

平成 27 年度

証券ゼミナール大会

第 7 テーマ B ブロック

株主・企業双方にとって望ましい株主還元
のあり方について

獨協大学

斉藤ゼミナール

目次

序論

第 1 章 日本企業の株主構成の変化

- 1.1 株主構成の変化
- 1.2 時代背景

第 2 章 企業が取るべき株主還元策

- 2.1 企業の成長段階と株主還元策の関係
- 2.2 株主還元策の決定プロセス

第 3 章 株主の株主還元策に対する関わり方

- 3.1 株主の権利と株主総会
- 3.2 株主還元と内部留保
- 3.3 配当と株主の行動
- 3.4 自社株買い、株主優待と株主

第 4 章 プリンシパル・エージェント問題への対応

- 4.1 スチュワードシップ・コード
- 4.2 コーポレートガバナンス・コード
- 4.3 現状・今後への展望

第 5 章 望ましい株主還元策のあり方とは

- 5.1 株主還元策の比較
- 5.2 企業経営の方針
- 5.3 IR とは
- 5.4 企業例
- 5.5 株主・企業双方にとって望ましい株主還元策のありかた

序章

5 企業の株主還元策は、企業にとっては、自社の株主の獲得と保持のためは必要不可欠な行動であり、そして経営上の重要な要素でもある。また一方で、投資家・株主にとって、企業の株主還元策とは投資を行う企業の選択、株式の保持を選択するうえで重要な要素となっている。

10 企業が株主還元策に生産収益を投じれば、投資家たちはその企業の株式を保持し、また新たな投資家も集まり、企業にとっては株主の獲得と株主の株式保持につながる。しかし、それが大規模なものになると経営に支障をきたす可能性が生まれてしまう。また、企業が株主還元策を実施しなければ、新規株主の獲得や株主の株式保持に影響が生じ、結果的に企業は資金不足に陥ってしまう。

15 昨今では、積極的な株主還元策を推し進める企業が増えている。株主還元策を積極的に推し進めていくことによって新規株主の獲得と株主の保持に努めているのだ。

20 株主還元策にはさまざまな形態がある。主な形態としては、配当金の増額や自社株買い、株主優待などがあげられる。配当金の増額とは、配当という株主たちの投資により得た生産活動の利益の一部を株主たちに対する分配金、この分配金の額を増やすことである。また自社株買いとは、内部留保を用いて市場に出回っている自社の株を買い戻すことである。これにより、市場に出回る自社の株式は減少し、株価や株式の資産価値が上昇し、株主の利益も上昇する。また、株主優待とは、一定数以上の株式を保有している株主に対して、企業が自社の製品の配布や割引などを行うことである。

25 企業と株主双方にとって望ましい株主還元策のあり方とはどのようなものなのだろうか。またこれらの株主還元策をとりまく企業と株主の間で生じる問題をどう解決すべきなのか。そして企業と株主両者の関係はどうあるべきなのか。これらの疑問についてこれから考察していきたい。

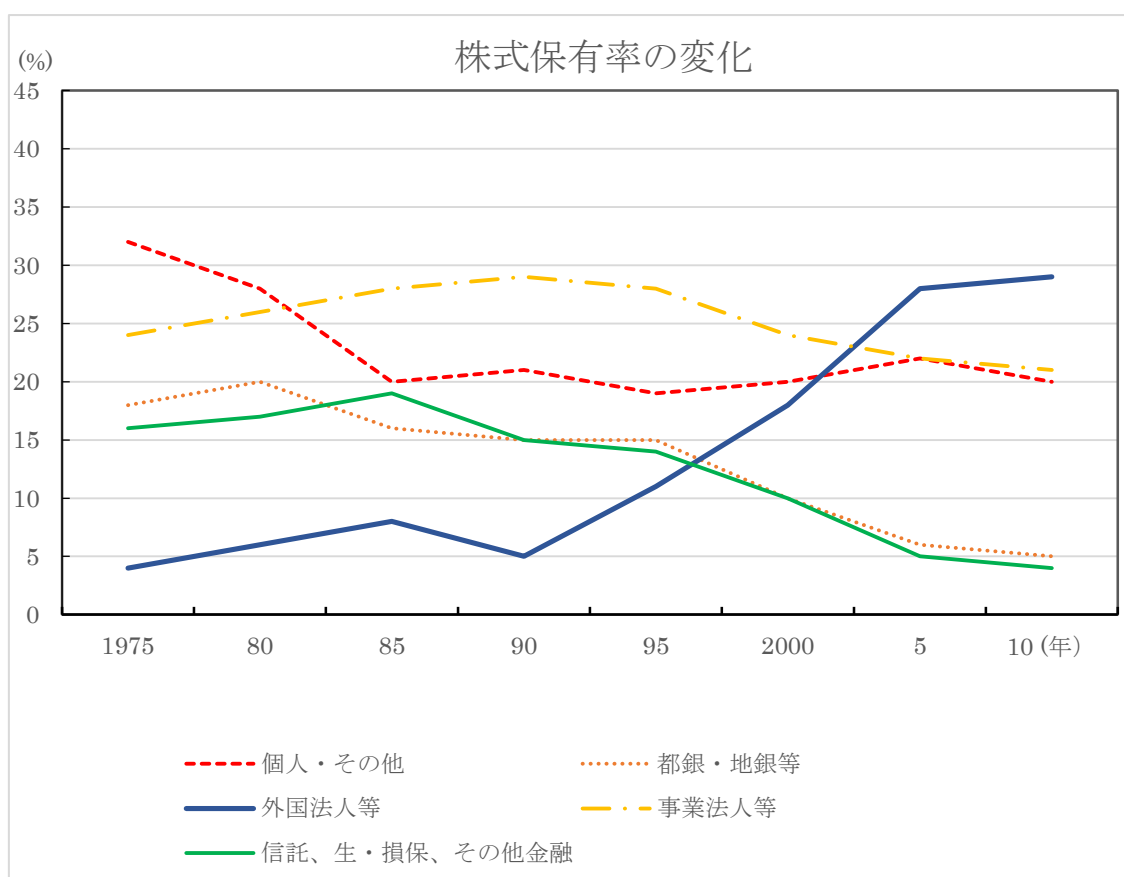
第1章 日本企業の株主構成の変化

5 では、これらについて論じていく前に、日本企業の株主還元策を取り巻く現状と、その問題点について論じる必要がある。本章では、日本企業の株主構成の変化とその時代背景、そしてそれによる株主還元策の変化の現状について論じる。

1.1 株主構成の変化

10

まずは過去40年間の株主構成の変化を見ていく。以下のグラフは全国4証券取引所上場企業の約40年間の株式保有比率を集計したものである。



出所) 東京証券取引所等『平成25年度株式分布状況調査の調査結果について』

15 から筆者作成

このグラフを見ると注目すべき変化がいくつかある。まず1つ目の変化は、青紫色で示された外国法人等、海外の機関投資家等の変化である。海外投資家は、1970年には株式保有率5%と、最低の株式保有率を推移しており、そこから昭和1985年ごろまでグラフの下方を推移していたが、1990年から急増しつづ
5
け、2013年には保有率30%と、最大の投資部門となっている。また、もう1つ
の変化は、個人投資家の変化である。個人投資家は、昭和45年には株式保有率
37%と、最大の投資部門であったが、1970年から1985年ごろから徐々に減少し
ていき、1985年以降は保有率20%前後を推移しており、グラフの中ほどを常に
10
位置していることがわかる。最後の注目すべき変化としては、事業法人等の比
率の変化である。1970年には24%、1972年には30%まで推移し、その後は減
少傾向である。事業法人等の変化と外国法人等の変化が反比例になっているの
が特徴的である。1970年ごろは個人投資家と事業法人等が主な株主であったが、
現在では外国人機関投資家が主要な株主となっている。

