

政策保有株式と資本コスト ～企業統治コード原則一―四を広く読み解く

明田雅昭

一、はじめに

最近一年で日本の株価は大きく上昇し、日経平均株価は過去最高値を更新した。この上昇には東京証券取引所（東証）による上場企業向けの「資本コストや株価を意識した経営の実現要請」⁽¹⁾、いわゆるPBR改善要請が大きく寄与したと言われている。

この要請は、日本株の低いPBRと関連付けられたために大きな注目とインパクトをもたらした

が、その内容は企業統治コード原則五―二（経営戦略や経営計画の策定・公表）を丁寧かつ具体的に言い換えたものである。原則五―二は前提として自社の資本コストを的確に把握することが明記されている。準拠率は七八%（プライム企業では九〇%）⁽²⁾と高かったが、形式的な準拠企業がほとんどであったと考えられる。PBRと関連付けられたことにより一気に実質化への圧力が高まり、企業価値向上の実現期待が高まって株価を押し上げる一因となった。

資本コストは企業価値に関する中核的な概念で

あるが、企業統治コードの中に資本コストという言葉が登場する原則がもう一つある。原則一―四（政策保有株式）は、政策保有株式の合理性を資本コストと比較して検証することを求めている。

準拠率は原則五―二と同様に高いが、これも形式的準拠が疑われている。株価の上昇と共に政策保有株式への注目が高まってきており、本稿は原則一―四を実質化するための議論を喚起することを目的としている。

二節で政策保有株式の問題点と企業統治コードに原則一―四が導入された経緯及び当時の反響を取り上げる。三節では投資有価証券が多い企業の準拠説明と運用会社の対応方針を確認する。四節では標準的な企業価値評価理論（標準理論）の視点からは原則一―四の資本コストは無意味であることを論じる。五節では学術的な実証分析の結果は標準理論と整合しないことを紹介し、六節では

標準理論の修正可能性を論じる。この結果、原則一―四の資本コストは意味を持ち得ることになり、七節では余剰現金と純投資株式も含めて企業が保有する金融資産に関する建設的な対話の在り方について私論を述べる。

二、政策保有株式問題と

原則一―四の導入

西山「二〇二三」⁽³⁾によれば金融機関を含む広義の株式持ち合い比率は二〇二二年度末で一・七％である。本年二月末の東証市場時価総額に適用すると約一―四兆円である。⁽⁴⁾リーマンショック頃から漸減してきたとはいえ、いまだ高い水準にある。最近の報道ではPBR改善要請のプレッシャーや売却益を出しやすい株高環境などにより政策保有株式の縮減が進みつつあるが、この規模

図表 1 企業統治コードにおける政策保有株式

<p>【原則 1-4. 政策保有株式】（準拠率：PS93.0%、P95.0%） 上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。 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。</p>
<p>補充原則 1-4 ①（準拠率：PS99.8%、P99.7%） 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。</p>
<p>補充原則 1-4 ②（準拠率：PS99.9%、P99.9%） 上場会社は、政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではない。</p>

〔注 1〕 太線・下線は筆者。この部分は企業統治コード2018年版で改訂された。二つの補充原則も2018年版で初めて導入された（原則 1-4 と二つの補充原則は2021年版での変更は無し）

〔注 2〕 準拠率は東証コーポレート・ガバナンス白書2023による。PS はプライム・スタンダード企業の準拠率で、P はプライム企業のみ準拠率

〔出所〕 企業統治コード2018年版

の政策保有株式の解消は容易ではない。

投資家は長い間、日本企業・金融機関の政策保有株式を批判し縮減を求めてきた。政策保有株式の問題点として、①安定株主になって企業経営の規律を緩めている（議決権行使の空洞化）、②資本の非効率的な配分や空洞化をもたらしている、③他社との有利な取引の妨げになっている、等を指摘してきた⁽⁶⁾。企業統治コード⁽⁷⁾は二〇一五年に導入された当初から「いわゆる政策保有株式」⁽⁸⁾に関する原則があり、二〇一八年版で図表 1 に掲げる現在形に強化された。資本コストという言葉が初めて使われ「保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査すること」が求められた。

現在の原則 1-4 は二〇一七年一〇月から始まった五回のスチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ

