

政策保有株式の経済的影響と今後の展望 ——人的資本投資を視野に入れながら——

円谷 昭 一

ただいま御紹介いただきました一橋大学の円谷でございます。本日はどうぞよろしくお願いいたします。

先ほど少し御紹介いただきましたが、資料の最後に私の現在の主な活動を載せています。企業、投資家、制度、学界ということで、薄くではありますが、幅広くやっておりますので、今日は、そうしたバックグラウンドを持ちながら、政策保有株式についてお話しさせていただきたいと思っております。ただ、最初に申し上げておきますと、私は、必要な政策保有、必要な持合いはあると思っております。

す。しかし、あくまで研究者の立場で数字的に分析すると、平均的に見た場合には負の効果のほうが大きく、解消に向かったほうがいいのではないかと、こういう主張です。一部の投資家のように「一株も持つてはいけない」という原理主義的な発想ではありませんので、その点は御注意いただければと思っております。

政策保有株式の解消については、もう三〇年近く議論されています。はっきり白黒つけるのは難しいかもしれませんが、そろそろ前向きに解消していかなければいけません。しかし、その場合は

当然、出てきた株式をどうするのか、安定株主がいなくなったらどうするのかという話になりません。こういったことを踏まえて、「一人的資本投資を視野に入れながら」という副題をつけたとおり、政策保有の解消と人的資本投資のつながりについても私見を述べたいと思います。

一、株式持合い形成の歴史的背景

まず初めに、なぜ持合いが形成されたのか、その歴史的背景に少し触れておきたいと思います。

持合い形成には、大きく三つの段階があります。

戦前からの素地として、財閥が中心となり持株本社を設立していたことに加え、戦後のメインバンク制度につながる、指定金融機関制度による個別融資関係が成立していましたが、戦後の経済民

主化（財閥解体）で財閥一族・持株本社株式が全てマーケットに放出されました。当時の全発行株式の四二％です。今の状況を考えれば、いかに混乱が起きるか容易に想像できると思います。ある日突然、時価総額九〇〇兆円のうち四〇〇兆円が売りに出されたということです。受け皿である機関投資家も存在せず、民間に買い入れ余力がない中で株式が漂流・不安定化し、一部の個人によるグリーンメールが多発しました。同じ状況にあったイタリアは、放出された株式を国が買い取りましたが、日本は国有化という道をとりませんでした。そうである以上、企業による相互保有で株式を安定化させる以外に道はなかったと私は思っております。これが持合い形成の第一期です。

第二期は、高度成長期です。OECD加盟により、外国資本の自由化、国内投資の自由化が段階的に行われました。そのため、一九七一年に自動

車関連の投資の自由化が行われた際、トヨタが一気に株式の持合いを固め、買収防衛を進めました。それに追従する形で、その他の主要な自動車メーカーや電機メーカーも投資有価証券保有額を急激に増やしました。当時は体力もありませんでしたから、買収防衛のために持合いを強化したのです。

第三期は、バブル経済期です。ここからはやや毛色が変わり、買収防衛というよりも、株高に乗じた財テクのためのエクイティファイナンスです。一九八九年をピークに転換社債が一気に増え、バブル崩壊とともに急減しましたが、これを全てマーケットに出してしまうと安定株主が減ってしまうため、安定株主の確保を目的として、その一部が持合いに流れた形です。

このようにして形成されてきた持合い関係のメリット・デメリットについては、様々な投資家が

整理し、提言していますが、では本当に経済的な効果があるのか、数字で見せするのが研究者の一つの社会的な役目ですので、本日はその点を中心にお話ししたいと思います。

なお、政策保有株式をめぐる問題点については、私も参画しておりますスチュワードシップ研究会・政策保有株式に関する意見発信グループが二〇二四年五月にまとめた提言、「政策保有株式を取り巻く問題提起のその課題解決に関して」が公開されていますので、そちらを御覧いただければと思います。

二、株式持合いの経済的な効果

ここで言う持合いの経済的な効果とは、持合いをしている企業ほど利益や成長性が高いなど、会計上プラス面の特徴があるという意味です。そう

した実証分析は私が始めたものではなく、過去からずっと研究蓄積があります。その中心におられたのが一橋大学の中谷巖先生です。ただ、当時の研究は、いわゆる六大企業集団は非構成企業と比べてどのようなメリットかあるのか、つまり、六大企業集団の特徴の一つとして集団内での持合いが行われていたので、持合いという行為に関する研究というよりも、六大企業集団の構成企業を対象とした研究と言ったほうが適切かもしれません。そこで中谷先生がおっしゃっていたのが「リスキエアリング説」です。例えば、企業集団内の自動車会社の業績が悪化した場合、グループ全体でその自動車会社の自動車を買うことで支え、逆に自社の業績が悪化した場合には支えてもらう。要するに、一定の利益水準を犠牲にしても利益の安定性を確保するというのが通説でした。

それに対し、高度成長終了後にはもうリスク

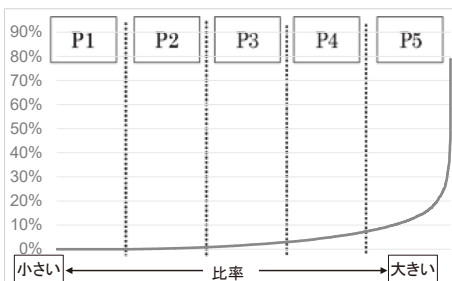
シエアリング説は成り立たなくなっているという論文が一部で発表されていたのですが、研究が本格的に展開される前にバブルが崩壊し、企業集団自体が融解したことで研究の対象がなくなり、実証研究はほぼゼロになってしまいました。その後、二〇〇〇年代に入ると、「政策保有株式」と名をかねて新たな話題が出てきます。そこで、企業集団とは別に、政策保有という個と個の関係の中で成り立っている株式の相互持合いには本当にメリットがあるのか、この点を検証したのが二〇二〇年発行の拙著『政策保有株式の実証分析』です。本日は、その中から二つの分析のエッセンスを御紹介させていただければと思います。