15

1.2 時代背景

この個人投資家と事業法人の株式保有割合の減少、そして外国人機関投資家の割合がそれらに反するかのよう
20
に急増し、現在では最大の投資部門となっている。これらの特徴的な変化の原因は時代背景にあると考えられる。

第二次世界大戦後、敗戦した日本ではアメリカのGHQによる戦後改革の1
つとして、財閥の解体が行われた。それにより、数々の財閥が解体され、それ
らの財閥が保有していた株式は市場に流出した。それまでの財閥は、ほとんど
が大株主であり、解体により市場に出回った株式は膨大な数であった。この財
25
閥解体により、今まで投資を行う機会が少なかった個人投資家の投資を行う機
会が増え、個人投資家の保有する株数が増えた。この個人投資家の株主保有率
が1970年ごろまでは比較的高かった。

その後、企業同士が株式を保有し合うという株式の相互持ち合いが行われる
ようになり、事業法人が保有する株式割合は増加した。相互持ち合いの目的とし
30
ては相互の株式を持ち合うことによる企業同士の関係性の強化や敵対的買収の

回避などである。戦後では海外からの敵対的買収を防ぐために株式の持ち合いが頻繁に行われるようになった。しかし、1990年代に入ると金融機関、事業法人ともに株式の保有率が低下という変化を迎えることになる。原因としては、バブル崩壊、1997年の銀行危機が関わってきている。バブル経済崩壊、銀行危機によって株価低迷、企業経営の難化、加えて不良債権などにより事業法人、金融機関の株式保有率が低下した。この株式保有率の低下によって、外国人投資家の比率が上昇したのである。事業法人は20%近くを維持しており、これは敵対的買収に備えた経営戦略として今もなお継続されている。

そしてこの外国人機関投資家の増加は日本企業の株主還元の考え方を変えた。

10 1. 1のグラフからもわかるとおり、1970年ごろの日本企業の株主構成は、国内の個人投資家が主な株主であった。そこから時間が経つにつれて外国人機関投資家が増えていき、企業の経営に干渉したがる「もの言う株主」が増えていき、企業が主体の経営から、株主が主体の経営へと変わっていった。

15

第2章 企業がとるべき還元政策

企業が株主に対して還元策を行う際には、さまざまな事柄が関連してくる。事柄としては、企業の成長段階やその際の株主還元の決定プロセスが考えられる。ここでは、それらについて論じていく。

20

2.1 企業の成長段階と株主還元策の関係

株主還元策は、企業の成長段階に大きく影響を受ける。ここでは、企業の成長段階¹として、導入期、急成長期、成熟期、衰退期の4つを想定する。

25

まず導入期において、企業は配当を行わず新株発行を行う。資金面での不足が発生しているためであり、すなわち企業が小規模でありかつインフラが不十分なためである。そのため、企業は投資を積極的に行う。この際のキャッシュ

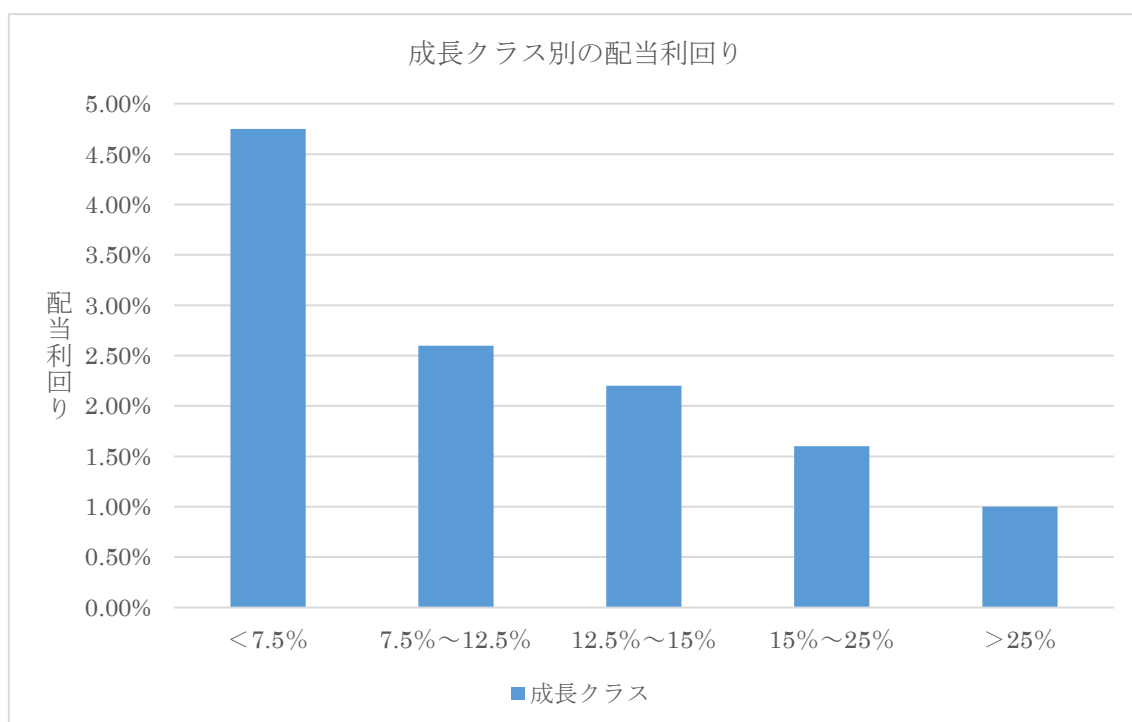
¹ ダモダラン(2001) pp. 463~464 参照

フローという企業が自由に使用できる資金はほぼないと考えられる。

急成長期では、無配当のままにいるか低配当を行う。資金は依然として必要であるため、配当を行わないか、低額の配当を行うことにより、資金を投資に回す。キャッシュフローは僅かに存在するため、低額の配当を行うことは可能である。

成熟期では、配当の増額を行う。企業が成長したことによるキャッシュフローの増加により、配当に十分な資金を回すことができるようになったためである。また、投資するための投資先の減少も関連してきている。

10 衰退期では、配当の増額や自社株買い、株主優待などを企業は行う。衰退期においては、キャッシュフローが企業の必要な費用を越えるため、その多額のキャッシュフローをさまざまな還元策に用いる。株主還元策と企業の成長段階の関係として、企業の成長の後を追うように株主還元策は変化することが見て取れる。下記の図は、ダモダラン(2001)によって推計されたものである。論じたように成長段階に対しての株主還元策を行うのならばこのような配当利回り
15 りが企業のもとで実行される。



出所) ダモダラン(2001) pp. 465 より抜粋

2.2 株主還元策の決定プロセス

5 成長段階以外にも企業が株主還元策を行う上で、考慮しなければならないことが存在している。それは、企業が置かれている状況である。状況を考慮しなければ、企業は株主還元策を決定しえない。たとえば自企業の業績が悪化した際に、成長段階に合わせた株主還元策を企業は行うならば、企業の株主還元策に充てる資金は経営の圧迫をもたらすことになる。現在置かれている状況に対して適切な株主還元策を決定することが企業にとって重要なのである。

