

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*」

— 成長投資を通じた企業価値向上への一考察 —

千葉商科大学

三田村ゼミナール

* 本稿は石井記念証券研究振興財団からの研究助成の成果の一部である。本稿の作成においては、玉山和夫氏（札幌学院大学）、磯山優氏（帝京大学）から貴重なご指導を賜った。また、北星学園大学山口ゼミナール、札幌学院大学玉山ゼミナール、大阪経済大学証券研究部との夏季北海道合同ワークショップ（北星学園大学）、証券研究関東学生連盟主催の秋季セミナー大会（千葉商科大学）、千葉商科大学の学内研究発表会では、参加者の方々から大変有益なコメントを頂いた。ここに記して感謝申し上げる。無論、残された誤りはすべて筆者らの責任に帰する。

序章 問題意識と分析視角

第1章 内部留保をめぐる動向

- 5 1-1 日本企業の内部留保
- 1-2 株主還元の変化
- 1-3 新たなコードの制定
- 1-4 日米の比較
- 1-5 小括

第2章 株主還元をめぐるエージェンシー関係

- 10 2-1 経営者側の問題（プリンシパル・エージェント問題）
- 2-2 株主側の問題（短期主義による問題）
- 2-3 資金の使い道の争い
- 2-4 ペイアウトによるエージェンシー問題への対応
- 2-5 小括

15 第3章 成長戦略と継続的な ROE 向上に向けて

- 3-1 企業の成長段階と ROE 向上
- 3-2 純利益率成長による改善
- 3-3 資本の効率化による改善
- 3-4 小括

20 第4章 IR 活動における企業価値向上

- 4-1 プリンシパル・エージェント問題と IR 活動
- 4-2 “目的”を持った対話の具体的な内容
- 4-3 株主還元と財務戦略
- 4-4 情報の正確性とガバナンス
- 25 4-5 小括

終章 総括

参考文献

序章 問題意識と分析視角

わが国の株主還元策は安定配当が主流である。現金を蓄えることで成長投資を行うだけでなく、いざという時に、倒産のリスクを抑えたり従業員の保障に
5 使えたりすることができるからだ。これは日本的経営と呼ばれ広く採用されて
いた。

今年からスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードが施行されたことにより、株主の声が更に反映されるようになった。株主は余剰現金を配当や自社株買いなどを通じて返還することを経営者に対して求めるので
10 ある。

ROE (Return On Equity : 自己資本利益率) は、株主から得た資本でどれだけ効率的に稼いでいるかを見る指標であり、広く知れ渡り用いている企業も多い重要な指標である。企業が中長期的な企業価値の向上を目指すのであれば、多額の配当といった小手先の手法で ROE を上げようとするのではなく、成長
15 に資する投資を模索していくべきである。すなわち、企業は成長投資を通じて、利益の源泉を確保する必要がある。本論文で成長とは DCF 法 (Discounted Cash Flow : 割引現在価値) による企業価値向上とする。しかし、経営者と株主の間に生ずるエージェンシー問題があり、経営者への不信感から株主が多額の配当を要求するという形で現れる。そのため企業が成長投資を行うのは難しくなっている企業がある。では、企業にはどのような財務戦略が求められているのだろうか。例えば、売上高純利益率は低いけれど、今後成長が見込まれる企業であれば、本来、得られた利益は、配当よりも内部留保することで次の投資に振り向けるべきであろう。逆に、成長機会に乏しい成熟企業には、ペイ
20 アウト政策を通じた ROE 改善が求められる。

こうした財務戦略の選択では、それを投資家に納得してもらうためにも、IR 活動 (Investor Relations : 投資家向け広報活動) を通じた投資家との対話が不可欠だろう。具体的な投資の採択基準などを、投資家に真摯に説明する必要がある。

以上の問題意識から、第 1 章では、主に内部留保や株主構成など株主還元の
30 近年の動向、第 2 章は経営者・株主の還元をめぐる問題、第 3 章では企業の成

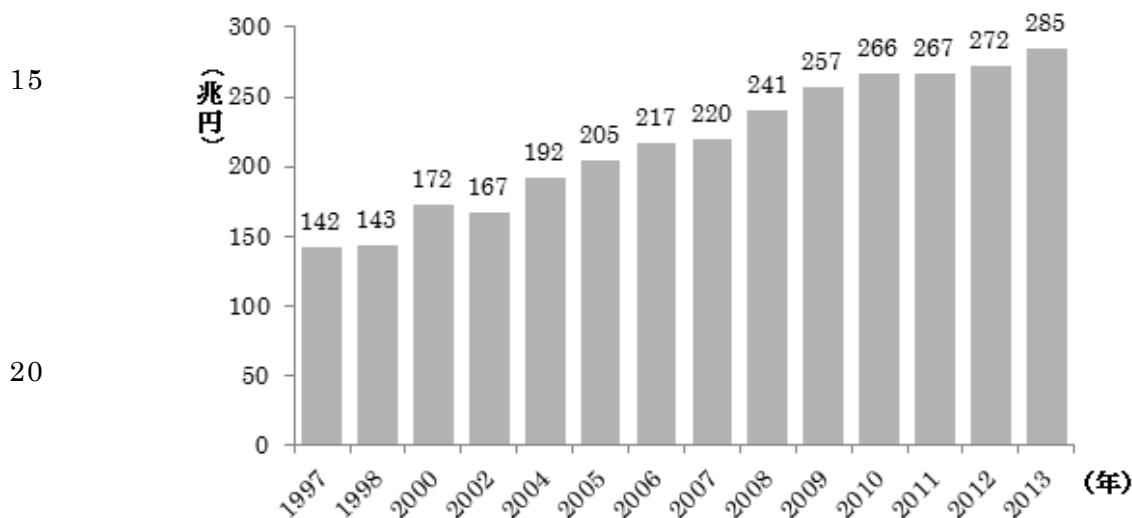
長段階と ROE から企業が取る還元策や成長投資による企業価値向上を述べ、第 4 章では提案として IR 活動を提示し、対話から財務戦略として望ましい株主還元を述べていき、総括とする。

5 第 1 章 内部留保をめぐる動向

1-1 日本企業の内部留保

デフレが深刻化する中、日本企業は内部留保を積み増し続けてきた。上場企業の自己資本比率の平均は、2001 年 3 月期の 33.9%から 2010 年 3 月期には 40.1%まで上昇した

図表 1 日本企業の内部留保額の推移



(出所)「法人企業統計」より取得し、筆者作成。

25

2015 年 4~6 月、バランスシートにおける前年同期比¹を見ると利益剰余金が 14 兆円強増加しているが有形固定資産は 1.5 兆円しか増えていない。つまり、内部留保は必ずしも新たな投資に向けたられたわけではなく、現金等の保有の積み増しにも用いられた。この結果は、資本コストの引き上げと、利益率の低下

¹ 2015 年 10 月 25 日日本経済新聞朝刊「足踏みする国内投資」

をもたらす。

内部留保を過剰保有する企業に株主は不信感を持ち、エージェンシー問題²が発生する。保有しなければエージェンシー問題は発生しないが、現金保有が多い企業は倒産リスクが小さくなるため、企業がどの程度内部留保を保有するかは企業・株主双方にとって重要な問題である。内部留保の主な用途は、ペイアウト³と設備投資に大きく分けられる。ペイアウトは、企業価値の向上に繋がらない。しかし、設備投資は今後企業価値を向上させる可能性を持つ。株式会社ファナックの稲葉社長も、「前向きな投資をして、健全な形での利益を永続して行くことが重要です。それが長い目で見たときに、適切な株主還元になると考えています。⁴」と経営の中で稼ぎ続けることこそ株主還元であると語っている。だが、現状株主の配当を求める声が大きく企業は配当をせざるを得ない状況にある。

15 1-2 株主還元の変化

(1) 株主還元策の変化

これまでの日本企業はリスクを嫌い、内部留保を溜め込む傾向にあり、「従来、日本の企業は安定配当、すなわち業績に左右されず一定の配当を継続的に行う方針を採用してきた。しかし、株式持合いの解消によって外国人機関投資家を中心とした株主の割合が増加し、日本企業の株主構成は大きく変化した。そして、多額の金融資産を抱える日本企業に対して資産の使い道を厳しく監査した結果、企業の株主還元に関する方針に大きな変化をもたらした。⁵」とある。安定配当が主流だった配当政策も、安定配当をベースに業績連動型配当を上乗せした安定業績連動配当や、業績連動型配当、最低保障付き業績連動型配当など

² 株主の代理人で（エージェンシー）である経営者が、必ずしも株主の利益のために行動するわけではないことに起因して、株主が不利益を被る問題のこと。経営者は余剰資金があると会社規模の拡張欲に任せて採算無視の事業に資金を投じたりするかもしれない。余剰資金をため込まず株主に返せという主張のよりどころの理論といえる。加護野・砂川・吉村(2010) p.235

³ 配当および自社株買い。花枝・榊原(2009) p.245

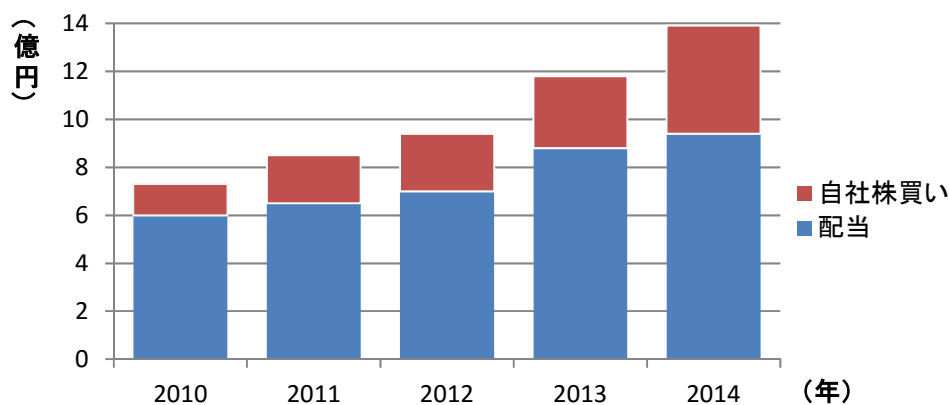
⁴ 日経ビジネス (2015) p.11

⁵ 橋本 (2007) p.3

多様化してきた。従来は配当性向を示さず、安定配当を重視してきたが還元強化を意識し、具体的な数値で示そうする企業が多くなっている。企業が自社の株式を現金で買い戻すことを自社株買いという。わが国では、1994年と1995年の商法改正後、規制緩和されたことにより自社株買いが解禁になった。株主は、株式を売却することで現金を得る。また、株式を売却しなかった株主は、株数が減少することによってEPS(Earnings Per Share：一株当たり利益)が高まり利益を得ることになる。そのため、自社株買いは株主還元策の一つとされている。

10

図表 2 上場企業のペイアウト



15

(出所) 日本経済新聞 2015年6月13日朝刊「多様化する株主還元策」から取得し、筆者作成。

20

自社株買いは年を追うごとに増加傾向にあり、今年度には3兆3000億円と前年から72%も増えた。⁶解禁とともに自社株買いが増え続ける理由は、投資家が企業に自社株買いを求めていることはもちろんだが、現金配当との性質の違いにある。自社株買いは、タイミングや金額を企業が自由に決めることができるため、配当よりも柔軟である。一方、配当は全ての株主に現金を配分する行為であり、企業の活動に変化が無い限り、毎年決まった時期に株主に払わなければならない。もし、なにかトラブルが生じたときでも、一度上げてしまっ

25

⁶ 2015年4月5日日本経済新聞朝刊新聞朝刊「上場企業の株主還元、昨年度最高の13兆円、資金活用に動く、業績拡大、投資や賃上げも。」

た配当を減配することは難しい。

(2) 株主構成の変化

日本株式会社の筆頭株主が、これまでの金融機関に変わり外国人投資家にな
5 った。⁷「物言う株主」が多いとされる外国人株主の増加により、外国とは株主
還元に対する意識が異なる日本企業は批判を浴びることになった。外国では、
レバレッジ効果や ROE の向上といったメリットを追求しているからである。
その結果、主要企業においても配当や自社株買いを増やす動きが相次いでいる。
10 ファナックは連結配当性向を従来の 30% から 60% へ大幅に引き上げ、三菱商
事は 1000 億円の自社株買いを実施した。配当と自社株買いを合計した金額を
純利益で割った比率が「総還元性向」で、2014 年度は 4 割強と前年度より上昇
した。アメリカでは無配企業も多く、配当に対する意識が違うため日本企業に
15 対して配当や高 ROE を求めている。「ROE は、金融機関、外国人、そして個人
の持ち株比率との間にプラスの相関⁸」だという。株式投資の目的は企業間関係
の安定化も含めた経営権の維持と、投資収益の向上に分けられるが、前者の場
合、株主は配当に興味を持たない。後者の場合、投資収益を配当（インカムゲ
イン）に求めるか株価の値上がり益（キャピタルゲイン）に求めるかという違
いがある。わが国の税制においては、個人投資家はキャピタルゲイン、機関投
20 資家は配当が有利になる⁹。そのため、機関投資家は、企業に配当や自社株買い
といったインカムゲインを要求する傾向にある。

近年のような株主構成の変化によって、企業の資金の使い道への関心が高い
株主が増え、企業側はより納得のいく説明をする必要が出てきた。そのなかで
も、機関投資家は特に『物言う株主』としての性格が強く、企業の経営に関心
を持っているといえる。

