

平成 27 年度
証券ゼミナール大会

5

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

- 自社株買いの必要性-

10

第 7 テーマ ブロック B

明治大学 勝悦子ゼミナール

15

20

25

論文構成

はじめに

- 5 第1章 株主還元とは何か
- 第1節 株主にとっての株式保有のメリット
 - 第2節 配当
 - 第3節 自社株買い
 - 第4節 株主優待

10

- 第2章 株主還元の現状と変化
- 第1節 安定配当から業績連動型配当へ
 - 第2節 変化の要因
 - 第3節 コーポレート・ガバナンス

15

- 第3章 還元策が抱える問題点
- 第1節 プリンシパル・エージェント問題
 - 第2節 株主還元の国際比較
 - 第3節 世界と比較した内部留保

20

- 第4章 問題解決としての自社株買い拡大
- 第1節 自社株買いにみられる効果
 - 第2節 自社株買いの状況

- 25 第5章 政策提言

- 第1節 自社株買い中心の株主還元

結びにかえて

30

はじめに

日本経済は 15 年以上にわたりデフレ経済が続いた結果、マクロ経済の停滞が続いてきた。しかし、過剰債務の解消や、アベノミクスにおける株高、円安の影響を受けて、ここにきて企業収益は好調を続けている。アベノミクスにおける第三の矢、すなわち成長戦略においては、コーポレートガバナンス強化が最大の課題となっている。

コーポレートガバナンスがうまく機能するには、株主還元のあり方をどのようにすべきか、ということともかかわっている。現代社会の株主と企業間における望ましい株主還元のあり方は、企業における内部留保をいかに株主還元策の 1 つである自社株買いに誘導するか、というところに収束する。

議論の過程で考慮せざるを得ない難題がある。それは本テーマの内容にも記されている内部留保である。資本である内部留保は適量ならばその企業に安定をもたらすと言えるが日本のそれは世界に比べ明らかに、多い。諸外国の還元の仕組みを日本企業に当てはめることは一概に良いとは言えないが、株主構成の変化から考えると世界基準の還元策に合わせることは日本企業、株主双方のメリットであると考えた。さらに私たちは重視する株主を外国人投資家とした。株式持ち合いを完全に解消し、その株を自社が買い取ることで還元策につながることを目指す。そしてその外国人投資家のうち、日本企業株を保有する株主の多くがアメリカのファンドであるということから、彼らの望む還元策とは、アメリカにおいてとられている還元策である、といえるだろう。そしてアメリカ企業の多くに見られる還元策が自社株買いである。

かつて日本企業の多くは、良くも悪くも、従業員や取引先を重視し、株主を軽視する日本型経営を行ってきた。なぜならば株式を企業同士で持ち合うことが多く、株主還元を重要視する理由がなかったためである。しかし、その従来のあり方が現代社会においては大きく変化しつつある。株主の存在を重要視して、株主への還元積極的に取り組むように変化しているのである。

それは企業が企業価値の向上のために ROE を上げようとしていることが一因である。ROE 向上の近道は自己資本の圧縮であるため、キャッシュリッチな企業は、豊富な手元資金を配当や自己株式取得により株主に還元し、自己資本の

圧縮を行い、ROEを上げようとする。企業がROEに注目した理由には、ROEを企業価値の判断基準として重視する株主が増えたことがある。

ROEを重視する株主とは、外国人投資家である。株式持ち合いによってお互いが安定株主という存在であった時代は、バブルの崩壊とともに終わった。そしていわゆる「モノ言う投資家」である彼らが株主に占める割合が増加している以上、ROEに直結する株主還元を軽視されたと判断されれば株価の急下落を引き起こしうるのだ。そういった流れを踏まえると外国人投資家は今や重要視せざるを得ない存在だろう。

このような背景から、本稿では、株主還元の現状、諸外国との比較、現在も成長戦略として進められているコーポレートガバナンスやスチュワードシップコードの強化などを踏まえて、最終的な提言を示すこととする。第一章では、現在主に実施されている株主還元策の概要と特徴を章立てて解説する。第二章では、第一章を踏まえて株主還元策の近年における変化を、その背景にある外国人投資家の増加やコーポレートガバナンスの施行とともに読み解いていく。第三章では株主構成や株主が求める還元策の変化とともに現在生じている問題点を取り上げるとともに、海外との比較を行う。第四章、第五章ではそこまでの分析を踏まえたうえで望ましい株主還元策とその方法を提言する。

第1章 株主還元とは何か

第1節 株主にとっての株式保有のメリット

企業はその営業活動の中で手に入れた利益を様々な形で株主に還元をする。これを株主還元という。ただし、ここでの企業とは株式会社を指す。株式会社は株式を発行するなど、事業活動の資金を資本市場から調達する。株式を発行することで投資家に株を買ってもらい、その代金を活動に充てる。

株主にとって株式を持つメリットとしては以下の三つがある。

① 配当金による収入

株主が出資した資産で事業が行われ、企業は配当金という形で株主に還元する。株主は定められた時期に出資額に応じた配当金を受け取ることができる。ただし、事業が立ちいかないなどの場合には、配当金が減額または無配となることもある。

② 株式の値上がり益

株式は自由なタイミングで売買することが可能である。投資家は一定の値段で株式を購入したのち、保有するか売却するかを選択する。もし売値が買値より高ければ、その値上がり分は自分の利益となる。例えば1口1200円の株を
5 500口購入したとする。1年後、権利確定後に売却したとき、保持していた株
が1700円まで価格が上昇していれば、 $(1700円 - 1200円) \times 500口 = 250000$
円の値上がり益を手に入れられる。

逆に言うと、株の価格が購入時点よりも下落したときに売却してしまえば、
値下がり分だけ損をしてしまうことになる。よって投資家たちにとっては売り
10 時が肝心になる。企業の業績とともに株価上昇の見込みがあれば更なる値上
り益を期待できる。値下がりしていても今後の業績によっては株価に回復の余
地があり、すぐに保持している株式を売却するのは時期尚早な場合もある。投
資家の売買には多くの思惑が絡んでいる。

③ 議決権の保持

15 権利の確定した株主には、株式会社の所有者として経営に口を出す権利が与
えられる。これが議決権である。株主は所有する株数に応じて、株主総会等
で行われる重要な経営方針の決定時に、自分の意見を反映させることができる。

企業は活動で得られた残余利益のうち何割を株主に還元するか、何割を未来
の事業への再投資に回すかを長期的な視点に立って意思決定をする。これをペ
20 イアウト政策という。

企業活動には三つの段階がある。まず株主や債権者から資金を調達、次に集
めた資金の様々な投資先を決定し財・サービスを生産、最後にこれらを販売し
て獲得した利益を分配することである。獲得した利益とは、獲得したキャッシ
ュフローから債権者に対する利息や従業員・経営者への報酬といった生産に対
25 する対価を差し引いて残った利益のことである。企業は税金納入後、利益のう
ちどれだけを株主還元に戻すか、またどのように回すかといった株主還元の方
法を選択する必要がある。同時に将来的な事業拡大に備え内部留保として保有
することも重要になる。

現在、株主還元の方法として日本で採られているのは配当、自社株買い、株
30 主優待の三つである。

第 2 節 配当

配当とは最も基本的な株主還元策である。企業は株主から募った出資金を利用し、獲得した利益を株主に出資比率に応じて分配する。その際受け取るのが配当である。決算期末（権利確定日）の時点で株主名簿に名前が載っていれば貰うことができる（企業ごとに違いあり）。

ただし、株の受渡しは約定日から 4 営業日後になるので、決算月の最終営業日を含む 5 営業日前が「配当を受取る権利」を得ることができる最終日ということになる。その翌日は「権利落ち日」として株式市場における売り先行の要因になる。また、実際に配当金を受取れるのは権利確定日から約 3 ヶ月後となる。

株主は企業利益確定日に株主の権利を手に入れていれば「利益配当請求権」に基づいて分配された利益を受け取ることができる。ただし配当は残余利益を基に捻出するため、赤字経営の年度や将来投資を考え、配当を無配として支払わない場合もある。配当には当期利益から還元する「普通配当」のほか、利益が増えた際に一時的に支払われる「特別配当」、創立記念や上場記念など特別な行事があるに際し支払われる「記念配当」がある。

