

2019年1月16日 全7頁

# 経営者は自社株を保有すべきか？

## 自社株保有ガイドラインの策定の検討を

政策調査部 主任研究員  
鈴木裕

### [要約]

- 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。
- 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株式保有を義務付ける国はさほど多くはないが、法的な拘束力のないガイドラインで、各社の経営者や取締役に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。

## 機関投資家が求める株主と経営者の利益共同

機関投資家と上場会社の対話促進を主な目的の一つとする日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードが2014年と2015年に相次いで策定され、それぞれ初回の改訂を終えた。コーポレートガバナンス・コードでは、経営者報酬は、「持続的な成長に向けた健全なインセンティブ」となるように設計すべきであるとされており、これは改訂の前後で変更はない。主な改訂点は、決定手続きについて、「客観性・透明性ある手続に従い、報酬制度を設計し、具体的な報酬額を決定すべきである。」（補充原則4-2①）と付け加えられた程度だ。

コーポレートガバナンス・コードの改訂と同時期の2018年6月に金融庁から公表された「投資家と企業の対話ガイドライン」は、機関投資家と企業の対話において、重点的に議論することが期待される事項が取りまとめられたもので、その中には「経営陣の報酬制度を、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた健全なインセンティブとして機能するよう設計し、適切に具体的な報酬額を決定するための客観性・透明性ある手続が確立されているか。」（3-5）

とある。企業と機関投資家が経営者報酬の在り方について対話することが期待されているのである。

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）」（平成 29 年 3 月 31 日策定、平成 30 年 9 月 28 日改訂）は一層明確に、「経営陣の報酬体系を設計する際に、業績連動報酬や自社株報酬の導入について、検討すべきである。」と指摘した。「自社株を保有することにより、経営陣と株主の価値共有に資するというメリットもある。」とも記されており、株主と経営者が株価変動に伴う損得を共通にすることが期待されているといえるだろう。自社株を十分に保有していないため、株価が上がるが下がろうが自分の損得とは関係がないようにみえる経営者に対して、株主として不審感を覚えるのは、理由がないことではないだろう。

こうした中で機関投資家と上場会社が対話を行えば、経営者の報酬や自社株保有の状況が話題に上るのはごく自然だろう。機関投資家の中には、経営者が自社株をどの程度保有しているか、保有に関する基準を設けているかなどを問う動きがあるようだ。

## 経営者の自社株保有に期待される効果

経営者が自社株を保有していれば、株価を引き上げる経営を実現することが経営者自身にとっても利益になるので、株主である機関投資家等は、経営者の自社株保有を促そうとしているのだが、実際にそのような効果があるか、については、すでに実証的な調査研究が数多く行われている。Morck, Shleifer, and Vishny (1988)<sup>1</sup>をはじめとするこれまでの研究は、比較的規模の大きな企業を対象として行われてきた。これによれば、経営者が自社株を一定の水準まで多く持てば持つほど企業価値は高く評価されるという。Morck らは、経営者の株式保有が増えるにつれてトービンの Q も上がるが、保有量がある程度の水準になると、Q は頭打ちになり、それ以上株式保有が増えると逆に Q が低下すると主張している。企業価値増大の程度や測度、また経営者の保有比率がどれほどになった時に価値増大が止まるのかは、研究によって差異があるが、大まかな傾向を記せば図表 1 のような関係になることを想定している。

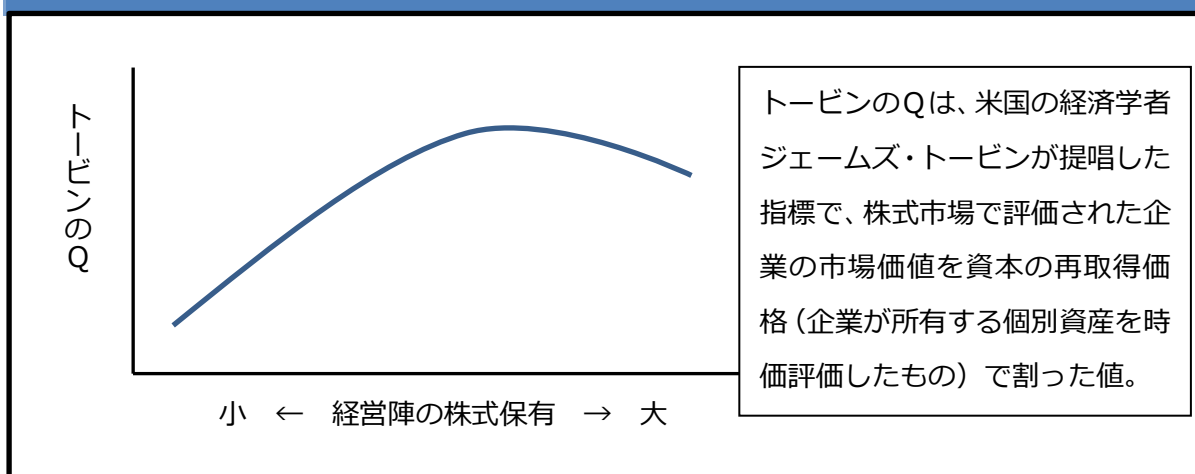
なお、経営者の保有率がある程度の量を超えると Q が低下する理由は、経営者の株式保有量が相当な量にあると、経営者が他の株主の圧力に抵抗することができるようになり、その結果企業価値を高めるよりも私的な利益を追求するようになるからではないか（エントレンチメント効果）と説明される。