プ会議⁹⁾の議論に基づいて改訂されたものである。

議事録によると第一回と第二回の会議ではガバナンス機能を弱体化するなどの視点で政策保有株式の問題が議論されたが、政策保有株式の合理性に関する定量的な議論はなかった。第三回の会議で「海外機関投資家の意見の概要」が紹介され、そこで初めて資本コストという言葉が登場し、第四回の会議で事務局が用意した改訂草案に現行の表現が登場した。この回では、取締役など経営陣がいかん資本コストの概念を理解していないかという批判に集中し、「保有の便益と資本コスト」の意味を議論した形跡はない。第五回の会議でもこの件の議論は全くないまま図表1の改訂案が決まった。

この改訂案への意見募集でも原則一―四での資本コストへの注目は少なかったが、「資本コストの定義は何か」という質問に対して東証は「一般

的にいって、……適用の場面に応じて株主資本コストやWACC（加重平均資本コスト）が用いられることが多いものと考えられ、……投資家と上場会社との間で建設的な対話が行われることが期待される」と答えている。このように「保有の便益と資本コスト」の文章は十分な検討・議論がないまま改訂文として確定したものとやわざるを得ない。企業統治コード二〇一八年版と同時に策定された「投資家と企業の対話ガイドライン」の案の段階での意見募集・回答においても具体的な内容の議論は行われなかった¹⁰⁾。

原則一―四の文脈での資本コストの意味は難しく曖昧である。当時の監査法人やコンサルタントの企業向けのレポートをみると、政策保有株式の株式投資リターン（値上がり率と配当利回りの合計）を資本コストと比較する方式を推奨するものがあつた。また、「便益」を政策保有によつても

たらされる事業上のキャッシュユの増加として、これを株式投資リターンに加えて、

配当+便益+評価損益(期末-期初)

期初株式時価

> 資本コスト (1)

が充たされるかを検証すればよいと提案しているものもあつた。しかし、このような議論は深まらず、投資家と企業の間で一定の合意が得られたようには思えなかつた。

三、企業の準拠内容と 運用会社の方針

直近での原則一―四への準拠率はプライム・スタンダード企業で九三%、プライム企業に限定すると九五%と極めて高い。二つの補充原則はほとんど百%の準拠率となっている。

投資有価証券の金額が大きく、対投下資産比率

ないし対自己資本比率が高い企業について、準拠している根拠の説明文をコーポレートガバナンス報告書で確認してみた。特徴的なものを列挙すると次のとおりである。

・「保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等の定量的評価を実施」等と記述し、企業統治コードの原文をなぞっただけの企業が少なからずある。

・「保有目的に照らし、保有に伴う便益やリスクを総合的に勘案」、「個別銘柄毎に中長期的な経済合理性等を検証」、「合理性・必要性等を検証」のように資本コストという言葉を使わず、具体的内容も全く不明な企業も少なくない。

・定量面で具体的に「受取配当金、受取利息、時価及び評価損益や保有先との取引高など」を勘案するが資本コストには言及しない企業もある。

・ 定量的な評価としては「株式保有に係る投資リターン及び資本コストの精査」として、株式投資リターンを資本コストと対比している様子の企業もある。

・ 前節の監査法人等が推奨する①式に近いものとして、「営業取引による利益、受取配当額等の保有の利益に対する資本コストも踏まえた定量的評価」、「保有に伴うリターン（取引から得られる利益及び受取配当金）が当社の資本コストを上回る水準にあるか」、「期末の貸借対照表価額に対する資本コストと比較した配当金・関連取引利益などの関連収益の状況を検証」としている企業もあった。

・ 「取得価額と事業上のリターンとを、資本コストを尺度として比較考量」として明確に取得価額ベースで評価している企業があり、同じく取得価額ベース評価の同業他社が少なくとももう

一社あった。

各社各様であるが、「保有の便益と資本コスト」の概念を理解するのに苦労しつつ準拠文を工夫した企業が大勢だったのではないかと思われる。

一方、運用会社と議決権行使助言会社は政策保有株式に関してどのような方針であろうか。図表2は各社が企業の政策株式保有に反対するための定量基準（純資産比、総資産比、ROE）と反対を留保する規定、反対の意思表示として選任を反対する対象の取締役をまとめたものである。

ここに掲げた運用会社は、TOPIX完全インデックス運用を行っていると考えられる。TOPIXを構成するほとんどすべての企業に対して議決権を行使しており、TOPIX非構成企業も含めた議決権行使実施企業の多い順に掲載した。¹²⁾