配当そのものの種類としては現金配当（現金による配当）、現物配当（現金以外の資産により配当）、株式配当（株式を配当）などが存在する。一般的に企業は「中間配当」と「期末配当」と年に 2 回現金で配当を支払う。平成 18 年 5 月以降は会社法の改正により「四半期配当」の制度も始まっている。

配当金の指標として配当利回りと益回りというものがある。配当利回りは、「1 株あたりの配当金」 ÷ 「購入株価」で計算でき、2 % 以上だと一般的に高配当といえる（前期の東証一部上場企業の平均利回りは 1.58 %）この指標は、一度の配当で実質どれほどの配分を株主が受け取れるかを表しているため

短期保有の株主が重要視する。対して益回りは、「1 株あたりの純利益」 ÷ 「購入株価」で求められる。こちらを重要視する株主は、その企業の将来的な成長に投資をする長期保有の株主である。

第3節 自社株買い

自社株買いとは企業が自社の株式を買い戻し、一株当たりの純利益を上げる還元策である。企業が自社株を買い戻すことで発行済み株式の総数が減少し、
5 一株当たりの資産価値が高まるという仕組みである。例えば、純利益が1000万円、発行済み株式数が1000株の企業が200株分の自社株買いを行うとする。

自社株買いを行う前は1株当たりの価値は $1000 \text{ 万} \div 1000 = 1 \text{ 万円}$ であった。しかし自社株買い後は発行済み株式数が $1000 - 200 = 800 \text{ 株}$ となり、一株当たりの価値は $1000 \text{ 万} \div 800 = 1 \text{ 万}2500 \text{ 円}$ に上がる。よって一株当たりの利益が
10 2500円増加することになる。

自社株を買い戻した後に株式を消却しない場合、自社の株式比率を高めることにより経営の独立性確保と意思決定の迅速化やM&A（統合合併）の防御、もしくはM&Aを行う際に自社株を当てることで新規株式発行をしなくて済むといったメリットもある。

15 自社株買いによって買い戻した株式を「自己株式」や「金庫株」と呼ぶが、2001年の商法改正でその金庫株が解禁され、以後は機動的に自社株買いを行うことができるようになった（現在は、会社法で規定されている）。現在、金庫株として保有する自社株について、無期限かつ数量無制限での保有が認められ、取締役会の決議により、新株発行として再度放出することも、消却すること
20 とも可能である。

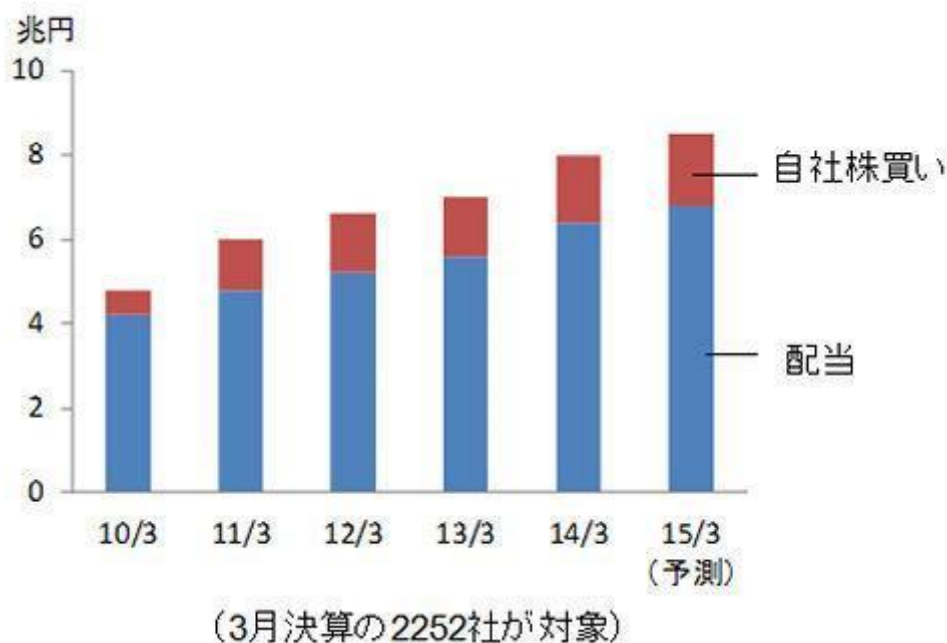
その一方で、意図的に株価をつり上げたりする相場操縦的行為の防止や取引の公正な確保などの観点から、自社株の買付けにあたっては、一日に注文できる数量や値段などについて明確なルールが設けられている。なお、金融商品取引法では、金庫株の取得や消却は、株価に影響を与える可能性があるため、
25 インサイダー取引規制上の重要事実として規定されている。

一方、デメリットとしては設備投資などに回せる資金が減少、つまり内部留保の減少が挙げられる。

商法の改正や自社株買いにおけるメリットなどがあるにも関わらず、自社株買いの株主還元に占める割合は非常に小さい（図表1）。配当政策としては、

配当金がメインである。原因としては、日本の従来の株主構成や制度的背景が挙げられ、そのため配当が好まれる。

図表 1 配当割合の変化(単位：兆円)



- 5 <資料>日経新聞 2014年11月12日朝刊を基に筆者作成
(注) 3月決算の2252社が対象。

第4節 株主優待

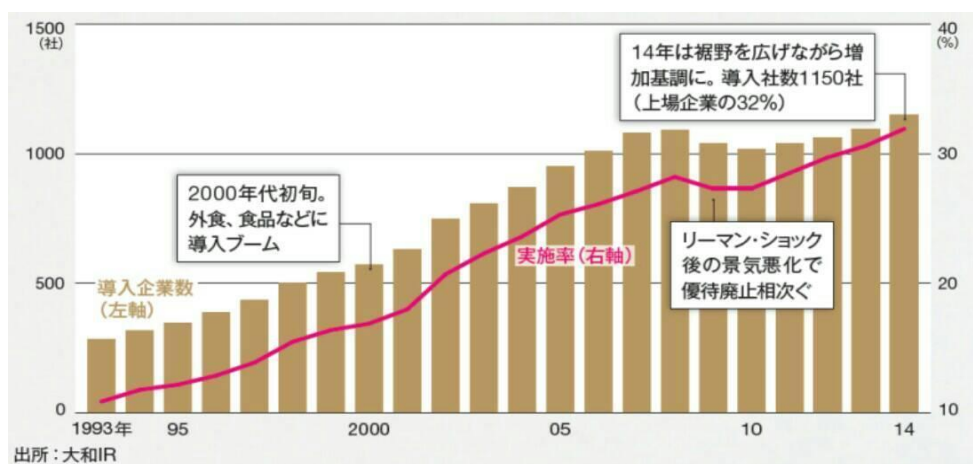
10 株主優待とは企業が株主に対し、商品券や割引券等の特典を送付する還元策である。一定以上の株数を保持していれば、株主は物品あるいはサービスを受ける権利がある。日本では多くの企業が取り組んでいる株主還元策であるが、欧米をはじめ海外ではほとんど存在していない。

15 株主優待制度のルーツとしては諸説あるものの有力とされるのは「東武鉄道」による明治32年(1899年)、300株以上保有している株主に優待乗車証を付与したものであるとされる。戦後は百貨店や呼応利点などにも広まり、高度経済成長期には個人投資家の急増に伴い、彼らを取り込もうとする企業側の戦略として一気に広まった。14年9月末時点では1150社が株主優待制度を導入しており、現在も増加している。

ここ 10 年ではもともと導入されていた小売、食品よりも、輸送用機器、精密機械やサービス、電気などの業種の企業に株主優待制度の導入傾向が通よく見られる。近年個人優待が増えている理由としては、「長期保有してくれる安定株主」を求める企業が、NISA の始まりで増加が予想される個人投資家を囲い込もうとする姿勢がある。

株主優待導入は個人株主の獲得と同時に企業・製品の知名度向上、敵対的買収の防衛の三つが期待される。しかし、この株主還元策は株主平等原則に反するおそれがある。なぜなら前述したとおり一定の保有株数によって優遇されてしまうため、1 株の差に不平等な関係が存在し得る。また、株主優待の多くは企業のサービスを提供、または割引するものが多く、それらについては海外発送を行っていない。そのため外国人投資家にとっては不利である。

図表 2 株主優待実施状況



<資料> 「元祖は鉄道会社か 知られざる株主優待のルーツ」 『日経マネー』
2015年2月15日 より引用

(http://www.nikkei.com/money/column/nkmoney_tokushu.aspx?g=DGXMZ08249267028012015000000)