10 企業側が株主還元策を決める際に考慮すべき状況とその際の決定についての例として、ここでは倒産コスト仮説、ケイタリング仮説²を紹介していく。

15 倒産コスト仮説とは、倒産や経営危機に企業が直面した際の内部留保の活用
の方向性についての仮説である。倒産や経営危機に直面した際のコストとして、
倒産の過程で生じる雇用者のモチベーションの低下や雇用者の減少による企
業価値の低下などにより生じるコスト、加えて倒産手続きなどによって生じる
コストがあると考えられている。この際の企業の選択としては、内部留保を優
先的に選択する意思が働くため、企業の成長は関係なく株主還元策の実施を控
えるという行動を企業は選択する。

20 ケイタリング仮説とは、株主の選好に合わせて、配当を変更させるという仮
説である。市場のニーズに合わせた配当を実行する理由としては、株主側から
の信頼の確保である。たとえば、企業側の不正会計疑惑が生じると、企業に対
しての株主の信頼が揺らぐ。不正会計疑惑に対して株主は、会計上の資金が実
際に存在しなければ行えない配当に対する選好を強める。その際に、企業側は
25 株主の要望に沿った配当を行うことで信頼を確保する。

企業側から株主に対してのメッセージ的役割を株主還元策は担っている。上記のように企業が還元策をどのようにとるかで株主の行動に大きな変化が生まれる。企業は現在の状況と成長段階、双方を見極めたうえで還元策を決定す

²『我が国企業による株主還元策の決定要因』上野(2005) 馬場(2005)

る必要がある。

株主還元策を実行、変更する際には、株主総会を開く必要がある。株主総会や株主の権利については以下の第3章で論ずる。

5

第3章 株主の株主還元策に対するかかわり方

10 株主として考えられるものは、個人投資家や機関投資家、事業法人、金融機関である。そのような株主は株主還元策によって利益を受ける。例えば、配当においては、配当金や配当金の増額による利益の獲得、自社株買いでは株主資本の圧縮により1株当たりの利益や株主資本利益率の改善による利益の享受、株主優待では会社の製品の配布、割引等によって利益を受けることができる。株主には利益をただ受けるだけでなく企業に対して行使できる権利があり、その権利にはいくつかのものがある。それらと株主還元策について論ずる。

15

3.1 株主の権利と株主総会

20 株主の会社に対する権利としては自益権と共益権があり、自益権は会社から経済的利益を受ける権利、共益権は会社の管理、運営に参加する権利である。自益権としては、剰余金配当請求権や残余財産分配請求権、株式買収請求権、名義書換請求権、新株引受権がある。共益権としては、単独株主権、少数株主権に分けられその中には議決権、株主代表訴訟提起権、株主提案権、株主総会招集請求権などがある。

25 単独株主権とは1株から行使できる権利であり、少数株主権は一定割合の株式を一定期間保有し続けたものが保有できる権利である。このような権利が存在しているため株主は企業に対し、自身の意見を主張し企業に対して自身の意見の反映を求めることができるのである。

30 株主が会社に対しての意見を主張、または会社が取締役の選任や定款の変更などを行う場のことを株主総会という。株主総会の権限は会社の意思決定に限られており、執行行為をすることはできない。執行行為自体は取締役か執行役

が行う。株主総会の意思決定の権限は原則として会社法 295 条に定められた事項に限られており、その中には剰余金配当請求権や株式併合などがあたる。つまり、株主還元策は株主総会を通して決定されるのである。

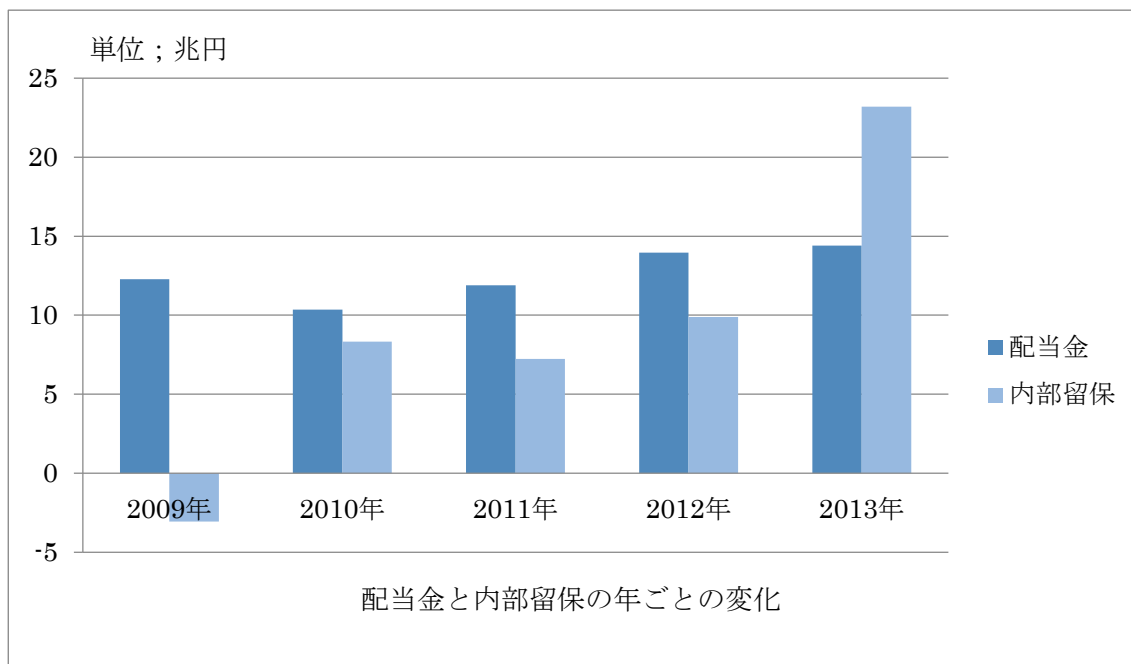
- 株主総会に参加した株主は、議題についての質問、意見の陳述、道義の提出、
- 5 決議に加わる権利を有する。議決権は、決議に加わるための権利である。単元未満株式や議決権制限株式などが存在しており、これらには議決権が認められていない。単元未満株式は銘柄ごとに定められている最低売買単位である 1 単元に満たないものをいう。単元未満株式は株式の分割などで発生し、処分するためには株式を発行した企業に買い取ってもらうという方法や単元に満たない分
- 10 だけ発行企業に追加発行してもらうという方法がある。企業が定めた単元に満たないため当然に議決権は存在しない。議決権制限株式とは、議決権を行使しない代わりに配当の支払いや残余財産の分配に対して、ほかの株式よりも優先されるという利点を持っている。株式にはさまざまなものがあり、それらを投資家は自由に選択し、購入することができる。株式の多様性もまた、投資家を
- 15 引き付ける魅力となり、新規株主の獲得に貢献しているのだ。

株主には権利のほか責任も生じる。しかしその責任は有限責任であり、株主の責任は、その有する株式の引受価格を限度とするというものである。つまり、企業が倒産した場合には、株式を引き受けた際に支払った資金のみ株主は負担するのである。

20

3.2 株主還元と内部留保

- 内部留保とは、企業の純利益から税金や配当金、役員報酬を除いたものであり、内部留保は設備投資や M&A などに用いられている。また、日本企業の内
- 25 部留保は年ごとに増加傾向にあり、以下の図のようになっている。



出所)法人企業統計年報(金融業、保険業を除く)