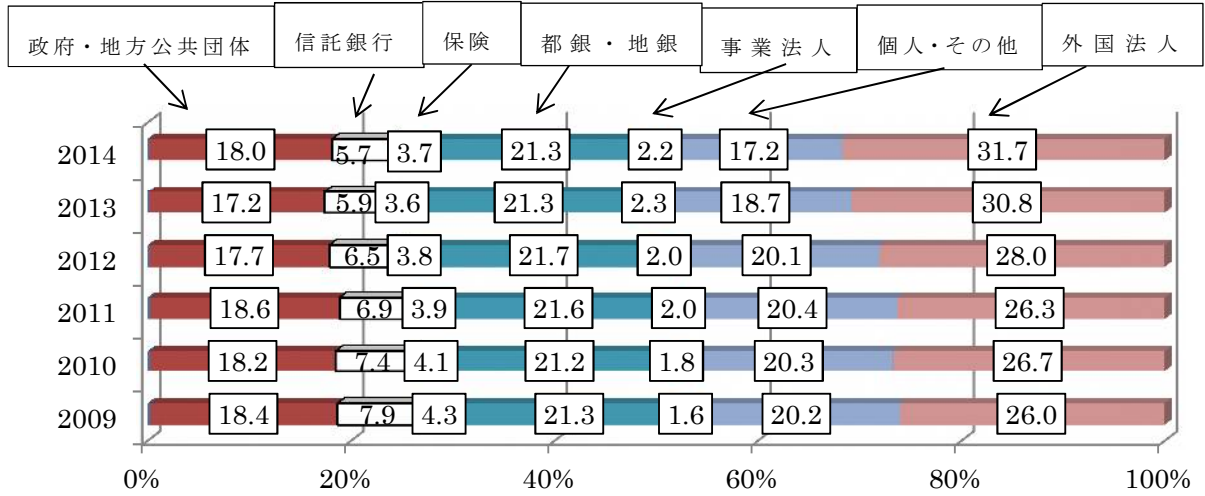
25

⁷ 日本の上場企業の株式の外国人投資家による保有比率が 2014 年 3 月末で 30.8% となり、
従来持ち株比率トップだった金融機関の保有比率 26.7% を上回った。日本経済研究センタ
ー「小島明の Global Watch」

⁸ 坂本・松村（2009）p.76

⁹ 国税庁 HP 参照「15.315%（他に地方税 5%）の税率により所得税及び復興特別所得税が源
泉徴収される。配当の場合、法人は受け取り配当金の 1/2 が益金不参入」

図表3 投資部門別株式保有比率の推移



(出所) 東京証券取引所から取得し、筆者作成。

1-3 新たなコードの制定

15 (1) 物言う株主

2014年2月27日に金融庁よりスチュワードシップ・コード（以下本コードとする）が公表された。¹⁰「近年、外国人機関投資家や買収ファンドなどの『もの言う株主』からの圧力の増大等を背景に、従来の安定配当政策を見直し、業績に応じて配当を増やすといった、株主に対する利益分配を強化する企業の動きが報道されるなど、配当政策に対する関心が強まっている。¹¹」また、日本IR協議会が発表した「投資家向け広報（IR）活動の実態調査」によると、昨年の「日本版スチュワードシップ・コード」の導入後、IRの現場での機関投資家の行動や質問に変化があったと答えた企業は全体の33%にのぼっており、本コードは企業価値向上に有効に働いているといえる。

25

¹⁰ 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 金融庁 「本コードは責任ある機関投資家の諸原則であり、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすというものだ。スチュワードシップ責任とは、「機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な目的を持った対話（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。」

¹¹ 花枝・榊原（2009）p.225

(2) 求められる企業統治

2015年6月からコーポレートガバナンス・コードが施行された、5つの原則がある。「株主の権利・平等性の確保」、「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」、「適切な情報開示と透明性の確保」、「取締役会等の責務」、「株主との対話」である。

日本は他の先進国と比較してROEが低いため、「コーポレートガバナンスの強化」によって、ROEの改善が期待されている。コーポレートガバナンス・コードによって「今後、日本の企業の再活性化を達成するためには、インサイダー型のコーポレートガバナンスが機能することに加え、各利害関係者の自己責任に基づくオープン型のコーポレートガバナンスの役割を増大させる必要がある。そのためには、企業の経営内容に関する適切な情報開示が不可欠であり、制度面での整備だけでなく、経営者が積極的に情報開示を行うようなインセンティブの整備が必要となる¹²⁾とあり、コーポレートガバナンスを整備することでスチュワードシップ・コードの発展が成される。¹³⁾

これら、両コードにおける機関投資家の影響は大きい。日本の有力な資産運用会社は大手金融機関の系列がほとんどであり、金融庁の金融審議会において、金融機関と運用会社のガバナンス問題が指摘されている。資産運用会社が投資対象企業のガバナンスに対して厳しい注文をつける以上は、自身のガバナンスの強化が必要である。

20

1-4 日米の比較

日本と米国はペイアウト政策における考え方に差が生じている。「アメリカの場合には、配当は企業業績の反映とする考え方が強く、利益が増えると配当を

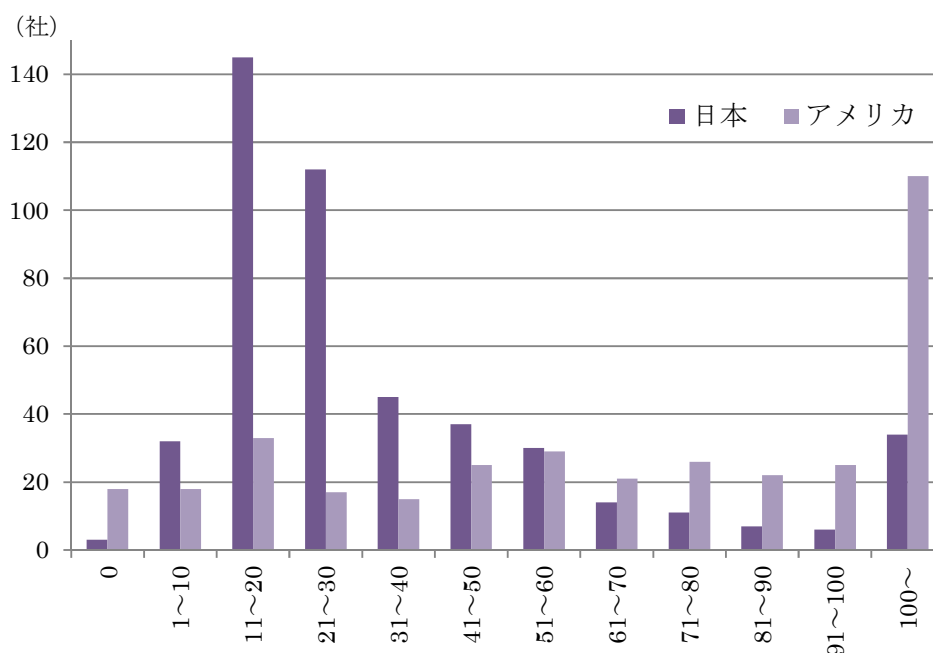
¹²⁾ 経済企画庁経済研究所「日本のコーポレートガバナンス」

¹³⁾ 東京証券取引所ホームページ「本コードにおいて、「コーポレートガバナンス」とは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する。本コードは、実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたものであり、これらが適切に実践されることは、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することとなるものと考えられる」

増やす。利益が減ると配当を減らすという考えだ¹⁴』という。また、「日米企業のペイアウトを比較すると、アメリカ企業の方がトレードオフについて一日の長があるように見える。図表 4 は金融危機以前の日本企業のペイアウトの特徴を示している。アメリカ企業の配当性向で目立つのは、配当ゼロの企業数が多いことと、利益の 100% を配当する企業が多いことである。¹⁵」アメリカでは、M&A や成長企業などへの信頼が日本に比べ厚く成長しているのではないかと。成長を続けていた、かつてのマイクロソフトやアップルも無配企業であった。しかし、投資機会の減少をきっかけに配当を始めている。図表 4 から成長と配当のトレードオフがなされていることがわかる。

10

図表 4 日米企業の総還元性向比較



(出所) 砂川・川北・杉浦・佐藤 (2013) より引用、筆者作成。

15 <有配企業と無配企業>

日本では有配企業のほうが無配企業より大きいですが、アメリカでは無配企業のほうが有配企業よりも成長率が高い。このように、少なくとも成長性について

¹⁴ 鈴木 (2004) p.92

¹⁵ 砂川・川北・杉浦・佐藤 (2013) p.97

は、アメリカと日本では逆の現象が起きている。「最近では米国企業の実に 8 割は無配企業ということになる。この理由として第一に、未配の新興企業の急激な増加がある。小規模、低利益率、豊富な投資機会という特徴を持つ新興企業は従来から無配企業の代表例である。¹⁶⁾ という。

5

<日米で有配企業率に差が生じた理由>

日米での有配企業率が異なる理由は、(1)我が国企業ではそもそも赤字企業がアメリカに比べて少ないうえに、赤字企業でも配当する傾向が高まってきている。(2)アメリカでは赤字企業だけでなく、黒字企業でも有配企業率が低下して

10 いる¹⁷⁾

1-5 小括

デフレが深刻化する中、日本企業は内部留保を積み増し続けてきた。上場企業
15 業の自己資本比率の平均は、2001年3月期の33.9%から2010年3月期には40.1%まで上昇しているという。何故、日本企業はデフレにもかかわらず内部留保を積み増し続けられているのだろうか。それは、古くから蔓延している日本的経営と呼ばれる経営方針から起きている。日本的経営は内部留保を積むことで現金を蓄え、成長投資を行うだけでなくいざという時に倒産のリスクを抑
20 えたり従業員への保障に備える。この結果は、資本コストの引き上げと、利益率の低下をもたらした。また、内部留保を過剰保有する企業に株主は不信感を持ち、エージェンシー問題が発生する。

株式持合いの解消によって外国人機関投資家を中心とした株主の割合が増加し、日本企業の株主構成は大きく変化した。そして、多額の金融資産を抱える
25 日本企業に対して資産の使い道を厳しく監査した結果、企業の株主還元に関する方針に大きな変化をもたらした。つまり、過剰な内部留保に対して批判を受けたのである。スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードの施行により企業と株主との責任を持った建設的な対話が求められ、株主の

¹⁶⁾ 佐々木 (2011) p.23

¹⁷⁾ 佐々木 (2011) p.26

主張が反映されやすくなった。

- 5 以上のことから、今後日本企業が内部留保を積み増し続けることは難しくな
っていくと考えられる。その一方で株式会社ファナックの稲葉社長は、「前向き
な投資をして、健全な形での利益を永続して行くことが重要です。それが長い
目で見たとときに、適切な株主還元になると考えています。」と経営の中で稼ぎ続
けることこそ株主還元であると語っており、企業の目的は成長を通して利益を
10 10 上げることにあると言える。企業が成長するためには内部留保を積む必要があ
るが、配当を求められている今、企業と株主の間には様々な問題が発生する。
次節では内部留保と株主還元策のバランスの問題を論じていく。

第 2 章 株主還元をめぐるエージェンシー関係

2-1 経営者側の問題（プリンシパルエージェント問題）

- 15 株主還元をめぐる問題にプリンシパル・エージェント問題がある。企業に投
資する株主をプリンシパルとし、得た資金で事業を行う経営者をエージェント
とする。プリンシパルとエージェントの関係性として「経営の専門家であるエ
ージェント(経営者)が最善の事業活動を行って、プリンシパルに最も有利な運
用を行うと期待して資金の運用を委ねる。18」とあり、経営者は株主の利益を
20 20 高めるために経営を行うというのが、経営者の使命である。

- しかし、実際には株主にとって最も有利な運用をすることは限らない。経営者
と株主は所有と経営の分離という立場の違いから、情報の非対称性が発生する。
経営者は自分が情報優位者であることを利用し、「情報の非対称性が生じている
状況の中では、経済主体にとり、機会主義的な行動をとることが容易になり、
25 25 モラルハザード(倫理の欠如)が引き起こされやすくなる。19」と、経営者が必要
でない私的便益を図るような行動や企業価値を下げるような行動を取る可能性
がある。

プリンシパル・エージェント問題の原因としてプリンシパルの利益に沿うよ

18 古川・蜂谷・中里・今井(2013)p.17

19 榊原・菊池・新井(2003)p.212

うに行動を定められているエージェントがモラルハザードを引き起こす理由として、株主と経営者の利害が必ずしも一致しないことが挙げられ、「エージェントがプリンシパルの利益に合致しない行動をとることによりあるいはそのような行動を取る可能性が存在することにより様々なコストが発生する。20」とあり、このコストをエージェンシーコストという。「エージェンシーコストは(1) 経営者が企業価値を最大化しようと企図しないとき、および(2) 株主が経営者を監視し、その行動に影響を与えるために費用を負担するときに発生する。21」といい、株主の経営監視にかかる直接的なコストだけではなく、元の企業価値を下落させてしまうような会社の価値が下がることも、エージェンシーコストと捉えることができる。エージェンシーコストの増大は株価や配当という株主価値の下落にも繋がるため株主は、それらを避けるために行動する。

<エージェンシー問題解消のための株主の責任>

エージェンシー問題の行動として、経営者が企業価値を毀損するような行動を取ることは先に述べた通りである。しかし、そのような行動を取ってしまうことを許している原因の1つに株主の経営監視が緩くなってきたこともある。その理由として「大企業には持ち株比率が1%を超える株主がもはやまれにしか存在せず、企業の株式をほんの僅かしか持たない株主は企業の行動をチェックしてもその見返りは払った労力に比べ取るにも足りないぐらい少ない。彼らは株式の流動性や投機性を好むだけで株主総会に足を運ばないし、企業の財務諸表にもあまり眼を通さない。22」という経営監視に対する動機付けが弱いことにある。

