



2020年6月の株主総会シーズンでは、コロナ禍の中での総会開催というニュースの陰に隠れがちではあったものの、アクティビストによる株主提案が活発になされたことは特筆してもよいであろう。とりわけ、Fir Tree Partnersが6月11日に配信した、同社によるJR九州への株主提案のウェブ説明会はアクティビストの活動が新しい次元に入ったことを予感させるものであった。こうしたアクティビストの変化からは、日本でコーポレート・ガバナンス改革が続く中で、企業が資本市場（機関投資家）とこれからどのように対峙していけばよいのかのヒントが浮き彫りとなってくる。そうした変化の中で、会計士界も新たなチャンスと課題に直面すると筆者は考えている。

### 1 変わるアクティビスト

菊地正俊氏の新著『アクティビストの衝撃』（中央経済社、2020年3月）によれば、アクティビスト活動の第三次ブームがいま到来しているという（30頁）。アクティビスト第三世代と呼んでもよいかもしれない。1980年代の終わりにブーン・ピケンズ氏が率いるブーン・カンパニーが小糸製作所株式を買い占めた小糸・ピケンズ事件に代表される投機的アクティビズムが第一世代、21世紀に入りスティール・パートナーズに代表される株主還元拡大を目指した一連の短期志向型アクティビズムが第二世代であった。それに対して第三世代のアクティビストは、投資対象の株式を中長期にわたって保有し、企業内容を十分に精査したうえでコーポレート・ガバナンス改善などによって株主

## コーポレート・ガバナンスの 新潮流と会計士界の課題

一橋大学大学院経営管理研究科  
つむら や しょういち

円谷 昭一



価値を高めるための活動に軸足を置く。菊地氏によれば「米国ではアクティビスト・ファンドが、大手投資銀行やコンサルティング会社並みの尊敬を集めている」（ii頁）という。

第三世代のアクティビストによる日本企業への株主提案はこの数年増加傾向にあり、2020年6月に開催された株主総会でも、JR九州、三菱倉庫、東レ、みずほフィナンシャルグループなどで株主提案が提出された。その中で筆者が目にしたのがFir Tree PartnersによるJR九州への株主提案である。Fir Tree Partnersは6月11日午前10時から株主提案の説明をウェブキャストでライブ配信した。これまで、アクティビストが国内機関投資家向けに説明会を開いたり、提案企業の株主に向けてメッセージを発したことはあったが、そのウェブキャストはJR九州の株式を保有していなくても視聴することができた（実際、筆者はJR九州の株主ではない）。

そのウェブキャストで強調されていたことは、JR九州の資本生産性に関する懸念と、JR九州が企業価値を高めるうえで必要なスキルを持った社外取締役の不在についてであった。ウェブキャストにはFir Tree Partnersが提案している社外取締役の候補者3人も実際に登場し、自身のこれまでのキャリアや選任された場合の抱負を述べるなど、（主張の是非は別として）非常に丁寧な説明会であったと筆者は感じた。

スティール・パートナーズに代表されるような第二世代のアクティビストは増配や自己株式取得といった株主還元を主張することが多かったが、第三世代のアクティビストは資本生産性の向上策の提案や

コーポレート・ガバナンスの改善・強化といった提案を通じて企業価値を高めることで投資リターン拡大を狙う傾向がある。この2つの点は多くの日本企業が直面している問題であり、けっして対岸の火事ではない。国内機関投資家もまた、議決権行使結果の個別開示が定着したいま、こうしたアクティビストの株主提案に対してどのような理由で賛否を投じたのか、その説明責任がますます問われる時代となっている。

## 2 資本生産性への機関投資家の視点

日本企業の資本生産性が低いと機関投資家は主張している。換言すれば、日本企業の持続的な収益性が資本コストを上回っておらず、企業価値を創造できていないともいえるであろう。ただし、資本コストをどの程度に想定するかについては議論の余地があると筆者は考えている。『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～』（伊藤レポート）では、その水準として“8%”という目安を掲げている。東京証券取引所「決算短信集計」によれば、直近3年度の東証一部企業の平均ROEは8%を上回っている。しかしながら、生命保険協会が機関投資家向けに毎年実施している『企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート』での「日本企業のROE水準は、資本コスト（株主の要求収益率）を上回っていると思えますか」という設問に対して「上回っている」と回答している機関投資家の割合は、2017年度1.7%、2018年度4.1%、2019年度7.3%と、増加傾向にはあるものの依然として1割にも満たない状態である。