反対表明の定量基準としては政策保有株式（純

図表 2 主要運用会社・議決権行使助言会社の政策保有株式反対の定量基準

運用会社 / 助言会社	純資産比	総資産比	ROE	反対留保規定	選任反対対象
三井住友トラストアセット	TOPIX10%tile	---	---	削減計画の進展	3年以上 在任取締役
野村アセット (金融機関向け) (金融機関以外)	50% 以上 ---	---	---	無し	会長・社長等の 取締役
アセットマネジメントOne	50% 以上	20% 以上	---	無し	代表取締役
大和アセット	20% 以上	---	---	縮減取組状況	代表取締役 / 代表執行役
日興アセット	20% 以上	---	---	縮減目標・ 取組状況	経営トップ取締役
三菱UFJアセット	---	---	---	---	---
ブラックロック	---	50% 以上 ²⁾	5%未滿	無し	責任ある取締役
りそなアセット	20% 以上	---	8%未滿	合理的な 縮減計画	代表取締役
三井住友DSアセット	20% 以上	---	---	対話等で確認	取締役候補者 毎に精査
ISS	20% 以上	---	---	無し	経営トップ取締役
Glass Lewis	10% 以上	---	---	明確な縮減計画が 良好なROE実績 ³⁾	取締役会議長

(注1) 投下資産比

(注2) 現金および預金、有価証券および投資その他有価証券の総資産に対する比率

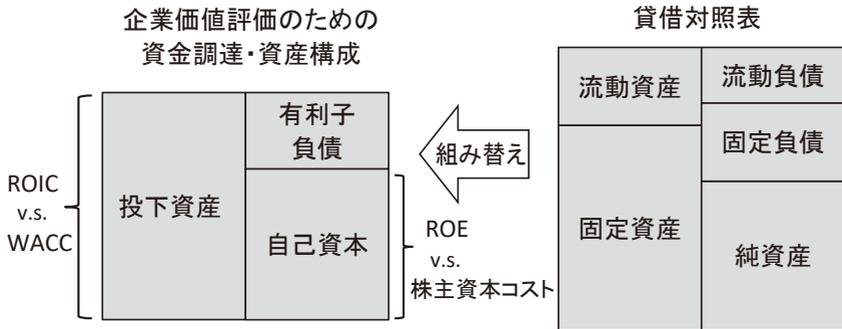
(注3) 純資産比が10%以上20%未滿で過去5年のROE平均値が5%以上の場合は反対推奨を控える

〔出所〕 各社の議決権行使基準 (2024年2月3日時点) より筆者作成

投資以外の目的である投資株式とみなし保有株式)の時価合計額が純資産の二〇%以上としているケースが多い。一部の運用会社では総資産に対する比率を用いたり、低ROEも反対要件としている場合もある。例えばりそなアセットは連結純資産比で二〇%以上かつROE八%未滿の場合に反対するとしている。

掲載一社のうち六社には反対留保規定がある。主に合理的な縮減計画があつてその進展が確認される場合には定量基準に触れても反対議決権行使はしないとしている。四社には反対を留保する規定はない。注目すべきは、三井住友DSアセット¹³⁾以外は、企業が政策保有の合理性を開示・説明したとしても反対するか否かの判断において全く考慮しないようであることだ。企業統治コードの原則に準拠して、毎年の取締役会で政策保有を正当化している企業からすれば納得がいかない