まずはクロスセクション分析です。このグラフは、スタートアップ企業も含む全上場会社約四〇〇社の総資産に占める政策保有株式の比率の分布です（図表1）。四〇〇〇社を八〇〇〇社ずつ五

図表 1

検証方法と結果(クロスセクション分析)

総資産に占める政策保有株式の比率の分布



P1・P2 ほとんど保有していない
 ↓(比較)
 P3・P4 やや保有している
 ↓(比較)
 P5 持合いが強固

利益率	利益率の変動性	売上・資産の成長性
P5が有意に低い	P5に優位性なし (P3・4と有意差なし)	P5に優位性なし (P3・4と有意差なし)

⇒ ある企業が持合い株式を売却した前後で、会計数値が変化しているかどうかをさらに検証

本資料は発行者の私見にもとづいており、金融庁およびステュードシップ・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会議の公式見解ではありません。本資料は2024年12月時点の情報に基づいて作成しております。

つのグループに区切り、P（ポートフォリオ）1〜5という形で並べています。P5に行くほど保有比率が大きいことを示していますが、御覧のとおり、直線状に増えているのではなく、P5に所属しているごく一部の企業だけが大量に保有しており、P1と2はほとんど保有していない、P3とP4は保有していてもわずか数パーセントという状況です。では、P5はP1〜4に比べてどのような会計上の特徴があるのか、利益率、利益率の変動性、売上・資産の成長性を比較するというのがクロスセクション分析のエッセンスです。

結果を申し上げますと、利益率に関してはP5が有意に低く、利益率の変動性と売上・資産の成長性はいずれもP5に優位性なし（P3・P4と有意差なし）、つまり、統計上、低利益率のみが観察されました。なお、ここで言う利益率とは、ROS、ROA、ROEなど様々なパターンを組

み、分子も、営業利益、税引前利益、粗利といった数十パターンの利益率を組んで検証した結果です。ROSだったらどうなるか、ROAだったらどうなるかということではなく、全てまとめてこのような結果になっていると御理解ください。

続いて、時系列での分析結果です。釈迦に説法ですが、政策保有株式の保有理由として、有価証券報告書にはよく「取引関係の維持・拡大」と書かれます。言葉を裏返すと、政策保有をしなければ取引関係が縮小する可能性があり、何らかの理由で政策保有株式を売却した場合には、取引関係の維持・拡大が失われた結果として利益率や成長性が低下する、このように考えることができます。

そこで、過去に多額の政策保有株式を売却した企業の事例から、一〇%以上売却、二五%以上売却、五〇%以上売却というサンプルを抜き出し、

売却した年をt年として、売却後の三年間と売却前の三年間の利益率を比較しました(図表2)。

実際に取引関係の維持・拡大が失われたとしたら、売却後に利益率の低下が観察されるはずですが、しかし、グラフを作成すると、利益率が低下するどころが、逆に向上していることが見てとれます。売却前に取引関係の維持・拡大により経済的な便益を本当に受けていたのか、疑問符のつく結果が得られたということです。

ちなみに、五〇%以上売却したケースとして、日本板硝子が英ビルキントンの買収資金捻出のために政策保有株式(投資有価証券)の半分を売却した事例があります。このような場合、「利益率向上は買収の効果ではないか」という御質問を受けるのですが、あくまで、政策保有株式売却後に利益が低下していないことを示したいというのがこのグラフの趣旨ですので、その点を御理解いた

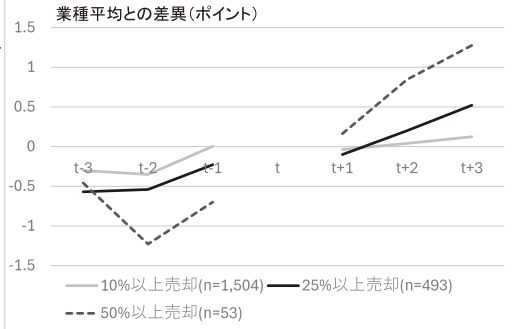
図表2

検証方法と結果(売却のケーススタディ)

もし「取引関係の維持・拡大」が実際にあったとしたら、もし何らかの理由で政策保有株式を売却した場合には、利益率や成長性の低下が観察されるはず

t期(2010~18年)に政策保有株式を売却した企業の、売却前後の売上高営業利益率(業種平均との差)

【売却例】2006年の英ビルキントン買収のために日本板硝子が保有株式の半数を売却



- ✓ 売却後に利益率の向上が見て取れる
- ✓ 売却額が大きいほどその傾向は顕著である

本資料は発表者の私見にもとづいており、金融庁および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会館の公式見解ではありません。本資料は2024年12月時点の情報に基づいて作成しております。

だきたいと思います。

以上のように、クロスセクションでも時系列でも、発行体にとって良い結果が得られなかったところですが、ではなぜ「持合い≒低利益率」なのでしょう。その解釈について、私は二つの説があると思っています。どちらも一橋大学の先輩の説でありまして、一つ目は、小田切宏之先生の「企業家精神欠如説」です。集団内取引に慣れた市場競争の厳しさを過小評価し、企業家精神や組織の柔軟性を欠いてしまったために低利益率化する。二つ目は、今井賢一先生の「企業間調整過剰説」です。株式の相互保有によって、目に見えるもの・見えないもの、直接・間接を含めて様々な調整が必要となり、人間的接触や交際が過剰に行われる結果、利益を圧迫する。こうした結果として低利益率化が観察されているのではないかと私は思っています。

先ほど述べたとおり、戦後すぐから高度成長期にかけては、持合いは必要だったと考えております。戦後すぐであれば個人、高度成長期であれば外資による乗っ取りという弓矢から守る鎧として実際に機能しました。しかし、もはや弓矢の時代ではなく、現在の变化の激しい鉄砲の時代においては、鎧では身を守れないどころか、自らの自由な動きを縛る重しになっていないか。機関投資家、または外圧があるから政策保有をやめると言っているのではなく、企業自身のためにもうやめたらどうかというのが私の意見です。

こうした意見を述べると、特に発行体の方からは、「そのせいでアクティビストが入ってきたらどうするのか。ある一定の安定株主がいないと、経営が混乱して大変なことになるのではないか」と言われます。しかしそれは、例えばある地域で治安が悪化したときに、「泥棒が増えているの

