

# 投資家にとって「望ましい市場」となるために

神山直樹 日興アセットマネジメント(株)  
チーフ・ストラテジスト

## ◆ Summary ◆

日本株市場が上場企業を中心とした「望ましい市場」となるために、経営者自らが主体となって、コード改訂や市場区分見直しの機会を利用し、社会と投資家(株主)の望む成果をもたらすように自社が動いているか確認し、そうなるように少数株主保護の仕組みを作り社外取締役を選任するなどを含む経営の施策を打ち出していくことを期待する。

## 《はじめに》

投資家<sup>①</sup>は、上場企業が、高い利益率を志向し、リスクテイクや意思決定を機動的に行い、ESGなど社会課題解決への貢献を通じた利益機会の発見力を高めることを期待している。日本株市場が望ましい上場企業群中心の市場になるためには、担当者が単にプライム市場入りの条件やコーポレートガバナンス・コード(以下「CGコード」という。)の準拠などの形式基準を満たそうとするのでは不足である。日本企業の経営者の多くが自ら主体となってCGコード改訂や市場区分見直しの機会を利用し、社会と投資家(株主)の望む成果をもたらすように自社が動いているか確認し、そうなるように少数株主保護の仕組みを作り社外取締役を選任するなどを含

む経営の施策を打ち出していくことが求められる。市場の仕組みの改革が日本の上場企業の多数の経営者の意識と行動の変化につながるのであれば、日本株市場は、投資家にとって「望ましい市場」となるだろう。

なお、本稿の内容は筆者の所属組織を代表する意見ではなく筆者個人による。スチュワードシップ研究会メンバー等から多くの有益なコメントをいただいたが、もとよりいかなる誤りも筆者による。

## I 市場区分変更への期待の背景

東証の市場区分見直しの目的は、上場企業の長期的な稼ぐ力を持続・増強することであり、望ましい企業群をプライム市場と名付けてそれをけん引する役割を期待することと考える。つまり、単に主要企業がプライム市場入りの条件やCGコードの準拠などの形式基準を満たせばその目的を達成できるというわけではない。では、なぜ今、市場区分見直し、2021年改訂CGコード、会社法改正などで、政策保有株式を含む少数株主保護問題や社外取締役の増員などが求められているのか。日

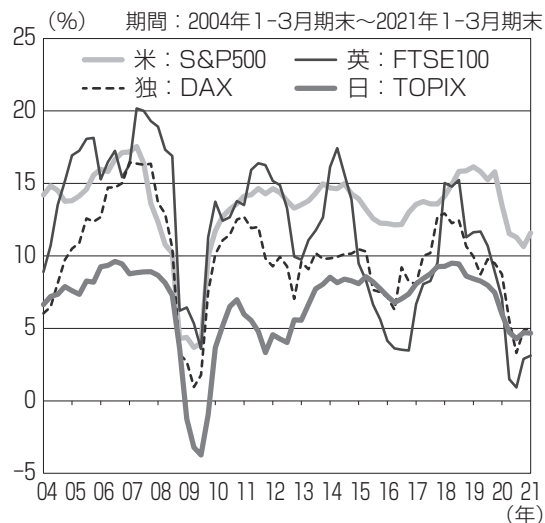
本企業は、社会が期待する「稼ぐ力」の先進主要国比の劣位をはねかえし、個々人の生活をさらに豊かにすることが求められる。このために、日本の平均的な上場企業が、プライム市場入りの条件やCGコードの準拠などの形式基準を満たそうとするインセンティブを利用して、さらに稼ぐ力を強めることが期待される。コロナ禍の影響などが国や地域によって異なるものの、この15年程度の先進各国のROE水準において、日本は長期に劣後している（図表1）。

市場区分見直し、2021年改訂CGコード、会社法改正などがもともと問題にしていたこと、課題はなんだったのか。これは安倍政権時に提示されたいわゆる伊藤レポート<sup>(2)</sup>に示されているように、稼ぐ力を強くすることであった。裏返せば、日本の上場企業が、高い利益率を志向し、リスクテイクや意思決定を機動的に行っていないという株式投資家を含めた社会からの課題提示が様々な制度見直しの理由だと考える。