図表3 企業価値評価のフレームワーク



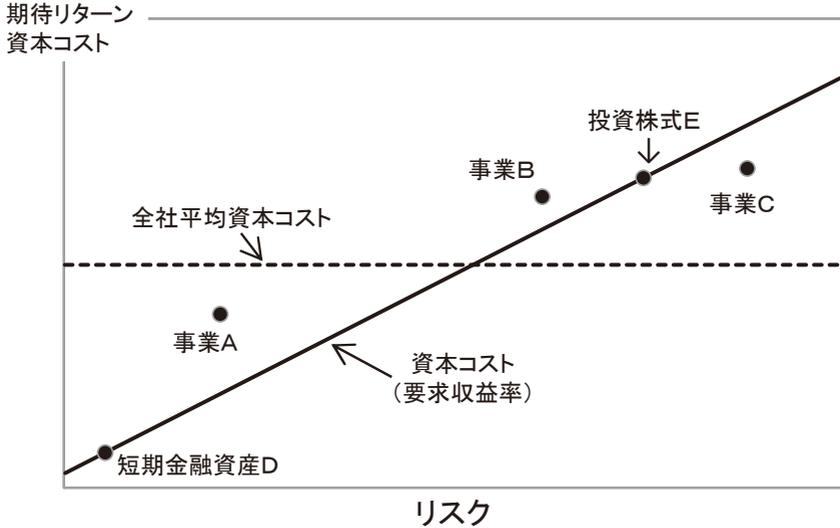
〔出所〕 標準的な企業価値評価の教科書より筆者作成

のではないか。運用会社と議決権行使助言会社が「聞く耳を持たない」理由は何か。運用会社との建設的な対話の中で大いに議論すべきであろう。選任反対の対象となるのは主として代表取締役や代表執行役など経営トップの取締役である。三井住友の名を持つ二社はトップ以外の取締役も反対の対象にしている。

四、標準企業価値評価理論に 基づく解釈

「企業が保有する株式」という文脈における資本コストとは何かを考えてみよう。このためには標準的な企業価値評価理論に基づき、資金調達の方法・コストと投下資産および企業が生み出す付加価値の関係を紐解く必要がある。図表3は企業価値評価のプロセスを表す。貸借対照表を組み替

図表4 セグメント別の期待リターンと資本コスト



〔出所〕 新井富雄[2019.5]の図表2に投資株式Eを加えるなど筆者が修正

えて資金調達側を有利子負債と自己資本に整理し、資産側を投下資産とする。自己資本の調達コストである株主資本コストと負債コストである借入金利ないし社債利回りを合成したものがWACC（加重平均資本コスト）である。投下資産の税引き後利益率であるROICの期待値がWACCを上回っていれば企業は付加価値を創造し、下回っていれば株式投資家が拠出している資金の価値を毀損していることになる。後者の場合がPB R一倍割れである。

通常の企業は投下資産を使って複数のセグメントで事業を行い、更に少なからぬ余剰現金（短期金融資産等も含む）を有し、株式投資（純投資と政策保有）も行っている。このような状況の期待リターンと資本コストの関係を表したのが図表4である。全社平均資本コストとあるのがWACCである。

事業A～Cにはそれぞれのリスク特性に応じた資本コスト（要求収益率）があり期待リターンがある。Aは低リスク事業で期待リターンも低いがその事業の資本コストを上回っており、付加価値を生む事業である。Aの期待リターンはWACCを下回っているが価値毀損を起こすものではない。一方、Cは高リスク事業で期待リターンはWACCを上回っているが、その事業の資本コストを下回っているため価値毀損状態にある。このように事業セグメントが生み出す付加価値ないし価値毀損は各事業の資本コストが基準になるものでWACCとの比較によるものではない。

金融資産の場合を考えてみよう。貸借対照表に計上される株式Eへの投資額（投下資産額）は時価評価額である。時価評価額を計上しているという事は投下資産額とその価値が一致しており、付加価値も価値毀損も生じていないということ

だ。すなわち、「E社株式に投資するという事業」の期待リターンとその資本コスト（E社の株主資本コスト）が一致しているということであり、投資株式Eは図表4の右上がり直線上に位置することになる。短期金融資産Dも期待リターンと資本コストが共に利回りと同じで付加価値も価値毀損も生じない。

資産A～Eの期待リターンの加重平均がこの企業全体の期待ROIである。資産A～Eの資本コストはその加重平均であるWACCを通じてこの企業の株主資本コストと結び付けられている。個々の資産の期待リターンを企業全体のWACCや株主資本コストと比較するのは意味がないことを忘れないでほしい。原則一―四の文脈での資本コストはこの企業のWACCでも株主資本コストでもなく投資先企業の株主資本コストでしかありえない。投資株式の期待リターンと資本コストは