この結果が意味するところは、機関投資家が問題視しているのはROEの絶対

的な水準それ自体というよりも、企業価値の向上に対する企業側の姿勢・考え方そのものであり、この点については企業側と機関投資家側の腹を割った意見交換がまだまだ不足していると筆者は考えている。実際、日本IR協議会が2年ごとに実施している資本コストに関する調査では、企業が考える自社の株式資本コストの水準は6%前後であり、企業が考えている満足水準（6%）と機関投資家が考えている満足水準（8%）とはギャップがある。このギャップを埋めていかない限り、企業と機関投資家の企業価値の“協創”は美辞麗句で終わってしまう可能性すらある。

では、機関投資家はどのような点で企業の資本効率改善にいまだに不満を抱えているのであろうか。もちろん企業によって、機関投資家によってさまざまであるが、よく指摘されるのが手元資金の積み上がり、政策保有株式の縮減、不採算事業からの撤退などであろう。

### (1) 手元資金の積み上がり

図表1は日本企業の総資産に占める手元資金（現預金+短期有価証券）の比率の推移である<sup>1</sup>。

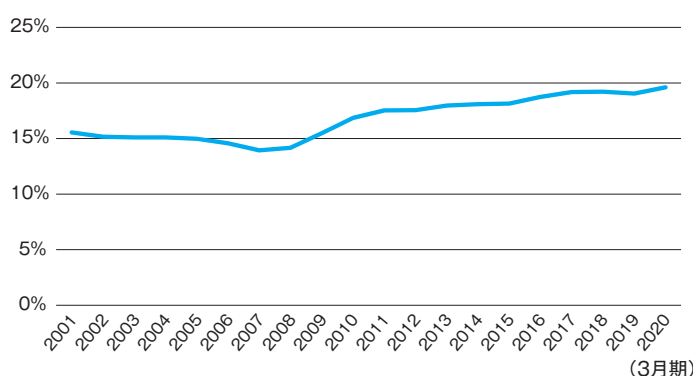
リーマンショック以前の比率は15%前後で安定していたが、その後は上昇傾向にあることが分かる。金融危機、震災等の天災、コロナ禍などますます不透明感

を増す経営環境の中で手元資金を潤沢に持ちたいという気持ちはよく分かる。機関投資家も企業の心情は理解していると思うが、では、いったいどこまで貯めるのかとなると両者の間での意見の隔たりはいまだに大きいと思われる。企業のIR担当者にヒアリングすると、自社の手元資金の基準として「月商の〇月か分」、「運転資金の〇月か分」、「固定費の〇月か分」といったような目安を持っている企業がほとんどである。ただし、そうした目安を開示している企業は極めて少ない。どこまでが必要な資金なのか外部者には分からないことが、「不必要な手元資金は株主に還元してほしい」という機関投資家の主張につながっている。そのことがまた、企業の目には「投資家は短期的だ」と映る。

### (2) 政策保有株式の財務的効果

手元資金の積み上がりよりもさらに厳しい視線が向けられているのが政策保有株式（持合い株式）である。政策保有株式の売却を迫る機関投資家の声は日に日に増しており、コーポレートガバナンス・コードをはじめとして株式売却を促す諸制度が整備されてきている。一方で、株式持合いによって取引先との関係が維持・強化されると主張する企業側の声も小さくない。ただ、株式持合いによって取引関係が維持・強化され、結果的に企業

図表1 日本企業の総資産に占める手元資金の比率の推移



(3月期)

