

コーポレートガバナンスと財務会計

—政策投資株式を中心に—

濱本 道正

I はじめに

わが国のディスクロージャー制度は、近年のコーポレートガバナンス改革の高まりによって大きく揺れ動いている。

その旗振り役を担っているのが「コーポレートガバナンス・コード(企業統治指針)」と、その趣旨を反映した「企業内容等の開示に関する内閣府令」という2つの公式文書である。これらは改訂のつど規制事項を大幅に増加させており、企業側には過剰開示の負荷をかけ、一般投資家には情報オーバーロードの状況をもたらしている。

こうした実情を踏まえ、本稿ではコーポレートガバナンス改革の一つの重要テーマである政策投資株式の会計・開示問題を取り上げ批判的に検討する。主な論点は、以下のとおりである。

第1に、改訂コーポレートガバナンス・コードには、「上場会社が政策保有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・考え方を開示すべきである」と明示された。

「政策保有株式」とは何か、そこには持ち合い株式のほか技術提携・業務提携などのための政策投資株式も含まれるのか、といった議論や結論の根拠は棚上げにして、十把一絡げに「縮減」といういささか強引な規定

を置いたというほかない。

これに関連して、「企業内容等の開示に関する内閣府令」では、「純投資目的である投資株式と純投資目的以外の投資株式の区分の基準」が有価証券報告書の記載事項に加えられた。

「政策保有株式」と同様、「純投資目的である投資株式」および「純投資目的以外の投資株式」という用語の意味についても、定義らしい定義はまったく見られない。用語の明確な意味が与えられないまま、これら2つの投資株式を区分する基準を開示せよとか、政策保有株式の縮減方針を明示せよといわれても、会社の現場は混乱するばかりで、規制の実効性はきわめて疑わしい。規制体系の土台ともいべき会計関連のキーワードが不明瞭なのは、会計基準や財務会計論と没交渉のままルールが審議されているからではないだろうか。

第2に、政策保有株式を縮減したり株式持ち合いを解消したりする根拠として、いわゆる「資本コスト論」に依拠しているようにみえるが、この考え方は妥当だろうか。

ここで資本コスト論とは、改訂コーポレートガバナンス・コードに見られる「政策保有株式の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」という文言に象徴される考え方である。この資本コスト論に基づいて、政策保有株式がROEの低下ないし企業価値の毀損といった資本効率の悪化につながるこ

が問題視されているのである。

最近では、アクティビスト（モノ言う株主）が「ROE を高めるために、政策保有株式の持ち合い解消を株主提案した」といった内容の記事を経済専門紙誌でも目にすることが多くなった。だが、政策保有株式が ROE の低下や企業価値の毀損の原因だという議論の中には、財務会計に関する無知や誤解に根差したものが含まれていることに注意すべきである。

第 3 に、政策保有株式の保有の合理性の検証と定量的な保有効果の開示が要求されているが、これらの開示は実行可能性の問題はもちろん、ディスクロージャー制度の精神（「開示主義」とよばれる）に照らしても、適正かどうかを検討すべき余地がある。とりわけ後者の「定量的な保有効果」の意味に企業価値への貢献度も含まれるとすると、それを経営者が評価して投資家に開示することは制度の理念からみて許容されるのかという根本問題がある。

第 4 に、「だれが市場のルールを作るのか？」が論点となる。

コーポレートガバナンス・コードは金融庁と東京証券取引所の合作であるが、そもそも証券取引所は上場基準の策定を超えて市場規制の主体になりうるのかという問題である。政策保有株式（株式持ち合い）の解消はモノ言う株主重視の風潮を意識した施策のようにみえるが、証券取引所の本来の役割を逸脱しているのではないかとの疑義が生じうる。すなわち、企業の資金調達のための市場を提供するという取引所に固有の存在理由から外れた規制とはならないかと懸念される。

Ⅱ コーポレートガバナンス改革論における政策投資株式の捉え方

1. コーポレートガバナンス・コードの政策保有株式の縮減策

「コーポレートガバナンス・コード」（以下、「ガバナンス・コード」と略記）というのは、上場会社のコーポレートガバナンスを実効性あるものにするための行動規範を取りまとめたものとされており、金融庁と東京証券取引所により策定と改訂が行われている。

「ガバナンス・コード」がはじめて策定されたのは 2015 年に遡り、その後、2018 年と 2021 年に改訂されて今日に至っている。最新版では、上場会社を律するガバナンス規範は、3 つの原則と 8 つの補充原則が変更されたほか、5 つの補充原則が新設され、基本原則・原則・補充原則を合わせると 83 に及ぶことになった。