で、皆さん、自衛のために拳銃を持ちましょう」と言うこととある意味同じではないでしょうか。個々の企業が安定株主を作ることによってアクティビズムから身を守るのではなく、アクティビズムによって資本市場が健全性を失っているのであれば、そうした行為が抑制されるような制度なりローを作るべきであつて、個々の企業が護身用の拳銃を持つのは違います。まずは地域の治安を向上させるために、例えば監視の目を強くするといったシステムを考えるべきではないかというのが私の答えです。

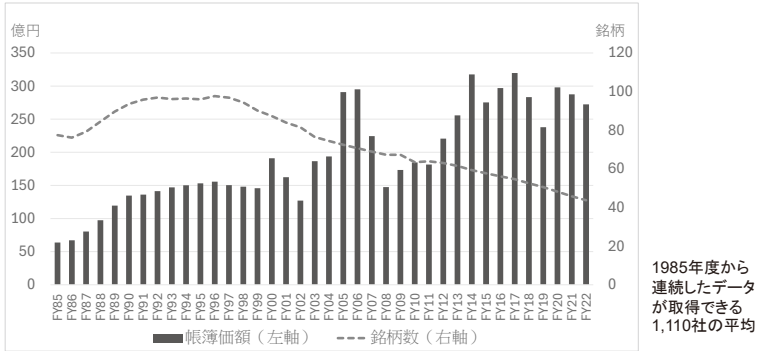
三、近年の政策保有株式の保有・売却状況

このグラフは、一社当たりの保有額（帳簿価額）と保有銘柄数の長期推移で、一九八五年度か

図表3

持合い株式の状況(政策保有株式)

1社当たりの保有額と保有銘柄数の長期推移



- ✓ バブル崩壊以降、保有銘柄数は一貫して減少傾向にある
- ✓ 保有額は2000年に有価証券時価評価が始まったことで時価の変動によって変化するため、保有量の増減はここからは分からない

本資料は発行者の私見にもとづいており、金融庁および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金融の公式見解ではありません。本資料は2024年12月時点の情報に基づいて作成しております。

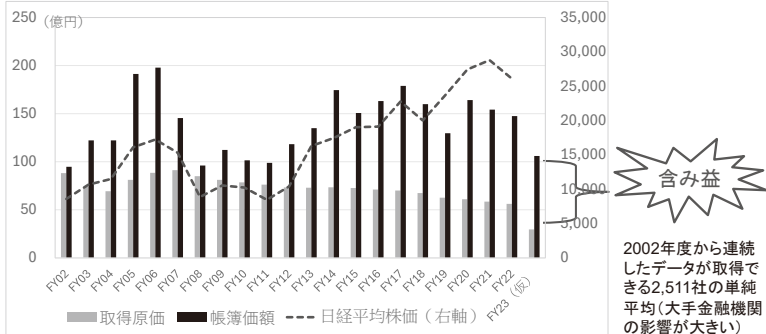
ら連続したデータが取得できる一一〇社の平均を見たものです(図表3)。保有額は二〇〇年によって変化するため、その増減についてはあまり意味がないのですが、保有銘柄数はバブル崩壊を機に確実に減少しており、現在は半分以下まで減っていることが見てとれます。

今、保有額は時価評価されるので意味がないと申し上げましたが、政策保有株式は、一部かなり異なる会社はあるものの、金融商品会計基準の「所有価証券」と数字がほぼ等しくなります。その所有価証券は、帳簿価額とは別に取得原価も開示されているため、そのデータを使って取得原価と帳簿価額をお示ししたのがこのグラフです(図表4)。くどいようですが、帳簿価額は、時価評価されていますので時価ということになります。

図表4

持合い株式の状況(その他有価証券≒政策保有株式)

持合い株式の取得原価と帳簿価額(時価)の推移



- ✓ 取得原価も一貫して減少傾向にはある
- ✓ 日経平均が1万円くらいの時に取得されており(=取得原価と時価が一致)、現時点では多額の含み益を抱えていると推測される
- ✓ 2023年度は暫定値(時価ベースで前年比30%減少)

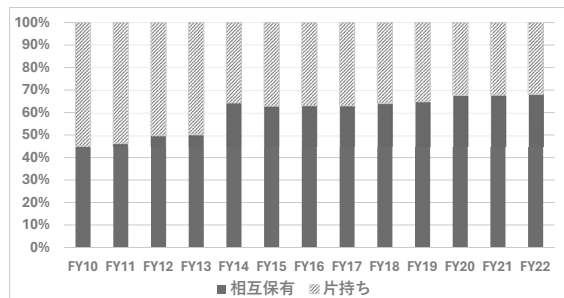
本資料は発表者の私見にもとづいており、金融庁およびスチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議の公式見解ではありません。本資料は2024年12月時点の情報に基づいて作成しております。

御覧のとおり、帳簿価額は日経平均株価と連動します。そして、先ほど申し上げたように保有銘柄数が減っているのが取得原価も一貫して減少傾向にあります。ポイントとしては取得原価と帳簿価額の差、すなわち含み益です。私の試算では、日経平均が一万円程度になると取得原価と帳簿価額が等しくなり、含み益はゼロとなります。したがって、日経平均が四万円近い今の状況において、各社は政策保有株式で膨大な含み益を抱えていることとなります。簡単に言うと、取得原価と時価がつり合う日経平均一万円程度ときに取得したものが今なお残っているということです。しかし、二〇二三年度(二〇二四年三下期)は、確定値ではないものの、時価ベースで前年比マイナス三〇%と大きく減少しています。これがどの程度続くか分かりませんが、二〇二四年三下期はかなり潮目が変わったという感覚を持っております。

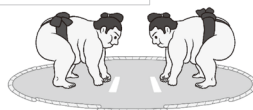
図表5

まだ残っている株式の状況

- ✓ 縮減は進んではいるが、残っている株式は相互保有が増えている
全政策保有株式に占める相互保有株式の比率(簿価ベース)



- ・「行司のいない相撲の立ち合い」状況
- ・これからさらに縮減させるのであれば、ハード・ローによる規制が必要だと個人的には思う(個別投資家のエンゲージメントだけでは困難)