出所:筆者作成

業績(利益率、利益の安定性、成長性など)が向上するかどうかを実証した研究はほとんどなく、研究者の間でも株式持合いの評価は一様ではない。

筆者はこの6月に『政策保有株式の実証分析』(日本経済新聞出版)を上梓し、この点に実証分析の光を当ててみた。その結果、株式持合いが強固な企業の利益率が相対的に低いことが明らかとなった。利益率の安定性や売上高・総資産の成長性については、株式持合いが強固な企業と強固ではない企業との間に有意な差異は観察されなかった。つまり、株式持合いは企業業績という視点ではメリットを見出せなかった。また、ある企業が政策保有株式を売却した前後で当該企業の業績が変化しているかどうかを時系列で検証した。その結果、利益率、利益率の安定性および売上高・総資産の成長性ともに、株式売却後にそれらの数値が悪化するという結果は観察されなかった。利益率や成長性に関する結果の一部では、株式売却によって値の上昇すら観察された。これらの結果の解釈として、株式売却によってそれまで拘束的であった取引関係をより柔軟に築けるようになったことに起因している可能性が指摘できる。

本書の一連の分析結果の含意は、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を示唆する。とりわけ、利益率という視点からみた場合、株式持合いは利益率の向上に寄与していないばかりか、株式持合いが強固な企業では逆に低い利益率に甘んじているという結果となった。もちろん、一部企業では株式持合いによって取引関係の維持・強化がなされ、それが利益率の向上につながっている事例もあると思われる。しかしながら、全上場会社のデータを用いた検証の結果からは、

株式持合いが強固な企業の利益率が平均的にみれば低いという結果となった。

では、なぜ利益率が低いのか。株式持合いによって買収の脅威から解放されるがゆえに経営者の企業家精神が薄れ、株式持合い相手先との調整が過剰であるがゆえに経営が近視眼化し、中長期視点での経営改善から目を背けているのではないかと筆者は考えている。つまり、まだ株式買占めの脅威が存在した戦後直後や高度経済成長期には、株式持合いは買占めの脅威という矢玉から身を守るための鎧としての役目を果たしたが、買占めの脅威が去ったいまでは自らの手足を縛る重し、経営改善の足枷となっていると考えられる。これが低い利益率へとつながっているのである。

### (3) 資本生産性を意識した開示

筆者は日本IR協議会の客員研究員を兼務しており、各社のIR資料を目にする機会が多い。その中で、資本生産性をその企業が意識しているかどうかはIR資料を見ればすぐに分かる。近年ではほぼすべての企業が株主還元の方針と具体的な還元方針をIR資料の中に記載しているが、資本生産性を意識している企業のIR資料では、自社の財務資本の中長期での活用方針が説明されている。具体的には、①「どのように資金を調達し(貸方)」→②「その資金を何に投下し(借方)」→③「その成果(利益)の内部留保と株主還元への振分け」→④「どのように資金を調達し」……と三位一体で考え方が示されている。①の資金調達を説明する際には株主資本コストや加重平均資本コスト(WACC)が意識されており、②の資金投下を説明する際には投下資本利益率(ROIC)が意識されている。利益を内部留保と株主還元へ振り分けられる際には、資本コストを上回る投資機会の有無が意識されている。このように、

三位一体で財務資本を考える際には資本生産性(資本コスト)を意識せざるを得ないのである。換言するならば、三位一体での開示ができていない企業は、財務資本の活用を明確に意識しているのである。

統合報告書の作成企業は増加傾向にあり、現在の作成企業数は500社を超えている。統合報告書について造詣が深い三代まり子氏によれば、500社という数字は「他の国からすると驚異的に多い」という。堀場製作所や丸井グループ、J.フロントテイリング、ニチレイなど資本生産性について丁寧に説明をしている企業もけっして少なくないのだが、しかしながら、やはりまだ多くの日本企業では資本生産性を意識した説明がなされていないというのが筆者の感想である。