「ガバナンス・コード」そのものは法令ではなく行為規範としての位置づけであるが、次の 2 点で、上場会社はもちろん広く市場関係者に無視できない影響を及ぼす。

- (1) 「ガバナンス・コード」の規定は、「企業内容等の開示に関する内閣府令」（以下、「開示府令」と略記）に反映される。上記の「ガバナンス・コード」策定時及び改訂のつど開示府令もそれに合わせて改正されるというパターンになっている。この結果、法令ではない「ガバナンス・コード」が上場会社のガバナンスに対して事実上の強制力を有する仕組みになっているのである。
- (2) 「ガバナンス・コード」は東京証券取引所の市場区分見直しと相互依存関係にある。東証の市場区分は、現在の一部と二部、ジャスダック、マザーズの 4 市場から、2022 年 4 月に、① プライム市場、

コーポレートガバナンスと財務会計

② スタンダード市場、③ グロース市場という3つの市場に再編される。

①には海外投資家の投資対象となる要件を備えたグローバル企業、②には一般投資者の投資対象としてふさわしい実績のある企業、③には成長可能性は高いが事業リスクも大きい新興企業が、それぞれ上場することとされている。このうち最上位市場に位置づけられるプライム市場の上場基準のなかには「流通株式時価総額」が100億円以上で「流通株式比率」が35%以上というハードルが設けられている。

この2つの上場ルールが企業のガバナンス行動にとって重要な意味をもってくる。ここでいう“流通株式”からは「政策保有株式」が除外されることになっているからである。上場基準と市場区分の見直しをリンクさせることにより、ガバナンス・コードが目指す政策保有株式の縮減という方向に企業行動を誘導しようとする公的規制の領域に、取引所が踏み込んだといえよう。

2. 政策保有株式に関するガバナンス・コードの原則規定

ガバナンス・コードには、「株主の権利・平等性の確保」に関する7つの原則の一つとして、「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」と明示された。該当する規定は以下のとおりである。

【図表1】政策保有株式に関するガバナンス・コードの規定

【原則1-4. 政策保有株式】

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。

補充原則

1-4① 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。

1-4② 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。

（「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の向上のために～」東京証券取引所、2021年6月11日）

ガバナンス・コードには、政策保有株式に関する2つの開示規定が明記されている。

(1) 政策保有株式を縮減する方針を策定し、その方針を開示すること

この規定から、上場会社は政策保有株式を「縮減」しなければならないという課題が規範全体の大前提になっていることが明らかである。なお、補充原則1-4①でいう「政策保有株主」とは株式を相互保有している場合の相手企業のことであるから、「株式持ち合い」の解消に消極的であることを戒める当局の強

い意志を示したものと読める。

それでは政策保有株式（や持ち合い株式）の縮減策はどのような根拠に基づいて策定されているのであろうか。

その根拠をうかがわせる説明が、金融庁と東京証券取引所のフォローアップ会議によってガバナンス・コードの附属文書として公表された「投資家と企業の対話ガイドライン」

（2021年4月）に示されている。そこには、2022年4月から始まる東証の新市場区分のうち、プライム市場に上場（を希望）する会社は「一段高いガバナンス」を目指す取組みの一環として政策保有株式の更なる縮減を進めていくことが課題となる」と記されている。

“一段高いガバナンス”といった情緒的な理由で証券市場を強引に再編しようとするのは果たして適正な公共政策といえるのか。これが本稿で取り上げる論点の一つである。

(2) 政策保有している個別銘柄ごとに保有の適否を検証し、検証の内容を開示すること
なお、「検証の内容」には、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などが挙げられている。

政策保有株式の保有の適否の検証とは、具体的には保有からのリターンやリスクが資本コストに見合っているかを確かめることとされている。それでは、この検証は誰のために行われるのだろうか。「投資家と企業の対話ガイドライン」（2021年6月改訂）には、政策保有株式の保有効果の検証について開示を充実させることで企業価値の向上に向けた機関投資家との「対話」に資すると述べられている。ここには、一般投資家ではなく「モノ言う株主」に情報提供することにより、政策保有株式の「縮減」効果を上げようとする意図が見え隠れしている。

さらに言えば、保有効果の検証を求めると自体、政策保有株式の保有が資本コストに

見合わない、したがって企業価値を引き下げる行動だということが暗黙の前提になっていると考えられる。この前提に立って政策保有株式の縮減を進めるのは妥当か—これは上記の論点とも関連する問題である。

いうまでもなく資本コストは企業価値を決定する不可欠の指標である。しかし、自社の資本コストを計測し、政策保有株式の保有が企業価値をどれだけ向上させ、あるいは減価させているかを開示する—それは果たして経営者の責務であろうか。企業価値を評価するのは経営者でなく投資家の役割だというのが古くからディスクロージャー制度の基本理念とされてきたのではないか。これも本稿の論点の一つとなる。