本資料は発行者の私見にもとづいており、金融庁およびステュワードシップ・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会議の公式見解ではありません。本資料は2024年12月時点の情報に基づいて作成しております。

そこで気になるのが、売却されずに残っている株式の状況です。このグラフは、全政策保有株式を相互保有と片持ちに分けて示したものです(図表5)。御覧のとおり、片持ちは確実に減少しています。どちらかが売却すればそれで関係解消ですから、売却しやすいわけです。しかし、相互保有の場合は同時に売却しなければならぬため、その調整に苦労しますし、そもそも売却を言い出すという行為からしてストレスがあり、売却がなかなか進んでいません。

私はそれを「行司のいない相撲の立ち合い」に例えています。お互い準備はできているのに、同時に売却しないといけないため、「はっけよい、のこった」を言ってくれる人が出てこないと売ることができない。双方とも相手から言ってくれるのを待っており、いわゆるデッドロックのような状態です。誰かがきっかけをつくれればお互いに解

けていくのですが、きっかけがないので、見合っ
たままのものが増えているのです。

したがって、個々の機関投資家によるエンゲージメントだけではもはや通じない「岩盤」銘柄が残っている状況の中、ここからさらに縮減を進めるのであれば、ローによる規制が必要だと個人的には思っています。金商法や会社法といったハード・ローをはじめ、東証のルール、企業内容等開示府令も含め、ある一定の強制力を働かせることでしか縮減は進みません。いみじくも先般、金融庁がある金融セクターに「売却せよ」と言ったところ、一気に売却が進みました。これは、強制力がないと売れない、逆に言うと、強制力があれば売れるということの証左だと私は考えております。

政策保有をする経営者の本音としては、一つ目に、そもそも法制度で禁止されているわけではな

い。二つ目に、先の見えない経済状況の中、含み益が多くあるので、それを利益調整のための原資として持つておきたい。要は、いざとなったら益出しができるように、ボトムラインを確保できるようにしておきたい。そして、三つ目が実は最も重要かもしれないませんが、二〇二四年六月期は過去最高を更新したと報じられているように、アクティビストや株主提案が増える中、安定株主を確保したい。四つ目として、相互保有株式売却を自分のほうから言い出したくないという、相手との調整のストレス。こういういたものが挙げられます。

発行体にとっては、機関投資家とのエンゲージメントにおいて、一時間の批判に耐えさせずればいいということなのかもしれません。実際、東京大学の若杉敬明先生ほかが今から三〇年前の一九九四年に行った企業アンケートでは、九〇%の企

業が「特にメリットは感じないが今後も続ける」に「はい」と回答しています。この状況は今も同じではないかと思えます。また、このアンケートで非常に興味深いのは、「相手企業から求められて保有している」に六七%の企業が「はい」と回答していることです。どちらかが言ったのであれば、理論上五〇%にしかならないはずなのに、六七%が相手から言われて持っていると答えています。また、戦後すぐ、あるいは一九六〇年代の株式持合い形成期には取引関係があり、社長同士も仲がよかったのかもしれませんが、今は取引関係が全くなく、なぜ株式を保有しているのかわからないということ、六一%の企業が「古くから行われており保有理由は不明」に「はい」と回答しています。三〇年前ですらこのような状況ですから、今はさらに増えているでしょう。

四、政策保有株式に関する

その他の論点

今般、企業内容等開示府令の改正案が公表されました。純投資の開示は比較的緩いため、政策保有株の保有目的を純投資に振り替える、いわゆるウオッシュが行われていることを踏まえ、純投資の開示を強化するという内容です。簡単に言うと、政策保有株としてそのまま置いておくことで「正直者が損」をしないようにするということです。

しかし、企業内容等開示府令においては、純投資とは専ら配当またはキャピタルゲインを得ることであり、それ以外のものが政策保有と定義されています。一方、金融商品会計基準では投資有価証券を四つに分け、中でも売買目的有価証券につ

いては、トレードの専門要員が社内内で管理しているなど、幾つかの厳格なルールがあります。したがって、企業内容等開示府令の純投資の定義を金融商品会計基準の売買目的有価証券に近づけることにより、本当にトレーディングを行っているもの以外は純投資に振り替えることが実質的にできなくなります。もちろん開示強化も一つの線ではありませんが、純投資の定義を変えれば、この問題は一気に解決するのではないかというのが個人的な意見です。

もう一つの論点として、議決権行使基準があります。

現在、機関投資家の議決権行使基準は、ほとんどが「純資産の一〇%以上は反対」「二〇%以上は反対」というものだと思いますが、これはセカンドベストだと私は思っております。あくまで比率であって、純資産の変動や時価の変動によって

賛否が変化してしまう可能性があるからです。例えば、マーケットが好調で時価が上がり結果的に二〇%を超えたら反対、逆に、マーケットが悪くなって偶然一〇%を切ったら賛成、こういうことになります。実態は何も変わっていないにもかかわらず、マーケットの状況次第で賛否が変わるというのはおかしい話です。では、どういう基準がいいのか。私は、「縮減計画の有無&計画どおりの進捗」、この合わせ技で賛否を決めるのがベストだと考えます。ただ、手間の問題がかなりありますので、「純資産の何%以上」という基準で区切るのも仕方がないかもしれません。

縮減計画については、二〇二四年五月、KPMGが「政策保有株式縮減に関する実態調査 低PBR・低ROEの要因分析」を公表しています。それによると、政策保有株式保有企業一三四八社のうち、縮減に言及しているのは一〇九五社、縮

図表6

縮減行動とPBR

	縮減目標達成	縮減目標未達成
縮減目標が厳しい 対純資産10%	1.42 (6社)	0.98 (5社)
縮減目標が緩い	0.92 (6社)	0.98 (9社)

- ✓ 縮減目標が厳しい&目標達成が揃わないと市場評価は向上しない?(ただし、縮減期間内の企業が多くサンプルが少ない・・・)
- ✓ 売却資金の用途、縮減前からのPBR変化、中計達成との関係などを現在調査中