これにESGなど社会課題解決への貢献を通じた利益機会の発見力を高めることへの期待が加わった。欧州で高まった企業の行動への規範性としてのESGは、CSRやチャリティとは異なる。株式投資家は、E（環境）、S（社会課題）、G（ガバナンス）を現代の企業のマテリアリティ（重要課題）として選び、企業と対話する。企業は、未来のあるべき世界の姿からバックキャストして自らの事業領域を再構成していくことを促す。企業は、具体的に長期的な売上増、コストやリスク削減につなげる事業選択・効率と成長へのプランを立てて実行する。

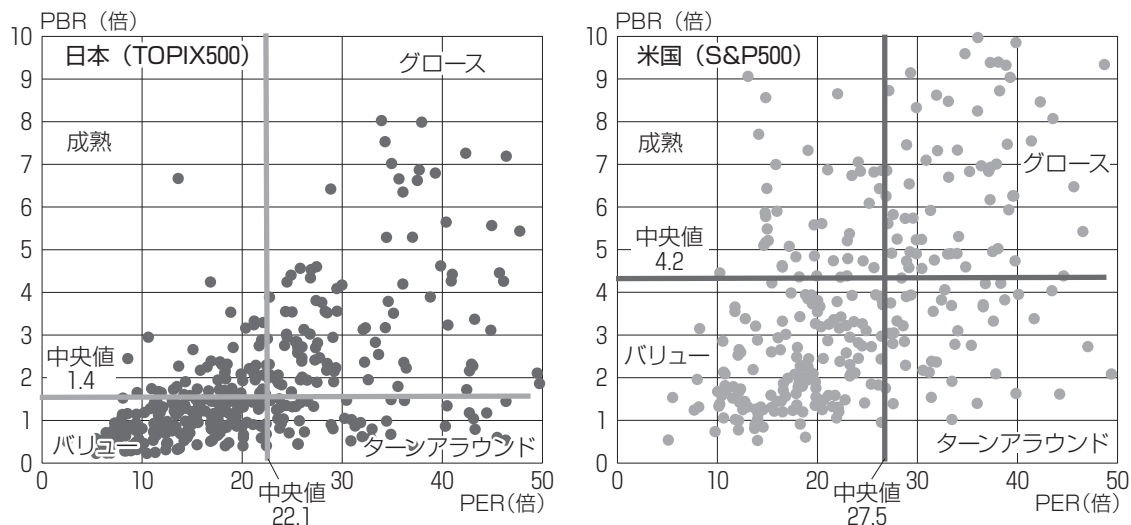
望ましい株式市場とは、株式会社のリスク

〔図表1〕 グローバルのROE比較



に応じて適切なリターンが期待できる市場である。成熟産業に属する企業であれば成長率期待は低い（低PER）としても、高ROE（高PBR）を維持し高い配当を実現（設備投資等が大きくないはずなので配当が大きくなければ高いROEを維持できない）することでリスクに応じたリターンを株主に与えるだろう。既存事業の高い利益率（高PBR）をさらに規模拡大や新規事業への投資に費やすと期待できる成長産業・企業であれば、分配と成長期待（高PER、成長実現による株価上昇）からリスクに応じたリターンを株主に提供するだろう。ターンアラウンドにある産業・企業は、厳しい状況で目先の利益がしばらく低い（低ROE≒低PBR）が、今後急回復が見込める（高PER）特殊事情ということができる。バリュー企業は、基本的に成長期待が薄い（低PER）うえに利益率が低く（低PBR）厳しい業態にあり、景気サイクルの上下動で株価が上下するため、市場参加者は長期に保有するよりも、景気サイクルにしたがって売

〔図表2〕 株式市場の評価としての日米のスタイル分布比較



(※) 図からは外れ値を除いて見やすくした。

(出所) 信頼できると判断したデータをもとに筆者作成

買する対象とせざるを得ない。

少なくとも米国に比べ、日本市場が全体としてバリューストック状態にあることは明白であり、持続性の高い株式市場ひいては経済とはいいがたい(図表2)。これに類する分析に、加賀谷(2020)<sup>(3)</sup>があり、ROICとトービンのQで世界の株式会社を5分位にしてQとROICがともに高い企業群を「価値創造」群、Qは高く、ROICが低い企業群を「成長」群、Qは低く、ROICが高い企業群を「還元・回収」群、QもROICもともに低い企業群を「再生・改革」群としたうえで、日本には成長や価値創造に属する企業が少なく、再生・改革に属する企業(相対的に低収益かつ低成長期待)が多いことを指摘している。