第2章 株主還元の現状と変化

第1節 安定配当から業績連動型配当へ

まず、従来の株主還元から確認していく。図表3は上場企業の経常利益の変動とそれに対する配当額の変動を表している。同図から平成12年までは経常利益が大きく変動しているのに対して、配当額はほぼ一定であることがわかる。つまり従来は配当と利益に連動性はなく、常に安定的に配当する傾向があることがわかる。

この傾向は日本人特有の一度配当を上げたら下げることはできないと考える性格が関わっているものと思われる。柳良平（2014）は、「最適資本構造に基づく最適配当政策の重要性—日本企業と投資家のダイコトミーへの処方箋—」と題する論文で、2013年における日本企業の76%が安定配当志向であり、減益でも大半が配当を維持するとしている。また芹田敏夫、花枝英樹、佐々木隆文（2012）も、「日本企業のペイアウト政策と株式分割—機関投資家へのサーベイ調査による実証分析—」で、日本企業の84%が減益しないことが重要であると考えている。

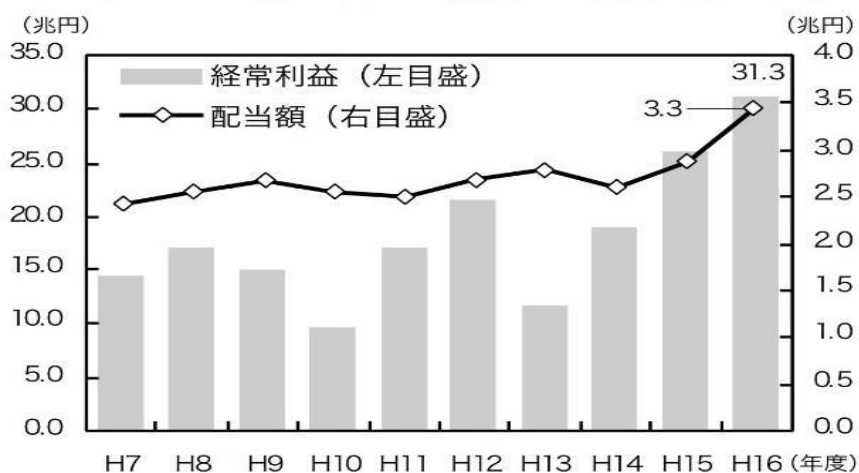
しかし、平成13年以降を見てみると経常利益の増加とともに配当額も増加している。これは近年配当額を利益と連動させる業績連動型配当に変化してきていることを表している。

20

25

30

図表 3 上場企業の経常利益と配当額の推移



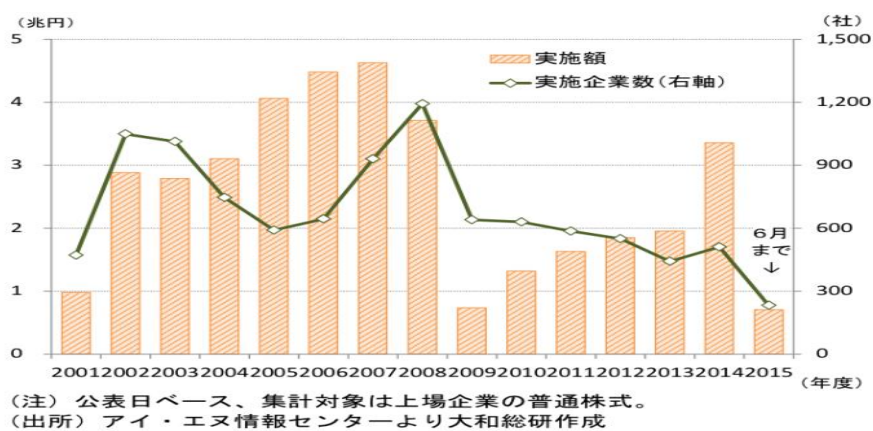
<資料>新田敬祐(2006)「配当政策再考」『ニッセイ基礎研究所 REPORT』
2 ページを引用

5 (<http://www.nli-research.co.jp/report/report/2005/02/eco0602b.pdf>)

一方図表 4 でも明らかなように株主還元の一つである自社株買の実施企業は近年、減少傾向にあったが、2014 年に 6 年ぶりの増加に転じている。また
10 実施額は急増しており、2008 年以來の 3 億円に達した。このことから企業全体が自社株買いをしている訳ではないが、自社株買いが再び重要視されているといえる。2015 年に入ってから自社株買いの増加傾向は続いており、大和総研が 2015 年 7 月 24 日に出した「自社株買増加の背景と今後の動向」によると 2015 年度の第 1 四半期に自社株買実施を公表した企業は約 230 社
15 (前年同期比 1.5 倍)、金額で約 7,000 億円 (前年同期比 1.3 倍) となっており、昨年を上回る予想となっている。以上のことから近年の株主還元は安定的な配当から株主重視の業績連動型の配当となってきたといえる。ではなぜこのような変化が起きたのかを次節で述べていく。

20

図表 4 自社株買い実施金額および企業数の推移



<資料> 太田珠美 (2015) 「自社株買い増加の背景と今後の動向」 『大和総研金融資本市場レポート』 4 ページ。

5

第 2 節 変化の要因

要因としては株主構成の変化、資金調達手段の変化の二つがあげられる。

① 株主構成の変化

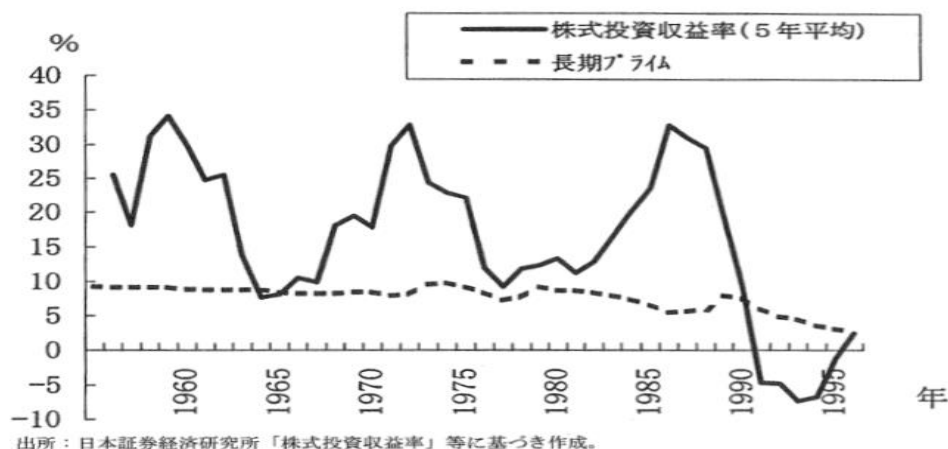
戦後、財閥の解体により、株式の多くが個人に保有され、不安定な株式所有となっていた。そして、そういった不安定な株式を対象に買い占めが行われ、企業の乗っ取りが相次いだ。それを防ぐために、旧財閥系企業が中心となって互いの株式を持ち合い経営の安定を図っていった。こういった流れの中で株式の安定的な保有が年々強化された。また株式持ち合いの中心は企業との金融取引拡大を目的とした金融機関であった。しかし 1990 年代のバブル崩壊により状況が変わることとなった。図表 5 は長期プライムレートと株式の投資収益率を比較したものであり、投資収益率にはキャピタルゲインとインカムゲインが含まれる。このグラフを見て分かるようにバブル崩壊以前は株式の長期保有によって高い収益率を得る年も多くあり、長期保有は合理的な行動であった。しかしバブル崩壊以降、投資収益率がマイナスになってしまった。この事態が株式の安定保有構造を見直し、崩壊させるきっかけとなった。

そして近年に向かって株主構成は大きく変化した。株主構成の最近の特徴として主に以下の 2 つがあげられる。第一に、外国人投資家、第二に、機関投資家の増加である。

図表 6 を見ると 1990 年以降、外国人投資家が急増している。先述した通り、株式持ち合いがバブル崩壊以降解消され始めた。そしてこの持ち合い解消株をおもに購入していったのが外国人投資であり、これを機に外国人投資家が急増していった。図表 6 によると、1990 年に 4.7% だった外国人投資家の株式保有比率は 2014 年に過去最大の 31.7% に達した。