3. ガバナンス・コードの趣旨を法令化した開示府令

ガバナンス・コードの「政策保有株式」に対応する開示府令の用語は「純投資以外の目的で保有する投資株式」であるが、2010年3月の開示府令の改正により、当該株式に関連する情報が有価証券報告書の「コーポレートガバナンスの状況」に係る記載事項となった。これは、金融商品取引法の開示制度が規制対象にコーポレートガバナンスを導入した最初の事例である。この改正を契機として、株式に関する開示規制の焦点は、いわゆる政策保有株式の削減に置かれるようになった。

下に掲げるのは現行の開示府令（金融庁、2019年1月31日改正）の「株式の保有状況」に係る記載事項のうち本稿に関連する主な項目である。上述したガバナンス・コードの趣旨を反映して、次の開示事項が新設されたり明確化されたりしている点に注目すべきである。

- (a) 投資株式を保有目的別に「純投資目的」と「純投資目的以外」に区分する基準
- (b) 純投資目的以外の投資株式（いわゆる「政策保有株式」－筆者注）の保有の合理性の検証方法
- (c) 「政策保有株式」の定量的な保有効果
- (d) 「政策保有株主」の有無（つまり「相互持合い」の有無）

【図表 2】開示府令の「株式の保有状況」に関する主な記載事項

- (1) 貸借対照表に計上されている投資有価証券（財務諸表等規則第32条）に該当する株式（以下「投資株式」という。）のうち保有目的が純投資目的である投資株式と純投資目的以外の投資株式の区分の基準や考え方
- (2) 純投資目的以外の投資株式（いわゆる「政策保有株式」－筆者注；以下同様）の保有方針および保有の合理性の検証方法。また、個別銘柄の保有の適否に関する取締役会等における検証の内容
- (3) 当期の株式数の増減に関する情報（増加の理由や増減額）
- (4) 個別銘柄ごとに、「政策保有株式」の保有目的および効果（当社の戦略、事業内容およびセグメントと関連づけた定量的な保有効果）
- (5) 「政策保有株式」の発行者による当社の株式の保有の有無（相互持合いの有無－筆者注）

いわゆる政策保有株式に関連して 2019 年改正開示府令で注目すべきは、これまで他社株式を一方向的に政策保有することを規制対象としていたのに対して、記載事項(5)を追加したことにより、新たに相互保有している場合（株式持ち合い）をも規制の対象に加えた点

である。

上掲のガバナンス・コードに記載されている「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）」が、株式持ち合いの相手会社にはほかならない。この結果、株式を政策保有している状況だけでなく、株式を政策保有させている状況をも開示規制の対象とすることになり、政策保有のすべての形態を対象とする規制体系が完成したことになる。

【図表 3】X社（有報提出会社）からみた政策保有形態

- タイプ① X社 → Y社**
X社が一方向的にY社株を保有する形態
- タイプ② X社 ← Y社**
X社がY社にX社株を保有させる形態
⇒ Y社が政策保有株主となる
- タイプ③ X社 ⇄ Y社**
X社とY社が相互に株式を保有する形態
⇒ 持ち合い株となる

ガバナンス・コードや開示府令の用語法をもとに、株式の政策保有形態について説明を補足しておこう。X社が業務提携や技術提携を目的にY社の株式を保有するタイプ①では、純投資からの収益の獲得を目的とするものではないから、X社が保有するB社株式は政策保有株式となる。タイプ②は、有報提出会社であるX社からみるかぎり、同様の提携目的でY社に自社の株を保有させる（資本参加してもらおう）ので、X社にとってY社は政策保有株主となる。タイプ③は、①と②をあわせたもので、X社とY社が相互に株式を保有することから、株式持ち合いを行っていることになる。

政策保有株式の縮減という言葉は開示府令

のどこにも書かれていないが、記載事項の内容と配列から見ても、ガバナンス・コードの趣旨を踏まえて政策保有株式を縮減することが規制目的であることを疑う余地はない。

縮減を求める根拠は示されていないが、(2)項で「保有の合理性の検証」を求めていることから、ガバナンス・コードと同様に、株主価値（もしくは企業価値）の最大化の観点から株式の政策保有は不合理との前提に立っていると推定できる。この前提自体が事実には照らして検証されているわけではないことは上述したとおりである。上場会社に対して株式保有の合理性などの情報を開示することを要求することにより、間接的に、政策保有株式の数を減らす行動に導くという、政策誘導的な意図がうかがわれる。

Ⅲ 政策投資株式の会計学的検討

「政策保有株式」という言葉は公式文書に限ればガバナンス・コードで用いられているのみである。しかし不可解なことに、そこでは肝心の定義がなされていない。つまり、出発点となるキーワードが定義されないまま、企業行動を規制する膨大な行動規範が重層的に組み立てられているのである。