図表5 企業が保有する金融資産の市場評価研究の要約

論文	依拠モデル	分析対象母集団	分析データ期間		100円の限界価値		
			開始期	終了期	対象	下目途	上目途
福田[2011]	PW04/07	TSE 1 (12～3月期)	1997	2007	C	221	
山口・馬場[2012]	FW06	TSE1-FP	2001.1	2009.12	C	55	74
中井・神山[2013]	PW07	TOPIX500	2002.3	2012.3	CE	146	
			2010.3	2012.3	CE	92	
山口[2016]	PSW06	TSE1-FP	2001.1	2013.12	C	▲73	
山口[2017]	FW06	TSE1-FP	2001.1	2013.12	C	49	
柳・上崎[2017]	FW06型	TSE1-F	2005.6	2016.6	C	45	48
					C*	52	86
					CS	36	37
					CS*	67	78
鄭[2019]	FW06	TSE1-FP	2006.3	2018.12	C	41	52
柳[2022]	アンケート	日本企業	2018	2022	CS	59	65
鈴木・佐々木[2023]	FW06	全3月期-F	2001	2021	CE	33	48
鄭[2023]	PSW06	TSE1-FP	2000.1	2020.3	C	35	78

(注1) 依拠モデル:PW04/07は Pinkowitz and Williamson[2004, 2007]、FW06は Faulkender and Wang [2006]、PSW06は Pinkowitz, Stulz, and Williamson[2006]

(注2) 分析対象母集団: TSE1=東証一部、-FP=金融業と電気ガス業を除く、-F=金融業を除く

(注3) 100円の限界価値: Cは現預金、CEはC+短期有価証券、CSはCE+投資有価証券、C*とCS*は企業統治優良企業(平均より+2σ分だけ優良な企業)

[出所] 各論文の内容を筆者が要約

一致しているのだから、投資株式が資本コストに見合っているかを論じたり確認したりする必要はない。つまり、原則——四の要請「保有株式が資本コストに見合っているかを精査」の文章は標準理論に基づけば意味のない文章である。

企業が苦勞して合理性の説明責任を果たそうとしても運用会社が考慮しようとしなのには(運用会社がどこまで意識しているかはさておき)一理あるのだ。ただし、標準理論と実態(実証分析結果)が合っていない場合は原則——四の要請の意味は異なってくる。次節以降でその議論を展開する。

五、企業が保有する金融資産の市場評価

日本企業が余剰現金を多く抱え大量の他社株式

を保有していることは統計データを示すまでもないだろう。企業が保有する金融資産を市場がどう評価しているかについて学者や実務家による分析が蓄積されている。企業が保有する百円を市場は百円と評価しているのか百円とは異なる評価をしているのかを実証研究している。このテーマの分析で先駆的であり、多くの後続の分析者が利用している手法は Faulkender and Wang [2006] の回帰モデルである。モデル式は、現金保有の変化 (ΔC) が超過リターン ($r - R$) に与える影響を推定したもので、次の式で表される。

$$r_t - R_t = \gamma_0 + \gamma_1 \frac{\Delta C_t}{M_{t-1}} + \text{コントロール変数群} \\ + \gamma_n \frac{C_{t-1}}{M_{t-1}} \times \frac{\Delta C_t}{M_{t-1}} + \gamma_{n+1} I_t \times \frac{\Delta C_t}{M_{t-1}} + \varepsilon_t \quad (2)$$

説明変数の分母の M は前期末の時価総額である。コントロール変数群は現金保有の変化と超過

リターンの両方に影響を与える変数で、企業の収益性、財務政策および投資政策に関する変数である。係数 γ_0 が企業が保有する現金の市場評価を表す。n 番目は保有現金が大きいほど経営者による無駄遣いを懸念して市場評価が低下する (γ_0 が負) か、n + 1 番目は負債の利用度が高いほど債務不履行リスクを低下させるために株主の富を債権者に移している (γ_{n+1} が負) か、を検証するための交差項である。

山口・馬場 [二〇一七] はこのモデル式で回帰分析を何通りか行ったところ γ_0 は有意でなく γ_{n+1} は負で有意であった。保有現金百円の平均的な市場評価は五五円から七四円となり、保有現金の低い市場評価の原因は株主から債権者への富の移転にあると結論づけている。

この分析の発展形として、保有現金の市場評価とペイアウトの関係を分析した山口 [二〇一七]、

保有現金の市場評価が企業統治の強度によりどう変わるかを分析した鄭「二〇一九」、企業銀行間関係の強度によりどう変わるかを分析した鈴木・佐々木「二〇二三」がある。これらの分析では前段として山口・馬場「二〇二二」と同じ分析を行っているが、平均的な保有現金百円の市場評価は、それぞれ、四九円、四一円～五二円、三三～四八円と百円を大きく下回っていた。