この問題はフリーライダー問題と言われる。フリーライダー問題はタダ乗り問題とも言われ、「監視によって、経営者が行動を変化させ、株価が上昇したとしよう。監視も行った株主も行っていない株主も株価の上昇によって利益を得るので、他の株主は何もしないでいるだけで株価が上昇したことになる。23」とあり、つまり監査をした本人だけが監査費用を負担することになり、非常に

20 田中(1998)p.8

21 リチャード・スチュワート・フランクリン(2007) p.12

22 翟林瑜(2010)p.1

23 久保(2010)p.37

多くの株主がいる中で、自分だけが損を被ることになるのである。このような金銭面でも労力でも不利益があるのに、快くその役割を引き受ける者はまずいないであろう。誰か人任せになってしまうことも当然である。

短期的な利益を求めるだけでなく、株主の権利を行使し、経営に参加すること
5 とで長期の自らの資産を増やす努力が経営者・株主双方に求められる。

2-2 株主側の問題（短期主義による問題）

株主還元の株主側の問題として短期主義による問題がある。短期目線の投資
10 家の要求により、経営が短期目線に陥ることが問題である。短期的になる理由として、単に自分の利益がすぐ欲しいからなのか、情報の非対称性から企業を信用できず、中長期経営への不安があるからなのかは人それぞれである。そのような懸念や目的から、株主は必要以上の株主還元を要求する場合がある。

短期的な投資家というのは、個人のデイトレーダーや HFT²⁴などいわゆる日
15 頃の取引による利鞘で稼ぐ投資家といえるだろう。その中でも HFT は東京証券取引所の中で約半分のシェアを誇っている。短期投資家は特性上企業との対話などに興味はさほど持たず、特に HFT は機械が運用している以上経営者との対話という概念は存在せず、それを使っている人間も議決権の行使や対話に関心は持たないであろう。このことから現在の市場には中長期より今の利益優
20 先の短期目的の投資家が多いのではないかと思われる。短期投資の特徴として「市場の流動性供給という観点では役立っているが、ファンダメンタルズを反映しながら資源の効率的配分に資するという点では、長期投資が望ましい²⁵」とある。短期的な投資はコーポレートガバナンス・コードの原則 5-2.「経営戦略や経営計画の策定・公表」²⁶にあるように今現在求められている資本効率
25 (ROE)を求める意識や中長期的な企業・投資家の発展とは相容れないものだと

²⁴ High Frequency Trading(高頻度取引) 「コンピュータープログラムを利用して、短時間の価格・気配の変動に着目した売買を頻繁に行うことで利益を上げようとする取引手法である」大崎(2015)p.40

²⁵ 菊池(2014)p.5

²⁶ 「経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである」東京証券取引所(2015)

考えられる。

図表 5 HFT による注文約定比率(件数ベース)

		2012年9月	2013年1月	2013年5月
注文件数	全体	102,550,047	131,898,350	34,462,663
	HFT	24,016,054	59,373,655	18,962,752
	HFTシェア	23.4%	45.0%	55.0%
約定件数	全体	28,232,661	39,721,116	10,167,580
	HFT	5,696,691	13,422,446	3,668,390
	HFTシェア	20.2%	33.8%	36.1%
約定率	全体	27.5%	30.1%	29.5%
	HFT	14.7%	22.6%	19.3%
	非HFT	28.7%	36.3%	41.9%

(出所) 保坂(2014)より取得し、筆者が作成

5

<短期的な株主によるガバナンス>

短期主義が企業の経営方針に直接与える影響もある。「投資家が短期的な投資収益に重点を置くと、企業もそのような株主に迎合してしまうリスクがある²⁷⁾」とあり、そのことから中長期を見据え、企業が投資行動を起こしたとしても一度減益などを記録してしまえば、反応に過敏な株主はすぐ株式を売ってしまい、株価は下がってしまう。株価が下がることを嫌がる経営者は、必然的に短期投資家への配慮を優先した経営を取らざるを得なくなってしまう。このことから短期的な株主の意向により、あるべき有効な投資が行われない過少投資の問題も出てくる。

10

15

このことは一見すれば経営者が株主の意向を優先してきたという株主重視の経営を行い、株主主導のガバナンスが行われた結果といえる。だがその株主が短期志向の株主が多かったため、企業の長期投資が阻害されてきたともいえる。現在、スチュワードシップコードやコーポレートガバナンス・コードにより、

²⁷⁾ 川北・白須・山本(2010)p.7

中長期経営・経営者と投資家の対話を促されていることから、これまでの株主によるコーポレートガバナンスや経営の監視は短期的な方向を向いていたのではないかと思われる。「短期的収益を追求するために、経営者にプレッシャーをかけて、高額の配当支払いや、有望な事業の売却の実現を目指す株主も登場する。こうした要求に不用意に抵抗することは、コーポレートガバナンスの観点から問題とされる風潮もある。²⁸⁾とあり、株主重視の経営を取っても、その株主が短期目線では成長投資は見込めない可能性がある。

＜短期主義から中長期保有に変えるために＞

10 投資家の短期主義を促進している原因として、業績の四半期開示が原因の 1 つである。四半期開示が引き起こす問題の整理として「1.四半期業績を良く見せるために、短期的に達成可能な目標に取り組むようになる。2.ビジネスサイクルが異なる場合にあっても、四半期という期間を意識せざるを得なくなる。3.頻回な会計による事務負担増²⁹⁾」という 3 つの問題点に集約されるという。

15 つまり、四半期の業績開示を意識するあまり、短期の利益を求めた経営がされる。株主も四半期で業績を評価し、悪化ならば株式を売りに出し、経営者が気にする株価を下げってしまう。また株主もそうならないように経営者に良い四半期業績への指摘やプレッシャーをかけ、経営者も長期に向けた投資を抑制してしまう。その関係を矯正するために四半期開示を辞めることが短期を中長期に

20 変えるのに有効な手段である。企業が持つ情報の認知のために企業が積極的に情報開示をすべきという考え方と矛盾が生じ、両者はトレードオフの関係になることには注意が必要である。

また株式を長期保有してもらうためには、株主優待という第 3 の株主還元が有効である。特に最終消費者となる個人株主に対して長期保有への効果がある

25 と思われる。企業の優待実施の動機として株主への働きかけがあり、「企業は自社のファンとして長期間保有してくれる株主を望み、株主優待はそのための一策といわれる。今日、株主優待の導入が増加する一方で優待条件に変更も相次

²⁸⁾ 淵田(2012)p.66

²⁹⁾ 鈴木(2015)p.3

いでいる。最も目立つのが長期保有株主に対する優遇である。³⁰⁾と株主に長期保有へのインセンティブを付け、企業は求める長期保有株主を開拓している。

しかし優待にも問題があり、1 つは機関投資家、また海外投資家の反発であり、「こうした日本独特の風習には海外投資家を中心に反発が強く、「公平に配
5 当へ回してほしい」(外資系投信の運用担当者)との声は多い³¹⁾と個人株主だけが基本的に得する優待制度への反発がある。配当と優待を比較すると優待は最終消費者となる株主しか得しないが、配当は現金の受け渡しとなるため、どのような株主でも得するので、幅広く株主に納得してもらうためには配当といった現金のペイアウトが良いと思われる。あくまで株主優待は個人投資家向けの
10 小手先のオプションと捉えるべきものだと考える。

2-3 資金の使い道の争い

経営者側の問題・株主側の問題は資金の使い道の問題に繋がってくる。現在
15 の日本企業に溜め込まれている多額の内部留保の使い道に関するものである。

株主は内部留保を溜め込んでいる経営者に必要以上の配当や自社株買いによるペイアウトを要求することがある。ペイアウトを要求する理由として「余剰資金の使い道は経営者の裁量下にあるが、これが株主にとって望ましい形で、すなわち株主価値を最大化するように、活用されるとは限らない。財務的な余
20 裕が大きいので、経営者は経営努力を怠ったり、その資金を収益性の低いプロジェクトに投資してしまったりする可能性もある。³²⁾とあり、株主は内部留保の多さから過剰投資など自らの株主価値毀損への不安に繋がり、結果株主は現金を受け取れるペイアウトを要求する。

一方企業側の経営者は有効な事業への投資や現金を多く持つことによる企業
25 の安定、有事の際にすぐ現金が必要になった時に備え、利益を内部留保として多く溜め込みたいという資金の使い道で株主とは別の考え方を持つ。企業の成長や経営の柔軟性や高めるためにも、これらの使い道に対する考え方から現金

³⁰⁾ 野瀬(2013)p.158

³¹⁾ 2015年4月17日日本経済新聞朝刊「株主優待は「第3の道」」

³²⁾ 新田(2006)p.5

を保有することは、企業からの視点だけで見れば意義のあるものである。株主からみると好ましくないと捉えられる場合がある。株主が企業の現金保有を恐れる理由として、「手元資金に余裕があれば、経営者は安易にそれを使ってしまうかねない。不要な箱物を作ると、維持管理費までかさむことになる。安易な投資の影響を受けるのは、収益配分が最も劣後の株主である。³³⁾」と株主は、現金の使い道への考え方は経営者と異なることがわかり、本来は成長が望める投資であっても投資がなされない場合があり、企業の成長投資を阻害している要因でもある。

10 資金の使い道を巡って、プリンシパル・エージェンシー間で問題が生じる。成長投資には資金が必要であるため、その資金を投資に使うためには株主に価値が向上するような魅力ある精密な投資提案をしなければならない。また提案できない場合はいざというときに投資を承認してもらうためにも、株主還元で出資者である株主に報いることも大事である。

15 事例：黒田電気と C&I ホールディングス(旧村上ファンド)の対立³⁴⁾

2015年8月21日に開かれた黒田電気の臨時株主総会で旧村上ファンド系の投資会社である C&I ホールディングスは社外取締役や株主還元策・M&A の提案をし、黒田電気は真っ向から反対した。特に株主還元や資金用途に関わる提案として C&I は今後3年間の株主に100%の利益還元に対し、黒田電気は「成長投資に一定の手元資金が必要だ。配当性向も高めている」と反対を出した。互いの目的から資金の使い道を主張した対話があった株主総会である。黒田電気が今後成長投資を行うには、精密な投資提案をしなければならないと思われる。

25 2-4 ペイアウトによるエージェンシー問題対応

経営者・株主間での情報の非対称性の元では経営者が情報優位となるため、

³³⁾ 砂川・川北・杉浦(2008)p.345

³⁴⁾ 2015年8月22日日本経済新聞朝刊「村上氏提案黒田電気が否決 帰ってきた「物言う株主」」参照

経営者側からはエージェンシー問題を解決するインセンティブは少ないように見える。内部留保の扱いについても説明する意味は薄いかもしれない。しかし非対称性を放置したままであると、市場に資金の使い道に対する懸念が強まり、株価の下落が起きて、増資をする際に十分な資金調達ができないことがあったり、
5 株価の下落や経営方針に不信感を持った株主から株主総会などで責任を追究され、経営に支障をきたすことがある³⁵。早くエージェンシー問題から来る懸念に対応し、将来の投資の為の信頼を得る手段としては株主還元が有効ではある。

10 < 自社株買いによるエージェンシー問題対応 >

還元策を動機付ける仮説として、シグナリング仮説とエージェンシー仮説が存在する。シグナリング仮説では「増配や自社株買いを実施することによって、将来業績に対する自身や確信を市場に伝えている³⁶」とあり、エージェンシー仮説では「過剰投資に向けられる余剰資金（フリーキャッシュフロー）を配当
15 や自社株買いに振り向けさせるものがある。³⁷」とある。また株主の視点からペイアウト政策の活用により「過剰投資に向けられる余剰資金を配当や自社株買いを用いてペイアウトさせることで、経営者に過剰投資を抑制させることができる。³⁸」と先の株主の現金保有の懸念に対応できる。即ちエージェンシー仮説に則った株主還元策を行うことでエージェンシー問題を解消できるのでは
20 ないかと考えた。

エージェンシー仮説に基づいた還元策を模索するにあたり、配当と自社株買いのトレードオフにおいて「キャッシュフローが一時的(temporary)な要因からなる場合、企業は配当に対するコミットメント評価が大きくなることを予想して、配当よりも自社株買いによるペイアウトを選択しようとする。逆に、キャ
25 ッシュフローが永続的(permanent)な要因からなる場合、企業は自社株買いよ

³⁵ 2015年8月7日日本経済新聞朝刊「攻防・企業統治改革4」より「例として工場用センサー製造などを手掛け、6000億を超える手元資金を持つキーエンスは2015年6月12日の株主総会で利益処分案への賛成率が67%であり、株主が資金の使い道に対し反旗を翻した結果となった。」

³⁶ 太田(2009)p.8

³⁷ 岩坪・張(2012)p.47

³⁸ 花枝・榊原(2009)p.261

りも配当によるペイアウトを選択しようとする。³⁹⁾とある。

5 配当は減配を極力避けるという特性⁴⁰⁾があり、減配の原因としては配当の原資となる利益の減少というのがよくあることである。「当期の業績の悪化等により、前期と同等の配当を支払うために必要な配当原資が確保されない場合においては、会社法配当規制により、企業経営者は減配の実施を要求されることになる。⁴¹⁾と配当・増配を行うことは将来の収益に自信がある場合でないと実施できないものだと考える。このことから配当は、将来の業績を示すシグナリング仮説に基づき実施されているのではないかと考えた。