本資料は発表者の私見にもとづいており、金融庁およびステeward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会館の公式見解ではありません。本資料は2024年12月時点の情報に基づいて作成しております。

減目標値まで開示しているのは八六社という結果が出ています。

私の研究室でも、全上場会社を対象に、縮減の達成年度と縮減目標の内容をまとめたデータベースを作り、縮減計画の達成・未達成の調査を進めております。中期経営計画の場合は、未達成であつても、「外部環境が想定以上に悪かった」と弁明することができますが、縮減計画については、そういうわけにはいきません。売るか売らないかは自分で決められることだからです。したがって、縮減計画の達成の有無については、企業側のやる気や覚悟がかなり色濃く反映されると言えます。

この図は、「縮減目標達成・未達成」を横軸に、「縮減目標が厳しい・緩い」を縦軸にとり、サンプルを四つに分けて平均PBRを見たものです(図表6)。縮減目標が厳しいか緩いかは、機

関投資家が議決権行使基準で使っている「対純資産一〇%」を基準にして分けています。御覧のとおり、厳しい削減目標を達成した場合のみ、平均PBR一・四二倍ということでマーケットの評価は上がりますが、それ以外はいずれも一倍未満であまり評価は上がりません。未達成の場合はもちろんのこと、達成しても目標が緩ければマーケットは評価しないということが見てとれます。こちらはまだ調査中ですので、また別の機会に御報告できればと思います。

ここまでのお話を総括いたしますと、最初に申し上げたとおり、私は、必要な政策保有はあると思っております。例えば、あるサプライヤーと一体的に超長期のプロジェクトを行う場合、もしそのサプライヤーが何らかの理由で買収されたら大変なことになりますので、買収防衛をするために株式を持つこともあるでしょう。しかし一方で、

アメとムチではありませんが、株主として経営をモニタリングする必要があります。ただし、その場合には、外からの目ということで社外取締役による検証レポート、すなわち、内部の機微的な情報になりますので、社内取締役だけで「これには経済的効果がある」ということをきちんと調査していることを示すレポートや、議決権行使結果（少なくとも集計開示）の開示が最低限必要です。政策保有先には業績が非常に悪かったり不祥事を起こしている会社もあるのに全部賛成で出している、そういうことを見る必要があると思います。

また、個々の機関投資家によるエンゲージメントだけではもはや通じない「岩盤」銘柄が残っている状況ですので、エンゲージメントに期待するというステージはもう終わりに近づいていると思います。繰り返しますが、ここで言う「岩

盤」とは、含み益が大量にある、相互保有、メイバンクの株式といったものです。

では、どのように解消するのか。バブル期に「相互発行&相互保有」をしたわけですから、その逆の「相互売却&相互消却」をすれば良いと思います。「それではマーケット全体の活力がそがれるのではないか」という意見もありますが、私は「相互売却&相互消却」が基本路線になるのではないかと思っています。

株式売却で出た利益が配当や自己株式取得に回っていることを否定はしませんが、設備投資でも、研究開発投資でも、M&Aでも、そもそも資金を投じる先がないことが日本企業の問題点だと思っています。とはいえ、安定株主問題はあるものの、政策保有解消によって経営の自由度は増すと思っていますので、その点は期待しているところで

相互保有ということとは、こちらが売れば、あちらが持っているものも売却されます。つまり、相互保有が増えている今の状況においては、株式を売るとは、自己株式として戻ってくるということである意味同義となる場合が増えているということだと思います。では、その自己株式をどうするのか。私は、従業員株式報酬の原資に使うかどうかと思っております。

五、人的資本投資の視点から見る 政策保有株式の削減

コーポレートガバナンス・コードには「人的資本」という言葉が三回ほど登場し、すぐ近くには「事業ポートフォリオの組み替え」という言葉がセットで出てきます。コーポレートガバナンス・コードによって、選択と集中といいますが、事業

ポートフォリオの組み替えを進めてもらいたかったのに、各事業に従業員がべったり張りついているので事業を動かすことができず、その結果、事業ポートフォリオの組み替えがなかなか進まない。しかし、それをうまく浮かせてほかのところ動しやすくすれば、その土台にある事業も動かしやすくなるのではないか。そういう発想で二〇二一年の改訂に「人的資本」という言葉が入ったのだろうと個人的には思っております。

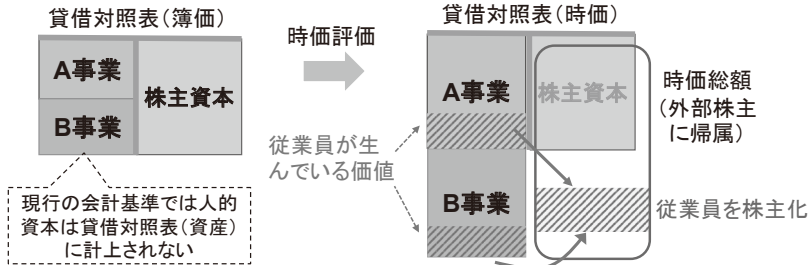
例えば、ある会社がA事業とB事業を営んでいて、貸方が全て株主資本だとします。現在、貸借対照表には人という資産は計上されていません。人は奴隷ではないので、そもそも取得原価として計上することができないからです。しかし、これを時価評価した場合、A事業とB事業の中には、従業員によって生み出されている価値（あるいは従業員自身の価値）がおそらく含まれており、そ

れらが適正にマーケットに評価されるのであれば、時価総額の中にも従業員によって生み出されている価値部分が含まれます。それを株主ではなく従業員にうまく帰属させることができれば、従業員のモチベーションアップにもつながります。その方策として考えられるのが従業員の株主化です（図表7）。

この場合、すぐ従業員持ち株会の話になりますが、それではだめです。持ち株会は自己資金が入るため、どうしても「キャピタルゲインが出るから、それを売って年末はいい温泉にでも行こう」といったことになるからです。ただ、自己資金を入れない形でやるとなると、労働の対価は金銭という労働基準法の大前提があるので難しい部分があります。しかし、発行済株式数に占める役員・従業員への支給株式の比率（バーンレート）は、アメリカが一・三六%に対して日本はわずか〇・