日本人投資家の特徴として「モノ言わぬ株主」と言われるよう、企業の業績とは無関係に長期的に保有する安定株主であることがあげられる。それゆえに経営への参加意思が弱く議決権を行使することのない傾向がある。それに対して外国人投資家は「モノ言う株主」と言われるように、経営参加への意志が強く議決権を行使する。また先述した通り「モノ言う株主」である外国人投資家の株式保有比率が年々増加することで株主の存在感が強まり、安定配当をしていた経営陣が株主を重要視するようになっていった。

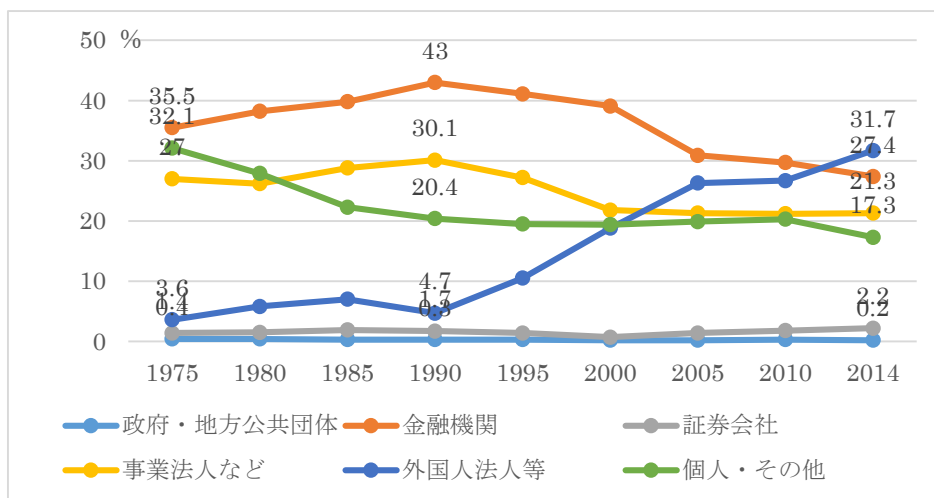
図表 5 株式安定保有の投資収益率と金利水準



15 <出典>川北英隆(1999)「機関投資家の登場と企業システムの変化」早稲田大学産業経営研究所 29 ページを引用。

また機関投資家について図 6 を見る。これは株式保有の「比率」を表している。一見機関投資家は減っているように見えるが、実際には増加している。具体的数値として、2010 年は 66 兆 137 億円の保有から 122 兆 5,983 億円まで増加している。

図表 6 投資部門別株式保有比率の推移 (%)



<資料>東京証券取引所（2015）「2014年度株式分布状況調査の調査結果について<要約版>」 p. 5 を基に筆者作成

5

では機関投資家の増加によって経営にはどのような変化が起きているのだろうか。図表 7 は株主構成の変化が、ROA（総資産営業利益）をどのように変化させたかを、計量分析モデルを用いて推計したものである。この棒グラフは、各株主タイプの持株比率が 1% 増加した場合の ROA 増加幅を示す。この図から株式持ち合い、及び金融機関持株比率の低下、またこれらとは逆に機関投資家の持株比率の増加が ROA を改善させる効果があることがわかる。

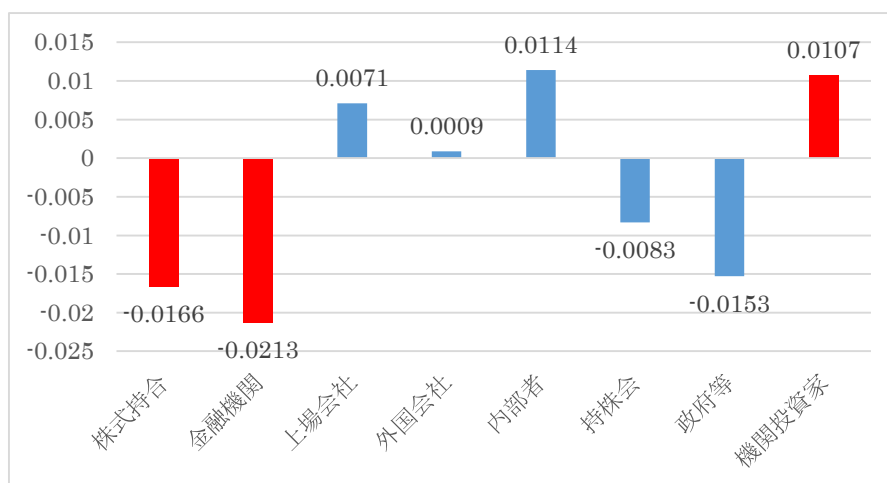
10

以上のことから、企業は機関投資家を取り込むために株主還元を株主重視に変えたといえるだろう。

15

20

図表 7 株主構成と経営パフォーマンス



<資料>新田敬祐（2008）「株主構成の変化、何が重要か」『ニッセイ基礎研究所 REPORT』5 ページを基に筆者作成。

5

② 資金調達手段の変化

前述にもあるようにバブル崩壊が株主構成の変化の大きな転換期になっていた。そして資金調達手段においても同様のことが言える。バブル崩壊以降の資金調達手段は銀行からの借り入れから株式市場に変わった。企業側の資金調達の
10 変化の要因としてバブル崩壊により多くの企業に経営の支障が現れ、負債が過剰に積みあがってしまったこと、またデフレにより返済額の実質的増加や、経済の先行きを不安視し、経営難に陥っても対応できるよう内部留保が急増したことがあげられる。

これらにより企業は資金を銀行から調達することを控えるようになった。また貸し手側の変化の要因としては 1988 年に制定された自己資本比率規制による
15 リスク許容度の低下のほか、バブル崩壊以降の経済低迷による銀行の貸し渋りを始めたことがあげられる。自己資本比率規制とは 1988 年に国際決済銀行のバーゼル銀行監督委員会の「自己資本の測定と基準に関する国際的統一化」に基づき制定され、その目的は国際的に活動する銀行などに信用リスクなどを
20 加味して一定以上の自己資本比率を求めることである。

これにより、国際銀行システムの健全性と安全性の強化を図るとともに、国際業務にかかわる銀行間の競争上の不平等を軽減することができる。これらの

変化により企業は資金調達を銀行から株式市場に求めるようになり、株主を重要視するようになっていった。

第3節 コーポレートガバナンス

5 コーポレートガバナンスとは「企業統治」と訳され、一般的には企業経営の非効率性を排除して、企業価値を高めるメカニズムを指す。法的な強制力はないが、企業はコードに同意しない場合はその理由を株主に説明するように求められる。以前からコーポレートガバナンスは存在していたが、一般的な認知は
10 されていなかった。バブル期には日本型の経営は、その独創性により世界から高く評価されていた。

しかしバブル崩壊以降、日本の企業経営に多大な影響を現し、それまで国内外から高く評価されてきた日本型の経営は非効率性を指摘され批判され始めた。この流れの中で日本型コーポレートガバナンスは世界と比べて異質なものであるという認識が広まり、経済を活性化するために、アメリカ型のコーポレートガバナンスを取り入れようという動きが始まった。
15

近年では、2014年にアベノミクスの3本の矢の一つである「民間投資を喚起する成長戦略」により、コーポレートガバナンスが強化された。この強化の背景にはアメリカ企業と日本企業の差を意識した動きがある。アメリカ企業のROE(株主資本利益率)は約17%である一方、日本企業は約8%とアメリカの
20 半分である。

そして、日本企業は前述したようにリスクを恐れ新規設備投資やM&A(合併・買収)などの成長投資を躊躇しており、また、利益を従業員の賃上げや株主還元に戻さず、内部留保としてため込むことが深刻化しているためである。