柳・上崎「二〇一七」は②式の左辺をトータルリターンに変えた形で企業統治の強度が現金の市場評価に及ぼす影響の分析を行った。平均では四五～四八円であったが企業統治が優良な企業では五二～八六円と改善した。現金に短期有価証券と投資有価証券を加えた金融資産に対して分析したところ、平均では三六～三七円に、企業統治優良企業では六七～七八円となった。現金よりも有価証券の方が低い市場評価になるようである。

保有現金の市場評価を推計するもう一つの有力な手法がPinkowitz and Williamson[2004, 2007]やPinkowitz, Stulz, and Williamson[2006]等が使われたモデル式である。これは被説明変数を企業価値（株式時価総額＋負債総額）として、コントロール変数群を挟んだ形の説明式での余剰現金項の回帰係数から推計する方式である。福田「二〇一一」はこの手法を用いて保有現金百円の市場評価は二二一円と推計した。山口「二〇一六」では余剰現金百円は価値低下どころか▲七三円も企業価値を減ずるという結果を得た。中井・神山「二〇一三」では一四六円であったが、リーマンショック後の三年間は九二円と評価が下がった。鄭「二〇二三」では、先行研究に倣った分析では外国人投資家の株式保有が少ない企業で九二円、多い企業で一四七円という推計だったが、改良した手法を用いたところ、それぞれ三五円、七八円

という結果になった。

柳「二〇二二」はグローバル投資家にアンケートした結果をまとめたものである。「現在の日本企業の保有する現金、有価証券をいくらぐらいで価値評価するのが適切か」という質問に対して、

二〇一八～二〇二二年の調査では五九～六五%の評価であった。柳・井出・広木「二〇一九」では二〇一八年調査での投資家の回答内訳が紹介されているが、額面通り百円が一%、五〇～百円が三八%、概ね五〇円前後が三四%、〇～五〇円が一〇%、ゼロまたはマイナスが三%であった。百円超えのプレミアムと答えた投資家はいなかった。

多くの分析結果から、企業が保有する金融資産の市場評価は三分の二から半分程度と大幅に割引されているようだ。しかし、金融資産百円は投資に使うとか株主還元を使う場合は百円の価値があ

る。従って、このように割引評価されている金融資産を使って自社株買いをすると（標準理論的には株価は上がらないはずだが）割引分だけ株価が上がることはあり得るかもしれない。

六、市場評価減価の別解釈

標準的な企業価値評価理論に基づく原則一—四における資本コストは無意味であったが、それは金融資産の価値（市場評価）が金融資産の額と一致しているとしたからである。しかし「一致しない」という理論付けも可能かもしれない。

企業価値は、企業が保有する資産が生み出す将来キャッシュフローの現在価値合計とされ、

企業価値＝事業価値＋金融資産価値

として算出される。事業価値は事業資産が生み出

すキャッシュシユフローのうち投資家に帰属する部分で評価される。このキャッシュフローは当然ながら税引後である。税金は投資家にはなく政府に帰属するからである。一方、金融資産の価値は金融資産の額とされている。しかし、企業が保有する金融資産が生み出すキャッシュフロー（利息や配当）も課税される。そうだとすると金融資産価値は金融資産の額ではなく、

$$\text{金融資産の額} \times (\text{二一税率})$$

になるのではないか。

余剰現金は利息を生むが、この利息には実効税率の三〇%がかかり、投資家に帰属するキャッシュローは三割減となる。金利一%の余剰現金百円の利息は一円だが税引後では〇・七円となる。投資家に〇・七円の利息をもたらす金利一%の余剰現金の価値は七千円のはずだ。

保有株式の場合少し複雑だ。百分子会社からの受取配当は課税されない（百分益金不算入）

が、五%以下の保有に関しては非支配目的とされて受取配当の益金不算入は二〇%分だけとなる。

つまり、八〇%×実効税率三〇%＝二四%分の税金支払いが生じ、投資家帰属キャッシュローは七六%分となる。企業が保有する通常の株式は相手会社の発行済株式の五%以下であろう。企業の貸借対照表に計上されている保有株式の時価百円は、投資家に帰属するキャッシュフローという観点からは七六円に減価するのではないか。これは政策保有でも純投資でも同じである。