図表7

従業員株主化の原資に



- ✓ (価値を高めた)従業員がその価値増分を享受することでモチベーション&リテンション
- ✓ 発行済株式数に占める役員・従業員への支給株式の比率(パーセント)は、米国1.36%に対して日本0.074%(中神康議・阿部直彦)
- ✓ 従業員持株会ではない形で株式を従業員の報酬として与えるスキームを「自社株、社員への無償譲渡を解禁」(日経新聞2024年5月24日)
- ✓ 拙稿「人的資本を軸とした従業員株主化の一試案」(『資本市場』2024年2月)

本資料は発表者の私見にもとづいており、金融庁およびステュワードシップ・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金融の公式見解ではありません。本資料は2024年12月時点の情報に基づいて作成しております。

○七四%ですから、従業員に報酬として自社株を渡す余地はあると思います。渡し方はいろいろありますが、政策保有株式売却によって出てきた自己株式をそのために活用したらいいのではないかと思います。というのが私の考えです。

さらに、従業員株主化の先の狙いについても少し触れたいと思います。証券業界の皆様からはお叱りを受けそうですが、今、日本企業が抱えている問題の大半は、上場会社が多過ぎるといえる問題の大半は、上場会社が多過ぎると個人的には思っています。日本とGDPが同水準のドイツの上場会社数は四〇〇社、それに対して日本は一〇倍の四〇〇社です。必ずしもドイツが良いというわけではありませんが、ではエクイティファイナンス予備軍も一〇倍いるのかというと、昨年度の年間のエクイティファイナンスは東証で八五〇〇億円ですから、時価総額九〇〇兆円の〇・一%にも満

たない状況です。かつ、その八五〇〇億円の半分は、創業家の保有分が一般に売り出されておらず、真水の調達ではない部分がかなり含まれていいます。上場の意義が「エクイティファイナンス」ではなく「社会的信用」といったところに置かれている、この点をそろそろ本気で考え直していかないと、国力的にも耐えられなくなってしまうと思います。また、現場担当者のガバナンス疲れ、開示疲れも貯まってきたおり、それを解消するには、上場会社数の問題に本気で取り組まなければいけません。とはいえ、いきなりMBOをするのはハードルが高過ぎるため、まずは従業員を株主化することによって所有と経営を徐々に近づけていくことが必要で、その浸透・移行に従業員株主化を使えばいいのではないかと考えております。

では、政策保有解消と人的資本、いわゆる経営戦略と人事戦略を絡めて考えるような機能が今の

日本企業にあるのか。私が今、最も関心を持っているのはこの点です。

人事白書で、「自社の人事部は戦略の意思決定に関与しているか」という問いに対する人事部長の回答結果を見てみると、関与していない会社がどんどん増えていることがわかります。人材版伊藤レポートによって人的資本経営という考え方が広がる一方で、人事部が経営戦略に関与できない会社が増えているということです。さらに、「戦略人事部が機能していない場合、その原因は何だと思いますか」という問いに対しては、人材版伊藤レポートが出て以降、「人事部門の位置づけ」「経営陣の問題」という回答が増えてきています。人的資本経営が大事だと分かっているにもかかわらず、人事部にその力がないということだと思えます。

この一〜二年、人的資本についてお話しすることが多く、人事トップの方たちと名刺交換する機

会が増えたことで、CFO（最高財務責任者）で取締役になっている方は多い一方、CHRO（最高人事責任者）で取締役になっている方は少ないことに気が付きました。そこで、TOPIX100を対象に、過去三〇年間の『役員四季報』から、取締役に人事のトップがいるかどうかを調査しました。その結果、「人事担当取締役が存在する」は二九・八%から三・八%、「人事を含む複数部門を管掌する取締役が存在する」は二四%から一五・三%と減少し、「『人事担当』と明記された取締役が存在しない」は四六・二%から七九・四%と大きく増加しています。この三〇年間で、人事のトップが取締役になっていない会社が非常に増えたことがよく分かります。

これについては、労働組合が弱体化したこと、その相手である人事担当者も取締役である必要が無くなった（いわゆる労務費の管理をしてい

ればいい）、また、社内取締役自体が減少しているので執行役にとどまっている、こういった二つの解釈があります。しかし、日本よりも社内取締役が少ないダウ三〇の企業を見えますと、そのうちの六割に社内取締役としてCHROが入っています。したがって、アメリカとの比較においては、社内取締役の減少によって人事担当が執行役にとどまっているというロジックではあまり説明が付きません。

さらに、TOPIX100を対象に、経営トップに人事部門・人材マネジメントの経験があるかどうか、直近一五年間を調べてみると、財務部門経験ありのCEOは一定程度の割合を維持している一方で、人事部門経験ありのCEOは減少傾向にあることが分かりました。人事部のトップが取締役から外れ、かつ、人事部門経験ありのCEOが減っていると、経営戦略と人事戦略の両輪

を同時に回すような決定ができるのか、すなわち、政策保有を解消し、それを従業員への株式報酬に使うといった合わせ技ができるのか、疑問を感じます。ですから私は、人的資本という意味では、まずは人事部の位置付けから見直してはどうかという提案を様々な機会にしております。

また、教育の現場におりますと、AI面接の危険性を経営陣は把握できているのかという点についても疑問を感じます。この一、二年でAI面接が急激に増え、インターンでも本採用でも、一次面接はAIが行うことがあります。動画に出てくる質問に学生が答えると、AIが評価し、合否が決まるという仕組みです。なぜAI面接を行うのか、超大手も含め企業の方に話を聞くと、新卒が採れなくなってきたので、できるだけ間口を広げていい人材を確保したい。間口を広げるとなると、書類審査で落とすのではなく、全員面接を

しなければいけない。しかし、それを行う人的余裕がないのでAIが一次面接を担当する。こういうロジックです。AI面接では正規分布でちょうど平均のところを採りますので、そこから外れると落ちてしまいますが、その場合、平均よりも悪い側に外れている人だけでなく、良い側に外れている人も落ちてしまうことになります。私の大学の学生が良い側に偏っているかどうかは別として、実際のところ、私のゼミ生も結構落ちています。