## 3 取締役のスキルへの注目が高まっている

資本生産性とともに、Fir Tree Partnersがウェブキャストの中で強調していたもう1つの点が取締役のスキルである。JR九州には新型コロナウイルス感染症対策として「手元流動性の確保」、「社債/借入の増加」、「成長投資を延期または抑制」、「事業ポートフォリオの再評価」といった施策が求められるが、たとえば「手元流動性の確保」であれば、「ファイナンスや財務の知識(スキル)が必要であり、そうしたスキルを持った社外取締役が今のJR九州にはいない」といった説明がなされた。そのうえで、「Fir Tree Partnersが提案している社外取締役候補者はこうしたスキルを十分に備えた人物であり、JR九州の企業価値向上に資すると思われる」と説明は続けられた。現取締役とFir Tree Partnersが提案している3人の候補者のスキルマトリクスを用いた比較説明もなされていた。スキルマトリクスについては遠山幸世・濱崎

加奈子「取締役スキル開示の日米比較と日本企業への改善提言」<sup>2</sup>を参照してほしいが、日本企業でも招集通知や統合報告書の中でスキルマトリクスを開示する企業が徐々に増えてきている。

### (1) なぜ取締役のスキルの開示が重要なのか

なぜ取締役のスキルの開示が必要なのか。それは、日本でのコーポレート・ガバナンス改革の進展により社外取締役の導入が進み、社外取締役に関する関心事がそれまでの「人数」から、社外取締役の「質」へと移ってきていることによる考えられる。エゴンゼンダー社が行った「企業統治実態調査2016」<sup>3</sup>によれば、「社外取締役の貢献度」という設問に対して「非常に高い」と回答した割合は、社外取締役が1人の企業では13.2%、2人の企業では16.8%だが、3人以上の企業では26.8%に高まる。2017年、2018年の調査においてもほぼ同様の結果が得られている。社外取締役の貢献度は、人数が3人を超えるとそれまでとは違った水準へと高まるようである。筆者がIR担当者とのミーティングでこの事実を紹介すると、「うちもそうだ。社外取締役が3人になったとたんに喋りだした」といった感想を何人かから聞いた。つまり、社外取締役が3人を超えると活動が積極化するというのは、実務家の肌感覚とも合っているようである。

この結果をどう解釈したらよいのだろうか。筆者は、社外取締役が3人になると“チーム”として活動するようになるからだと考えている。名の売れた著名社外取締役は別として、多くの社外取締役は(大変失礼な言い方だが)スーパーマンではない。発言を憚るときもあれば、全体の雰囲気迎合することもあるであろう。しかし、チームとなって他の社外取締役からの援護が期待できるのであれば、1人で

あつたら躊躇していたであろう発言もするようになるかもしれない。その意味で“3人”という数字を筆者は重視している。

東京証券取引所が隔年で公表している「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書」の2019年版によれば、独立社外取締役の平均人数がJPIX日経400の平均で3.11人となり、初めて3人を超えた(東証一部の平均は2.46人、東証全体の平均は2.04人)。2019年版のデータは2018年7月時点のものなので、その後2年間での増員や独立性のない社外取締役の人数も加えれば、東証一部企業の多くで社外取締役は3人に達していると思われる。となると、社外取締役がチームとして活動する素地が日本企業で整ったこととなる。今後は、企業が社外取締役に求める能力・役割を明示し、チームとしてうまく機能するよう多様性やバランスを考えて選任しているということを示す必要が増えていくであろう(これは社内取締役にもちろん当てはまることである)。取締役の多様性やスキルのバランスを示す方法はさまざまであり、スキルマトリクスを必ず用いなければならないというわけではないが、スキルマトリクスは