未定義の用語を法令で使うことはできないからか、開示府令では「純投資目的以外の目的である投資株式」という新（珍？）用語を用いてガバナンス・コードの政策趣旨を反映しようとしている。しかし、この言葉も「純投資」をどう定義するかで解釈の幅が変動してしまう。「政策保有株式」なり「純投資目的以外の投資株式」なりの意味を会計学的に解明しようとするれば、金融商品会計基準の規定する「その他有価証券」を手掛かりに推論するのが自然な道筋であろう。

1. そもそも「政策保有株式」とは何か

ガバナンス・コードと開示府令の問題点のほとんどすべては「政策保有株式」という用語の意味が曖昧であることから生じている。その曖昧さは、ガバナンス・コードにおける基礎概念が会計基準や会計理論とリンクしないまま構成されていることに起因する。「政策保有株式」のような貸借対照表項目とされるものが財務会計の概念枠組みを参照しないまま使用されているのは理解しがたいことである。

開示府令で有価証券報告書の「株式の保有状況」に関する記載事項として、株式の保有目的に関連して使用されている「純投資目的」と「純投資目的以外」の用語の定義は決して明瞭でないが、これを手掛かりに「政策保有株式」とは何かを推しはかることは可能である。その推論のプロセスは以下のとおりである。

- (1) 財務諸表等規則（第 32 条）の定める投資有価証券に該当する株式を開示府令では「投資株式」という。
- (2) そのうち保有目的が「純投資目的である投資株式」と「純投資目的以外の目的である投資株式」に分類する。
後者を表すのに「政策保有株式」あるいは「政策投資株式」という用語はなぜか同府令では一切使用されていないが、ガバナンス・コードでいう政策保有株式に該当するとみるのが自然であろう。
- (3) 投資有価証券に該当する株式を「投資株式」と言い換えているのであるから、それは貸借対照表では固定資産に分類される（流動資産であれば有価証券という科目名となる）。

開示府令の用語「純投資目的以外の目的である投資株式」をガバナンス・コードでいう政策保有株式と組み合わせて、本稿では「政

策投資株式」と読み替えることにしよう。併せて、「純投資目的である投資株式」を便宜上「純投資株式」と略記する。その上で、政策投資株式の性格や内容(保有する目的や形態、あるいは保有することから得られる効果など)を現行の会計基準や標準的な財務会計論に照らして検討してみよう。

2. 金融商品会計基準における有価証券の分類と会計処理

「政策投資株式」を含む有価証券の会計処理は「金融商品に関する会計基準」に準拠して行われる。企業が保有する有価証券は保有目的に従って、①売買目的有価証券、②満期保有目的の債券、③子会社株式・関連会社株式、④その他有価証券の4つに分類される。このうち④の「その他有価証券」は、名称からもうかがわれるように、①から③のいずれにも該当しない有価証券を一括りに分類したものである。

また、開示府令の用語に含まれる「投資株式」に対応するのは事実上「その他有価証券」のみと考えてよいであろう。同じ投資有価証券であっても③の子会社株式・関連会社株式は「関係会社株式」として別科目で掲記しなければならないとされているからである(財務諸表規則 32 条)。

そこで、その他有価証券の性格を明らかにすることが本稿の重要な課題となるが、その準備作業として金融商品会計基準の規定する有価証券全般の会計的性格を株式に限定して検討しておこう(上記②は債券であるから対象外とする)。

企業の資産を事業用資産(実物資産)と金融資産に大別すると、有価証券は、在庫品や機械設備のように生産や販売活動に用いられる実物資産ではないから金融資産に分類される。しかし、資産の外形よりも投資の実質に

着目すると、金融資産でも事業投資の性格をもつものがあり、事業用資産でも金融投資の性格をもつものがある(斎藤静樹『会計基準の研究(新訂版)』中央経済社、2019年、158-164頁を参照)。

金融投資の目的が資産からの金融収益(キャピタルゲインとインカムゲイン)の獲得とみれば、①の売買目的有価証券は時価変動からの利益獲得を目的に保有する金融資産であるから、実質も金融投資である。これに対して、③の子会社株式・関連会社株式は投資先の事業の成果を期待して保有するのであるから、外形上は金融資産でも実質的な性格は事業投資である。なお、トレーディング目的で保有する棚卸資産は、時価の変動から売買差益を得るのが目的であるから、外形は事業用資産であってもその実質は金融投資である。

このように考えれば、開示府令でいう「純投資」の意味は上記の金融投資に近似しているとさしあたり考えてよさそうである。そこで、事業投資と金融投資の会計学的性格に立ち入って分析し、開示府令でいう「純投資」と「政策投資」の意味とその問題点を検討してみよう。

3. 事業投資とその評価

事業投資は将来のキャッシュフローの正味現在価値がプラスになることを期待して行われる。この正味価値は同業他社を上回る超過利益の期待値と考えられるから「主観のれん」とよばれる。主観のれんが生じるのは、他の企業がもっていないノウ・ハウやブランドなど知的財産と総称される固有の無形項目がその企業に存在するからである。