日本企業が米国企業の経営手法の真似をすることは必要ではないが、「望ましい市場」においては、価値創造や成長期待の大きい企業が多く、シクリカルな業況では、還元が十分(成熟)か急回復を期待されるターンアラウンドの企業が多いほうがよい。バリューストック

(加賀谷(2020)では「再生・改革」期待)企業が長らくその状態を維持してしまう日本株式市場は「望ましい市場」ではない。

株式投資家は、企業を比較し選別する。経営の専門家ではないが、利益を配当せず内部留保することを認めることで、効率と成長のために利用するように経営者に追加の資本を託する。毎年の内部留保は株主からの資金調達である。それゆえ株主となった投資家は議決権を通じて経営者を選ぶ権利を行使する。選別する主体としての投資家は、選んで投資した企業にスチュワードとしての責任を負って行動する。市場区分変更に関わる投資家の期待が経営者に伝わり、多くの企業が「再生・

#### Profile

かみやま・なおき◇2015年1月より現職。2000年から外資系証券で日本株ストラテジスト歴任。1985年日興証券株式会社(現SMBC日興証券株式会社)、一橋大学経済学部、ニューヨーク大学経営大学院MBA、シティ経営大学院(ロンドン大学)Ph. D. CFA, CMA, 証券アナリストジャーナル編集委員、投資家フォーラムおよびスチュワードシップ研究会の運営委員。

改革」を文字どおり実行すれば、日本市場は、世界に伍する「望ましい市場」に近づかずだ。

## II 少数株主保護強化を期待する理由

本稿では、日本での少数株主保護問題として政策保有株式と親子上場子会社を取り上げる<sup>(4)</sup>。もしも政策保有が一般株主の力を削ぐためにあるのであれば、株主の望む稼ぐ力も削ぐものとなっていると思われる。円谷(2020)は「政策保有株式(株式持合い)は多く持つほど利益率が低」と結論している。それらの企業では取引関係の「維持」「強化」が保有理由の上位としているが、結果として利益率が低く「株式持合いによって会計数値を変化させるだけの取引関係の維持・強化はなされていない」ことから、企業経営が過剰な競争や調整ゆえに近視眼化し、中長期視点での経営改善から目を背けていないか、持合いは経営改善の足かせではないかと懸念する。

親子上場においては、上場子会社の株主が親会社株主に価値移転が起ころうと懸念するだろう。親会社が子会社に利益率が低い業務を現状維持のために引き受けさせる例がその典型となる。子会社に半端な仕事をさせて親会社の株主に子会社の株主の利益を移転することになるのであれば、その上場子会社を100%子会社としてしまえば利益相反はなくなる。主要業務を担っていない子会社であれば、M&A等でより高い価値を期待できる相手に売却し、その資金でより重要な事業に進出すべきだ。こうして企業はより利益率や成長期待の高い事業を増やしていくことができ

る。

そこで、多くの政策保有株式を意図的に維持したい場合や親子上場の子会社である場合、親会社取引または政策保有株式の監視委員会を社外取締役過半数で立ち上げることを提案したい。これは、親会社の意向や政策保有が取引先を不必要に挟める、取引価格を相手に有利にするなど、より適切な取引機会を封じているかどうかを確認し、そうでないことを表明する組織である。

裏返していえば、取締役会にいかなる価値移転もないと表明ができるのであれば、親子上場や政策保有株式にさほど意味がないことに気づくことになる。その取引先等が最も適切であれば中途半端な政策保有ではなく関連会社とするか、保有そのものに興味がなければ契約を適切に結ばばよい。取引関係の維持・強化のために政策保有を使うことで契約コストの削減となるとすれば、未来の経営者が他の取引先を避けることを通じた現状維持努力によって機会コストを株主に押し付けていることになる。