- 5 日本の内部留保総額はおおよそ 320 兆円ほどであり、過去最大の内部留保額となっている。企業が内部留保を行う主な理由としては、将来の海外進出に向けての留保、M&A を行うための留保、先行き不安による留保と考えられる。決して、ただ単に貯め込んでいるわけでは無い。だが、経営方針の理解が足りなければ配当などの株主還元策を余分に要求してしまうことが生じうる。将来に向けての留保を株主還元に対する資金として扱ってしまったら、企業として
- 10 は大きな痛手である。一方、株主が企業の経営方針に対して十分な理解がなければ、ただため込んでいるだけとみなされ株主としては企業の成長に不安を感じてしまい、株式の保有をためらってしまう場合も考えられる。そのようなことを防ぐためにも株主と企業のある程度の相互理解が必要になってくる。

15 3.3 配当と株主の行動

株主還元策として最も頻繁に行われているものは配当である。配当が変化した場合、株主はどのようにその変化を受け止めるだろうか。

たとえば、株主は配当の減配が生じた際、企業に財政的な問題が生じているのではないかと考え売りに走り、逆に増配した際には、企業は自身にコストを課すことになるため企業がそのコスト分だけの利益を生み出すことができる

5 と考え買いまたは保持を行う。しかし増配には違う見方もあり、長期にわたって配当を支払っていなかった企業が配当を開始した際には、今までよりも投資する機会が減少したのではないかと株主が感じてしまう場合も考えられる。このように配当金の変化には、株主の行動に影響を与える力があるのである。

いくつかの例を考える。ここでは、株主還元策はすべて配当で行うものとする。

10 1)低配当で良い投資先を持たない企業、2)低配当だがよい投資先を持つ企業、3)高配当で良い投資先を持たない企業、4)高配当で良い投資先を持つ企業、この4つの状況の企業に対しての株主の反応を見ていく。ここでは、十分な余剰金が存在していると仮定する。1つめでは、資金は存在しているのに無駄な投資に資金を充てているためより多くの資金の配分を株主は企業に求めることになる。2つめでは、企業は投資を的確に行っているため株主は

15 企業に対して安心感を持ち、資金の留保に対してもある程度の是認をする。3つめでは、株主は配当を削減し、借り入れのための株式発行をなくしたいという考えや企業の投資計画に対する不信感からの経営の質の改善を求めることになる。4つめでは、株主は配当を削減して良い投資を実行するように要求する。配当政策によって投資する機会が潰れてしまつては元も子もないためである。

20 しかし、これらは安定型配当を行っている企業に対しての株主の行動であり、業績連動型の配当策を行っている企業では株主は異なる行動をとる。

業績連動型配当とは、企業の業績に関連して配当金に変化していく配当政策である。たとえば、企業の業績が好調時には配当金が上昇し、逆に業績が悪化した際には配当金が減少するという仕組みである。これを用いれば企業は現状

25 に見合った配当政策を行うことができる。しかし、業績と配当が直結しているため一時的な業績の悪化に対しての企業の考えが株主にとって判断しづらい。その結果、業績悪化時の株価の下がり方は安定配當時の時と比べより急に変化することになる。株主は業績の良い方へと株式を求めるようになり、市場競争の激化が見込まれる。対応策としては、株主側に対する企業側の情報提供などが