こうした事業投資の性格から、それに該当する資産は次のような特徴をもつ。

- (1) 資産の価値はどの企業がどんな事業目的で保有(または使用)するかによって

異なる

- (2) 超過利益を期待して保有しても期待どおりに利益が実現する保証はない
- (3) もともと時価の変動によって利益を得る目的で保有されているわけではない
- (4) 転買・換金を行うことには事業遂行の必要から大きな制約がある

これらの特徴から、事業投資の性格をもつ資産は、企業が期待した価値が実現するまでは取得原価で評価されるのが原則である（桜井久勝『財務会計講義（第 22 版）』中央経済社、2021 年、87-88 頁）。

4. 金融投資とその評価

証券市場は情報処理に関して効率的であるから、少なくとも長期的には、特定の投資家が他の投資家を出し抜いて超過利益を獲得す

ることは期待できない。投資の価値は平均的な市場期待である時価で表す以外にない。言い換えれば、事業投資と違って金融投資には「主観のれん」は存在しないのである。

こうした金融投資の性格から、それに該当する資産は次のような特徴をもつ

- (1) 資産の価値はどの投資家にとっても時価に等しい
- (2) 投資の成果は保有資産の時価の変動で測るしかない
- (3) 時価で売却することに事業遂行上の制約がない

これらの特徴から、金融投資の性格をもつ資産は、市場価格を中心とした時価で評価され、評価差額は損益に算入されるのが原則である（桜井久勝『財務会計講義』、87-88 頁）。

【図表 4】純投資株式と政策保有株式の類型化（各ルールへの当てはめ）

ガバナンス・コード	開示府令	財務諸表規則	金融商品会計基準
		有価証券（流動資産）	売買目的有価証券
	純投資目的で保有する投資株式	投資有価証券（固定資産）	子会社・関連会社株式
			その他有価証券 A（長期金融投資株式）
政策保有株式	純投資目的以外の目的で保有する投資株式		その他有価証券 B（政策投資株式）

開示府令のいう「純投資」の意味を会計理論上の金融投資と同一とみてよいかについては検討すべき余地がある。ここでは、金融収益（リターン）の捉え方に次の 2 つがあると考えてみよう。

- ① キャピタル・ゲインだけを金融収益とみる
 - ② インカム・ゲインとキャピタル・ゲインの両方を金融収益とみる
- 金融商品会計基準の分類に当てはめると、

①は売買目的有価証券に該当することは明白である。②は上の図表で便宜上「その他有価証券 A」と記した長期金融目的の投資株式に当たると考えてよいであろう（その結果、「その他有価証券 B」は政策投資株式となる）。

5. 「その他有価証券」をどう性格づけるか

その他有価証券をどう性格づけるかは、金融商品会計基準の設定当初からの難問であった。

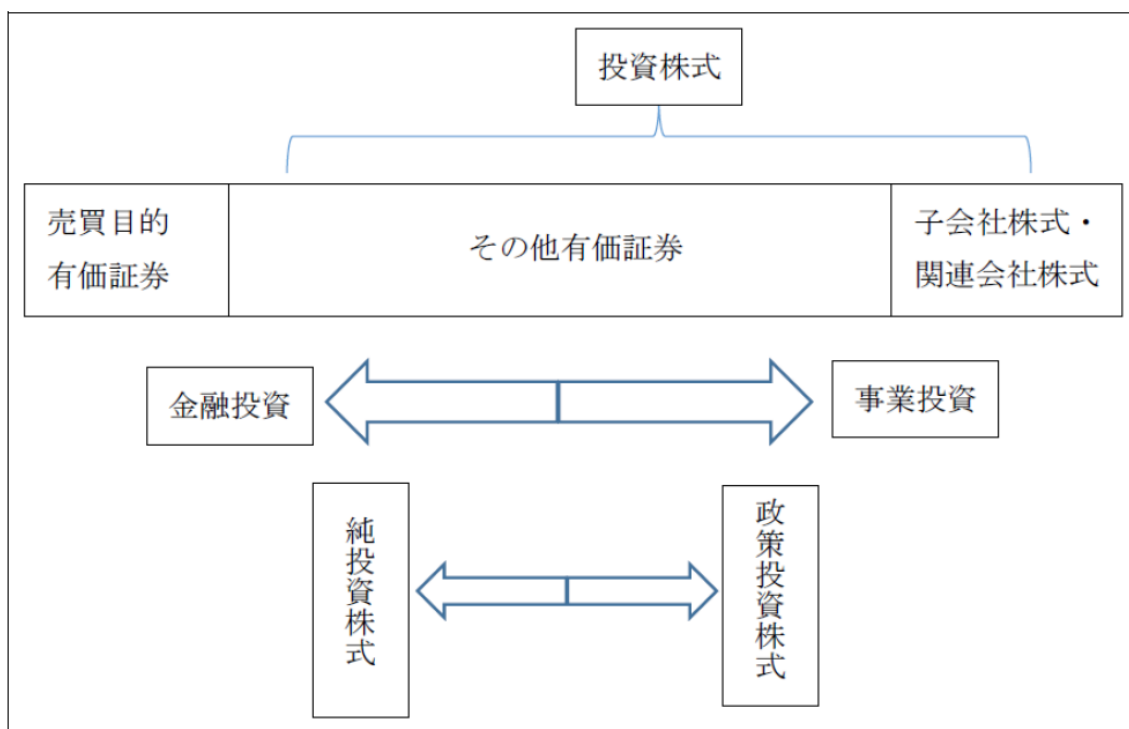
その他有価証券は、「業務上の関係を有する企業の株式等から市場動向によっては売却を想定している有価証券まで多様な性格を有しており、一義的にその属性を定めることは困難と考えられる」からである（企業会計審議会「金融商品に係る会計基準の設定に関する意見書」1999年、Ⅲ-四-2-（4））。