では、何を評価しているのかというと、学生時代にどんな活動をしたかなどではなく、最初と最後に同じような質問をされ、いずれも同じように答えたか、そのあたりを評価しているようです。また、学生が言うには、表情も全て見られているようです。今やそういう時代になってきておりまして、平均的でない、とんがりのある学生が一次

の関門でどんどん落とされています。一〇年後、二〇年後、会社の存続に関わるような事態が起きていることを経営陣は把握できているのか、そんな怖さを感じずにはいられません。

二〇二一年のコーポレートガバナンス・コードの改訂では「スキル・マトリックス」という言葉が加わりました。そこで、スキル・マトリックス元年の二〇二一年から二〇二四年までの三年間で増えたスキルと減ったスキルを調査してみましたところ、新たに採用された主なスキル項目は、「ESG」「人的投資」「DX」「ガバナンス」、削除された項目は、「営業・マーケティング」「研究開発」のほか、「経営」を削除している会社もあり、平均的には、どちらかというとマネジメントボードからモニタリングボードに移ってきていることが見てとれます。これでは、AI面接で現場が大変なことになっているといった情報が今まで以上に

取締役会に入らなくなる可能性があり、個人的には大変危惧しています。このあたりのデータも、もう少し整理した上で改めて公表できればと考えております。

私の話は以上です。(拍手)

○森本理事長 政策保有株式の動向及び影響について大変わかりやすくお話しくださり、ありがとうございました。

それでは、質疑応答に移りたいと思います。御意見、御質問、いかがでしょうか。

○質問者A 政策保有株関係の学術論文を見ると、参考文献の中に必ず先生の業績が入っています。この分野では第一人者ということで、非常によいお話を聞かせていただきました。

経済学者といっても分野が違いますので、あまり適切なコメントはできないかもしれませんが、

ここ数年、全体で見みると政策保有株が減ってきているのは、必ずしも金融庁や東証が発信したからではなく、先生が歴史的背景について説明されたように、時代を追うごとに変わってきている面もあり、その辺は企業の経営者もよく理解されていると思います。

やはり問題は、日本企業のコアビジネスの収益性の低さだと思います。収益性が高い企業であれば、政策保有株を持たずにコアビジネスに投資すれば良いものの、収益性が低いのでコアビジネスに投資しても収益性が高まらない。しかし、政策保有株を持つていれば含み益が出てくるので、大口の定期預金を銀行に置いておいたり、どこかの債券を買ったりするよりはいい、そういった判断が働くのだと思います。したがって、先生も初めにおっしゃったように、「政策保有株は悪」といった議論はやはり違っていて、個々の企業の経

営判断で、自社にとって本当に必要かどうか見ていくことが必要なのだと思いますが、いかにして利益率を高めていくか、ここが日本企業全体に問われていると個人的には思います。

また、今日の本論からは外れますが、上場企業数が多過ぎると言われたのが少し気になりました。これから日本全体の産業構造を新たに転換していくときに、成長性の高い、アイデアを持った若い企業を成長させていくことが必要ですが、なかなかできない。では、どうしたらいいのか。グロース市場は日本の取引所の非常に大きな特徴の一つで、あれほど大きな新興市場は海外にはありませんから、まずはそういったマーケットに上場させる。本当はアメリカのように、非市場でも未公開の会社でも、PEファンドのようなどころが積極的にお金を出してくれればいいのですが、日本にはそういう投資家がほとんどいませんから、

グロース市場のような新興市場に上場させて、公開会社として資本を取りやすくするという方法もあるのではないかと思います。スタートアップは現金がないことが多いので自社株を出しています。株を持っていてもそれで食えるわけではなく、どこかで現金化しなければいけません。そこで、グロース市場に早めに上場して、それまで株でもらっていた方が少し売って現金化するという方法もあると思います。そうなると、単純に日本は上場企業数が多いという話では済まないような気がします。

○円谷 前半の御意見については、私も同じ感想です。「持合い」という言葉を使うかどうかは別として、必要な政策保有はあると思っており、「持合い」悪」という発想はありません。ただし、特にプライム市場の企業は、政策保有に対する説明責任があります。そこでセットで保有する

のであれば、それなりに納得する投資家もいるのではないかと思います。

上場会社数については、今日の話の本質ではないのであまり触れなかったのですが、グロース市場はあまり問題視していません。問題はプライム市場です。私はIR協議会に二十数年いまして、「今年も何とか統合報告書を作成したのでレビューしてください」と駆け込み寺のように我々のところへ駆け込んできたり、「上からは『統合報告書アワードに入選しろ』と言われていられるけれども、できない」など、上場していることが重荷になっているように見える会社があります。ですから、私は必要がなければ非公開化し、必要になつたらまた公開する、アコーデオンの蛇腹のようなイメージの取引所になっていったら良いのではないかと思います。今は、一度上場すると戻れません。上場廃止となると粉飾決算や不祥

事など非常に印象が悪いので、「まずは用語から変えてみてはどうですか」と東証には提案しています。

また、プライム市場の中でも、バブル後三〇年間、エクイティファイナンスをしていない会社は相当数あります。では、その三〇年間の直接・間接のコストはどれぐらいなのか。株主総会の運営費用、I R 担当者の人件費など全部ひっくるめて、その膨大なコストに見合うほどの経済的便益を得ているのかといったことには疑問を感じます。

ということ、私が申し上げたのはあくまでプライム市場の話であって、グロース市場の話ではありません。ベンチャーキャピタルやPEファンドがないというのは、また別の論点だと思っております。

○質問者B 大変有益なお話をありがとうございます

ました。一点、御質問したいのですが、私は長年、国家公務員として働いていたものですが、やや霞が関的な観点からの質問になることをお許しいただきたいと思います。

先生のお話の中で、「個々の企業が護身の拳銃を持つのは違う」「監視の目を強くするといったシステムを考えるべきではないか」という言葉が非常に印象に残りました。変化の激しい鉄砲の時代が変わってきているということですが、今や、デカップリングかデリスキングか、あるいは経済安全保障など、グローバルゼーションからさらにもう一段進展し、世界は激しく動いています。ここ数日を見ても、我々が信じている民主主義・資本主義体制のもとでは政権がどんどん変わるなど、政治の不安定化という要素もあると思います。したがって、日本企業の競争力を高くし、利益率を上げていくことが非常に大事だと思うの