30 考えられる。

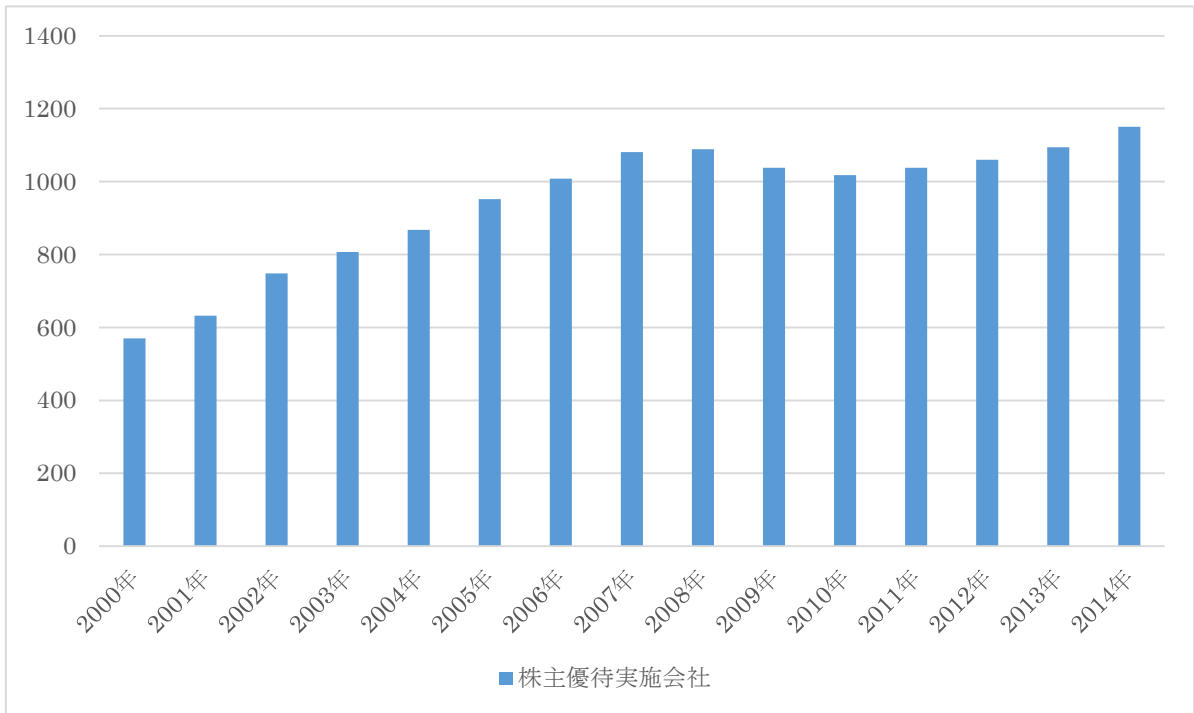
3.4 自社株買い、株主優待と株主

配当以外の株主還元策である自社株買いや株主優待について株主との関係

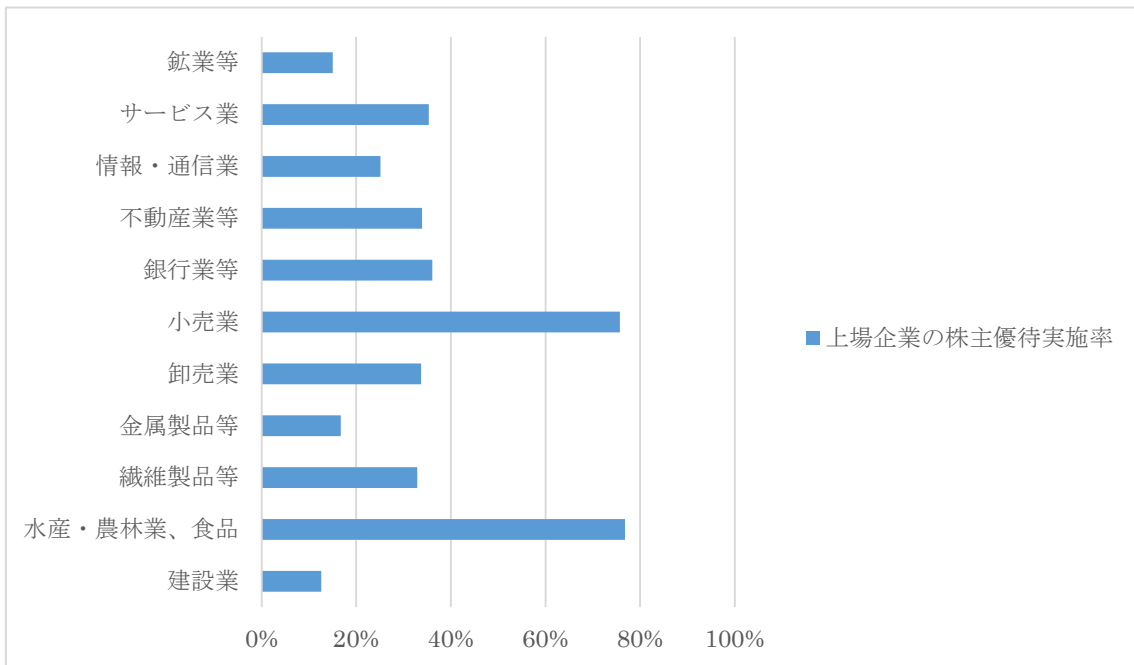
5 を考えていく。

自社株買いは内部留保を用いて市場に流通している自社の株を購入することである。内部留保は株主に対しての還元策であると同時に企業にとってもメリットが存在している。そのメリットとは、自社の株式比率を高めることだ。買い戻した株式を消却せず、保有し続けるいわゆる「金庫株」を用いれば自社の株式比率を高めることができ、株主が保守的考えを持つのなら、それによって経営の独立性の確保や意思決定の迅速化を得られるのだ。また、金庫株は普通株式に該当しないため、1株当たり利益を高めることができる。株主にとっては、自身の保有している株式の価値が上昇するため積極的に自社株買いを行ってもらいたいと考えるだろう。しかし、自社株買いは企業の内部留保を用いて行うため企業内の資金総量の減少につながる。資金総量の減少が生じ、企業の安定性・健全性が低下するため十分な資金がない企業が実施すべきではないのだ。株主、企業、双方にとっては良いことの多い還元策と思われるが、企業の資金量などを考慮に入れたうえで慎重な判断が必要になる。

株主優待とは、一定以上の株式を所有している株主に対して、企業の製品の配布や割引などを行う制度である。株主優待制度は日本企業以外にも、マクドナルドなどで行われているが実施しているのは少数であり、ほとんどは日本企業や英国企業にみられる。以前はスターバックスなども株主優待制度を行っていたが現在では株主優待制度を廃止している。株主は株主優待制度で様々なサービスを受けることができるため、株主優待制度は株主たちにとって非常に喜ばしい制度である。



出所)『株主優待ガイド 2015年版』

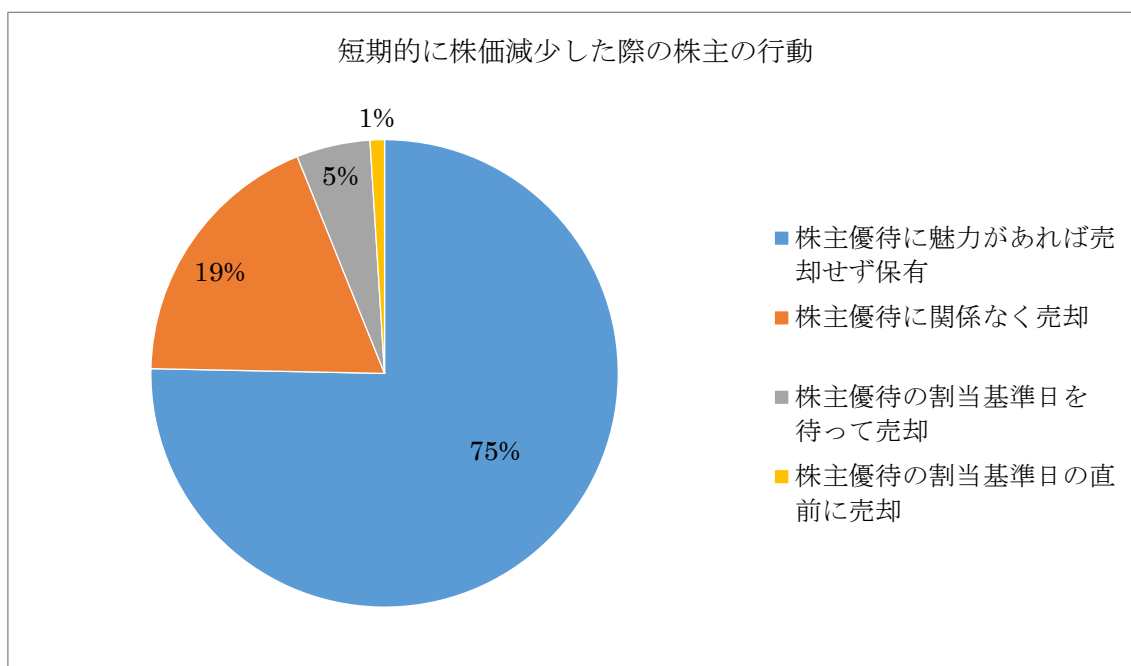


5 出所)『株主優待ガイド 2015年版』

上 2 つの図にあるように、株主優待企業は増加傾向であり、それに伴い多種多様な企業が多種多様な株主優待制度を生み出している。株主優待によって株主たちは利益を受け、企業は自社の知名度の向上や新規株主の獲得を受けることができる。企業にとってはそれら以外にも、短期的に株価が下落した際に株主が株の保有を積極的に行うという利点がある。また、上場企業となるためには広範囲に株式の保有が行われていなければならない、上場企業となることを目的としている企業も株主優待を率先して行うことにより、企業としてさらなる成長を遂げる機会の確保を可能とする。

10 以下の図では短期的に株価が変化した際に、株主たちの行動を表している。留意してほしいのは、企業が株主たちにとって魅力的な株主優待を行っていることを前提としている点である。株主に株の保有を積極的にさせることによって、企業業績悪化時に株価が下落することを抑え、買収されるリスクを抑えることも株主優待を実施することで可能になるのだ。

15



出所)『株主優待ガイド 2015 年版』

近年、NISA が導入され多くの人々が株の売買を始めた。新規投資家からすれば株主優待制度は非常に魅力的であり、株の購入に対する重要なファクターとして考えられる。しかし、デメリットがないわけではなく株主優待のための物品などを提供する費用が企業に掛かってくる。株主から見れば株主優待の費用によって企業の利益減少が起き、それに伴って株価の長期的な減少が起こってしまっは元も子もない。そのためこちらも、慎重な判断をとる必要がある。

10 第4章 プリンシパル・エージェント問題への対応

株主と企業との関わりにおける問題点の一つとして「情報の非対称性」があげられる。株主は企業内部の情報を経営陣と同程度まで得ることが出来ず、双方にとって適当な配当を要求することが容易ではない。また企業が情報の非対称性を利用して配当に充てるべき資金を内部留保として蓄えることも考えられる。これは企業・株主双方にとってより良い株主還元を目指すにあたって解決されるべき問題である。

まずこの問題に対し国が主体となって推進しているのは、双方に適用されるコード、規範・規則の設立である。株主側（主に機関投資家）に対しては企業と協調的に、また企業の持続的成長に資するよう対話（エンゲージメント）することが求められており、これに対するコードをスチュワードシップ・コードと呼ぶ。企業側に対しては、意思決定を行う取締役会が経営陣の業務を適切に監督しつつ適切なガバナンス体制を構築することにより、企業価値の向上を図ることを求めるというコーポレートガバナンス・コード、この2つのコードが設立された。この二つのコードについて項目を分けて以下で詳しくみていきたい。