つまり、その他有価証券のなかには、(a) 市況次第で売却も想定できる長期投資の性格をもつものや、(b) 業務提携等の事業上の関係を補完する目的で保有されるものが含まれる。このうち(b)には、子会社や関連会社ほど持株比率は高くないが、営業上の関係を強める目

的で相手企業と相互に保有し合っている「持ち合い株式」が含まれる。

こうした多様な性格から、「売買目的有価証券と子会社株式・関連会社株式との中間的な性格を有するものとして一括して捉える」こととされたのである（企業会計審議会「前掲意見書」、Ⅲ-四-2-（4））。金融資産にはそのまま金融投資といえるものと実質は事業投資の性格をもつものの2つがあるという上述した説明に照らせば、その他有価証券は金融投資と事業投資の実質を併せもった「中間的な性格」の金融資産ということができる。

【図表5】 その他有価証券の類型化（相関図）



(注) この図表のメッセージは、次のとおりである。

- (1) 開示府令・金融商品会計基準・会計理論の各種概念の関係を概観したもの
- (2) その他有価証券には事業投資と金融投資が混在している
- (3) 売買目的有価証券と子会社株式・関連会社株式との「中間的な性格」を有するもの（金融商品会計基準）

6. その他有価証券の変則的な会計処理

金融商品会計基準では、個別財務諸表上、その他有価証券には変則的な会計処理を適用

する。すなわち、貸借対照表には時価で計上するものの、評価差額は損益計算書を経由することなく、貸借対照表の純資産の部に直入

して売却（＝実現）する時まで繰り越す方法である。この純資産直入が行われると、貸借対照表の期首から期末に至る純資産の増加額は損益計算書の当期純利益と一致しなくなる。2つの基本財務諸表の連携関係が絶たれることから、この会計処理は「非連携型時価会計」とよばれることがある（醍醐 聡『会計学講義（第4版）』東京大学出版会、2008年、207 - 210頁を参照）。

それでは、こうした変則的な処理をしてまで、なぜその他有価証券を時価評価するのだろうか。

その理由は、上述したように、その他有価証券のなかには、長期的には市況次第で売却も想定できる有価証券、つまり長期的な金融投資の性格をもつものが含まれているからである。時価による売買・換金の途が拓かれている有価証券については、投資情報として企業の財務活動の実態を財務諸表に反映する必要があるというのが金融商品会計基準のスタンスなのである。

次に問題となるのは、なぜ評価差額を損益としないのかという点である。

「持ち合い株式」が典型的にそうであるように、その他有価証券には事業遂行の必要性から売買・換金を行うことには制約があるので、時価変動による評価差額を当期の損益に算入するのは適切でない。そこで、売却されるまでは「その他有価証券評価差額金」として純資産の部に計上する—これが、金融商品会計基準の考え方である。

これに対して、評価差額を損益としない理由については、上述した「事業投資の実質を持つ金融資産」からのアプローチが考えられる（斎藤静樹『会計基準の研究（新訂版）』、173 - 177頁）。

その他有価証券（という金融資産）は多様な性格をもっており、そのなかには事業投資

と金融投資が混在している。その他有価証券のなかには、子会社・関連会社株式ほど相手企業への支配力・影響力が強くはなくても、事業提携や技術提携の実効性を担保するために資本参加（ないし資本提携）する目的で保有する政策投資株式も含まれている。その実質的な性格は事業投資である。政策投資株式は国際会計基準（IFRS）の分類では「売却可能金融資産」の一部に該当するから、稀であるにせよ売却処分されることもある。しかし、その処分は投資の清算という事業上の意思決定であって、時価変動からの利益追求とは別次元の行動である。