このような仮説に依拠するならば、経営者の株式保有が不十分だと思われる場合、ある程度の株式保有を促すことによって、企業価値が高く評価されるようになるだろうと期待できる。機関投資家が経営者の株式保有の状況や方針に関心を持つのはこうした考え方によるものだろう

<sup>1</sup> Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (1988) "Management ownership and market valuation: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics* 20, pp. 293-315.  
<https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/mgt-own-mkt-val.pdf>

う。

図表 1 経営陣の自社株保有と企業価値の関連(イメージ)



(出所)大和総研作成

しかし、最近の研究<sup>2</sup>には、経営者の株式保有はむしろ企業価値を減じるのではないかと指摘するものもある。会社の規模がある程度大きな場合には、過去の研究通り経営陣の株式保有と企業価値評価に比例的な関係が認められるが、調査のサンプルを広げ、中堅上場会社にまで広げると逆の結果になるという。このことから、同じように経営者の株式保有量が多くても、各々の会社の上場前後の環境によってその意味合いに相当な違いがあることが推察される。経営者の株式保有量が多くてもQが小さな企業は、上場前後の評価が低く、創業者グループ(多くの場合は株式を保有する経営陣でもある)が株式を売却する機会を逃したからではないかと思われる。評価が十分に高ければ、株式を売却して、経営者の株式保有量は小さくなるはずだからだ。このように、経営者の株式保有の状況は、過去の経緯に相当影響されているので、株式保有を増やせば企業価値評価が高まるとする単線的な推論には慎重になるべきなのだろう。

## 欧米における経営者株式保有ガイドライン

英国、米国、フランス、日本の会社法における、取締役の株式保有義務についての規定の変遷の関しては出口(2008)<sup>3</sup>が詳しい。これによれば、英国と米国の過去の会社法は、取締役が株主であることを必須としたこともあったが、現在は、取締役資格と株主資格を連結させるか否かは、各社の判断に委ねているとのことだ。一方、フランスでは、1867年会社法の制定以来、

<sup>2</sup> Fabisik, Kornelia and Fahlenbrach, Rüdiger and Stulz, Rene M. and Taillard, Jérôme, Why Are Firms With More Managerial Ownership Worth Less? (December 4, 2018). Fisher College of Business Working Paper No. 2018-03-024; Swiss Finance Institute Research Paper No. 18-75; European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 587/2018. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3295797> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3295797>

<sup>3</sup> 出口哲也「取締役資格と株式保有要件」(『法と政治』59巻1号、関西学院大学法制学会(2008年4月)、pp. 59-183)

株式会社の取締役が自社株式を保有することが義務付けられている。

こうした法規定の違いはあるが、欧米では経営者の株式保有比率が上がれば企業価値への評価が高まるとの期待から、経営者の株式保有に関するガイドラインを策定する上場企業は少なくない。

## ① 米国

米国の大手上場会社 200 社を対象にした調査（2017 年時点）<sup>4</sup>では、99%が経営者株式保有ガイドラインを策定しているとのことだ。要求する株式保有量は、株数ではなく、年間基本報酬の倍率で示されるのが普通なようだ。3 倍程度から 10 倍程度まで定められることが多く、現在では 6 倍が標準的とされている。この倍率は、上昇傾向にあるようだ。この標準的な倍率を超えて、自主的にさらに多くの株式を保有する経営者もいるようで、一般には好ましい取り組みと考えられているが、多すぎる株式を持つことによるエンブレチメント効果を警戒する見方もあるだろう。

株式保有ガイドラインの対象は、CEO だけでなく、他の業務執行役員（Named Executive Officers, NEO）、具体的には CFO や COO も含まれる。CFO や COO には、基本報酬の 3 倍程度の自社株保有を求められるようである。