4. 1 スチュワードシップ・コード

先にも述べられた「情報の非対称性」による株主・経営者間のモラルハザードは、健全なプリンシパル・エージェンシー関係の構築を妨げる事になる。健全なプリンシパル・エージェンシー関係構築のためには、前述した2つのコードが相互により良く機能することが必要である。現に安倍政権でも、アベノミクスの一環としてスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの進展を奨励しており、それにより経済の活性化につながることを期待している。

日本では、2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」の中に日本版スチュワードシップ・コードの検討が盛り込まれたことで注目が更に集まった。そして翌2014年2月に施行された。“日本版”というのは、そもそもこのコードは英国発で、それを参照し、一部日本の情勢が考慮されまとめられたものである³。英国のスチュワードシップ・コードの詳細については後述するが、日本の情勢が考慮されたという点に関して、現状ではその一部において日本の実情とは距離があるという報告もある⁴。

スチュワードシップ・コード策定の背景と経緯についてだが、これは投資家の機関化が進む中でそれに伴って背後の顧客に対する受託者責任の重要度も高まりつつあり、機関投資家の適切な議決権の行使が求められるようになってきた⁵。また、それまでの物言わぬ株主から、投資先企業との建設的な「対話」を通して中長期的に持続可能な成長に資するような責任を問われる。これによって「投資家の社会的な意義」をはっきりとさせ、機関投資家としての役割を果たすことを任意で求めている。“任意”というのはこのコードの重要な性質の一つで、英国版のスチュワードシップ・コードでは「Comply or Explain（遵守か説明）」という考え方がとられている。つまりこの規範を受け入れるか、あるいは受け入れないのであれば説明を求めることで柔軟性をもたせること

³ 北川(2015)

⁴ 日本証券アナリスト協会(2015)

⁵ 藤川(2014)

で、あくまでも市場の規律に委ねているのである。柔軟性という意味では、異なる国どうしの共通の規律は存在しない（その国にはその国の実情に適った規律が必要である）が、「Comply or Explain」の方法によればその柔軟性がそれを可能にしているという³。また、この「Comply or Explain」には課題もある。

- 5 その中のひとつは、この考え方が市場による規律を前提としているため、この枠組みが有効に機能するためには投資家に対する情報開示、そして対話が必要となってくるということである。また、金融庁の HP には（以下抜粋）「本コードは、機関投資家がとるべき行動について詳細に規定する「ルールベース・アプローチ」（細則主義）ではなく、機関投資家が各々の置かれた状況に応じて、自らのスチュワードシップ責任をその実質において適切に果たすことができるよう、いわゆる「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）を採用している。」⁶とある。その原則は7つの項目からなる（図1）。

- 10 ここで、英国のスチュワードシップ・コードについてみていきたい。1992年にコーポレートガバナンスに関するキャドバリーレポートが作成されたのが始まりで、この時点ですでに「Comply or Explain」の考え方が用いられていた。2002年にISCが「機関株主及び代理人の責任：原則ステートメント」を公表、その後リーマンショックによる金融危機の発生を受け、FRC（英国財務報告評議会）がウォーカーレビューについて責任を持つことを表明。2010年にはFRCの英国スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードの制定に至っている⁵。英国において「スチュワード」は“他人に代わって事務や財産管理を取り仕切る者のことをいい、領主の執事など英国の伝統的な概念”である³。また英国スチュワードシップの7原則についても以下の図の通りである。

25

⁶ 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(2014)

(図 1)

日本と英国のステュワードシップ・コード

英国	日本
1. 機関投資家は、ステュワードシップ責任をどのように果たすのかについての方針を公に開示すべきである。	1. 機関投資家は、ステュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
2. 機関投資家は、ステュワードシップに関する利益相反の管理について、堅固な方針を策定して公表すべきである。	2. 機関投資家は、ステュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
3. 機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。	3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてステュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
4. 機関投資家は、ステュワードシップ活動を強化するタイミングと方法について、明確なガイドラインを持つべきである。	4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
5. 機関投資家は、適切な場合には、ほかの投資家と協調して行動すべきである。	5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
6. 機関投資家は、議決権行使および議決権行使結果の公表について、明確な方針を持つべきである。	6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、ステュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則とし

	て、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
7. 機関投資家は、スチュワードシップ活動および議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべきである。	7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

出所)金融庁資料より筆者作成

4. 2 コーポレートガバナンス・コード

- 5 日本では、スチュワードシップ・コードの策定が先に行われたが、英国を始め2つのコードを有する国ではコーポレートガバナンス・コードの策定が同時に行われている。日本版スチュワードシップ・コードが公開された半年後2014年8月、「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（通称：伊藤レポート）が公表された。これはその
- 10 名称にもあるように「企業と投資家」に裾野を拡げている。伊藤レポートでは、企業に対しては、独立社外取締役の設置や、ROE8%を目指すなど具体的な数値目標も掲げられている。また、企業・機関投資家に共通して述べられているのが「対話」の重要性、企業の持続的成長のための協創（協調）努力、ショートターミズムの排除である。その中でも特に「対話」の促進をするべく経営者・
- 15 投資家が定期的に会するフォーラムの創設を提言している。また、金融庁「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」の第1回も同月に開催されている。その第9回を数えた2015年3月にはコーポレートガバナンス・コード原案が取りまとめられ、6月に施行された。原則は以下のとおりである（図2）。コーポレートガバナンス・コードにおいても、「Comply or Explain」
- 20 の考え方がとられている。

(図 2)

コーポレートガバナンス・コード原案の基本原則

1. 株主の権利・平等性の確保
上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるよう適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべき。
2. 株主以外のステークホルダーとの適切な協働
上場会社は、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果であることを十分に認識し、これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべき。
3. 適切な情報開示と透明性の確保
上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべき。
4. 取締役会等の責務
上場会社の取締役会は、株主に対する受託者責任等・説明責任を踏まえ、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を促し、収益力・資本効率等の改善を図るべく、 (1) 企業戦略等の大きな方向性を示すこと (2) 経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備 (3) 独立したか客観的な立場から、経営陣(執行役・執行役員含む)・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと を含む役割・責務を適切に果たすべき。こうした役割・責務はいずれの機関設計の場合でも、等しく適切に果たされるべき。
5. 株主との対話
上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。

出所)金融庁資料より筆者作成

4. 3 現状・今後への展望

2つのコードは共に旬な話題であり、現在取り組みが始まって間もない。企業、機関投資家の対応状況はどのようになっているのか。プロティビティ LLCの調べでは、“コーポレートガバナンス・コードの対応項目のうち、「独立社外取締役の独立性判断基準策定」「役員トレーニング」「取締役会の実効性の評価」「独立社外者のみによる情報交換実施」の4項目の対応状況を調査した結果は、それぞれの項目において30%超が未着手と回答。一方で約10%が対応済みとしている。独立社外取締役の独立性判断基準策定については、27%が対応済みとなっており、コーポレートガバナンス・コードの適用開始から3カ月で、各企業が取り組みを進めていることがうかがえる結果となった。”という。また、今年9月末に「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」が開催され、(以下抜粋)“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・コードの普及・定着状況をフォローアップするとともに、上場企業全体のコーポレートガバナンスの更なる充実に向けて、必要な施策を議論・提言することを目的として(省略)設置する”⁷、となっている。その中では、調査結果として2015年の独立社外取締役の設置が前年どの比べ20%増加したことも挙げられている。この会議では、今後20

