである。CEOやCFO、COO等の役割ごとに保有株式の目安や期限を定める。その意義・効果や外国の状況、日本の法規制等については、脚注1のレポートに詳述したが要旨は次の通りだ。

- 上場会社が機関投資家と対話（エンゲージメント）を行う際に、経営者の自社株保有の状況やそれに関する方針が題材になることがある。

¹ 鈴木裕「[経営者は自社株を保有すべきか？](#)」（大和総研レポート、2019年1月16日）

- 経営者の株式保有は、株価を重視した経営判断を下すための効果的な動機づけになると考えられている。
- 会社法の明文で取締役が株式保有を義務付ける国はさほど多くはないが、各社の経営者や取締役に法的な拘束力のないガイドラインで、自社株保有を求める対応をとっている国は少なくない。
- わが国では、取締役に自社株保有を義務付ける定款規定を設けることは会社法上禁じられているが、各社の自発的な対応として自社株保有ガイドラインを設ける例は散見され、機関投資家の期待に応える取り組みとして、参考になるだろう。

2. 自社株保有ガイドライン設定を求めるファンド

経営者の報酬に関連する株主提案は、従来報酬額の個人別開示を求めるものが多く付議されてきたが、2021年前後から変化が生じている。経営者報酬制度の設計にかかわる議案がアクティビスト・ファンドから出されるようになった。2021年（2020年7月～2021年6月）の株主総会では4社で譲渡制限付き株式報酬制度の導入を内容とする株主提案があったが、2022年にはこれが13社に増えた²。

2023年には、取締役の自社株保有に関する規程を設けるべきとする株主提案も出るようになっており、ファンド等の中で株価引き上げのために経営者をいかに動機づけるかが関心の的になりつつあることがわかる。経営陣と投資家の長期的な利益を一致させるために最も重要なものが、経営者や取締役による株式保有であるとする米国の投資家向け調査結果³もある。

また、東京証券取引所から上場各社に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」⁴が求められるようになってきている。この「取組みの一環として、**役員報酬の算定に資本収益性や企業価値の改善に関する指標を含める**など、持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして、**経営陣の報酬制度を活用**していくことが考えられます。」とされている。経営者が株価を意識する動機があることを明らかにする仕組みとして、株式報酬制度と共に経営者株式保有ガイドラインの導入が広がっているように見える。

このような投資家側からの要求や、東証からの対応要請もあり、報酬の一部に株価連動型を導入する動きは強まり、また経営者に自社株保有を求める社内規定の整備も広がりを見せているものと思われる。

² 公益社団法人商事法務研究会「株主総会白書」2021年版（『旬刊商事法務』No. 2280（12月5日号））と2022年版（『旬刊商事法務』No. 2312（12月5日号））による。

³ Daniel J. Edelman Holdings, Inc. “[The 2020 Edelman Trust Barometer Special Report](#)”

⁴ 東京証券取引所「[資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について](#)」（2023年3月31日）

3. 自社株保有ガイドラインの事例

脚注 1 のレポートで、経営者自社株保有ガイドラインの策定例を紹介した当時は日本の上場会社の事例を探すのは難しかったが、その後少なからぬ上場会社が導入に踏み切っている。図表では、保有すべき株式の数量や、保有継続期間を明示している事例をいくつか示した。

図表：自社株保有ガイドラインの事例

社名	ガイドラインの概要		
村田製作所	<p>【業務執行取締役(社外取締役、監査等委員である取締役を除く取締役)に適用】</p> <p>当社は、ステークホルダーとの価値共有強化の観点から、業務執行取締役に対して、当社株式を以下に定める目標の通り保有することを推奨しています。</p> <ul style="list-style-type: none"> 代表取締役社長: 当該役位就任後 5 年以内に、固定報酬の 2.0 倍に相当する株式を保有することを目標とする その他の業務執行取締役: 当該役位就任後 5 年以内に、固定報酬の 1.5 倍に相当する株式を保有することを目標とする 		
コンコルディア FG	<p>【「取締役等」とは当社および子会社の取締役(社外取締役を除く)のこと】</p> <ol style="list-style-type: none"> 当社および子会社の取締役等は、自己の役位に応じた基本報酬の1年分に相当する当社普通株式等の取得を目指す。 当社および子会社の取締役等は、在任中に取得した当社普通株式および潜在的に保有する普通株式を継続して保有する。なお、信託契約の定めに従い、信託内で換価される当社普通株式はこの限りではない。 		
三菱電機	役位	保有目標金額(当該役位就任後、4 年以内に達成を目指す保有金額)	
	執行役社長	基本報酬(年額)の	1.3 倍
	専務執行役		1.0 倍
	常務執行役		0.8 倍
三井物産	対象	種別	自社株保有目標
	社内取締役	代表取締役社長	基本報酬(年額)の 3 倍相当の当社株式の保有
		その他の取締役	基本報酬(年額)相当の当社株式の保有
LIXIL	<p>2024 年 3 月期より、株式保有ガイドラインとして、執行役が在任期間において保有する自社株式数の目安を以下の通り定めています。</p> <p>代表執行役: 基本報酬の額の 3 倍、その他の執行役: 基本報酬の額の 1 倍</p>		

三菱商事	当社ではストックオプション行使により取得した株式を含め、持株ガイドラインを定めることで、在任中は株式を保有することを基本方針とし、役位に応じて定めている基本報酬の 200～300%程度に相当する価値の株式数を超えるまでは売却を制限しています。
------	---

(出所) 各社の公表資料をもとに大和総研作成

4. 社外取締役の自社株保有

日本では、経営陣を対象とした自社株保有ガイドラインの適用対象に、社外取締役を含めない例がよく見られる。これは、社外取締役は、経営の監視が使命であって、株価の変動に利害関係を持つべきではないと考えられているからだと思われる。業績連動型株式報酬などについても社外取締役に付与することに反対する議決権行使方針を有する機関投資家が少なくないのは、経営を監視する役割を社外取締役に期待しているからであろう。こうした一部の機関投資家は、社外取締役が自社株を保有することに警戒感を覚えるかもしれない。

しかし、米国の事情はこれとはかなり異なるようである。自社株保有ガイドラインの適用対象に社外取締役が含まれるのはごく一般的なようだ⁵。これは、社外取締役といえども、株価に対して無関心であるべきではないと考えられているからだろう。

CGS ガイドライン⁶では、「社外取締役の報酬について、… (中略) …自社株報酬など、インセンティブ報酬を付与することも考えられる。」(p. 65) としており、この趣旨を踏まえれば、社外取締役にも自社株保有を求めることに問題はないはずだ。しかし、実際には株式報酬を社外取締役に付与することは稀であり、自社株保有ガイドラインでも社外取締役を適用対象とはしないのが通例だ。この点は、今後、経営者自社株保有ガイドラインが一層の普及を見せることになれば、新たな検討が必要になるかもしれない。

⁵ Meridian Compensation Partners, LLC “[Stock Ownership Guidelines](#)”

⁶ 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 \(CGS ガイドライン\)](#)」(2022年7月19日)