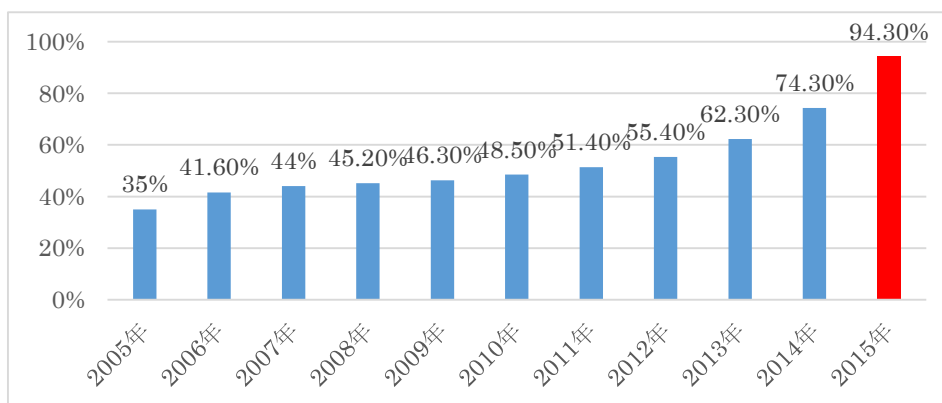
では最近では具体的に何が行われているのだろうか。本稿では社外取締役に関する制度改革についてみていく。社外取締役とは会社法2条15号で株式会社の取締役であって、現在及び過去において、当該株式会社またはその子会社の代表取締役・業務執行取締役もしくは執行役または支配人その他の使用人ではないものをいうと定義されている。
25

まずは最近の社外取締役に関する取り決めに時系列順にまとめれば以下の通りである。

- ① 2014年2月：東京証券取引所における上場規定に上場企業は社外取締役のうち最低1名を一般株主と利益相反のない独立役員として届け出ることを制定。
- ② 2015年5月：会社法において社外取締役の選任がない場合は株主総会で「社外取締役を置くことが相当でない理由」の説明義務を制定。
- ③ 2015年5月：会社法において社外取締役の定義独立性を厳格化。
- ④ 2015年6月：東京証券取引所における上場規定に独立社外取締役を少なくとも2名選任すべき、また企業規模などから独立社外取締役を3分の1以上にする必要があると考える企業は、そのための取り組み方針を開示すべき。

このように、社外取締役の役割は一段と増大していると言えるが、図表8でもその傾向が見受けられる。社外取締役数は年々微増しており、アベノミクスの成長戦略を掲げた2014年に急増し今年には上場企業の9割以上が社外取締役を選任していることがわかる。

図表8 社外取締役選任上場企業の比率推移（％）

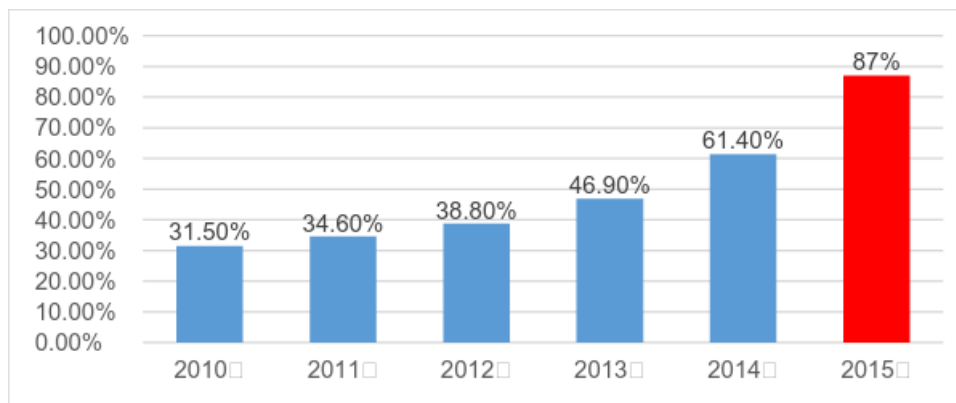


<資料>東京証券取引所（2015）「東証上場企業における社外取締役の選任状況について<確報>」p.2を基に筆者作成

また図表9を見ると独立社外取締役を選任している上場企業も2014年以降急増しており企業の株主の利益保護に対するスタンスの変化がうかがえる。し

かし、現状では独立社外取締役を2名以上選任している上場企業は半数以下である。ゆえに今後は複数人の選任が課題となってくるだろう。

図表9 独立社外取締役選任上場企業の比率推移（％）



- 5 <資料>東京証券取引所（2015）「東証上場企業における社外取締役の選任状況について<確報>」 p. 3 を基に筆者作成

さて、前述したコーポレートガバナンスコードは企業に課されるコードであったが、株主側に課されるコードもある。それがスチュワードシップコードである。スチュワードシップコードとは「金融機関による投資先企業の経営監視などコーポレートガバナンスへの取り組みが不十分であったことが、リーマン・ショックによる金融危機を深刻化したとの反省に立ち、英国で2010年に金融機関を中心とした機関投資家のあるべき姿を規定したガイダンスのこと」である¹。（日本版のスチュワードシップコードは、2014年6月に導入されたもので、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）などを通して、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（最終受益者を含む）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と定義されている。

20 これを果たすためにスチュワードシップコードでは以下の7つの原則が示されている。

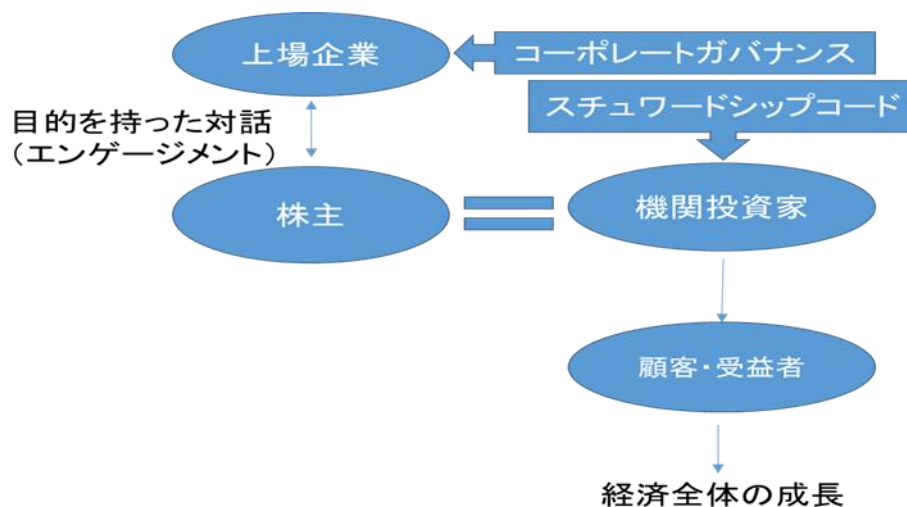
¹野村証券 証券用語解説集参照
<https://www.nomura.co.jp/terms/japan/su/A02233.html>

- ① 機関投資家は、スチ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、スチ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。
- 5 ③ 機関投資家は、投資先の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
- 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、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
10 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、議決権の行使も含め、スチ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
15 に報告を行うべきである
- 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

ではなぜいまスチュワードシップコードが注目されているのだろうか。ここ
20 にもコーポレートガバナンス同様、アベノミクスが関わっている。アベノミクスの第三の矢である成長戦略の一環としての日本再興戦略は、日本経済全体の成長を目指して「機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則」の検討と策定を提言した。つまりはスチュワードシップコードの強化による経済全体の成長を目指している。

25 スチュワードシップコードが目指す経済成長の流れは図8の通りである。機関投資家が、顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れの中で、スチュワードシップコードを適切に行うことで、投資先企業の持続的な成長を促し、顧客・受益者の利益を増やし最終的には経済全体に波及するという流れである。

図表 10 日本版スチュワードシップコードが目指す経済成長の流れ



< 出所 > 上田亮子「日本版スチュワードシップコードの背景とその内容、今後の課題」『企業会計』中央経済社 vol. 66 No. 8(2014), pp21 を基に筆者作成

第 3 章 株主還元策が抱える問題点

第 1 節 プリンシパル・エージェント問題

市場において、「情報の非対称性」という普遍の問題がある。ある商品について、売り手と買い手に情報量の不均衡が起きていることだ。例えば中古車販売では、買い手は価格や性能など表面的な情報しかわからないのに対し、売り手はその車ごとのこれまでの総走行距離や傷の有無など品質の情報まで持ち合わせている。このように情報の非対称性があることで売り手としては粗悪品でもそれを隠し販売することができ、逆に買い手としては必要な情報を知らなかったことでそれを買う羽目になってしまうことがある。

この情報の非対称性が引き起こす問題として「プリンシパル・エージェント問題」がある。プリンシパルとは依頼主、エージェントは代理人・行動主を指す。これはエージェントがプリンシパルに依頼されているにもかかわらず、プリンシパルではなくエージェント自身の利益を追求した行動を起こしてしまうという問題である。