これが「少数株主保護」(政策保有株式削減や親子上場子会社のモニター強化)を通じて企業が稼ぐ力を強める可能性があるを期待する理由である。ただし、円谷(2020)も指摘するように、これに該当する企業群は東証上場企業の大多数とはいえない点には留意しておきたい。

## III 株式投資家が期待する社外取締役の役割と業務

ステータスとして親しまれてきた東証一部に属する企業が、市場区分見直しにあたりプ

ライム市場に残ろうとすれば、2021年改訂のCGコードに規定された「取締役の3分の1を独立社外取締役とする」ことを志向せざるを得ない。その他の上場企業も独立社外取締役を2名とする必要があり、「推計では指針（CGコード）改定後に約1,000人の独立社外取締役が不足する見通し」<sup>5)</sup>とされる。

そこで、経営者と独立社外取締役（およびその候補者）が、株主が求める独立社外取締役への期待の共有を通じて、独立社外取締役の役割・業務内容とそれに必要なスキルや知識等に共通認識を形成することを提案する。株主は、取締役を株主総会で選ぶという意味で「雇い手」である。その一般的な期待を共有することで、単なる上場ルールや市場区分の必要条件としての最低条件のクリアではなく、より制度の趣旨に応じた対応が実務的に進行し、企業の長期的な稼ぐ力の向上に役立つことになる。

具体的に、株式投資家が独立取締役を期待する役割は、取締役会の素早い意思決定やリスクテイクの後押し、少数株主保護のモニター等である。その目的を達成するための主要な業務は、指名、報酬、監査（モニタリング）となる<sup>6)</sup>。これは委員会設置会社がそうであるからではない。監査役会設置会社でも当然同様の課題が独立社外取締役にとって重要な業務となるはずだ。ここでの監査（モニタリング）とは、会計監査ではなく、経営計画などで期待された財務・業績などが結果につながっているかをモニターし、次の行動につなげていくことである。

## 1 指名

まず、指名について考える。次の社長を選ぶ

としても、社外者が選ぶのは難しいのではないかの疑問が経営者側に多い。遠藤俊英氏がいうように、「トップ選びの手順を踏んで」、後継を選ぶ執行側の説明を聞き、適切かを判断することが重要である<sup>7)</sup>。日本においては、しばしば最も適切な人ではなく、性格が穏やかでバランスを取る「お神輿に乗る人」が好まれる（古田・古田、2020）。稼ぐ力の観点からは、現状維持的な経営となり適切な人選とはならないことも多い。また、業況が厳しい時には果敢な行動をとる人が好ましいが、その後の安定期には調整型が望ましいなどの業況変化を考える必要もある。そこで指名について、社長の命令系統・配下でない社外取締役が中心となって、その会社にとって最も適切な経営者を選ぶ「仕組み」や「手順」を作り、状況に応じた適切な選択がなされるように導くことが望まれる。経営者という専門性が求められない日本では、その仕事をするための人材をマーケットから探すということは少ないだろう。社内での選別が現実的だとすれば、社外取締役は、特定の「人」よりも「指名する仕組み」を用意することがまず重要だろう。

## 2 監査

次に、監査について考えよう。監査は会計監査ではなく、経営のモニターであり、PDCAサイクルに例えれば、執行役のD（Do：業務執行）が取締役会で同意された経営計画（P：プラン）等に沿って適切に行われたかのチェック（C）を行い、次の戦略のプランにつなげるサイクルの一翼を担う。PDCAの中で、経済状況、競争環境などを踏まえて、執行側が適切に戦略を実行し、業績として成

果を得ているのかを評価することはそもそも取締役の重要な役割と考えられる。しかし、社長の命令系統の下で戦略や業績の評価を行うことと、命令系統の外にいる社外者がそれを行うことでは違いがある。たとえば、内部者では「現経営陣が選んだ戦略以外の戦略であればより良かった可能性」を指摘することは難しい。適切なチェックが、稼ぐ力をより高めるだろう。

### 3 経営者報酬

最後に、経営者報酬について考える。社外取締役は、執行側の社長以下経営陣への報酬のあり方を考えることをリードすると期待される。ここでも、社長を含む執行役や内部取締役の1人ひとりの報酬をいくらにすべきかよりも、何を目的に経営が行われているかの議論を背景に、報酬を「どう決めるのかの仕組み」すなわち決定方針を策定することが重要となる。うまくいっている企業についてもその未来をさらに確かなものにするために、仕組みづくりは必要だろう。