政策投資株式の保有効果は、事業投資の成果に反映され、投資会社の損益計算書に営業収益・費用として計上されているはずである。そうだとすると、政策投資株式に生じた時価変動による評価差額を当期の損益に算入すると利益の二重計上になってしまう。会計上、未実現の保有利得は売却により実現するまで無視ないし断念せざるをえない。言い換えれば、政策投資株式はストックの面では時価評価されるが損益計算の上では原価評価されることを意味している（大日方 隆『アドバンスト財務会計（第2版）』中央経済社、2013年、106 - 108頁を参照）。

IV 政策投資株式と企業価値

1. 持ち合い株はROEの低下を招くか？

ガバナンス・コードおよび開示府令が課題とする政策保有株式（や持ち合い株式）の縮減策は、こうした株式の保有が資本コストに見合わない、したがって企業価値を引き下げる行動だということが根拠とされている。公式文書では先験的に見えるこの命題を、ある会社（社名は伏せる）の財務データに基づい

て検証しようと試みた記事がメディアに載っているで紹介する。2021年7月8日付の日本経済新聞に掲載された「低ROE 招く持ち合い株」と題する記事がそれである。要旨を以下に示す。

T印刷会社の過去10年の自己資本利益率(ROE)は平均3%台で、事業資産利益率は2~5%台だが、金融資産利益率は1%未満だ。この低い金融資産利益率が、使用総資本利益率(ROA)を引き下げている。分析すると、純資産の3割強(約5000億円)を占める政策保有株が資産効率を引き下げている。

この記事は、上述した政策投資株式に生じた未実現の保有利得は無視ないし放棄されるという企業会計の原則や理論の基礎的理解を欠いているように思われる。日経記事のいう政策保有株(持ち合い株)の中には外形は金融資産であっても投資の実質としては事業投資に該当するものが含まれていると考えられる。だとすると、その部分の投資の成果は損益計算書の営業収益・費用を通じて「事業資産利益率」に反映しているはずであり、そもそも未実現保有利得が認識されないため「金融資産利益率」が低く表示されるのは当然ではないだろうか。

T社は主力の印刷業が受注産業であるため、「取引関係の維持と強化」という目的で多様な業種の株式を保有していると説明されている。こうした政策投資行動は経営者の合理的判断の結果と考えるべきではないか。それを規制当局が先験的にROEの低下を招くとか、株主利益最大化に反すると主張して、政策投資株式の削減を迫れば、かえって企業価値の毀損という帰結を招きかねない。

加えて、因果関係の誤った解釈に基づいた“実証”によって特定の規制政策が補強され

るようなことがあれば、企業活動の活性化にとっても危ういことである。

2. 純投資株式には企業価値最大化の面で問題はないのか？

開示府令では、投資株式を、その保有目的に基づいて「純投資目的である投資株式」と「純投資目的以外の目的である投資株式」に分類している。本稿の用語法では、前者は「純投資株式」、後者は「政策投資株式」である。2種の投資株式のうち政策投資株式についてのみ「保有の合理性」の検証を求めていることから、政策投資株式だけが資本コストなり企業価値最大化の面で問題があると想定しているように見える。それでは純投資株式のほうには問題はないのだろうか。

上述した投資の実質の観点から政策投資株式が事業投資に対応し、純投資株式が金融投資に対応していると仮定すると、2種の株式の優劣をめぐる開示府令の評価は逆転するはずである。事業投資には「主観のれん」があり、金融投資にはそれがない。つまり、前者は市場平均を上回る超過収益を期待できるが、後者にはそれが期待できないからである。

このことを経営学の入門書で教わる「ハイリスク・ハイリターン原則」で説明しても同じ結論になる。リスクの高い事業投資は、平均的には高いリターンをあげるはずである。リスクが低い金融投資は、平均的なリターンも低い。一般事業会社が純投資株式を保有するのは、開示府令が拠りどころとする「資本コスト論」からみると、むしろ合理的な行動とはいえないというパラドックスが導かれる。

3. 政策保有株式の保有の合理性の検証と定量的な保有効果の開示

まず、「政策保有株式の保有の合理性の検証方法を開示してよいか？」を考えてみよう。

政策保有株式を保有することは一定の経営参加権を伴う。例えば、資本参加により議決権の3%以上を取得したとすれば、株主権として帳簿閲覧権を行使することができる。当然ながら提携先企業の機密情報にアクセスする可能性が大きくなる。保有の合理性の内容として機密情報の取得が含まれる場合、その情報を外部に開示せよと強制されても、経営者としては容易に応じることはできないであろう。