プリンシパル・エージェント問題を株式市場に当てはめて考える。プリンシパルとは株を買い資金を提供し経営を任せる、株主を指し、エージェントは提供された資金をもとに企業活動を進めていく経営者を指す。

5 株式会社では会社に出資している、つまり会社を所有している株主と会社を動かしていく経営者の「所有と経営の分離」が起こる。この両者の分離は企業の成長段階によって差が異なる。

「バーリーとミーンズの指摘によると、経営規模が比較的小さい伝統的な個人企業や株式非上場企業では所有と支配が概ね一致していたが、近代的な大企業に発展するにしたがって両者の分離は進んでいった（花崎、2014）」の
10 である。なぜなら伝統的な個人企業で機能していた株主によるチェック・アンド・バランスは会社規模が大きくなるにつれて機能しにくくなるからだ。この機能低下は、経営者が株主利益よりも自らの利益を追求することにつながってしまう。

株式会社におけるプリンシパル・エージェント問題は経営者が株主の利益
15 よりも自分の利益を追求した行動をとってしまうことに起因する。株主の利益とは、出資金である株式の価値を向上させること、ひいては企業価値を向上させることにある。

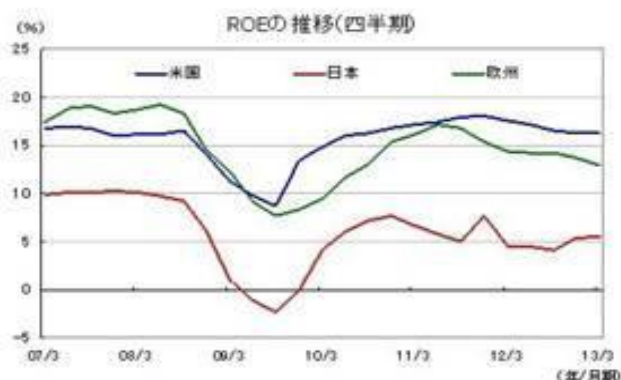
我々はこのプリンシパル・エージェント問題の最たる例として、企業が利益のうち株主に還元する額を抑え、その分を余裕資金としての内部留保に回し
20 すぎていると考えた。

第2節 株主還元の国際比較

前節で述べたことをもとに、日本における株主還元の水準を探る。第2章で述べたとおりだが、ここでは世界と相対的にみたときに日本における株主還元
25 の度合いを考察する。

まず投資家が最も重視する株主還元の指標である ROE をみってみる。図表 11 は日本の ROE がアメリカ・ヨーロッパのそれよりもかなり低い水準で推移していることを示している。日本は ROE が 5% 前後で推移しているのに対し、アメリカ・ヨーロッパでは 15% 前後で推移していて大きな差があることが明らか
30 だ。

図表 11 日米欧の主要財務指標の比較



<資料> 「日米欧の主要財務指標の比較」(2013)『三井アセットマネジメント株式会社 マーケットフォーカス(No.12) マーケットレポート』

5 No. 3037pp1-2

ただし、この低いROEの原因には売上高利益率の低さが1番にあげられる。ROEは売上高利益率と総資産回転率と財務レバレッジの三つの掛け算によって求められるのだが、後者二つに大きな差は見られないのに対し売上高利益率は大きく出遅れているのである。

10

日本における「売上優先、利益軽視」の傾向からくるものであるとすると、この意識の改善が求められる。それでもなおROEを上げるためには自己資本を持ちすぎるのではなく還元による圧縮の可能性が十分にできるため、株主還元の必要性はこの世界的に見たROEの低さからということが出来る。

15

他に近年注目されている指標として配当性向、総還元性向がある。配当金総額を当期純利益で割った配当性向と、配当と自社株買い総額の合計を当期純利益で割った総還元性向、さらに自社株買いの総額を当期純利益で割った自主株買い性向の3者に注目して比較をする。結果は以下のとおりである。

20

図表 12 日米欧の配当性向等の比較(%)

単位：%	配当性向	自社株買い性向	総還元性向
日本	32.3	13.5	45.8
欧州	53.9	20.1	73.9
米国	34.0	49.9	83.9

<資料>「ダイワ新成長株主還元株ファンド」大和証券投資信託委託株式会社より筆者作成

(注)2015年9月を基準に過去5年間の平均

- 5 配当性向=配当額÷当期純利益×100%
- 自社株買い性向=自社株買い額÷当期純利益×100%
- 総還元性向=(配当額+自社株買い額)÷当期純利益×100%

10 図表 12 は 2015 年 9 月を基準に過去 5 年間の平均を出したものである。ま
 ず配当性向は欧州が 50 パーセント以上と圧倒的に高く、日本とアメリカはと
 もに 30 パーセント台で落ち着いている。だが自社株買いの性向はアメリカが
 50 パーセント近くと圧倒的に多く日本はまだまだ欧州にも及ばず停滞してい
 る。この結果、利益に占める株主還元額の合計を表わす総還元性向は他の二つ
 の地域より 30 パーセント近くも低くなってしまっている。

15 つまり欧州では配当に、アメリカでは自社株買いに力を入れることで高い
 株主還元を誇っているのに対し日本ではどちらも振るわず十分に株主還元を行
 えていないことが明らかである。

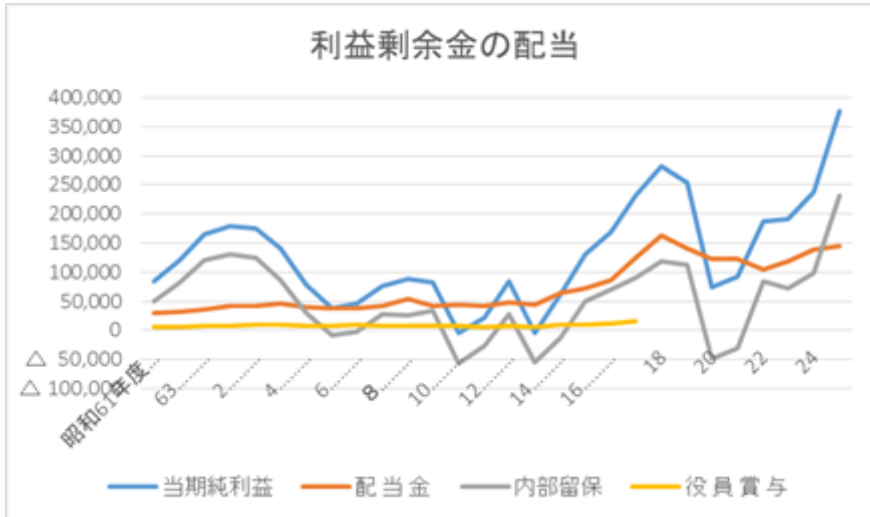
第 3 節 世界と比較した内部留保

20 日本は世界的にみてキャッシュリッチだという見方がある。キャッシュリッ
 チとは手元資金を潤沢に保有している状態のことであり、(現預金+有価証券)
 -有利子負債という式で求めることができる。

25 日本では 90 年代の銀行危機の際に企業は銀行に融資の返済で苦しんだとい
 う歴史的背景、さらに長年のデフレで合理的な追加投資が機能しなかったとい
 う経済的背景から現金のためこみが多くなっていた。

さらに企業の成長が進み、もはや金融を除く東証1部上場企業の約半数が、もっている有利子負債以上に現金を保有している「ネットキャッシュ」状態にある。法人企業統計から日本の内部留保の変化を見てみる。