銭谷・三橋・神山（2020）が投資家として述べるように、「これがいちばん」という仕組みがあるわけではない。たとえば、健康で成長が望まれる企業であれば、執行役について業績に応じて増減する報酬が望ましいかもしれない。しかし、リストラに大ナタを振るう必要に迫られるほど業況が厳しい企業であれば、リストラ費用の大幅計上で赤字化する場合でも、目先の短期的収益悪化によらず、その実行力に多額の報酬を支払うべきかもしれない。環境に合わせてフレキシブルに仕組みを選ぶことを含めて、社長の命令系統の下にない社外取締役が、その仕組みと妥当性に

ついて常にモニターすることが望まれる。

### 4 適切な人材とは

ここで、多様性を含め、どんな人材が社外取締役に適切かについて考える。社外取締役は、特に指名、報酬、監査について仕組みを作り、PDCA サイクルを維持することが期待される。このような役割に、女性や外国人がより良いとは一般的・論理的にはいいにくい。しかし、日本の平均的な上場企業で、社内者ばかりの取締役会に女性や外国人が少ないことは間違いない。社内者だけでは現状維持に陥りやすいとすれば、知識や経験のみならず、発想や観点が異なると期待される人々の声を通じて、現状維持からの脱却（もしそうしたいという意味があれば）のきっかけを作る効果が期待できる。

スキルマトリクスはしばしば勘違いされている。「新指針(CGコード)では法律やIT(情報技術)など、取締役が持つスキルを一覧表などで公表するよう促し、知識や経験が偏らないようにする」<sup>(8)</sup>と報じられた。取締役が持つスキルを一覧表などで公表することを促す背景には、社内・社外取締役のスキルが適切に分散していることが求められていることがあると理解<sup>(9)</sup>できる。しかし、これを根拠に業務執行のための不足するスキルを社外から取締役として連れてくるという考えは間違いである。社外者は社長の命令系統にないことが大事なのであって、業務を分担させる対象ではない。社内にはない業務上のスキルを持ってきたいのであれば、本来社長の配下におくべきである。スキルマトリクスは、取締役会が指名・監査・報酬などを通じて経営のビジョンや戦略を形にするため必要なスキル

を持っているかを確認することには有用（そのためのスキルを列挙できるかが重要）だが、本来執行側にあるべきスキルの不足を社外取締役で補うとすれば緊急避難でしかない。

独立社外取締役の選任議案では、候補者がその会社の経営方針やビジョンからすら独立であることを前もって候補者が宣言することを提案する。これは、アクティビストからのコンタクトや敵対的買収の可能性が高まる事態において、独立社外取締役は、社内の論理を越えて企業価値最大化に最善を尽くす必要があるための重要な確認事項である。独立であるとは、社長の命令系統にないことであり、少数株主などの社外者を代表して取締役として社内の状況を監督することが期待されるとの趣旨である。その目的で、監督（モニター）、指名、報酬の仕組みを作ることのリードを期待されていることを「知っている」ことが候補者の最重要の要件となる。独立社外取締役の人選において、表面的な「独立」にこだわり弁護士や公認会計士が選ばれることが多い。法務や監査についてスキルマトリクスを埋めやすいということも理由だろうが、ルールに反しなければよいという態度では、制度の趣旨に反してしまうことになりかねない。

#### IV 最も重要な経営者の参画

上場ルール変更なら法務部、政策保有は総務部、社外取締役選任は人事部の担当などといった対応では、稼ぐ力の向上につながらず、単にコスト増にしかならない。様々な変更を契機に平均的な日本企業の経営者が問題の本質に気づき、稼ぐ力の改善すなわち真の「再