次に「定量的な保有効果を予測して開示してよいか？」が問題となる。

定量的な保有効果の意味に企業価値への貢献度も含まれるとすると、それを経営者が評価して投資家に開示することは金融商品取引法のディスクロージャー制度の理念に反するおそれがある。政策投資株式のような事業投資の保有効果の予測には、上述した「主観のれん」の要素が入り込む可能性が強い。「主観のれん」を含んだ企業価値の予測は投資家の自己責任で行われるべきであり、経営者が負うべき責任は事実の開示のみである（討議資料『財務会計の概念フレームワーク』企業会計基準委員会、2006年、第1章）。

政策投資株式の保有効果を検証することが企業価値の向上に向けた機関投資家との「対話」に資するといえるのであれば（前掲「投資家と企業の対話ガイドライン」）、機関投資家に所属するアナリストが会社に出向いて対話なり情報分析なりを行えば済むことである。

検証結果を有価証券報告書に記載させるよう経営者に強制するのは開示主義の枠を超えた過剰規制につながるおそれがある。加えて、政策投資株式の実質を事業投資とみれば、金融投資の世界のような確立した投資評価モデルが存在しない事業投資の保有効果を定量化するのは、そもそも実行可能とはいえない。

V 政策保有株式の縮減策は妥当か

本稿の冒頭で提起した論点は「そもそも政策保有株式の縮減は妥当な公共政策なのか」というものであった。

わが国では古くから政策保有の象徴ともいえる株式持ち合いの是非を巡って、様々な研究領域で論争が展開されてきた。多様な視点からの論争のうち、本稿ではコーポレートガバナンス論の基礎となる「企業観」に照らして、株式持ち合いの縮減策の是非について考察し、結びに代えたい。

1. 財務会計論とコーポレートガバナンス論の企業観

財務会計には会計主体論という理論領域がある。会計処理や財務諸表の作成に関する判断を出資者（株主）と企業のどちらの観点から行うべきかを考察する研究分野である。会計主体論には次の2つの代表的な見解がある。

- ①企業は出資者の集合体にほかならないとみて、出資者の観点から会計的判断を行う資本主説と
- ②出資者は企業の利害関係者（ステークホルダー）の一員にすぎないとみて、企業それ自体の観点から判断を行う企業主体説（エンティティ理論）

これに対して、コーポレートガバナンス改革論の背景にある企業観には、大きく分けて株主主権モデルとステークホルダー・モデルの2つがある。会計主体論に照合させると、前者は資本主理論に後者はエンティティ理論に対応するとみることができる。

2. 株主主権モデル

株主主権モデルがどういうものかは金融経済学のエージェンシー理論を援用すると理解しやすい（広田真一『株主主権を超えて』東

洋経済新報社、2012 年、第 1 章を参照)。

エージェンシー理論では、株式会社における株主と経営者の関係は主人 (principal) と代理人 (agent) の関係であるとみる。プリンシパル-エージェント関係のもとでは、経営者は株主の利益を最大化するように行動しなければならない。しかし、経営者もホモ・エコノミクスであるから、株主の利益よりも自己の個人的利益を優先させるかもしれない。この状況はモラルハザードとよばれる。モラルハザードに起因する両者の利害対立を解消もしくは軽減させるために設計されているのが財務報告や会計監査、あるいはインセンティブ報酬の制度といえる。

エージェンシー理論に依る株主主権モデルからは、日本の株式所有構造の特徴である株式持ち合いがコーポレートガバナンスの機能を低下させると主張される。株式持ち合いによって安定株主が存在する状況では、敵対的買収や議決権行使による経営の規律づけが弱められる。そのことが経営者のモラルハザードを誘発して経営の非効率 (例えば資本効率の低下や企業価値の毀損) を招くというのである。

3. ステークホルダー・モデル

ところがステークホルダー・モデルに立って見ると、株主主権モデルでは非効率とされた日本企業の行動にも合理的な面がないわけではないことがわかる。

株式持ち合いが株主の企業支配権を弱めるというのは一面の真理であるが、それはあく

まで短期的な株主権を制限するものであり、半面で株式の長期安定保有を支える制度的工夫であるともいえる。長期的な視野に立って投資を行う株主は、企業収益の短期的な収奪よりも長期安定的な分配を選好する。こうした分配構造のもとでは、長期雇用の従業員の企業特種的な技能の蓄積が可能となり、結果として企業価値の持続的な向上に貢献する。同様の帰結は顧客や取引先といった幅広いステークホルダーとの間でも生じうる。

やや視点を変えて展望すると、株主主権モデルに立ったガバナンス・コードは、短期的な株主利益の最大化を追求する「株主第一主義」を見直そうとする最近の潮流に逆行する危うさを秘めた政策とはいえないだろうか。

～．～．～．～ 追悼 ～．～．～．～．～

ご研究の大成を目前にして病魔に倒れた小山 登教授のご無念を悼み、本稿を先生のご霊前に捧げます。

2021 年 12 月