第5章 望ましい株主還元のあるあり方

25 これまで日本企業と株主の関係性について論じてきた。ここからは株主還元策、株主と企業の関係性について、アメリカ企業との比較を行う。比較をした後、企業例と共に株主・企業双方にとってふさわしい株主還元策のあり方について論ずる。

⁷ 金融庁 HP (2015)

5.1 株主還元策の比較

日本企業とアメリカ企業との違いとしてまず挙げられるのは配当の有無についてである。日本企業はおおよそ 8~9 割の企業が配当を行っており、アメリカ企業は 3 割ほどが配当を行い違いが顕著に見て取れる⁸。なぜこれほどの違いがみられるかという点、日本企業は黒字赤字にかかわらず配当を継続する意思が強いためである。

アメリカ側では多くの新規企業が数多く存在し、新規企業は配当に充てる資金を自企業に対して再投資しているためである。日本の赤字企業が配当を続ける理由としては株主の信頼を得るためである。例えば、今期の業績が赤字だとしても前期並みの配当を維持することで株主は企業がそこまでひっ迫した状況ではないと感じ、企業に対して安心感を得られるのだ。配当性向の面では、アメリカのほうが日本よりも高い。アメリカでは有配当企業が少ない代わりに有配当企業が行っている配当金は大きいため結果として配当性向が日本側より大きくなっているのである。

配当の違い以外にも大きな違いとして株主優待の有無がある。上述した通り、株主優待は日本企業にみられ海外諸国では頻繁には行われていない。日本企業は株主優待を利用することにより、個人株主の増加や自社製品の知名度の向上を図っているがアメリカ企業では優待よりも配当や自社株買いによって株主にたいしての還元を行っている。自社株買いは日米双方で頻繁に行われている。また、それらの原因としては何を優先して経営を行うかがアメリカと日本では異なることによるものと考えられる。

25 5.2 企業経営の方針

企業の方針として、企業側のとる考え方はおおよそ 2 つの形態に分けることができる。シェアホルダー優先の経営とステークホルダー優先の経営である。

⁸ 佐々木・花枝(2010)

アメリカではシェアホルダー的経営が一般的であり、シェアホルダー的経営とは株主中心的な経営のことである。日本の会社法では企業は株主のものとして活動すると定められているが、以外なことにシェアホルダー的な経営ではなく、日本ではステークホルダー的経営が一般的であり、これは、企業の活動によって影響を受ける人々や団体など利害関係者中心の経営を行うことである。

5 株主が経営に対して要求することは、企業の投資が不適當であると株主が判断した際には還元策の実施や強化などが考えられるが、ここでは株主が株主価値を最大化することを目的とした経営を望んでいることとする。アメリカ企業の配当実施企業は日本企業よりも少ない。注意してほしいのは、配当を行うことが株主価値の最大化につながるわけではないということだ。そもそも株主価値とは、企業の利益から資本コストを差し引いた部分のことである。資本コストとは、企業が調達した借入金や資本金にかかるコストのことである。株主価値の上昇には、企業の利益が大きくかかわる。企業利益は事業計画によって変化し、事業計画には企業の内部留保などを用いる。内部留保は、先に述べたように企業利益から配当金などを差し引いたものである。つまり、ここでのアメリカ企業は配当の代わりに内部留保の増加に努め、その内部留保をもって企業を成長させ、企業利益の増大を達成しているのである。株主価値は企業利益から資本コストを差し引いたものであるため、株主価値は上昇する。そのため、日本企業とアメリカ企業の配当実施企業に違いが出ていると考えられる。

10 近年、海外投資家などによって、従来の株主としての在り方が変化している。いわゆる、「物言わぬ株主」から「物言う株主へ」の変化であり、ステークホルダー的な経営からシェアホルダー的な経営に少しずつであるが変化してきているのである。つまり、日本の場合には株主と企業の関係が以前は、企業側が率先して経営に携わり、株主の利益よりも企業関係者の利益中心の経営方針であったが、その関係が変化し、株主がより利益を求めるようになった。結果として企業の経営に対して積極的に意見するようになり、株主利益の優先を図るようになってきているのである。原因としては、第 1 章で論じた株主構成の変化が関わってきている。

15 この変化は、企業・株主にとって望ましいものだろうか。我々は良い傾向だと感じている。株主が求めるのは株主資本利益率、ROE の改善である。ほかに

も様々なことを株主は求めるだろうが、ここでは ROE を株主が積極的に求めるものとする。ROE は企業の収益率を測るわかりやすく世界的な指標として用いられており、株主資本利益率ともいう。近年の株主と企業の関係性の変化により ROE が重要視されるようになった。ROE は当期純利益を自己資本で割ったものであり、これはすなわち株主の資本を企業がどれほど効率的に扱っているのかを表している。企業の効率化を図るという観点からならば、非常に意義のあるものだ。企業の効率化によって業績の改善、加えて企業価値の改善により株主・企業双方にとって良い影響を及ぼすだろう。ROE の改善によって賃金や雇用の増加、M&A や設備投資に要する資金の獲得など企業に影響し、株主にとっては中期、長期的な企業価値の上昇による恩恵を受けることができる。企業と株主、双方にとって望ましい株主還元策には内部留保についても考える必要がある。

株主・投資家にとって望ましい内部留保の活用とは企業価値上昇のための再投資である。つまりは、企業の中期、長期的な成長のための活用である。この望ましい内部留保の活用が行われるか否かは企業にかかってくるので投資家・株主は企業の中期、長期的な企業計画によって企業を判断すべきである。

企業判断のために利用されるものとしては、第 4 章で挙げたコーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コード、以下で論ずる IR の存在がかかわってくる。IR について大雑把に言ってしまうと、企業の計画を株主・投資家に説明し、計画に対しての理解を深めてもらうことである。内部留保の活用は企業の重要事項であるとともに投資家・株主にとっても重要事項であり、内部留保の活用次第で株主が企業に要求することに大きな変化が起きる。たとえば、内部留保を無駄な投資に回し、企業業績の低下につながるようならば、内部留保を株主に還元させるよう株主は行動する。

5.3 IR とは

上記でも少しふれたが、株主と企業の相互理解を援助するものとして IR というものがある。IR とは企業による投資家、株主に対する広報活動というものであり、決算発表後の説明会などがこれにあたる。IR の特徴としては、企

業 PR とは異なり良い点だけではなく悪い点も報告しなければならないことが挙げられる。注意点としては、すべての情報を開示するのではなく何を開示し、何を開示しないかを企業が決定することができる点である。また、IR の内容は機関投資家と個人投資家の間に格差が生じないようにするべきである。

- 5 最近では、個人投資家の増大により、個人投資家向けの説明会の開催や web 上での資料の提供などを行う企業が増加している。この IR を株主に対する情報開示として活用する企業も増えてきている。IR を用いることで企業側が投資家、株主の信頼を得ようとしているのである。

- 10 内部留保の有効活用を判断するための企業が行う中期、長期的な事業計画において IR は重要な役割を担っている。中期、長期的事業において投資家・株主の理解は重要なものであり、IR を用いることでその信頼を得るのである。IR によって、経営者と株主・投資家にとっての最適な計画を互いに検討しあい、実行する。その際の留意点としては、企業の方向性を明らかにし、企業計画実行時のリスクの説明と定期的な報告である。