10 配当のシグナリング仮説が将来の利益見通しに対する経営者の見解を反映するのに対して、自社株買いによるシグナリング仮説は「株価が過小評価されていると経営陣が信じている確かなシグナル⁴²⁾とあり、企業が挙げる利益自体が増加しているわけではなく、企業価値の確かな向上にはならない。ROEといった資本利益率が上昇することは良いことだが、それは分母である資本が減ったことによるもので、分子の利益が上昇したわけではないことに注意が必要である。¹⁵⁾業績安定を示すシグナリング仮説がエージェンシー問題に対応できるわけではない。

図表 6 還元策とシグナリング仮説とエージェンシー仮説が示す意味

	シグナリング仮説	エージェンシー仮説
配当	<u>将来の利益のシグナル</u>	減配の懸念から合わない。
自社株買い	株価が割安であるシグナル	<u>自ら余剰資金を一掃できる。</u>

(出所) 筆者が作成。

20

自社株買いは柔軟性の高い還元策である。株主が不安を抱くなんらかの要因で積み上がった余剰資金を迅速に正確に株主の懸念が無くなる所まで開放するには金額、実施タイミングに自由が利くエージェンシー仮説に基づく自社株

³⁹⁾ 島田・相馬(2009)p.22,23

⁴⁰⁾ 砂川・川北・杉浦(2008)p.252,253 参照

「企業の経営者は減配を回避したいという意識が非常に強い。減配によって株価が急に下落したり、減配後の株主総会で責任を追及されたりするのを懸念するのであろう。」

⁴¹⁾ 市原(2011)p.91,92

⁴²⁾ ジョナサン・パーク ピーター・ディマーズ(2014)p.103

買いが最適なのではないかと考えた。日本企業が内部留保を溜めこんでいるという現状からも自社株買いが有効であると思われる。

2-5 小括

5

経営者・株主間の問題の1つとしてプリンシパル・エージェント問題がある。経営者は株主の利益を最大化するために経営を行うが利害の不一致から私的便益を高める経営を行い、企業価値・株主価値が毀損する場合がある。その原因として経営者・株主間の間に情報の非対称性が存在することが挙げられる。よって経営者のモラルハザード(倫理の欠如)が引き起こされ、株主は自らの株主価値が減少する不安から経営に不信感を抱く。

10

また株主の短期主義により、経営自体が短期目線になってしまうことも問題である。株主重視の経営を行っていたとしても、株主が短期志向であったため、本来あるべき中長期の投資が行われていない問題がある。

15

そこで争点となるのが資金の用途への問題である。経営者側は有効な事業への投資や有事の事態に対して、内部留保を溜めておきたいが、株主は過剰投資などの懸念からすぐに利益を得られるペイアウトを要求する。株主の懸念を手っ取り早く解消するためには要求通りペイアウトが有効である。株主還元策としても、柔軟性の高さや余剰資金を迅速に処分できることから、自社株買いによるエージェンシー問題解消を推奨した。

20

しかし経営者からの視点からだと望ましくはない。資金を成長投資に使い、経営の本文である収益力向上を狙いたいという考えである。だが闇雲に投資を行うことも良くない。企業の状態によってはペイアウトを行うことが最善の場合もある。また短期的経営から株主との中長期的経営に向けた行動もしなければならぬ。投資への内部留保の使い道を投資家に信頼してもらうことでも、エージェンシー問題に対応できる。

25

そこでどんな企業がどのような戦略を取るべきかという観点から、企業の成長段階とROEの分解要素から内部留保や株主還元をどう扱っていくべきか、第3章で述べていく。

30

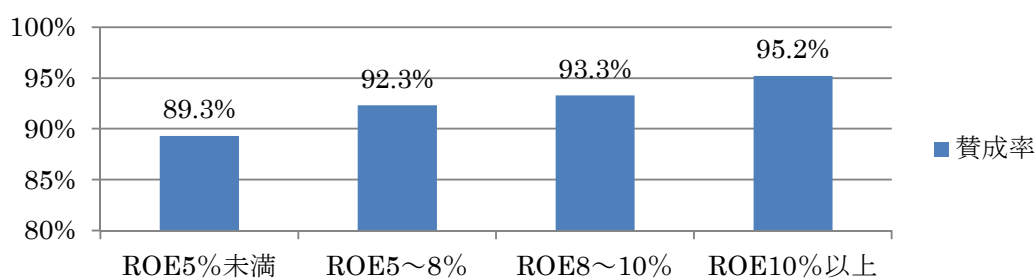
第3章 成長戦略と継続的な ROE 向上に向けて

3-1 企業の成長段階と ROE 向上

- 5 企業経営の効率性を計る指標として ROE⁴³がある。ROE が示す特徴として「ROE は、株式が投資した資本と会社が稼ぎ出し蓄積した利益との総計がどれだけ効率的に使われているかを見る指標といえる。この ROE が高いほど企業活動の効率が良く、収益効率が良いことを示す。⁴⁴」といい、企業がどれだけ効率的に利益を上げているかを確認するものさしとなる。

10

図表 7 ROE ごとの株主総会経営トップへの賛成率(2015年3月総会)



(出所) 日経ビジネス(2015)より取得し、筆者作成

- 15 現在の企業経営には ROE の向上を求められている。主な ROE を求める動きとして 2014 年 1 月に JPX400 が始まりその特徴として「対象銘柄の選別基準として 3 年平均 ROE などのファンダメンタルズに重きを置いてある点だ。海外投資家をはじめ、GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)などが運用基準として次々採用したため、この 400 社に入れるか否かで株価には実力以上の差が生じる。⁴⁵」とあり、株式投資の目安として使われ始めている。またスチュワードシップ・コードの施行などから機関投資家から企業に ROE 向上を求める動きが活発になっている。⁴⁶

⁴³ Return on equity(自己資本利益率) $ROE(\%) = \text{当期純利益} \div \text{自己資本}$

⁴⁴ 小松(2009)p.67

⁴⁵ 山本(2015)p.116

⁴⁶ 「りそな銀行の投資信託部門や三菱 UFJ 銀行信託銀行は自己資本利益率(ROE)の独自

つまり ROE の強化により、資本効率と収益力を高め、持続的成長力を高める動きが評価され、求められる時になっている。ROE の向上とは、売上高純利益率⁴⁷・総資産回転率⁴⁸・財務レバレッジ⁴⁹の 3 つの経営指標を上昇させることである。⁵⁰

5

事例：コニカミノルタの ROE の具体的な目標設定⁵¹

液晶フィルムなど中堅電気機器製造のコニカミノルタは 2015 年 5 月に中期経営計画にて ROE の目標を設定した。その中身は売上高利益率・総資産回転率・財務レバレッジの ROE の 3 要素全てに数値目標を掲げ、2016 年には 10%
10 以上の ROE 目標を達成するという計画であった。3 要素改善の為の方向性も明示した。売上高利益率ならば 4.1% から 5% 以上の為、業務転換を進め、営業利益率 8% 以上の達成、総資産回転率は 1 回以上の維持のため還元などでの効率改善、財務レバレッジなら健全性重視で自己資本比率 50% 以上のため 2 倍という細かい数値目標を設定した。

15

だが企業によってどの指標を上げることで ROE を高めるのが最適かは異なる。いわゆる企業の成長段階におけるものである。その手段のいずれもが内部留保を効果的に使うことが求められる。株主還元を行う動機としても企業の成長段階に基づいたライフサイクル仮説がある。その内容として「成熟企業は、
20 高い配当を継続したり、増配したりするインセンティブが強い。一方、ライフサイクル初期の成長段階にある企業は、豊富な投資機会をもつが資金源に乏しい、成長企業は、事業活動から生み出されるキャッシュフローのほとんどすべてを有益な投資機会に投下する。⁵²」とあり、これに基づくことで投資をする企業・還元を押し進める企業を判別し、企業の内部留保を効果的に使っていく

基準に満たない企業に改善を促すという」 2015 年 5 月 8 日付日本経済新聞朝刊「信託・生保、投資先に注文」

⁴⁷ 売上高純利益率 = 当期純利益 ÷ 売上高

⁴⁸ 総資産回転率 = 売上高 ÷ 総資産

⁴⁹ 財務レバレッジ = 総資産 ÷ 自己資本

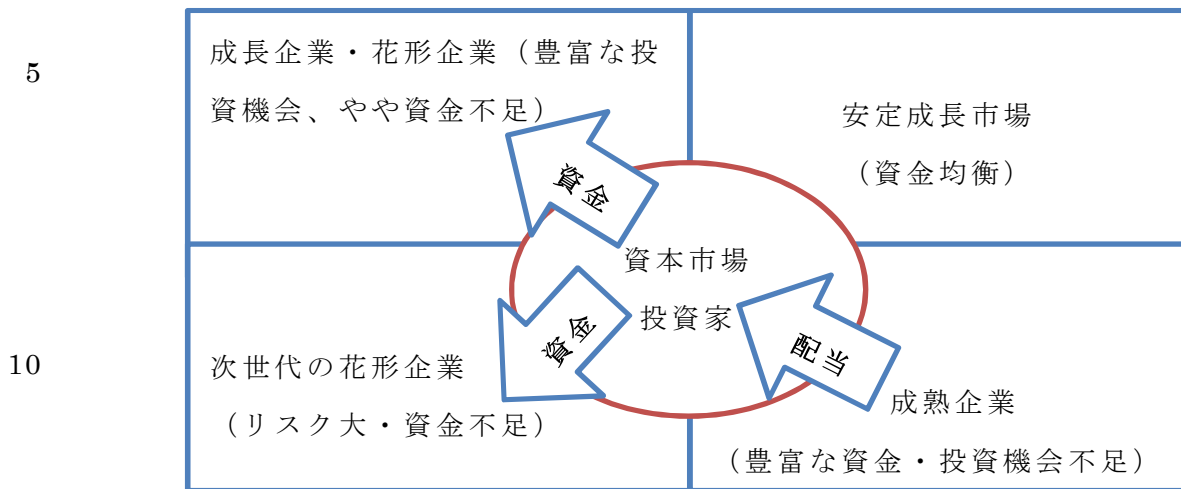
⁵⁰ 「ROE は当期純利益率 × 総資産回転率 × 財務レバレッジに分解できる」 田村・熊野・寺井・林(2015)p.35

⁵¹ 日経ビジネス(2015)p.38 参照

⁵² 砂川・川北・杉浦(2008)p.61

ことが求められる。

図表 8 ライフサイクル仮説と資本市場を通じた資金循環



(出所) 砂川・川北・杉浦 (2008) p.63 より取得、筆者作成。

15 3-2 純利益率成長による改善

純利益率成長は収益力の向上と結びつけることができる。当期純利益率を構成する当期純利益と売上高の成長、総資産回転率の分子である売上高の成長から ROE 向上、また企業全体の業績自体を上げることができる。つまり企業の稼ぐ力を身に付けることとなり、全ての企業が目指すところでもある。

図表 9 は日本企業(TOPIX500)の ROE の分析、図表 10 は米企業(S&P500)の ROE の分析である。米企業と ROE を比較した場合、日本企業は大きく差を付けられる結果が出ている。今日 ROE 向上が日本の投資家だけでなく、外国人投資家からも ROE 向上が求められている背景として日本企業の ROE は外国と比較して、低いことがある。

ROE が低い原因として中身を比較してみると、総資産回転率と財務レバレッジは大差が無いが、日本企業の Margin の部分である純利益率が低いという結果が出ている。つまり、収益性に大きな差が生じているのである。収益力の差に関して「日米格差は主にマージンの違いであり、回転率やレバレッジは大差が無い。利益率の向上が急務であり、企業の成長戦略、革新的な製品開発、法

人税減税、合従連衡、コストの最適化、構造改革などを大胆に行う必要があるだろう。⁵³」とあり、成長戦略による収益性の向上、またコスト削減、イノベーションの強化が ROE 改善の為に求められる。また先ほど述べたように企業自体の力を付けることにもなる。その中でも内部留保の積み上げが少なく、まだまだ成長余地がある企業の利益率改善が求められる。

図表 9 日本企業(TOPIX500)の ROE 分析(デュポン分析)の過去 3 年比較

	ROE	Margin	Turnover	Leverage
FY2011	5.2%	4.5%	0.84	4.13
FY2012	5.8%	5.6%	0.83	4.03
FY2013	8.2%	6.9%	0.88	3.76

(出所) 柳 (2015) から引用し、筆者が作成。

10 図表 10 米企業(S&P500)の ROE 分析(デュポン分析)の過去 3 年比較

	ROE	Margin	Turnover	Leverage
FY2011	18.1%	11.0%	0.85	3.60
FY2012	17.2%	10.3%	0.82	3.69
FY2013	19.8%	11.7%	0.83	3.59

(出所) 柳 (2015) から引用し、筆者が作成

<成長投資による企業価値向上と継続的成長>

ROE 向上は純利益の成長により、継続的に上昇させることが望ましい。利益率が低い現状からも財務レバレッジ改善といった資本効率の改善を行うよりも、純利益成長による改善が企業価値の源泉であるフリーキャッシュフローを増加させ企業価値を向上させる。「ROE を改善しようと思えば、自己資本を小さくするような財務戦略を選択すればよい。その結果、ROE が高まって企業価値拡大につながると期待される。しかし、このロジックは明らかに間違いである。