生・改革」に向けて行動することが望まれる。

品質管理は、社長自らが先頭に立つ TQC (Total Quality Control) である必要がある。欠陥品を減らすために工場のライン長になんとかしろといっても不十分で、機械を改造したり、情報システムを変えたりするほうが適切かもしれない。さらにそのために財務部門に資金調達を命じるべきかもしれない。さらに適切な人材を探すことが人事部門に求められるかもしれない。このように、品質改善は、全社的な問題として社長自らが関与することが求められる。日本企業の稼ぐ力の強化を目指すガバナンス改革でもこれと同じことがいえる。経営者が主体となって CG コードなどを通じて与えられる社会や株式投資家が期待することを経営課題として受け止め、そのために必要な経営の打ち手を洗い出し、必要かつ重要なことについて実行していく。現在求められている政策保有の縮減、独立社外取締役の増加、ESG の観点を取り入れる経営と株主との対話などが手段として提示されている中で、本来求めている稼ぐ力、適切なりスクテイク、素早い意思決定などを企業ごとに整理して進めていけば、「日本製」が低品質から高品質の代名詞に変わったように、日本市場の平均的な企業が取締役会の有効性を高めることで真の「再生・改革」を成し遂げ、「望ましい市場」となるだろう。

#### V 結語：株式投資家とのコミュニケーションに期待

東証の市場区分変更自体が平均的な日本企業の稼ぐ力を直接的に強めると期待しているわけではない。東証一部企業がプライム市場

に残ることをクリアすること自体がその企業を変えるケースは少ないだろう。しかし、区分変更や上場ルールとしてのCGコード改訂の目的は、日本の多くの上場企業が、高い利益率を志向し、リスクテイクや意思決定を機動的に行い、ESGなど社会課題解決への貢献を通じた利益機会の発見力を高めることである。インベストメント・チェーンにおいて企業とのコミュニケーションを重視する機関投資家は、スチュワードシップ・コードを企業側のCGコードに先駆けて定め、企業との対話に乗り出した。投資家が同業他社や世界の競争相手と比較して投資先を選ぶ時のロジックは、区分変更や会社法・上場ルール改正のバックグラウンドの理解に役立つだろう。

投資家にとって日本株式市場が「望ましい市場」となるために、日本の平均的な企業の経営者自らが、コード改訂や市場区分見直しをきっかけに投資家の考え方から得るものを見出し、未来のあるべき社会を想定して現状維持を打破し、経営の改革と再生を巻き起こし、稼ぐ力を結果として示してほしい。

(注)

- (1) 本稿で、投資家とは長期的視野で企業価値を評価し市場に参加する主体と想定し、種類や質の考慮を棚上げしている。
- (2) 経済産業省「『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト」最終報告書、2014年。
- (3) 加賀谷(2020)の図表1を参照。

- (4) MBO(マネジメント・バイアウト)や買収防衛策なども含まれるがここでは扱わない。
- (5) 日本経済新聞「社外役員、数から質へ 監督と助言、実効性不可欠」2021年3月10日付。
- (6) このほか機関投資家協働対話フォーラムが2018年7月19日付エンゲージメント・アジェンダで示したような、いわゆる不祥事発生企業の「変革の背中を押す」役割を社外役員に期待するなどがありうる。
- (7) 朝日新聞Globe+「【遠藤俊英】ガバナンス改革の旗を振った金融庁 現場主義の前長官がみた「できれば」令和の時代 日本の社長」2021年3月27日付。
- (8) 前掲注(5)。
- (9) 事業戦略に照らして取締役会が備えるべきスキルを特定したうえで、スキルマトリクス等を用いた説明が求められること、その企業にとってのコモン・スキルが確保されるほうがよいことなどを指摘したのが、円谷昭一「スキル・マトリクス作成の目的・現状・留意点-コーポレートガバナンス・コード改訂を見据えながら-」『株式懇話会会報』第831号(2021年3月号)。

[参考文献]

- 加賀谷哲之(2020)「日本企業の資本配分と資本コスト経営」『月刊資本市場』(421):4-14頁。
- 銭谷美幸・三橋和之・神山直樹(2020)「機関投資家から見た経営者報酬」『証券アナリストジャーナル』58(3):40-52頁。
- 円谷昭一(2020)『政策保有株式の実証分析-失われる株式持合いの経済的効果』日本経済新聞出版。
- 古田英明・古田直裕(2020)「「社外取締役」から考える日本企業の未来(最終回)次世代リーダーをいかに育むか」Voice(513):220-225頁。