ですが、その意味でも、新しいデリスキングの時代に、護身用の拳銃とまでは言わないまでも、外為法などによる対内投資の規制といったものがどれほどワークしているのか分からないと私自身は思っております。そういうことを考えると、新しい時代の中でこの問題を見るにはどうしたらいいのか。あるいは今の経済安保の議論について、先生の御所見をお伺いしたいと思います。

○**円谷** 経済安保は専門外ではありますが、安定株主の確保については、政策保有株式縮減による安定株主の減少が本当に企業を蝕むのであれば、日本もフランスのように議決権を二倍にするといったことを本気で議論してはどうかと思いません。また、同じような株主提案を連続して行っているとはいけないと言われている中、少しずつ変えながら同じような株主提案が毎年行われ続けていますので、そのあたりにもメスを入れる、こういった

ことが考えられると思います。

○**質問者C** 必要な政策保有株式を残したまま縮減を進めるに当たって、考えられるハード・ローの対策をもう少し具体的にお伺いできればと思います。

○**円谷** それは専門の立案者がお考えになることで、私の仕事ではないと思っておりますが、企業内容等開示府令を使うのであれば、個別銘柄の取得原価を開示させる（今は時価のみ開示）という方法もあります。それによって含み益の額が分かるので、「この会社とは取引関係がないのに株式を持つているのは、含み益が目当てではないのか」ということを見える化することができます。また、ドイツの例に倣って税法を使うという方法もあります。例えば「この五年間は売却益に課税しない」など、時限的な税制措置によって、株式売却で出た膨大な特別利益に税金がかからないよう

にする。さらに日本でも、戦後すぐのころは独禁法によって企業は株式を持つことを一切禁止されてしまったので、そういった事例に鑑み、独禁法を強化するということも可能性としてはあると思います。そのほか、東証の上場区分を変え、プライム市場を文字どおり本当のプライムにして、「純資産の何%以下しか持つてはいけない」というルールを新設する。その場合は東証の上場規則になると思います。

やり方の選択肢はいろいろあると思いますが、どれが一番適切かということについては、専門の立案者の方に考えていただくことだと思っております。

○森本理事長 マーケットを見ていますと、足元では持合い解消の売り出しが非常に多いように思いますが、先生のお話を伺うと、岩盤になっていて売却が進まない、そんな見通しのようにも思い

ます。売却を進めるにはルールを変えることも必要だという話もありましたが、そもそも相手の了解がないと売れないというのは株式投資のあり方としておかしいのではないかと思います。そのあたりの考え方が変わること、ハード・ローが無くても売却が進む可能性はないのでしょうか。岩盤で、事実上、譲渡制限株式のようになっていて、やはり売却は進まないということなのでしょうか。

○円谷 売却したいという意思を相手が拒んでいくかどうかは表に出てきません。双方に話を聞くと、売却を切り出された側は「うちは『嫌だ』なんて一言も言っていない」と言い、売りたい側は「あっちが『本当に売っていないんですか』とか言いながら売却拒否をちらつかせてくる」と全く逆のことを言っていて、どちらが真実なのかよくわからない。したがって、今の御質問に対してはお答え

できないというのが正直なところです。

では、ハード・ローが無いと解消しないかというところ、必ずしもそうは思わないというのが本心です。鍵はトヨタの動向だと思います。十数年前、日本でも社外取締役を入れるかどうかという議論が行われた際、最後の最後までトヨタとキヤノンが入りませんでした。そのため、「あの二社が入っていないなら、うちも入れなくていい」という雰囲気があったのですが、トヨタとキヤノンが社外取締役を入れた途端、ほかの会社も一斉に入れ始め、社外取締役を入れることが普通になりました。政策保有についても、「トヨタグループがやっているんだから、うちがやってもいいじゃないか」ということで、いわゆる印籠みたいになっ
ていたものが、トヨタが本気で解消するとなると、もうその印籠は通用しないといえますか、社外取締役のときと同じ効果で岩盤も一気に解ける

かもしれません。ただ、一年で全部進むとは思いませんので、この一二年でトヨタがどのぐらい削減するか、その状況次第では、ハード・ローの前に第二の縮減のステージが始まる可能性もあるのではないかと思っています。

○質問者 D 日銀による日本株ETFの大量保有をどのようにお考えになりますか。

○円谷 大量保有をやったことが是か非かということであれば、過去に日本はそれで株価を支えたことがありますので、仕方がないのではないかと
思います。

○森本理事長 企業のガバナンスに対する影響と
いうことではいかがでしょうか。

○円谷 議決権は機関投資家が行使していますし、日銀が過去に買い入れた金融機関が保有していた株式については、発行会社が自社株買入をすることを日銀も認めています。今でもやっている

のか、詳しいことはわからないのですが、発行体に買い取らせる仕組みは今もあるのではないかと。今はもうやっていないということであれば、売却のタイミングが重要かと思えます。

○森本理事長 時間も過ぎておりますので、以上で今日の「資本市場を考える会」を終わりたいと思います。

円谷様、大変わかりやすいお話をありがとうございました。(拍手)

(つむらや しょういち・一橋大学大学院
経営管理研究科教授)

(本稿は、令和六年一二月五日に開催した講演会での要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

円谷昭一氏

御 略 歴

2001年、一橋大学商学部卒業。2006年、一橋大学大学院商学研究科博士後期課程修了、博士（商学）。2011年より一橋大学経営管理研究科准教授、2021年より現職。2019年、韓国外国語大学客員教員。専門は情報開示、コーポレート・ガバナンス。2007年より日本 IR 協議会客員研究員。日本経済会計学会理事、日本 IR 学会理事。2017年よりりそなアセットマネジメント「責任投資検証会議」委員。2020年より金融庁「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会議」委員。2023年より「日経統合報告書アワード」副審査委員長。

主な著書

『政策保有株式の実証分析』（日本経済新聞出版、2020年6月）

『コーポレート・ガバナンス「本当にそうなのか？」2-大量データからみる真実』（同文館出版、2023年3月）など