企業価値の拡大は獲得する予想キャッシュの現在価値を高める以外に方法はな

⁵³ 柳(2015)p.22

い。財務構造を変えても企業価値は変わらない。⁵⁴⁾と資本効率の改善を行っても実質的な企業価値改善にはならない。

5 更にいうと財務レバレッジ改善の主な手段であるペイアウトは新たな利益を生み出すわけではないので、新たな企業価値を創出できるわけではない。「企業から投資家への資金移転であるペイアウトが価値を生み出すことはない⁵⁵⁾」とあり、全てのステークホルダーが望む企業価値向上のために資金の使い道を、成長投資に振り分けることが重要であると言える。その成長投資による利益率改善により、結果として ROE 改善が望まれるべきである。

10

図表 11 投資採択の基準について

- ・ 何年で黒字化するか
- ・ 何年で累積赤字を解消するか
- ・ 回収期間法による投下資本の回収期間は何年か
- ・ 正味現在価値(NPV)はプラスか。金額はいくらか
- ・ 内部収益率(IRR)は何%か。資本コストを上回るか。
- ・ 会計的利益法による会計上利益の投資利回りは何%か
- ・ 割引回収期間法による貨幣の時間的価値を考慮した回収期間はどのくらいか
- ・ リアルオプション法による価値はどのくらいか
- ・ その他上記の組み合わせや応用

(出所) 木村・柳(2011)から取得し、筆者が作成。

15 しかし成長投資にはエージェンシー問題など株主の懸念が付きまとうことも事実である。投資が株主価値を毀損する過剰投資と思われかねないからだ。株主側も自らの株主価値が下がると考えられるような投資は防ぎたいはずであり、むしろその時点で株価下落や無配・減配になる不安から株式を売りに出してしまう可能性もある。「株主価値創造が可能であるのは効率性が良く収益性の高い投資を行うからであり、投資家が「その投資は収益性が低いので、内部留保などせず、配当をしてもらった方が良い」と予想するような投資であれば、株価

⁵⁴⁾ 宮川(2014)p.26

⁵⁵⁾ 砂川・川北・杉浦(2008)p.252

はむしろ下がってしまい、株主価値破壊になってしまう。⁵⁶⁾ という第 2 章でも述べた資金の使い道の対話に繋がる。

そして継続的な ROE 向上の為には中長期の計画を見据えた成長投資が必要であると考えられる。ペイアウトによる ROE 改善には限りがある。継続的に ROE を改善し、維持するためにも利益を増やさなければならない。株主の期待に
5 応えるためには投資家の要求収益率である資本コスト以上の結果を残さなくてはならない。そのため、企業側は自らが有益だと考える投資案件を株主に具体性を持って説明しなければならない。株主の過剰投資への懸念を払拭するために厳格な投資採択基準の下で投資案件を調査していかなければならない。

10

3-3 資本の効率化による改善

ROE 向上における資本効率改善の手段として効果的なのが株主還元である。総資産回転率の分母である総資産の減少・財務レバレッジの分母である自己資本の減少により、ROE の数値が変わることとなる。この段階では利益率改善による ROE の上昇は難しくなってくる。そこで株主還元により、バランスシートの右下である自己資本を維持・減少させることで総資産回転率・財務レバレッジの向上を狙う。
15

しかし、財務レバレッジを効かせることは負債の割合を増やすことに繋がるので注意が必要である。⁵⁷⁾つまり、負債比率の上昇によるデフォルトリスク・倒産リスクが高くなり、別のデメリットが発生してしまうからである。
20

しかし、企業はこれまで多くの内部留保を積み上げてきた。すべての企業が今現在内部留保を溜め込んでいるというわけではないが、いわゆる成熟企業は多くの内部留保の余裕があると思われる。そのような企業は株主の信頼を得るためにも株主還元を進める余地はあるはずである。だが上記のようなリスクがある
25 があるので、レバレッジを有効に効かせるためにも、株主還元を進める段階では主に手元の資金が豊富である成熟企業が該当すると思われる。資本効率を改善

⁵⁶⁾ 若杉 (2009) p.139

⁵⁷⁾ 「同時に信用リスクが高まることで、リスクプレミアムの上乗せを通じて資本コストの上昇勝因となります。したがって、財務レバレッジは高ければ高いほど企業価値が大きくなると単純には言えない点は注意が必要です」藤井・笹本(2014)p.42

し、ROEの向上を狙うためにも有効な投資案が無く、手元のキャッシュを持って余している企業は株主還元を推し進めるべきである。

＜効率改善の株主還元と留意点＞

- 5 資本効率改善の還元策として増配・自社株買いの実施が考えられる。増配であれば自己資本の増加を防ぐことによる維持であり、自社株買いであれば自己資本の減少による直接的なROE向上に繋がる。自社株買いはEPS⁵⁸（Earnings Per Share：一株当たり利益）の上昇にも繋がり、株式の一人当たりの価値向上により、既存株主の価値を増やすことにもなる。
- 10 しかし先ほど述べたように、ROE向上は企業価値向上の為に、純利益率の成長から望まれるべきである。株主還元によるROE改善では企業の継続的な成長は見込めない。ROE改善の主な手段に小手先の株主還元を据えてはいけない。ROE向上などを理由に配当性向や総還元性向100%以上といった過度な株主還元を要求する投資家には注意が必要である。

15

3-4 小括

- ここ最近の企業経営には投資家や国の動きから、ROE向上を求められる風潮がある。ROEは企業の経営効率を計る指標であり、売上高純利益率・総資産回
- 20 転率・財務レバレッジの上昇からROEの向上が計られる。そこで企業のライフサイクルとROEに基づき、内部留保の使い道を見極め、成長投資を進める企業・株主還元を進める企業を判別したい。

- まず純利益率の成長が求められる企業は中長期的な目線を持った成長投資を行う必要がある。日米のROEの要素の比較でも、総資産回転率・財務レバ
- 25 ッジはそう変わらないが、日本企業は純利益率が低いと言う結果が出ている。このことから日本企業のROE改善のためにも、成長投資が必要である。投資が成功することにより、新たな企業価値が創造され、キャピタルゲインや後の増配で株主に報いることができる。しかし、エージェンシー問題等から成長投資は成功が望めるものなのかという資金の使い道への投資家側の意見もある。

⁵⁸ EPS=当期純利益÷発行済み株式数

失敗し、自分の利益が減ってしまうことへの懸念から未来よりも今の株主還元を要求する声がある。

5 また株主還元による自己資本の圧縮による ROE 向上もできる。内部留保の積み上げの懸念や財務レバレッジが上がることのリスク上昇から、この段階では有望な投資案件がない手元のキャッシュを持て余している企業は株主還元を推し進めていくべきである。しかしこの手段を主な ROE 改善には用いるべきではない。過度な還元策を要求する投資家には注意が必要である。

10 ここで問題なのがこれらの経営戦略、特に中長期成長投資への投資家の懸念を如何に払拭するかである。ROE 改善・企業価値向上のためにも、企業の収益力を上げる成長投資を行いたいのに、今のペイアウトを求められてしまう。

このような投資家を納得させ、企業と共に長く経営に携わるパートナーとなってもらうために、企業は積極的に投資家との対話に臨まなければならない。4 章では、その具体的手段として企業の IR 活動とその有効性を述べていく。

15 第 4 章 IR 活動における企業価値向上

「株主と経営者との間には、信認という関係の上で暗黙の契約が結ばれている。したがって株主の経営者に対する信認、または株主と経営者間に横たわる信認関係の構築と維持が会社経営にとって大きな意義を持つてくる。⁵⁹⁾」とある。

20 そのため、株主・投資家や金融機関などステークホルダーから信認されるよう、企業の経営理念や経営戦略など正しく理解するよう促す必要がある。その手段として、多くの企業は IR 活動を取り入れている。IR とは「企業が資本市場に対し、投資判断に必要な企業情報を適宜、公平、継続して説明し、対話する活動です。⁶⁰⁾」とある。企業とステークホルダーはプリンシパル・エージェント
25 問題⁶¹⁾が発生する現状、IR 活動は株式発行企業の必須活動となり、スチュワード

⁵⁹⁾ 寺島克志・朴貞夏(2008)

⁶⁰⁾ 佐藤淑子(2015)p.20

⁶¹⁾ 上場会社役員ガバナンスフォーラム参照「自らの利益のための労務の実施を他の行為主体に委任する場合、依頼人を『プリンシパル』、代理人を『エージェント』と呼ぶ。ところが、プリンシパルの利益のために動くことを委任されているはずのエージェントが、プリンシパルの利益に反して“エージェント自身の利益”を優先した行動をとってしまうことを、プリンシパル・エージェント問題という。コーポレートガバナンスの分野では、株主と経営者がプリンシパル (=株主) とエージェント (=経営者) の関係にある。」

シップ・コードでもその必要性は述べられている。

4-1 プリンシパル・エージェント問題と IR 活動

- 5 プリンシパル・エージェント問題から生じる課題として、二つ挙げることができる。モラルハザード問題と、プロジェクト投資における非効率問題だ。しかし、これらは IR 活動を用いて、相互理解の溝を埋めることで解決できる。

(1)モラルハザード問題

- 10 企業は株主と比べ、自らの情報は多く持っている。だからこそ経営者が自らの私的便益を高めるために企業価値⁶²を減少させる行動を取る可能性がある。その原因として所有と経営の分離という双方の立場の違いから情報の非対称性が発生し、「情報の非対称性が生じている状況の中では、経済主体にとり、機会主義的な行動をとることが容易になり、モラルハザード(倫理の欠如)が引き起
- 15 こされやすくなる。⁶³」のである。株主と企業間で建設的な会話を行うことで情報格差を埋めていく必要がある。株主が企業を理解することで将来の不確実性を減らすことが可能であり、企業固有のリスクプレミアムが減る。つまり建設的な対話を行うことで、企業価値向上に繋がっていくといえる。

20 実例 1：アシックス⁶⁴

- スポーツ用品メーカーの「アシックス」は 2010 年 11 月まで決算発表後の投資家向け説明会を行っていなかった。決算短信や必要最低限の情報開示は書類で行っていたが、IR 活動を充実させている企業が多かった中で特異であった。2010 年 11 月の投資家向け説明会以降は投資家の見方が変化してきた。アシ
- 25 ックスは海外成長余地が大きいこと、ROE のターゲットや株主還元政策が明示化されたことで投資家の中で中長期の企業の戦略が明確になったのである。同時に投資家とのコミュニケーションを大切にすることで、経営戦略の理解を得る

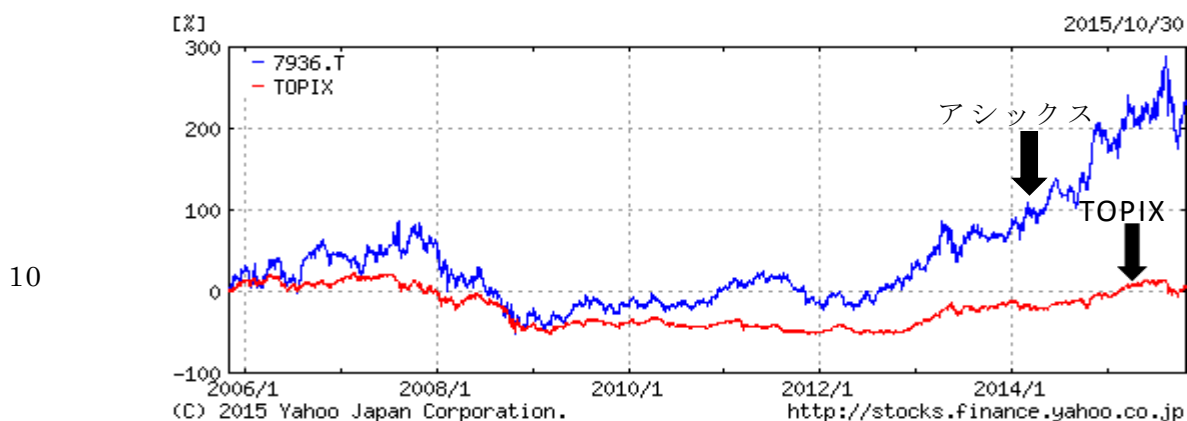
⁶² 企業価値 = 将来キャッシュフロー ÷ 企業固有のリスクプレミアム

⁶³ 榊原・菊池・新井(2003)p.212

⁶⁴ 藤井・笹本(2014)pp.104-106

ことができた。営業利益率や ROE といった経営効率を表す指標は低下傾向にあるとき、通常、株価はネガティブな反応を見せる、同社はその結果をリスクと受けることはなく、株価は堅調である。

5 図表 12 アシックスと TOPIX の株価比較(2005 年 9 月～2015 年 10 月)



(出所) Yahoo!ファイナンス(<http://finance.yahoo.co.jp/>)より取得

15 (2)プロジェクト投資における非効率問題

「企業が持続的に収益を拡大して、長期的な企業価値の増加に資する前向きな極めて重要なポイントに資本効率の改善がある。⁶⁵⁾とある。「投資は一度支出が行われると、企業の基本構造を決定し、長期間にわたって企業活動を拘束しこれを取り消すことはほとんど不可能である。⁶⁶⁾そのため、企業が採択するプロジェクトが企業価値を高めることが可能であるか考えるとき、正確なプロジェクトの投資採択基準を設けることが必要となる。近藤・柳(2013)では以下の5点を投資採択基準のプリンシプルと提示している。

25 NPV が最優先として考えられる指標であるといえる。NPV とは、現時点の投資額と投資が生み出す将来 FCF の現在価値を比較する。NPV が正の投資を行うことは企業価値の向上を意味するからである。NPV をより正とするには、プロジェクトコストを下げるのが最も単純である。しかし、コストを下げたことによりプロジェクトの利益を減らすことは中長期的にみて、有意義とは言えない。