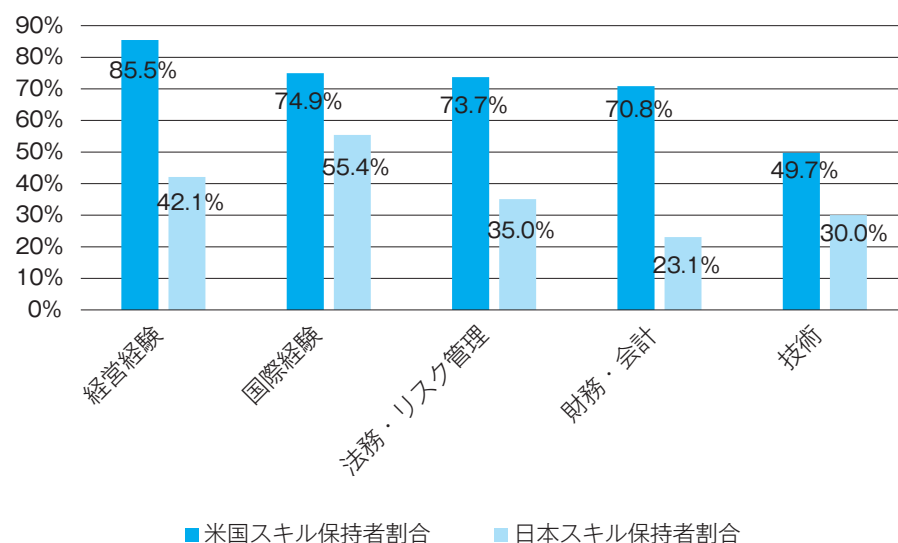
一覧性もあるため採用する企業が徐々にではあるが増えてきている。

### (2) 社外取締役に求められる会計専門家

遠山・濱崎の前掲書では、スキルマトリクスを開示している日米企業を抽出し、主要なスキルに焦点を絞って、そのスキルを保有している取締役の人数比率を日米で比較している。スキルマトリクスの中で各社が採用しているスキル項目はさまざまであるが、ほとんどの企業で採用されている共通スキルとして、「経営経験」、「財務・会計」、「国際経験」、「法務・リスク管理」、「技術」がある。この主要5スキルについて、米国企業(ダウ30構成銘柄)の取締役のスキル保有者比率と日本企業(開示している8社)の取締役のスキル保有者比率を示したのが図表2である。集計企業数の制約からこのグラフはあくまでも参考情報であるが、いくつかの特徴を見て取ることができる。

まず、日本企業と比べて米国企業の取締役はスキル保有者が全体的に多い。たとえば、「経営経験」であれば、米国企業の取締役の85.5%が「有り」であるが、日本企業では42.1%にとどまっている。

図表2 取締役のスキル保有者比率の日米比較



出所:遠山・濱崎[2019]図表11

ただし、これは“何をもってスキルがあるか”の違いから生じていると思われる。日本ではまだまだスキルマトリクスを開示している企業は少ないため、その少数の開示企業は慎重にマトリクスを作成していると思われる。厳しめに評価していると言い換えてもよいであろう。したがって、図表2は日本企業の取締役の能力が劣っていることを示しているわけではない。筆者が注目しているのは、スキルごとの日米のギャップの大きさである。たとえば、「国際経験」であれば、米国74.9%に対して日本55.4%であり、相対的に日米のギャップは小さい。一方で、もっともギャップがあるのが「財務・会計」である。米国企業では70.8%、つまり取締役10人のうち7人は財務・会計の知識を備えているが、日本企業では23.1%である。前段で述べた資本生産性を高めるための財務戦略の策定、機関投資家目線での資本政策の開示といった施策を打つうえでも財務・会計の知識を備えた取締役を増やしていくことが日本企業には求められている。

その有力な人材プールとして公認会計士資格の保有者は貴重な存在である。筆者は第40回日本公認会計士協会研究大会(2019年、千葉)の「公認会計士社外役員への期待」分科会でパネラーとして登壇し、この点を主張した。必ずしも監査業務に携わっていない方であっても、財務・会計の能力を備えた公認会計士資格の保有者を社外取締役として選任していくことをもっと後押ししていくことが日本企業の企業価値向上に資すると筆者は考えている。