実効税率は三〇%としたが、二〇〇〇年から二〇一二年までは概ね四〇%であった。五節の実証分析の対象期間での金融資産の市場評価減価が現時点より大きくてもおかしくない。

七、金融資産に関する

対話の在り方

五節の実証分析結果は企業が保有する金融資産の市場評価は大幅に減価されており、企業統治が弱いほど減価率が悪化するというものであった。

六節の理論では利息・配当への課税により金融資産は一律に減価される。いずれにしろ企業保有の政策保有株式は二四%以上減価されていると考えてもよさそうだ。それでも政策保有株式を正当化するためには、関連する事業でこの減価分以上の価値が付加されていなければならない。付加されている価値の額は、政策保有がない場合と比較して政策保有によって増加した事業キャッシュフローをこの事業の資本コストで割り引いて現在価値計算することによって得られる。つまり原則一

―四の資本コストとは政策保有に基づいて行われている事業の資本コストなのである。¹⁹⁾

企業は原則一―四への準拠表明において、曖昧で反芻的な説明になっていない説明や理論的に正しくない説明を止めるべきである。運用会社も企業の説明を無視して一律の定量基準だけで議決権行使を行うのは避けるべきだろう。筆者は政策保有株式の経済合理性を証明するのは困難であると考えているが、企業と運用会社の間で、その合理性・非合理性について真摯な対話が行われ、企業価値の原理に関する理解が進むことを願っている。

本稿では余剰現金と純投資株式についても考察の対象範囲とした。これらも投資家が直接保有する場合やファンドを通して間接保有する場合と比べて企業が保有することにより市場評価の減価が生じる。政策保有株式の場合、減価分は関連事業

で挽回できる可能性があるが、余剰現金と純投資株式にはそのような減価挽回の機会はない。経済合理性という意味では、余剰現金と純投資株式は政策保有株式より問題ではないか。最近、運用会社や議決権行使助言会社からの圧力を回避するためか政策保有株式を純投資株式に振替える企業が目立つが、その振替は問題を悪化させているといえよう。運用会社は企業の余剰現金と純投資株式にも注目して企業と対話を深めていただきたい。

(注)

- (1) 東京証券取引所は二〇二三年一月三〇日に「上場維持基準に関する経過措置の取り扱い等について」の案を決定し、一月三〇日から三月一日までの意見募集期間を経て、三月三十一日に正式に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応（プライム市場／スタンダード市場）」という「お願い」を通知している。
- (2) 東京証券取引所、「東証上場企業コーポレート・ガバナンス白書二〇二三」に基づく。プライム・スタンダード企業

の準拠率は七七・六％でプライム企業に限定すると九〇・四％

- (3) 西山賢吾、「我が国上場企業の株式持ち合い比率（二〇二二年度）―サステナビリティの観点からも持ち合い解消が注目される可能性」、野村サステナビリティクォーターリ、二〇二三秋号。西山によれば、この株式持ち合いは「政策保有株式」とほぼ同義である。
- (4) 二〇二四年二月末の東証の全上場企業時価総額九七・七・二兆円に一一・七％を乗じると一一四・三兆円になる。
- (5) 日本経済新聞記事、「持ち合い株売却益四倍 四～二月 PBR改革・株高で」（二〇二四年一月三〇日）、「損保四社、政策保有株ゼロ 段階的に売却、計六・五兆円」（二〇二四年二月二九日）
- (6) 政策保有株式の問題点は次の資料が包括的で詳しい。機関投資家協働対話フォーラム、『エンゲージメント・アジェンダ―政策保有株式に関する方針』政策保有株式に関する投資家の共通見解と協働対話のお願い、二〇二〇年九月九日
- (7) 最新版は、東京証券取引所、「コーポレートガバナンス・コード」会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために、二〇二二年六月一日
- (8) 企業統治コード二〇一五年版の原則一―四ではこの表現