## ② 英国

英国は米国同様、取締役の株式保有に法的な義務規定を設けていないが、英国の株価指数 FTSE250 を対象とした調査（2017 年時点）<sup>5</sup>によると、経営者に株式保有を義務付けている会社は、約 90%になるとのことだ。

義務付けられる株式保有量は、年間報酬の倍率で表現されるのが普通で、CEO については 2 倍～3 倍を、他の役員（CFO や COO）では 2 倍を下限として規定することが多い。ただし、CEO のほぼ 53%、他の役員のほぼ 30%はすでに、報酬額の 5 倍を超える株式を保有しているとのことだ。

保有規定の履行までの猶予期間を定める場合には、5 年以内とすることが多い。

<sup>4</sup> Meridian Compensation Partners, LLC “2018 Corporate Governance & Incentive Design Survey (Fall 2018) <http://www.meridiancp.com/wp-content/uploads/Meridian-2018-Governance-and-Design-Survey-1.pdf>

<sup>5</sup> The Deloitte Academy: Promoting excellence in the boardroom “Your guide | Directors’ remuneration in FTSE 250 companies” (October 2018) <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/tax/deloitte-uk-tax-your-guide-directors-remuneration-in-ftse-250-companies.pdf>

### ③ ドイツ

ドイツでは、取締役の株式保有義務を定める会社は少ないようだ。2016年時点で株価指数のDAX30構成銘柄の中では、4社が基本報酬の倍率を示す方法で保有数量を定めているにすぎない。また、コーポレートガバナンス・コードでもこの件に関する規定は設けられていない。<sup>6</sup>

### ④ フランス

フランスでの取締役の株式保有義務に関する立法においては、多くの変遷を経て、取締役は会社が定める数量の株式を保有すべきとされている<sup>7</sup>。保有義務はあるが、定め方によっては、1株で足りることもある。またコーポレートガバナンス・コードでは、さらに図表2のような規定が置かれている。

株価指数のCAC40の構成銘柄（2016年時点）では、保有数量の定め方として、基本報酬の倍率によって株式保有量を定めるのが8社で、具体的な株数を示すのが27社であったという<sup>8</sup>。

図表2 フランスのコーポレートガバナンス・コード

#### 23.2.1. 株式保有の要請

取締役会議長、最高経営責任者、副最高経営責任者、マネジメント・ボードのメンバーそして株式会社資会社の法定経営者は、取締役会またはスーパーバイザリー・ボードが定期的に決定する相当数の株式をその任期が終了するまで登録株式として保有するよう義務付けられている。当該株式は、行使されたストックオプションまたはパフォーマンスシェアで構成することもできるが、株式数は相当数におよばなければならない。必要に応じて取締役会が決定する水準まで増やさなければならない。

[その際、]取締役会は、各業務執行取締役に対して、年間報酬額に準拠する方法や相当数の具体的な株式数、(ストックオプションまたはパフォーマンスシェアの行使から生じる株式の場合には、)税金・社会保険料・取引費用を控除後のキャピタルゲインの相当な割合、またはこれらの組み合わせによる水準を提示することができる。

当該水準は、潜在的な業績要件に対応可能である必要があり、少なくとも改選のたびに業務執行取締役の状況を踏まえて定期的に見直さなければならない。

(出所)金融庁コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議(第1回)参考資料4-1「フランス・コーポレートガバナンス・コード(仮訳)(2013年6月改訂)」(平成26年8月7日)

<sup>6</sup> DirectorInsight “CEO SHAREHOLDING GUIDELINES How Europe is catching up” (September, 2017)  
<https://cglytics.com/wp-content/uploads/2017/09/Shareholding-Guideline-Europe.pdf>

<sup>7</sup> 脚注3の資料参照

<sup>8</sup> 脚注6の資料参照



## 日本における取締役の自社株保有

わが国においても過去の会社法（旧商法）では、取締役は株主でなければならないと定められていた<sup>9</sup>が、現在は、公開会社にあつては、そのような定款規定を設けることは禁止されている。米英でも、そのような規定を撤廃する対応がなされてきたが、わが国ではさらに進めて会社が自発的に定款で株式保有義務を定めることをも禁じている点（図表 3）は特徴的であろう。そのため、米英で一般化している、会社ごとに定める株式保有ガイドラインさえ、あまり普及していない。

取締役が株主でなければならないとの規定を廃止したのは、一般的に、公開会社の取締役としての適材を株主以外にも広く求めるためであるとされている。学説の中には、単に廃止するだけでなく、「取締役が株主でなければならない旨を定款で定めることができない」とまでしていることについて、疑問を呈するものもあるが、現行法である以上、従わなければならない。