図表 13 利益剰余金の配当



5

<資料>財務省「法人企業統計」を基に筆者作成

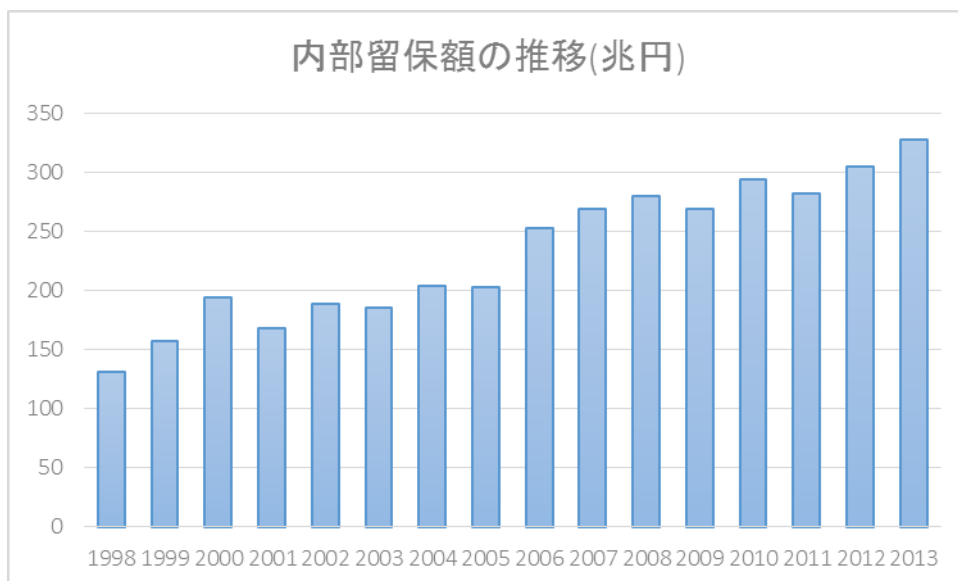
図表 13 は法人企業統計をもとに利益剰余金の分配内訳の変化を示したものである。当期純利益とほとんど同じ水準で内部留保に回す額は推移している。

10 それに対し配当金や役員賞与などの外部流出金は平成 16 年度まで常に一定である。近年の配当金額がこれまでの安定から少しずつ変化してきているのは分かるが、内部留保の推移は純利益と連動して変わらない。特に平成 25 年は配当に回す額よりも内部留保に回す額が多くなるという異常な事態になっている。

15 順調な内部留保の蓄積の結果を表わしたものが図表 14 である。ここでは狭義の内部留保である利益剰余金を指していて、純利益から社外流出分を差し引いた額を表わす。景気動向指数研究会が判定する「景気の山」「景気の谷」といった景気循環の影響で内部留保が減少する年もあるが、全体を通して増加傾向にあることが分かる。詳しく見ていくと、1998 年には 131 兆円あった内部留保額は 2013 年には 328 兆円まで膨れ上がり、15 年間で倍以上、約 200 兆円増加と増え続ける一方だ。

20

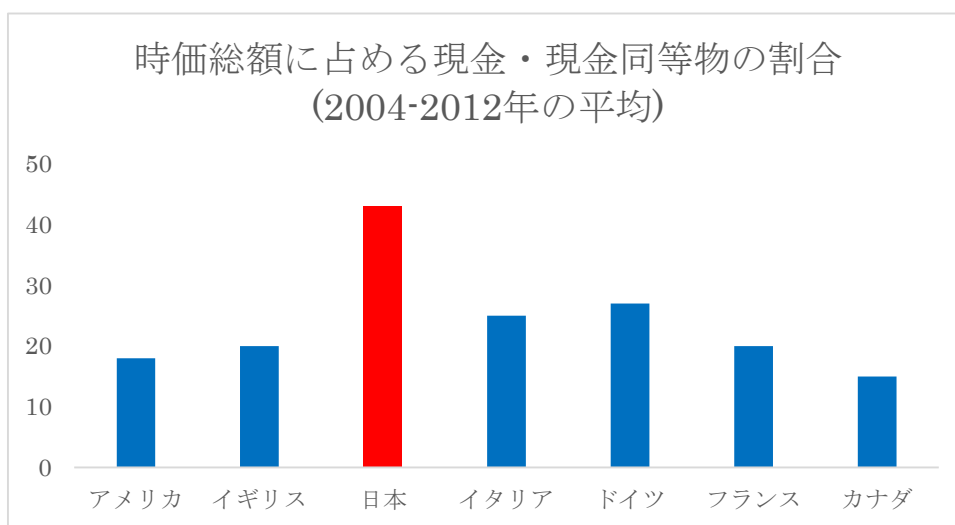
図表 14 内部留保の推移



<資料>財務省「法人企業統計」より筆者作成

- 5 さらに世界と比較して内部留保がどれだけ多いのか検討しよう。図表 15 は日本を含む G7 の、時価総額における内部留保の割合を 2004 年から 2012 年までの平均で表わしたものだ。アメリカ・ヨーロッパでは 15~25%に抑えられているのに対し、日本は 40%を超えるはるかに高い値になっていることがわかる。

10 図表 15 内部留保の割合



<資料> Aoyagi Chie(2014) ”Unstash the cash! Corporate Governance Reform in Japan” IMF working paper pp4

以上を踏まえると日本では昔から剰余資金を社内にためこむ傾向があり、それが 30 兆円という膨大な値にまで積みあがってしまっていること、さらに世界的に見ても日本の内部留保の額は異常に多くなっていることがわかる。内部留保を余裕資金や将来投資のためにためることは悪いことではないが、それが
5 いまの日本企業のように過度になると経済停滞につながる懸念があるため、この内部留保を社会に還元していくことが求められている。

第 4 章 問題解決としての自社株買い拡大

第 1 節 自社株買いにみられる効果

10 第 2 章で示したように、現在日本では自社株買いが増加傾向にある。そのような現状の中で、自社株買いが及ぼす影響・効果を説明する。

①株価の評価是正

自社の株価が適正価格に比べて安価であると経営陣が判断した場合、自社株買いの実施をアナウンスする。その企業の収益性などの情報を一番に把握して
15 いる経営陣がアナウンスすることで、株価の過小評価を市場に発信できるのがある。これは増配を公表することでも同等の効果を望めるものの、配当出来る時期は定まっているので、自社株買いの方が機動力を持った影響が可能である。さらに、配当はすべての株主に一括支払われるのに対して、自社株買いは株主の反応が無ければ行えない。そのため、当初の予定ほどの効果が見込まれ
20 なくなった場合には、実施額の変更や中止が行いやすいのである。

②資本効率の向上

自社株買いにより、株式数が減るので、自己資本の額が減少する。これによって、1 株当たりの利益や、自己資本利益率（ROE）等の指標が改善する。さらに、資本構成の調整は資本効率を向上させる。資本効率の向上は、企業価値
25 の向上への期待感にもつながる。

また、企業の剰余資金が過剰であると判断されるときは、自社株買いによって剰余資金を利用し、株主に還元することが出来る。そうすることで、経営者が過剰投資を行いにくくなり、資本効率の維持につながる。

まとめると、自社株買いはバランスシートの負債・資産の両側面から資本効率を向上、または維持を行う効果がある(図表 16)。つまり、自社株買いを実施すれば、株式数が減り、自己資本が減少する。これによって ROE などの指標が改善し、資本効率の向上、維持を起こす。

5 図表 16 資本効率の変化



<資料>日根野健「キャノンの株価にみる自社株買いの効果」から引用
[\(http://allabout.co.jp/gm/gc/420794/2/\)](http://allabout.co.jp/gm/gc/420794/2/)

③株主構成の調整

10 自社株買いは配当と異なり、全ての株主を対象としておらず、応じた株主のみを対象に支払いを行う。この時、自社株買いに応じる株主は、企業に対してあまり期待感を持っていない株主である。逆にその企業の成長などに期待を感じている株主であれば、株式をそのまま保持することを選択するはずである。

さらに、株式持ち合いなどの相互的に良い関係を気付いている場合も同様に
 15 引き続き株式を保持するはずである。となると、自社株買いを行うことで、その企業に対して期待や信頼などの良い印象をもった株主が占める割合を向上させることが出来る。

このことは、敵対買収を防止する側面もある。なぜならば、相対的に企業に対していい印象を持った株主が増えているため、買収者への株式の売却も同時に
 20 に抑制できるからである。

第2節 自社株買いの状況

ここまでで、日本における自社株買いの現状を見てきた。今度はアメリカにおいての自社株買いの現状との比較の中で日本の現状を見てみる。

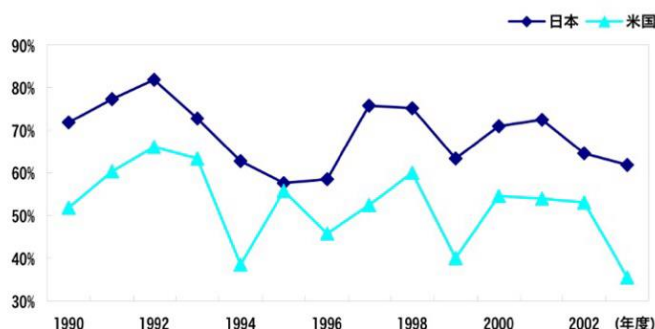
5 現在アメリカにおいては、自社株買いが株主還元の主要な役割を果たしている。その背景には1980年代の敵対買収が盛んにおこなわれていたことがある。ここに対する方策として配当でなく自社株買いがとられるようになったとも言える。そして、現在も自社株買いが盛んに株主還元として行われている。