15

5.4 企業例

- ここで、企業例を見ていく。⁹企業例として挙げるのは、ゲームソフト大手のカプコンだ。カプコンは 2014 年に 6 月 16 日に株主総会において、買収に備えた防衛策の継続という議案が却下された。この防衛策は 2008 年から開始されたが、この時の総会において反対票が 50% を超えることとなった。主な原因としては、外国人持ち株比率の増加が挙げられる。2014 年 3 月時点での外国人が保有している議決権は約半数であった。これに対して、カプコン側は買収の危険性について訴えたが、買収に対する防衛策の継続を中止するという結果となった。このことを受け、カプコンは IR の強化を行うこととした。カプコンの IR は海外の機関投資家の訪問やアナリストへの取材の対応、動画共有サービスを用いた記者会見などであり、広い範囲での認知を目指している。

カプコンが買収防衛策の継続を却下された理由としては、海外勢のカプコン

⁹佐藤(2015) pp. 162~164 参照

に対する理解が挙げられる。解決手段として考えられるものは、カプコンが行っているように海外勢に対する説明の強化やアナリストの取材の対応、海外機関投資家への訪問である。海外勢に対する IR 活動は、ほかにも英文資料の作成や海外に人員を配置し、問い合わせに対応するなど様々な形態がある。

5

5.5 株主・企業双方にとって望ましい株主還元のあるあり方

このテーマに対する斉藤ゼミの立場として、機関投資家・個人投資家を区別して述べる。対象を機関投資家とすると、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードにおける「対話」の質が、企業・株主双方にとって望ましい株主還元を考えるうえで重要であると考えられる。「対話」というと幾分抽象的な印象を受けるかもしれない。スチュワードシップ・コードの4つ目の原則（機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。）では対話の部分について金融庁発表の日本版スチュワードシップ・コードのなかで、認識の共有（二者間で意見が不一致の場合も相互に相手の意見の背景にあるものを考慮する）や、あらかじめどのような対話を行うべきなのか明確な方針を持つことなどが述べられている。また、「目的を持った対話」を（以下抜粋）「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話」と定義している。またコーポレートガバナンス・コードの5つ目の原則、株主との対話（上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。）の部分では、株主との建設的な対話の促進にむけて開示する方針の内容も細かに示されている（部門の連携、フィードバック、インサイダー情報の管理について、など）また、そういった体制づくりや株主の対話要求には合理的な範囲で応じるよう企業に対して求めている。現段階で機関投資家・企業のコードへの対応が進んでいることは第4章でも述べたが、この段階ではあくまでも形式に過ぎず、それが実質的な効力を持ったものとなるためには、政府を中心とした諸有識者による検討会などで随時状況を

把握し有効な改善策を議論していくとともに、IRの充実によって機関投資家の理解を深めることも重要である。

個人投資家を対象とした際には、企業がIRを有効に活用することが望ましい株主還元のあり方を考えるにあたって重要である。個人投資家が企業に望んでいることは人それぞれであるため、企業がその要望を一つ一つ把握するのは困難になる。そのため、企業が個人投資家の意見を反映、または企業が行っている経営と株主還元についての個人投資家の理解を促すため、説明会やインターネットを用いた質疑応答をおこなうなどのIRが必要になる。個人投資家にとって企業が行うIRは個人投資家自身の行動に多大なインセンティブを与える。個人投資家は自身が望んでいる還元を行っている企業の株を保有したいと考える。その際に、個人投資家はIRから企業を判断する。企業にとって、IRは自身の経営指針を前面に押し出すものであるため、企業の経営指針を受け入れたものが株主となる。結果、企業にとって望ましい株主、株主にとっては望ましい企業が成立し、双方ともにふさわしい株主還元が実現される。しかし、企業の置かれる状況は絶え間なく変化するため、企業もそれに合わせた変化をしなければならない。その際に、企業に賛同していた株主が株式保有の意志を変化させることが考えられ、企業は株主に対しての十分な説明をしなければ、株主の減少が生じる。それを抑えるためにもコーポレートガバナンス・コードの3つ目の原則である適切な情報開示と透明性の確保、5つ目の原則の株主との対話に則したIRを行わなければならない。

また双方にとって、ふさわしい還元を実現するためには企業の株主構成によって還元策の変化を取らなければならない。企業の株主構成は変化し、海外投資家が増加している。また、NISAの導入により個人投資家も増加している。海外投資家の比率が一方的に多い場合と国内個人投資家の比率が一方的に大きい場合を考える。海外投資家の株式保有が多い企業において株主優待を実施したとしても株主にとっては配当金の増額や株主優待を廃止し、企業の内部留保に充てるほうが好ましい。一方、個人投資家の割合が多い企業では株主還元を積極的に行ったほうが株主にとっては好ましい。しかし、一方に対してのみの還元策は株主の反感を促す。企業は株主構成を考慮したうえで、還元策を行い、それを機関投資家ないし個人投資家に理解してもらう必要がある。その際

にも IR を用いるべきである。

5 海外投資家に対しては、海外向けの IR をとる必要がある。その際の対応としては、カプコンのように海外勢に対する説明の強化やアナリストの取材の対応、海外機関投資家への訪問などが考えられる。海外企業に対する適切な対応を行わなければ企業にとって喜ばしくない結末が訪れる。そして、それは海外だけでなく国内投資家に対しても注意しなければならない。国内投資家に対する対策としては、上記で挙げているように個人投資家向けの説明会の開催などである。

10 株主のあり方が変化している昨今において株主と企業、双方にとって好ましい株主還元を実現するには、株主と企業が相互にお互いが真に求めることを把握し、折り合いをつけながらも互いの利益を達成することである。そのためには双方ともに互いの理解が必要不可欠であり、それを援助するシステムを有効に扱わなければならない。

15

20

25

30

[参考文献]

- 伊藤邦雄(2014)『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(伊東レポート)
- 5 <http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf>
- 神田秀樹(2015)『会社法(第17版)』
株式会社弘文堂
- 10
- 北川哲雄(2015)『ステュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス
2つのコードが変える日本の企業・経済・社会』
東洋経済新報社
- 15 金融庁(2014)『日本版ステュワードシップ・コードに関する有識者検討会』
<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/>
- 金融庁(2015)『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』
- 20 <http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/index.html>
- 財務省(2015)『法人企業統計調査 平成26年度』
財務総合政策研究所
<http://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/results/>
- 25
- 佐々木寿記・花枝英樹(2010)『経営財務研究 第29巻第1・2合併号』
日本経営財務研究学会
<http://www.fps.chuo-u.ac.jp/~hanaeda/paper2010.3.pdf>
- 30 佐藤淑子(2008)『IR戦略の実際〈第2版〉』

日本経済新聞出版社

佐藤淑子(2015)『IRの成功戦略』

日本経済新聞出版社

5

アスワス・ダモダラン(2001)『コーポレート・ファイナンス 戦略と応用』

東洋経済新報社

東京証券取引所等(2015)

10 『平成25年度株式分布状況調査の調査結果について』

<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu0000010nfj-att/bunpu2014.pdf>

二上季代司・代田純(2011)『証券市場論』

15 有斐閣

藤川信夫(2014)『国際経営法の新展開 会社法改正ならびに金融法とコーポレートガバナンス、スチュワードシップ・コードの接点』

文眞堂

20

『株主優待ガイド 2015年版』

大和インベスター・リレーションズ株式会社 2014年11月5日