**図表 3 取締役の資格を株主に限定することに関するわが国の会社法規定**

### 第 331 条 第 2 項

**株式会社は、取締役が株主でなければならない旨を定款で定めることができない。ただし、公開会社でない株式会社においては、この限りでない。**

もともと、会社法は、「定款で定めることができない」としているのであつて、各社がガイドラインで取締役に株式保有を求めることまで禁止するものではないだろう。経営者報酬に関して日本取締役協会が発行するガイドライン<sup>10</sup>では、「役員 of 自社株保有を強制する株式保有ガイドラインを設定し、『CEO で基本報酬（年額）の 3 倍以上の自社株式の保有』を目標とする。」などの例が紹介され、「また欧米と比較して著しく低い役員 of 自社株保有も早急に見直されるべきである。役員が一定数の株式を保有し、常に株主とアップサイドポテンシャルとダウンサイドリスクを共有することは極めて有効である。」との解説がつけられている。

わが国の上場会社の中にも、取締役の自社株保有ガイドラインを策定しているところがないわけではない（図表 4）。

取締役（候補者）や監査役（候補者）の自社株保有状況は、株主総会の招集通知に「候補者の有する当該株式会社の株式の数」として記載しなければならない。同様の情報は有価証券報告書にも記載されるし、その他任意の開示資料の中にも見いだせる場合がある。株主はこれを見て、取締役や監査役が株価の変動に対して十分な関心を抱く動機を持っているかを推し量るのである。

経営者が自社株を保有していない場合や保有量が少なくみえる場合には、株価の行方に弱気

<sup>9</sup> 脚注 3 の資料参照

<sup>10</sup> 日本取締役協会投資家との対話委員会「2016 年度 経営者報酬ガイドライン（第四版）」（2016 年 10 月）  
[http://www.jacd.jp/news/comp/161026\\_01.pdf](http://www.jacd.jp/news/comp/161026_01.pdf)

であることのシグナルとなるし、株価を引き上げる努力を払うかも疑問になる。そのため、上場会社と対話を試みる機関投資家の関心事項の一つに、経営者や取締役の自社株の保有状況や保有を促す方針が含まれることになる。これに応えるには、そのような方針を自社株保有ガイドラインなどの名称で示すか、説明を行うことが期待される。わが国では、会社法の規定を盾に自社株保有の義務付けに消極的な姿勢をとったとしても一応の説明にはなるが、機関投資家の納得を得ることは難しいだろう。

機関投資家と上場会社の対話が活発化する中で、経営者の自社株保有状況の把握は容易であり、対話の材料が得やすいことや、諸外国とわが国の企業の取り組みに明確な違いがあることなどを考えれば、対話の題材として取り上げやすいのではないだろうか。今後、上場会社には、この点についての説明の準備を整えておく必要が生じているように思われる。

図表 4 自社株保有ガイドラインを設けている事例

コニカミノルタ	社内取締役と執行役を対象に、株主様の目線に立った業績向上や株価上昇への意識を更に高めるため、「中期業績連動株式報酬(執行役対象)」及び「中期株式報酬(取締役対象)」を導入するとともに、「自社株保有ガイドライン」を設けています。 <a href="https://www.konicaminolta.com/jp-ja/investors/management/governance/01-01.html">           &lt;&lt;https://www.konicaminolta.com/jp-ja/investors/management/governance/01-01.html&gt;&gt;         </a>
TDK	なお、当社は「自社株保有ガイドライン」を定め、役位別に定められた一定数以上の当社株式(株式報酬型ストックオプションを含む)を当該役員が保有するよう、努めております。 <a href="https://www.tdk.co.jp/corp/ja/ir/tdk_management_policy/governance/remuneration/index.htm">           &lt;&lt;https://www.tdk.co.jp/corp/ja/ir/tdk_management_policy/governance/remuneration/index.htm&gt;&gt;         </a>
タダノ	2005年6月の定時株主総会の終結をもって、「役員退職慰労金制度(対象:取締役・監査役・執行役員)」を廃止し、株主を重視した経営をより一層徹底することを目的として、役員報酬の一部を役員持株会利用の自社株取得に向けた「役員自社株保有ガイドライン(対象:取締役、執行役員、内容:役位に応じて、年間報酬総額1~2年分に相当する時価総額の自社株式取得)」を新設しました。 <a href="http://www2.tse.or.jp/disc/63950/140120181116438622.pdf">           &lt;&lt;http://www2.tse.or.jp/disc/63950/140120181116438622.pdf&gt;&gt;         </a>

(出所) 各社の<>内の URL にある公表資料をもとに大和総研作成