⁶⁵⁾ 近藤・柳(2015)p.38

⁶⁶⁾ 大塚・辻(1999)p.170

図表 13 投資採択基準のプリンシパル

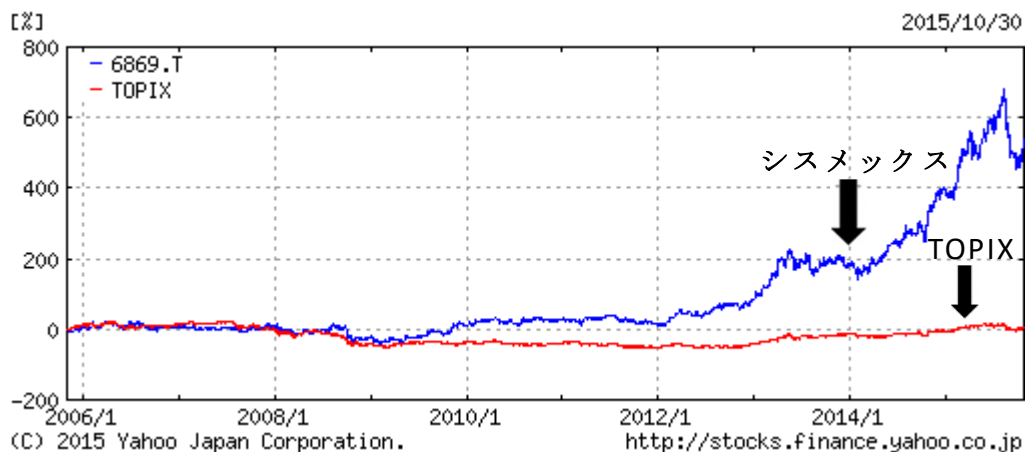
- ① NPV(Net Present Value:正味現在価値)⁶⁷がプラスであること。
- ② IRR(Internal Rate of Return:内部収益率)⁶⁸が資本コストを上回ること。
- ③ NPV と IRR では NPV を優先する。
- ④ 複数案件は PI(Profitability Index:収益性指数)⁶⁹による比較が有利。
- ⑤ さらに中止や変更の余地があれば、リアルオプションも組み入れる。

(出所) 近藤・柳(2015)から引用し、筆者が作成

10 実例 2 : シスメックス⁷⁰

ヘマトロジー分野の検査機器とその試薬を販売している「シスメックス」は、グローバル展開に効率的な成長を遂げることができた。1979 年に米国、1980 年には欧州に現地法人を設立しているが、海外事業展開を本格化させたのは 1990 年代以降である。進出した地域で、現地の代理店を活用して初期投資を抑えながら販売を行うが、事業が軌道に乗る段階では、直接販売に切り替えた。

図表 14 シスメックスと TOPIX の株価比較(2005 年 9 月～2015 年 9 月)



(出所) Yahoo!ファイナンス(<http://finance.yahoo.co.jp/>)より取得

⁶⁷ $NPV = \sum (n \text{ 年度のプロジェクトの } FCF) / (1 + \text{割引率})^n - \text{投下資本の現在価値}$

⁶⁸ IRR = NPV がゼロになるような割引率

⁶⁹ $PI = \text{プロジェクトの現在価値} \div \text{投下資本の現在価値}$

⁷⁰ 藤井・笹本(2014)pp111-115

この形をとることにより、初期費用を抑えつつ、直接販売に切り替える際、売上成長率が加速し、段階的な利益率が高まる仕組みである。顧客ニーズや現地の人材に合わせた経営戦略を行うことで、より効率的な事業展開を行うことができる。中でも現地の人材を雇用することで、よりグローバルを感じる経営を行うことができ、持続的な成長がステークホルダーを含めた全体が満足する結果として、株価に現れているといえる。また、近年よりグローバル展開が広がり、投資額を増やすことが投資家にとって期待とされているため、さらなる株価上昇へ繋がっているといえる。

また、2013年葛山氏の研究では、以下のような結果が出ている。

10 競争環境下での意思決定を取り扱った Lambrecht and Perraudin (2007) に依
拠して分析を行う。ここでは市場には自社の他に競合他社が一社だけ存在する
と仮定する。両者は同一市場で競争関係にあり、どちらか一社が先に市場に製
品を導入した時点で、将来にわたる全てのキャッシュフローを独占できると仮
定する。その時、最適な投資時点まで投資を延期した結果、競合他社が先に投
15 資を実行し市場に製品を投入することによって、自らが利益を得る機会を失う
リスクを考慮に入れた意思決定を行わなければならない。投資の実施を見送っ
て将来キャッシュフローが増加する可能性の価値＝オプションバリューを一定
程度犠牲にしても、早く市場に製品を投入することが合理的な選択となる。⁷¹
つまり、株式の発行や、還元手段により、収益性の優れたプロジェクトを棄却
20 せざることを抑えることのないよう、いかに早く投資家の理解を得て、実行へ
移せるかが大切になるといえる。

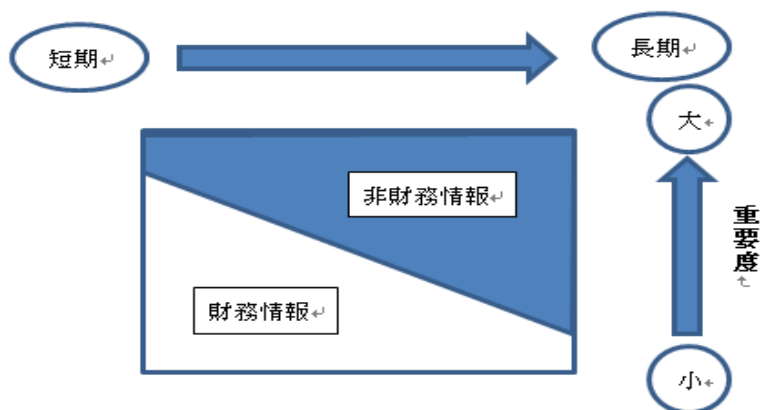
4-2 “目的”をもった対話の具体的な内容

25 企業の成長には企業と株主との「企業価値」の相互理解は必要不可欠である。
平成 26 年度通称伊藤レポートでは「企業価値、特に株主価値をその他のステ
ークホルダー価値の関係について、二つの異なる考え方がある。一つは『価値
分配・社会貢献説』、もう一つは『価値創造説・社会的責任説』とも言うべきも

⁷¹ 葛山(2013)p.755

のである。⁷²⁾と述べられている。前者である『価値分配・社会貢献説』は、各ステークホルダーを独立的に見るため、株主は株主還元としての単独の利益を求める。短期的目線で利益追求型が多いため、前者を注目する。しかし、後者である『価値創造説・社会的責任説』は、幅広いステークホルダー価値を高め、財務的な競争だけにとどまらない。収益率と競争力向上を通じて将来的な価値を高める見方である。企業は、後者を考え、中長期的な成長を行う必要がある。これまで多くの企業は、足元の業績のみを注目し、中長期的な活動に関心が持つことがない投資家の目線に立ってきた。『価値分配・社会的貢献説』に関する情報といえる情報開示の内容としては短期指標を主に取り入れたり、配当を増加させることに力を注いだ。しかし、企業の成長には、中長期的な目線の投資家を増やしていかななくてはならない。そのために、幅広い財務情報の開示だけではなく、非財務情報の開示が重要となってくる。この非財務情報とは、長期的に目指すべき方針（経営理念）、ビジネスモデル分析、経営環境分析、経営戦略、そして、それを支えるコーポレートガバナンスなどである。こうした情報の開示をもって、企業は株主に目的をもった対話により株主に企業が中長期的に企業価値を向上させていくプロセスの理解を促さなくてはならない。

図表 15 中長期的な投資判断に必要とされる情報－非財務情報（ESG 情報）



20 (出所) 商事法務 2015 年 5 月 25 日号 (p.26) から取得、筆者作成

⁷²⁾ 伊藤(2014)p.27

現在実際に IR 活動を実施している企業は 96.6%に上っている。⁷³ しかし、目的をもった対話、つまり企業が双方向に意見を提示し、コミュニケーションを取り入れ、企業価値向上へつなげることを実施している事例は多くない。ひとつに、投資家が望む具体的な情報開示内容は、企業が実施しているものとは大きく乖離が生じていることが問題点である。また、株主は個人投資家、機関投資家とさまざまな立場に立つ者によって構成されている。それぞれの要望に見合った IR 活動を行う必要がある。

(1) 機関投資家

10 機関投資家は、顧客から預かった資金を運用している。また、金額も膨大であり、さまざまな企業へ分散投資していることが多い。機関投資家は多額の資金や時間をかけて企業の情報を取得することができる。その一方、企業の持続的な成長を目的として、一企業と深く関係を築き、コミュニケーションをとることは稀であり、財務数値目標をみて投資判断されていることがほとんどである。つまり企業が発信したい中長期的な目標値や非財務情報は読み取られることは少ない。しかし、平成 26 年度に施行されたスチュワードシップ・コードのなかで、機関投資家が持続的な成長に資するものとなるよう原則化された。

図表 16 「責任ある機関投資家」の諸原則

20 原則 3：機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチ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。

原則 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。

25 原則 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。

(出所) 平成 26 年 2 月 26 日「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」より引用。

⁷³ 日本 IR 協議会 2015 年度「IR 活動の実態調査」

図表 17 中期経営計画の内容充実に向けた取り組み

	投資家が改善を要望	企業が重視
具体的な数値目標の設定	48.8%(47.1%)	< 69.5% (64.4%)
事業環境や見通しに関する 分析結果の説明	48.8% (50.6%)	> 32.7% (32.3%)
長期的な経営ビジョン・ スタンスの説明	46.5% (52.9%)	< 87.2% (75.5%)
株主還元方針の説明	39.5% (24.1%)	> 29.5% (27.0%)
計画の途上評価と見直しの実施	34.9% (31.0%)	> 22.0% (21.9%)

※投資家の回答の多い項目順、上位 5 項目、複数回答可（単位：％）

（出所）平成 26 年度（ただし括弧内は平成 25 年度）生命保険協会調査。株式価値向上に向けた取り組みについて上場企業 1047 社（1129 社）機関投資家 159 社（87 社）を対象としたアンケート。

5

図表 18 中長期計画で公表が望ましい数値目標

	投資家が要望	企業が実施
ROE	90.8	> 35.8
配当性向	52.9	< 21.8
利益率・利益の伸び率	37.9	< 62.7
総還元性向	37.9	< 3.2
売上高利益率	27.6	< 48.0

※投資家の回答の多い項目順、上位 5 項目、複数回答可（単位：％）

（出所）平成 26 年度（ただし括弧内は平成 25 年度）生命保険協会調査。株式価値向上に向けた取り組みについて上場企業 1047 社（1129 社）機関投資家 159 社（87 社）を対象としたアンケート。

10

平成 26 年度のアンケートでは、企業が実施している中長期的経営の目標についての具体的な IR 活動や、財務的指標の公表には、機関投資家が要望している数値と大きな差が発生していることがわかった。やはり企業は『長期的な

15

経営ビジョン・スタンスの説明』にこだわりを持つが、機関投資家は『具体的な数値目標の設定』などの具体的な分析を求めているのだ。その中で、93%の機関投資家が要望する ROE の開示は 39.7%の企業しか行われていない事実がある。他の数値においても大きな差が開いている。これは、機関投資家と企業は双方向的なコミュニケーションを取れていないため、企業がこれらの数値開示の実施に踏み切るケースが少ないのであると読み取れる。企業もスチュワードシップ・コードを理解し、機関投資家との双方向の意見を取り入れられるよう改善をしなくてはならない。

10 (2)個人投資家

企業は、個人株主に対し、運用資産額が少なく、かつ非常に短期的な人が多いと考える場合が多い。そのため機関投資家より、軽視されてしまうこともある。近藤・柳(2013)によると個人投資家が企業の IR に不満な理由として 6 つの理由が挙げられている。

15

図表 19 個人投資家が抱く企業の IR への不満

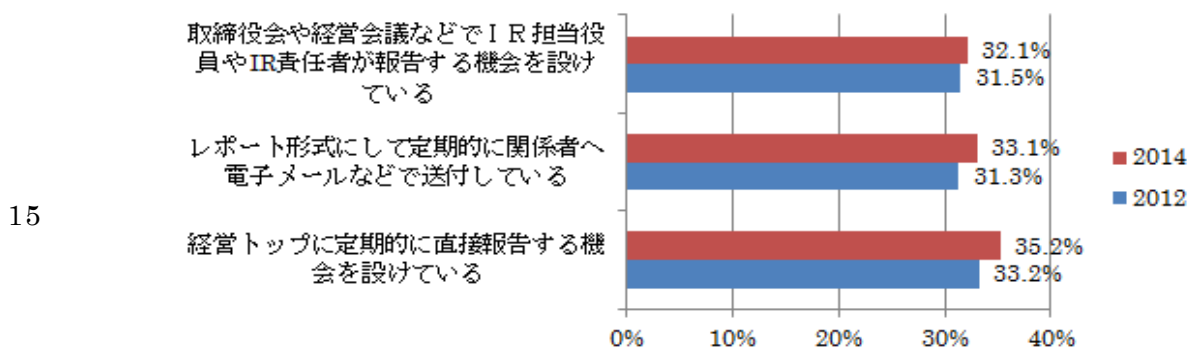
- | |
|--------------------------------------|
| ① 会社説明会に IR 担当役員や担当者は参加するが、社長は参加しない。 |
| ② 会社説明会の場で、業績や決算のことに詳しく触れない場合が多い。 |
| ③ 会社説明会に継続的に参加しないので、その場限りで信用がない。 |
| 20 ④ 株主重視の姿勢や成長戦略、経営者のプロフィールの紹介が少ない。 |
| ⑤ いつも同じプレゼン内容で、新しい発見がないことが多い。 |
| ⑥ 会社の情報はインターネットで取れる内容と同じでつまらない。 |