- が使われていた。
- (9) 金融庁の次のホームページを参照のこと。なお、本文の第一回はホームページ上の通算第一一回にあたる。
<https://www.fsa.go.jp/sing/follow-up/index.html>
- (10) 金融庁、「投資家と企業の対話ガイドライン」および「投資家と企業の対話ガイドライン案に対するご意見の概要及びそれに対する回答、平成三〇年六月一日
- (11) 三月決算企業の二〇二三年三学期で投資有価証券が五百億円以上で、対投下資産比率が二〇%以上あるいは対自己資本比率が二九%以上の四〇社で確認した。
- (12) 東証のTOPIXデータおよび一橋大学円谷研究室の保有銘柄一覧ファイル(二〇二三年五、六月株主総会開催企業)より算出。この期間に株主総会を開催したTOPIX構成企業は一五五九社であったが、三井住友DSAM(一五五七社に行使)以外は全一五五九社に対して行使していた。
- (13) 同社の議決権行使判断基準(二〇二四年一月四日)では「(基準に) 抵触した場合、取締役候補者毎に精査の上原則反対するが、対話等での確認などを踏まえた総合判断により賛成することがある」としている。
- (14) 新井富雄、「資本コストと企業価値評価シリーズ第一回」
 証券アナリストジャーナル、二〇一九年五月号
- (15) このRは時価総額規模と簿価回り(PBRの逆数)によって五×五の二五分位に分類された銘柄から構成される等金額投資ポートフォリオのリターンである。
- (16) 年度効果と個別企業効果を考慮する固定効果モデルを追加したとしている。
- (17) 例えば次の文献を参照のこと。明田雅昭、「市場付加価値指標としてのPBRへの理解を深める」東証要請の資本コスト経営実現に向けて」、日本証券経済研究所、証券レビュー、二〇二三年八月号
- (18) 現時点では、資本金一億円以上の東京都本社の法人の実効税率は三〇・六二%であるが、ここでは簡易的に三〇%とした。
- (19) 原則一―四の改訂案執筆者や採用に賛成した委員がこのような認識であったかははなはだ疑問であるが、論理的帰結はこのとおりである。
- (20) 所得税法第一七六条により信託財産の利子・配当等は非課税になる。

(参考文献)

- Faulkender, M., and R. Wang(2006), "Corporate financial policy and the value of Cash," *Journal of Finance* 61(4), 1957-1990.
- Pinkowitz, L., and R. Williamson(2004), "What is a dollar

worth? The market value of cash holdings.” Working paper, Georgetown University

Pinkowitz, L. and R. Williamson[2007] “What is the market value of dollar of corporate cash?” *Journal of Applied Corporate Finance* 19(3), pp. 74-81.

Pinkowitz, L., Stulz, R., and R. Williamson (2006), “Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis.” *Journal of Finance* 61 (6), 2725-2751

鈴木健嗣・佐々木寿記 [二〇一三]「銀行企業関係と現金の価値」、*日本証券業協会ホームページ*

鄭義哲 [二〇一九]「企業保有の現金とコーポレートガバナンスの関係について」、*西南学院大学商学論集*、第六六巻第一・二一・三合併号

鄭義哲 [二〇二三]「外国人投資家の株式保有と現金の価値」、*西南学院大学商学論集*、第六九巻三・四合併号

中井誠司・神山直樹 [二〇一三]「保有現金の価値評価」、*リーマンショック前後と日米欧比較*、「証券アナリストジャーナル」、二〇一三年六月号

福田司文 [二〇一一]「企業の現金保有と企業価値の関係について」、*流通科学大学論集―流通・経営編―*、第二四巻第一号

柳良平・上崎勲 [二〇一七]「日本企業におけるコーポレート・ガバナンスと保有現金価値の関連性―平均的な企業の保有する現金の限界の価値の検証―」、*インベスター・リレーションズ*、第二一七号

柳良平・井出真吾・広木隆 [二〇一九]「ROEを超える企業価値創造」、*日経BP*、二〇一九年三月一九日

柳良平 [二〇二二]「日本企業の価値創造に係る資本市場の視座の変遷―グローバル投資家サーベイ時系列分析 (二〇〇七―二〇二二)―」、*月刊資本市場*、二〇二二・七 (四四三号)

山口聖・馬場大治 [二〇二二]「日本企業の現金保有に対するマーケットの評価」、*経営財務研究*、第三二巻、第一・二号

山口聖 [二〇一六]「現金保有についての考察」、*甲南経営研究*、第五七巻第三号

山口聖 [二〇一七]「現金の価値とペイアウト」、*甲南経営研究*、第五八巻第二号

(あけだ よしあき・当研究所特任リサーチ・フェロー)