## 4 岐路に直面する日本企業と投資家

### (1) 株式持合いへの決断が求められる

2020年6月の株主総会シーズンが

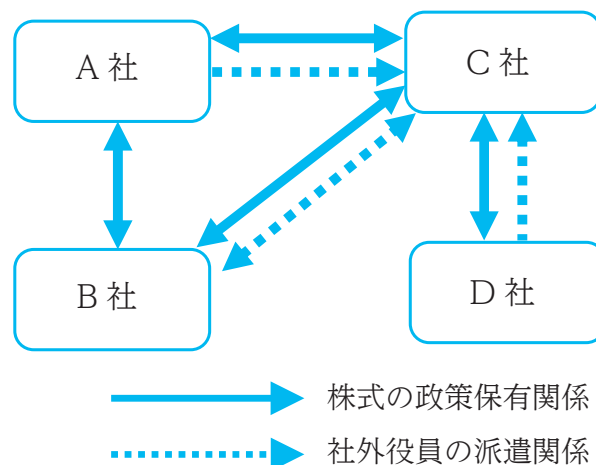
終わり、各社の有価証券報告書が開示された。それによって2020年3月期の政策保有株式の状況が明らかとなった。6月25日の日本経済新聞は「トヨタ、持ち合い解消加速」と題して、トヨタが日本製鉄株式会社など一部の政策保有株式を全量売却したことを報じている。一方、6月26日の紙面では「JR4社、持ち合い株増」と報じられ、とりわけJR九州が株式持合いを強化しており、「ファーツリーへの対応で持ち合いを増やしたのでは」という専門家のコメントが紹介されている。このように、政策保有株式をめぐる企業の対応が分かれている。まだ具体的な方策を考えていない企業は、政策保有株式を縮減していくかどうかの岐路に立たされているといえるであろう。もちろん、縮減という判断が正しいというわけではない。実際に株式持合いによって取引関係の維持・強化がなされている事例も枚挙に暇はないであろう。ただし、株式持合いをこれからも維持(または強化)していくのであれば、それによる経済的効果のより詳細な説明が求められるだろう。そして、その説明はかなり困難であるのもまた事実である。持合い株式を多く保有する企業の今後の動向を注視する必要がある。

### (2) ヒトの“持合い”への懸念

これまで株式の持合いについて論じてきた。日本企業の多くが政策保有株式の縮減へ舵を切り始めている。一方であらたな問題も生じてきている。それがヒトの持合いである。前述したように日本企業の社外取締役は増加傾向にある。それとともに政策保有先からの社外役員の派遣が散見されるようになった。つまり、株式からヒトへという持合い関係の置換の胎動である。図表3は実在する4社間での政策保有株式の相互保有と社外役員派遣の状況を示している(2020年3月期)。

A社、B社、C社は活動地域が重複している。これに銀行が加わるとさらに持合いネットワークは複雑化する。C社とD社は同業他社である。同一地域内または同業内での紐帯によって、情報共有等による企業経営への貢献があるのかもしれない。B社の有価証券報告書(2020年3月期)に記載されているC社株式の保有理由は「地域社会への貢献」となっており保有額は6億6,500万円である。一方のC社の有価証券報告書に記載されているB社株式の保有理由は「地域貢献の一環としての政策投資」と記載され

図表3 政策保有株式の相互保有と社外役員派遣の状況



出所:各社「有価証券報告書」より筆者作成

ており保有額は6億7,400万円である。株式の相互保有は大隅健一郎氏が「紙のやりとり」と表現し、「資本の空洞化」、「会社支配の空洞化」を招くと警鐘を鳴らした<sup>4</sup>。表面的関係だけをもって4社の株式持合い関係を批判することはできない。しかしながら、B社とC社はほぼ同額の株式を相互保有しており、それによって地域にどのような貢献ができるのか、説明責任を果たすことが求められるであろう。

### (3) 機関投資家の姿勢への視線

話をJR九州に戻す。Fir Tree Partnersによる株主提案は結果的にはすべて否決された。株主提案された3人の社外取締役候補者の賛成率は、A氏が32.60%、B氏が24.84%、C氏が15.10%であった。C氏の賛成率が低い理由は、C氏のフライトが遅延してウェブキャストに出演することができなかったという事情も関係していると思われる。この賛成率が高いのか低いのかを一概に判断することは困難だが、同じくオアシスから株主提案を受けた三菱倉庫での社外取締役候補者2人の賛成率がそれぞれ22.12%、19.82%であったことを勘案すると、相対的に多くの票が集まったと考えることもできなくはない。