(出所) 近藤・柳(2013)より引用し、筆者作成。

25 2015 年実施のアンケート結果では、IR 実施企業のうち、個人投資家向けに何らかの IR 活動を「実施している」と回答した企業は 83.7%にものぼった。その具体的な活動内容を尋ねたところ、「株主向け報告書の充実」(57.7%)、「ウェブサイト個人投資家を意識したつくりにする」(43.1%)が前回調査同様に

高かったが次いで「株主優待制度の導入」(34.8%)が上位に入った。⁷⁴ つまり、企業が発信している個人株主に限った IR 活動は、『個人投資家対策として、わかりやすい説明と、株主優待制度などの単純な利益を得ることができるというアピール』が中心になっているといえる。しかし、個人株主は、株主総会での不満がほとんどであり、『株主総会などで社長との直接的対話を望み、定量的情報、定性的情報どちらもの公開を深く望んでいる。』といえる。投資家が欲する行動はいまだ、企業の3割程度しか行われていないといえる。企業は双方向な対話を行い、株主が欲する情報や行動を把握し、実行する必要がある。

10 図表 20 株主・投資家の意見を社内へ報告する仕組み



(出所) 日本 IR 協議会「第 21 回『IR 活動の実態調査』(2014 年度) 結果概要」より筆者作成。

20 4-3 株主還元と財務戦略

前節にて、企業において、IR 活動の対象の明確化、提供情報の質的改善、IR 活動の双方向性、を中心とした改善方策を実施しなければならないことを述べてきた。そして、企業からの情報提供と外部からの意見提供という双方向型対話を実現することを目指すべきであろう。また、株主還元と IR 活動を経営戦略に取り込むことも可能である。

25 企業は株主還元のひとつの配当方針の説明にしても、数行程度で同業他社と同じように「安定配当方針です」のみの記載や、あるいは単純に「配当性向 20

⁷⁴ 日本 IR 協議会 2015 年度「IR 活動の実態調査」

～30%を目指します」というように企業毎に全く異なる発表形式をとっている。

投資家が求めていることの一つに「投資家が重視しているのは内部留保を再投資して成長原資とすることであり、もし有効活用できないのであれば、今後の成長への道筋としてその活用方法を株主還元も含めたビジネスプランとして

5 示し、ステークホルダーと共有すること。⁷⁵⁾とある。

一般的に、株主が株式所有から得られる利益は長期的な株価の上昇から得られる利益と現在の配当から得られる利得で構成されている。個人株主はこれまで安定的な高配当を望んできた。その理由は安定した収入で将来設計を組み立てやすいほかにもう一つ「行動ファイナンス」面が存在すると考える。企業側が

10 不定期的に、安定しない額の自社株買いや、内部留保で長期的な企業投資を行い株価上昇させるより、比較的短い感覚で確実な目先の利益を求めていることにあるからである。

また、配当収入を求めることが、長期成長戦略を求めていることだともいえる。即日売買を繰り返す、超短期的保有者であるデイトレーダーが株価値上がり

15 利益を得ることに比べれば、配当は半期ごとという意味でより「長期」を追求しているといえる。しかし、株主が投資による長期の株価値上がり利益を求める場合、増配は将来の投資を犠牲にして現在の利益を優先させる経営戦略であると理解されるだろう。すなわち、企業の成長を考える株価値上がり利益を求める株主を、現在の配当（短期利潤戦略）から、投資（長期成長戦略）を優先する

20 という考え方にする必要がある。

事例：キリンホールディングス

「キリンホールディングスでは、バランスシート・マネジメントを訴求して、キャッシュフローの再分配を戦略的に行っている。成長投資、資本構成、株主

25 還元を財務戦略として、バランスシートとキャッシュフローのアロケーションの観点からの配当政策を説明して、資本市場から受け入れられている。積極的な M&A 攻勢と財務戦略をマッチさせて配当政策のプリンシプルベースの説明責任を果たしている。⁷⁶⁾」

⁷⁵⁾ 伊藤(2014)p.40

⁷⁶⁾ 近藤・柳(2013)p.88

以下はキリンの統合報告書の一文である。成長投資とフリーキャッシュフローの用途に重点をおいていることがわかる。しかし、配当は上場以来欠かしたことはない。

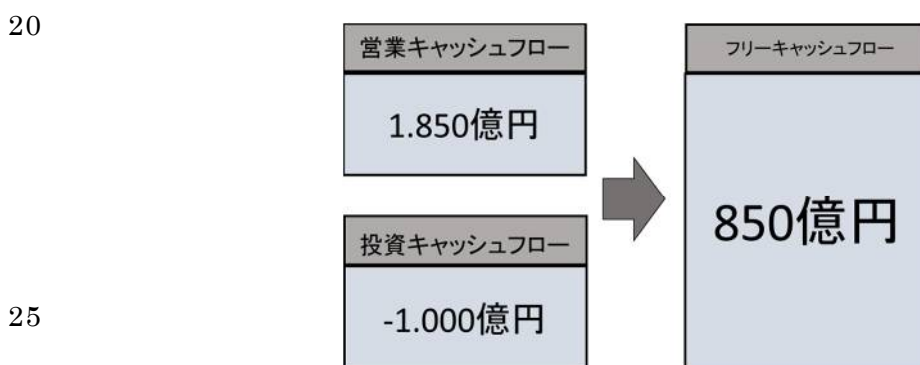
5 図表 21 KIRINREPORT 統合報告書

—私たちは企業価値の向上をお約束します。—
資本政策においては、株主還元を充実させるとともに、ROEの向上に取り組んでいきます。基本的な考え方として、長期成長のために必要なブランド育成、人材・技術、社会との共生のための投資を強化し、将来のフリーキャッシュフローの創出力を高めるとともに、投資を実行した後のフリーキャッシュフローは、配当を中心に株主還元の強化を行っていきます。

(出所) KIRIN(2015)より引用し、筆者作成。

15 現在の中長期経営計画期間(2013年-2015年)の3年間累計のキャッシュフローとしては、7000億円以上の営業キャッシュフローの獲得と、約3000億円の投資により4000億円以上のフリーキャッシュフローを生み、成長に応じた増配や自社株買いによる還元を進めている。

図表 22 KIRIN 2015 年度財務戦略



(出所) キリンホールディングス「財務戦略」から引用し、筆者作成。

<対話の手段>

30 企業と株主との関係は、企業との対話(直接の対話、国際電話会議)や議決権

行使、共同エンゲージメント、取引所や規制当局との対話などで築くことができる。

一般に行われているのは年に一度とさらに臨時で行われる株主総会である。大都市や企業の本社である地域のみで行われることがほとんどであり、世界的

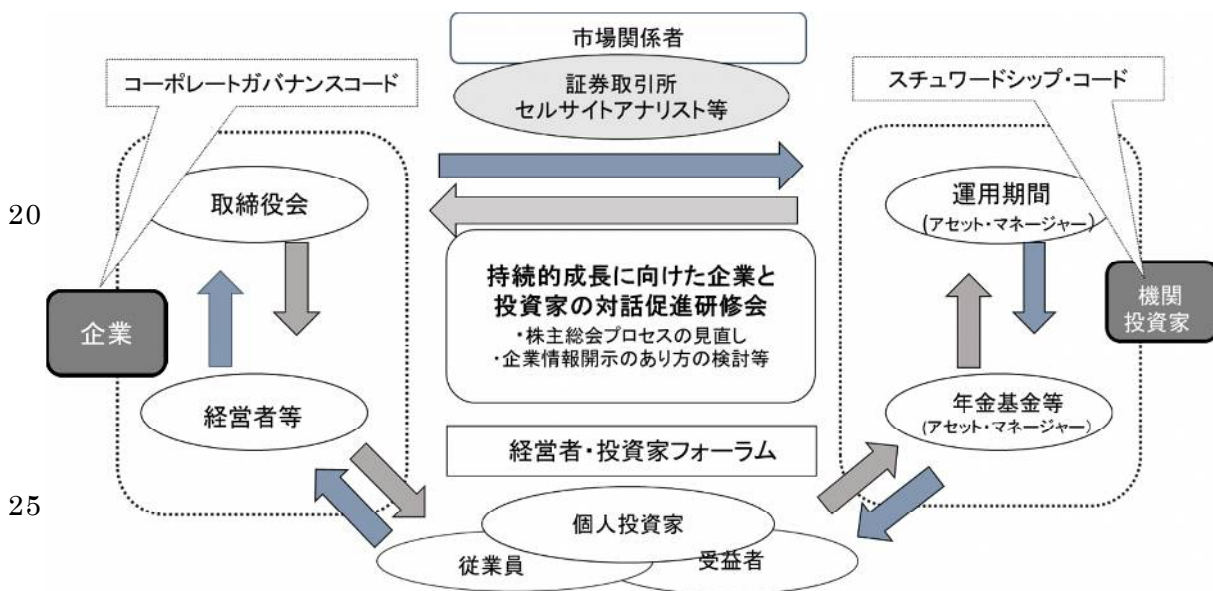
5 にいる株主が全員参加することは不可能である。また、臨時で行うことはできるけれど、企業としてもプロジェクト実行のたび真意を問うのは難しい。そこで、近年増加傾向にあるのはWEBでのIR活動である。WEBでの情報公開は情報格差が生じにくい。リアルタイムの情報獲得は定量的な情報はもちろん、定性的なプロジェクトの進行状況など、内容を可能な限り掲載していくことで

10 株主にとってのリスクを軽減させることができるのである。また、メールサービス登録することで、新たな開示情報が企業から送信されてくる仕組みも採用されている。

<インベストメント・チェーン>

15

図表 23 インベストメント・チェーンの最適化に向けた関連施策



(出所) 畠山(2015)から引用し、筆者作成。

インベストメント・チェーンとは「企業が生産性を高めて収益を拡大すれば、

30 賃金や配当が増えて家計が直接潤う。間接的にみても企業の収益拡大は年金な

ど機関投資家の運用リターン向上につながり、ひいては年金受給者である国民の経済的な利益をもたらす。家計が潤えばそのお金が消費に回り、企業の収益が拡大し、投資を増やす…⁷⁷⁾という仕組みのことである。投資の連鎖により、日本国全体の持続的な企業成長をもたらすことが可能となる。

5

4-4 情報の正確性とガバナンス

10 IR活動を通じて提供する情報は、いわばフィルターにかけられていないもので、その真実性が保障されているわけではない。発行会社が都合の良い情報だけを提供するようなものも考えられるのである。これまで、内部監査役が主に企業内部の監査をしていた。その役員は株主総会において選任されるべきであったが、実質的には代表取締役の指名により選任されている。そのため強い独立性を持って取締役会の業務執行を監査することは困難な状況にあった。

15 そういった情報の非対称性の補完するものとして民間の情報仲介機関であるファイナンシャルゲートキーパーが極めて有効であるといえる。引受証券会社、監査法人、弁護士、格付け会社、証券アナリストなどを指す。会社の経営者に不正や違法行為などを行わせないようにするための仕組みの一つが公認会計士または監査法人による財務諸表に対する監査が非常に有効である。「適切な意思決定を行い、損失を被るリスクを回避するために、独立の第
20 三者である監査人に情報を保障してもらうことは重要だ。⁷⁸⁾ともいう。

4-5 小括

25 企業が中長期的な成長をしていくためには、投資家は企業と共に長く経営に携わるパートナーとなってもらわなければならない。しかし、企業と投資家の間には情報の非対称性や企業価値の認識の違いが生じている。そのため投資家は短期的な利益を求める姿勢になってしまっている。しかし、IR活動によって、これらの問題を解消し、企業は長期に渡り自らの成長投資を続け、株価向上や

⁷⁷⁾ 2014年7月28日付日本経済新聞よりインベストメント・チェーン」

⁷⁸⁾ 蟹江・高原・藤岡(2009)

社会的貢献を達成している企業がある。例として、アシックスとシスメックスを挙げた。企業、投資家双方が全ステークホルダを認識し、総合的に企業価値を判断した結果である。

5 企業における IR 活動は簡単ではない。投資家にはさまざまな立場の者たちで構成されている。なかでも機関投資家の短期化目線は避けられない問題である。スチュワードシップ・コード施行により、機関投資家が持続的な成長に資するものとなるよう原則化されたものの、企業理念や中長期経営戦略より、財務的数値を開示する要望が多いアンケート結果がある。そのため、企業はバランスの取れた、情報公開を今一度行っていかなくてはならない。また、個人投資家は、比較的長期目線を持った人も少なくはない。しかし、企業の IR 活動には不満を持っていることが多く、例として、社長自らの総会参加や、インターネット上に記載されている以上の情報公開など、それぞれの要望に応じていく必要がある。

15 株主還元を企業の経営戦略のように扱う企業がある。KIRIN を例に挙げた。投資家が知りたいとされる FCF の用途や、その後の還元手段、また、中長期的な非財務情報を統合報告書に掲載させることで、安心感を与え、配当政策のプリンシプルベースの説明責任を果たしている。

20 株主、企業双方が望む社会システムの一つとしてインベストメント・チェーンであるといえる。投資の連鎖により、日本国全体の持続的な企業成長をもたらすことが可能となる。国全体の景気動向から個人投資家の家庭にまで影響を与えることができる、良好なシステムである。もちろん個人と企業の間には、ファイナンシャルゲートキーパーと呼ばれる監視役や、市場関係者による助言も加えていく必要もある。

25 終章 総括

30 株主還元をめぐる環境は近年で大きく変化した。外国人投資家の増加、コーポレートガバナンスコード・スチュワードシップコードの施行などにより企業が内部留保を溜め込むことが問題視され、これまで安定的であった株主還元は業績連動型配当や積極的な自社株買いという形で変わり、企業の経営にも投資

家に関わる範囲が大きくなってきた。現在では配当が増えつつあるが内部留保も上昇している。この要因は、利益が増えているからである。利益が増えているため、内部留保と配当を増やしているのはわかるが投資が増えていない。

2015年4～6月バランスシートにおける前年同期比を見ると利益剰余金が14

5兆円増加しているのに対して有形固定資産が1.5兆円しか増えていない。

しかし、企業が成長するためには有効な投資が必要だ。何故なら、米国とROEを比較すると、回転率とレバレッジは差が無いのに対し、純利益率には大きな差がある。さらに、レバレッジによる改善には限りがあるが利益による成長は

10 継続して行っていくことが可能である。成長段階にあり、利益率の増加が見込まれる企業は成長投資を行っていくべきだが、投資家が懸念しているように私的便益のための過剰投資が起ころうるため、採択基準を株主に真摯に説明し理解してもらう必要がある。成長投資をした結果、今の配当によるインカムゲインより将来の値上がり益によるキャピタルゲインが上回ることを説明し、信用を得ることが重要である。また、成長投資だけでなくペイアウトを実施する際

15 にもIRが重要になっていく。たしかに、現在IR活動を行っている企業は96.6%に上っているが、必要なのは目的を持った対話であり、企業は対話を通して中長期的な企業価値向上を目指すことを伝える必要がある。こうした成長投資を行っていくべき企業においてはペイアウトよりも成長投資が重要であり最優先課題だが利益が膨れあがればペイアウトをする必要が生じてしまう。その際、

20 ペイアウトのタイミングを選択でき柔軟で機動的な自社株買いが望ましい株主還元策とする。しかし、情報の真偽が保障されないためガバナンス強化が課題だ。

投資採択基準の説明やペイアウトのタイミングを決める方法の1つとして企業のIRに力を入れていくことを提案し、この活動を通じて企業価値向上を期待したい。

25

参考文献

- 青木英孝(2014)『企業のガバナンス構造が経営戦略の変更に与える影響：多角化戦略の分析』日本経営学会
- 5 砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳(2008)『日本企業のコーポレートファイナンス』日本経済新聞出版社
- 砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳・佐藤淑子(2013)『経営戦略とコーポレートファイナンス』日本経済新聞出版社
- 石島芳臣(2004)「コーポレート・ガバナンス構造と企業諸理論－株主利益最大化とステークホルダー・アプローチの可能性－」北海学園大学経営論集
- 10 市原啓善(2011)『我が国における減配回避と報告利益管理行動の分析』会計・監査ジャーナル
- 伊藤邦雄(2012)『企業会計研究のダイナミズム』中央経済新聞
- 伊藤邦雄、他(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～』経済産業省
- 15 伊豫田隆俊・松本祥尚・林隆敏(2008)『ベーシック監査論』同文館出版
- 岩坪加紋・張偉勝(2012)『自己株式取得による株価への効果に関する一考察－シグナリング仮説とエージェンシー仮説－』経営情報研究
- 上野陽一・馬場直彦(2015)「わが国企業による株主還元策の決定要因：配当・自社株消却のインセンティブを巡る実証分析」日本銀行ワーキングペーパー
- 20 王鏡凱(2014)「アメリカの有配企業比率の低下現象について」鹿児島大学経済学論集
- 大崎貞和(2015)「HFTの規制をめぐる米国の動向と日本市場の示唆」(2015)証券アナリストジャーナル 2015年4月号
- 25 太田浩司(2009)「ペイアウト政策と資本市場 解題－統括論文を兼ねて－」証券アナリストジャーナル 2009年8月号
- 大西潔(2012)『1からのファイナンス』碩学社
- 大庭篤夫(2001)「企業の情報公開の新傾向」桜美林大学経営政策学部紀要
- 大村敬一・益子信(2003)『日本企業のガバナンス改革』日本経済新聞社
- 30 飴富順久・辛島睦・柴垣 和夫・平田光弘(2006)『コーポレート・ガバナンスと

- CSR』中央経済社
- 加護野忠男・砂川伸幸・吉村典久(2010)『コーポレート・ガバナンスの経営学
—会社統治の新しいパラダイム—』有斐閣
- 蟹江章・高原利栄子・藤岡英治(2009)『監査論を学ぶ』税務経理協会
- 5 川北英隆(2014)「配当か投資か、それとも現金保有か(特集 安定配当の是非
を問う 再考 日本企業の配当政策)」(企業会計 2014Vol.66 No.7) 中央経
済社
- 川北英隆・白須洋子・山本信一(2010)『総合分析 株式の長期投資』中央経済
社
- 10 菊澤研宗(2010)『企業の不条理「合理的失敗」はなぜ起こるのか』中央経済社
- 菊池正俊(2014)『なぜ、いま日本株長期投資なのか』一般社団法人 金融財政
事情研究会
- 木村祐基・柳良平(2011)『コーポレートファイナンスの実務』中央経済社
- 来住野究(2006)「剰余金配当請求権について」信州大学法学論集
- 15 久保克行(2010)『コーポレートガバナンス経営者の交代と報酬はどうあるべき
か』日本経済新聞出版社
- 熊谷重勝(2001)「キャッシュ・フロー計算書と内部留保」立教経済学研究 54
巻4号
- 小口敏郎(2015)「コーポレートガバナンス・コードへの期待と課題—中長期的
な企業価値の向上は会社と機関投資家の共同責任—」証券アナリストジャー
ナル 2015年8月号
- 20 小島大徳(2005)『コーポレート・ガバナンスと情報開示・IR活動』国際経営論
集
- 小松明『現代の財務経営〈6〉経営分析・企業評価』(2009) 中央経済社
- 25 斎藤達弘(2012)「ペイアウト政策の理論的な考え方 儲かったら増配、損した
ら減配は誤り」新潟大学経済論集
- 榊原茂樹・菊池誠一・新井富雄(2003)『現代の財務管理』有斐閣
- 坂本恒夫・松村勝弘(2009)『日本的財務経営』中央経済社
- 佐々木寿記(2011)「日本企業のペイアウト政策に関する実証的研究」一橋大学
30 機関リポジトリ

- 佐々木寿記、花枝英樹(2010)「わが国企業の配当行動のマクロ分析」日本経営財務研究学会
- ジョナサン・バーク ピーター・ディマーズ(2014)『コーポレートファイナンス 応用編』丸善出版株式会社
- 5 佐藤淑子(2012)「株価形成と企業の IR 活動—個人投資家を視野に入れて—」証券経済学会年報
- 佐藤淑子(2015)『IR の成功戦略』日本経済新聞出版社
- 杉浦康之(2014)「ESG 投資におけるエンゲージメントに関する考察—内外の事例を基に—」日興フィナンシャル・インテリジェンス株式会社
- 10 鈴木芳徳(2004)『わかりやすい証券市場論入門』白桃書房
- 鈴木裕(2015)「長期投資を拡大するための四半期開示見直し」大和総研
- 千手崇史(2012)「株主の情報開示請求権の研究：会計帳簿・株主名簿を中心として(セッション 2,分科会)」第 117 回学術大会
- 全労連(2014)『国民春闘白書 2015』学習の友社
- 15 滝川好夫(2012)『企業組織とコーポレートファイナンス』ミネルヴァ書房
- 田中久夫(2006)『株式会社における配当規制の変遷：新会社法成立による利益配当規制から剰余金配当規制への変化』作新経営論集
- 田中襄一(2012)『企業情報開示の統合化：インベスター・リレーションズの展開』政経研究
- 20 田中正継(1998)「日本のコーポレートガバナンス—構造分析の視点から—」経済企画研究所経済企画庁経済研究所
- 田中靖浩(1999)『経営が見える会計』日本経済新聞出版社
- 田村賢司・熊野信一郎。寺井伸太郎・林英樹(2015)「2015 株主騒会 ROE で社長失格になる日」『日経ビジネス』日経 BP 社
- 25 寺島克志・朴貞夏(2008)『企業活動とステークホルダーのモニタリングに関する覚書(社会科学)』目白大学総合科学研究
- 中井和敏(2009)「自己株式の取得と償却」東洋学園大学紀要
- 永野良祐(2012)『いますぐ実践できるコーポレートファイナンスの教科書』秀和システム
- 30 新田敬祐(2006)「配当政策再考—配当政策は株主価値を高めるか?—」ニッセ

イ基礎研 REPORT

- 日本証券業協会(2005)『個人投資家と証券市場のあり方』中央経済社
- 日経ビジネス(2014)「内部留保はため込まない」(2014年4月7日号)日経BP社
- 5 日経ビジネス(2014)「スペシャルリポートファンドが語る新・対話経営」(2014年12月22日号)日経BP社
- 日経ビジネス(2015)「時事深層 ファナック流、物言う株主への回答」(2015年2月23日号)日経BP社
- 日経ビジネス(2015)「孤高の製造業 ファナック」(2015年6月8日号)日経BP社
- 10 日経ビジネス(2015)「企業を憂さぶる「普通の株主」」(2015年6月22日号)日経BP社
- 野瀬義明(2014)「株主優待制度の実施動機」 桃山学院大学経済経営論集
- 橋本敏行(2007)「企業における現金保有の決定要因」神戸大学MBA
- 15 畠田敬・相馬利行(2009)「自社株買いに関する展望」神戸大学
- 畠山多聞(2015)「持続的成長に向けた企業と投資家の対話推進について」『信託』第263号
- 花枝英樹・榊原茂樹(2009)『現代の財務経営〈3〉資本調達とペイアウト政策』中央経済社
- 20 花崎正晴(2008)『企業金融とコーポレートガバナンス』東京大学出版会
- 林順一(2012)「社外取締役とIR、株主還元の関係分析に関する一考察」『証券経済学会年報』第47号
- 古川浩一・蜂谷豊彦・中里宗敬・今井潤一(2013)『コーポレートファイナンスの考え方』中央経済社
- 25 古川仁(2004)「日本企業におけるコーポレート・ガバナンス改革について」亜細亜大学国際関係紀要
- 藤井辰郎(2007)『自社株買戻しに関する一考察プロフェッショナルリズムと経営教育』日本経営教
- 藤井智朗・笹本和彦(2014)『スチュワードシップ・コード時代の企業価値を高める経営戦略：企業と投資家の共生に向けて』中央経済社
- 30

- 淵田康之(2012)「短期主義問題と資本市場」野村資本市場クォーターリー
- 保坂豪(2014)『東京証券取引所における High-Frequency Trading の分析』日本取引所グループ
- 水口剛(2013)『責任ある投資』岩波書店
- 5 宮川壽夫(2014)「ROE 重視は日本の企業価値を拡大するのか」月間資本市場 2014年12月号
- 向伊知郎(2005)「配当規制と連結配当政策」愛知学院大学経営管理研究所紀要
- 安田武彦・高橋徳行・本庄裕司(2007)『ライフサイクルから見た中小企業論』同友館
- 10 柳孝一・長谷川博和(2005)『ベンチャー企業論』放送大学教育振興会
- 柳良平(2015)「ROE 向上へ向けた企業と投資家の望ましい関係：伊藤レポートを受けて・投資家サーベイの示唆とエクイティ・スプレッドの考察-」『証券アナリストジャーナル』2015年6月号
- 山田隆・関憲治(2014)「企業のライフサイクルに応じた営業キャッシュフローの使途が株式に与える影響」『証券経済学会年報』
- 15 結城武延(2012)『資本市場と企業統治：近代日本の綿紡績企業における成長戦略』東北大学社会経済史学第78巻
- 山本隆行(2015)「ROE の向上は経営責任 株主還元の強化に期待」『週刊東洋経済』2015年8月8日・15日合併号
- 20 山本時男(2009)『資本調達・ペイアウト政策』中央経済社
- 若杉敬明(2009)『コーポレートファイナンス』中央経済社
- 渡辺智子(2006)『コーポレートガバナンスと企業理論』慶応義塾大学出版会
- リチャード A ブリーリー・スチュワート C マイヤーズ・フランクリンアレン(2007)『コーポレートファイナンス(第8版)上』日経BP社
- 25 翟林瑜(2010)『機関投資家の投資姿勢とガバナンス効果』大阪市立大学

参考 Web サイト

キリンホールディングス IR・投資家情報(<http://www.kirinholdings.co.jp/>)

国税庁ホームページ(<https://www.nta.go.jp/>)

- 30 財務省 法人企業統計(<https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/>)

日本 IR 協議会「第 21 回 IR 活動の実態調査(2014 年度)」(<https://www.jira.or.jp>)

日本 IR 協議会「第 22 回 IR 活動の実態調査(2015 年度)」

(<https://www.jira.or.jp>)」

日本経済研究センター「小島明の Global Watch 筆頭株主となった外国人投資

5 家と日本企業のガバナンス改革(2014 年 10 月 15 日)」(<http://www.jcer.or.jp>)

野村証券 (<https://www.nomura.co.jp>)

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
長期的な企業価値の向上のために～」(2015 年) (<http://www.jpx.co.jp>)

大和総研「進展する株主総会の分散開催(2012 年 5 月 16 日)」

10 (<http://www.dir.co.jp>)