国内機関投資家がアクティビストによるこれらの株主提案に賛成票を投じたかどうかは、本稿の執筆時点では不明である。国内機関投資家は日本版スチュワードシップ・コードの要請によって、議決権を行使した議案ごとに行使結果を個別開示しており、開示時期は8月末が目安となっている。筆者は毎年、機関投資家の個別行使結果を集計してホームページ(<http://tsumuraya.hub.hit-u.ac.jp/special02/index.html>)で公開している。本年も集計・公開する準備を進めており、本稿掲載号が刊行されるころには今年度の集計データを公開する

予定でいる。

筆者は数年前、イギリスのアクティビストX社が日本の大手メディアY社に対して株主提案をした際、国内機関投資家向けにX社が開催した株主提案説明会(テレビ会議)に出席した。説明会の最後にX社のトップが参加していた国内機関投資家に対して、「どうですか、我々の提案に皆さんは賛同してくれますか?」と問いかけたが、会場にいた機関投資家はシーンとなり誰からも「賛同する」という明言はなかった。日本の会場で司会をしていたX社の代理人が、画面に映ったX社のトップに対して、「感じてもらえたかい? これが日本の投資家の雰囲気だよ」とやや皮肉的に述べていたのがとても印象的であり、今でも鮮明に覚えている。今回のFir Tree Partnersのウェブキャストはさらに進み、機関投資家ではなくても、さらにはJR九州の株主でなくても視聴することができた。こうなってくると、国内機関投資家も株主提案への賛否を決定した理由を説明する必要がこれまで以上に出てくるであろう。その意味で、これから開示が始まる今年度の個別行使結果に注視している。

## 5 コーポレート・ガバナンス時代の会計士界の課題

本稿では、JR九州に株主提案をしたFir Tree Partnersのウェブキャストの内容を中心に、日本企業がこれから直面するであろうコーポレート・ガバナンス上の課題について私見を述べた。日本ではさまざまなコーポレート・ガバナンス改革が矢継ぎ早に進められているが、ACGA (Asian Corporate Governance Association) が隔年で公表しているアジア諸国のガバナンスランキング<sup>5</sup>で、アジアにおける日本のコーポレート・ガバナンスの相対順位は前回(2016年)の3

位から、7位に後退していた。つまり、日本のコーポレート・ガバナンス改革はいまだに途上であるという判断であり、おそらく、今後もコーポレート・ガバナンス改革の流れは続いていくと思われる。そうしたコーポレート・ガバナンス改革の中で、会計専門家の一層の関与が必要になってきている。資本生産性の改善提案や会計の専門知識を持った社外取締役としての活動などである。ただし、そうした分野での活動、いや活躍の場を広げていくためには、アクティビストの動向や機関投資家の議決権行使状況など、直接的には会計・監査とは関係のないような資本市場に関する知識の習得が求められることとなる。こうした継続的なトレーニングと専門人材プールの紹介(仲介)は、会計士界が取り組むべきコーポレート・ガバナンス時代の課題となろう。

### <注>

- 1 2001年3月期から一貫して財務データ(連結優先)が入手できる3月末日決算の1,625社(金融機関を除く)の平均値
- 2 [https://www.pronexus.co.jp/home/souken/common/pdf/190319\\_report13.pdf](https://www.pronexus.co.jp/home/souken/common/pdf/190319_report13.pdf)
- 3 『旬刊商事法務』No.2119、2016年12月5日
- 4 大隅健一郎「株式の相互保有(持合)について」『法学論叢』第68巻第5・6号(1961年3月)など。詳しくは円谷昭一『政策保有株式の実証分析』第6章を参照
- 5 <https://www.clsa.com/wp-content/uploads/2018/12/CG-Watch-2018-Short-version-181205-L.pdf>

教材コード	J 0 6 0 1 3 3
研修コード	6 1 0 1
履修単位	1 単位