10 しかし、日本では配当の代わりとしての自社株買いではなく、配当の付随としての自社株買いがメインである。その背景としては以下の2点が挙げられる。

① 過去の制度

日本においては1990年代まで、商法によって自社株買いが禁止されていた。さらには株式上場の基準に配当実績が含まれていたため、他国と比べても赤字企業の配当実施率が高いという状況が続いている。そのため投資家も企業の業績を無視した安定した配当を当たり前であると考えている。そのため、企業も配当金の増・減配といった動きに出にくく、株主還元全体が固定化されてしまっている。

図表17 日米企業の赤字企業に占める有配企業比率



(注) 対象企業は、日本が東証1部上場企業（一般事業法人）米国がS&P500構成企業（銀行、保険、証券会社の3業種を除く）＜連結決算ベース＞。
ともに、1990年度から2003年度まで継続的にデータ取得可能な企業。
(出所) 東証1部上場企業（一般事業法人）有価証券報告書、Bloomberg

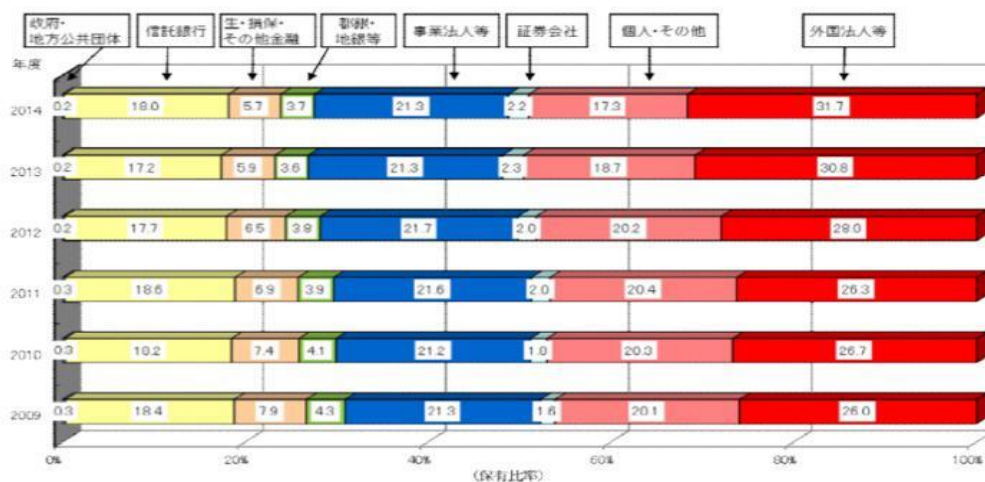
20 <資料> 上野陽一(2005)「わが国企業による株主還元の決定要因」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.05-J-6 9ページを引用

https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2005/data/wp05j06.pdf

② 株主構成が影響

株式持ち合いも、自社株買いでなく配当を選択する理由になっている。確かに今現在、株式持ち合いは見直され、減少傾向にあるが事業法人等の項目が未だに外国法人等に次ぐ割合を占めている(図表 18)。

5 図表 18 株主構成の推移



<資料>東京証券取引所『2014年度株式分布状況調査の概要』●ページより引用(<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu0000010nfj-att/report2014.pdf>)

10

株式持ち合いを行っている企業は、相互に長期的な株式の保有を行うので、自ら自社株買いに応じるとは考えにくい。さらに近年、外国法人は増加しているものの、全体で見れば安定的な配当を望む株主の構成割合が圧倒的である。そのため、企業は株主に考慮した結果現金配当を重視することとなる。

15

こういった異なる状況の両国だが、現在日本では変化が起きている。それは、2015年6月から実施されているコーポレートガバナンスによるものである。これにより、企業は株式持ち合いを行う場合、その方針と議決権行使の基準の開示、取締役会での将来の見通しの検証を伴った保有の理由の説明などが求められるようになった。さらに、海外投資家の株式持ち合いに対する批判も

20

相まって更なる持ち合いの解消が予測される。

株式持ち合いの減少は、市場に株式が流出するため、絶対的に安定株主の減少につながる。そのため企業は敵対買収のリスク増加に対応すべく、自社株買いを行う可能性があるだろう。

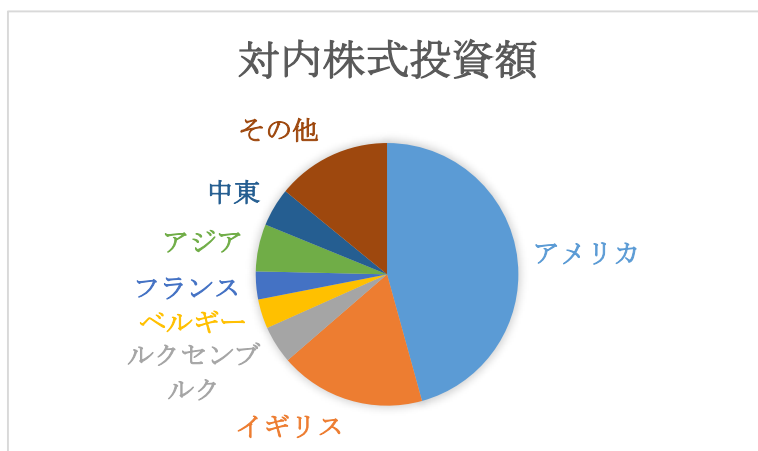
5 5章 政策提言

第1節 自社株買い中心の株主還元

以上を踏まえて我々は、企業価値向上のために外国人投資家に重きを置いた株主還元を提案する。

現在日本の株式市場で最も高いシェアを誇っているのは外国人投資家である。彼ら外国人投資家の日本株の売買額がそのまま日経平均にも大きく影響するほど、彼らの存在は日本企業が持続的に成長していくためには無視できなくなっている。外国人投資家とひとくくりにしても、その出身国は様々だ。だがそのなかでも日本に最も投資する額が大きくなっているのはアメリカだ。図表 19 において平成 25 年度の日本への国別株式投資金額をみるとアメリカの 69 兆円が最高で、イギリスの 27 兆円、ルクセンブルクの 7 兆円が続く。全体として 151 兆円もの額が日本への株式投資に流入していると考えれば、アメリカ 1 国だけでもその半分以上を占めるほどである。よって外国人投資家重視の株主還元といえども特にアメリカ型企業に則した株主還元策を行えば現在日本に投資している外国人投資家、さらに今後日本に投資をしてくれる投資家を増やすことができる。

図表 19 対内株式投資のシェア (%)



<資料> 日本銀行「国際収支統計」証券投資等残高地域別統計より筆者作成

ではアメリカ型企業に則した企業のあり方を考える。アメリカの企業・株主間の関係の特徴が2点ある。

5 第一に、株主還元が自社株買いを中心に行われていること。前述したとおりアメリカでは自社株買いに積極的な企業が多く、株主還元の半分は自社株買いによって行われている。

10 第二に、「もの言う株主」が多いこと。アメリカではこれまでの日本とは違って議決権を積極的に行使したり、株主総会で自らの議案を押し通したりと経営に口を出す株主が多い傾向にある。これを踏まえると日本でアメリカ企業を中心とする外国人投資家のニーズにこたえていくために「自社株買いによる」株主還元の効果を取りあげる。

では具体的に自社株買いを行うための方策を検討する。

15 自社株買いを行うためには、手持ちの株を売ってくれる株主の存在が必要だ。それを持ち合い企業の株式に見出すと株式持ち合いの解消とともに外国人投資家を含む株主の流出を避けることができる。

また、自社株買いを行うための資金源は豊富な内部留保を充てることが望ましい。日本ではキャッシュフローが潤沢にあることは3章で示したとおりである。この内部留保を市場に流すことができれば市場経済にもプラスの影響を与えることができる。

20 現在国家戦略として安倍総理が打ち出した「アベノミクス」の一つに、この内部留保を減らしていく方策がうちだされている。2章で示した「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」はその中心にある。この二つのコードを強化していくと株式持ち合い、内部留保の減少と目的に近づくことができる。つまり二つのコードを推し進めていくためにもっとも最適な方法が自社株買いを行うことなのである。

自社株買いが盛んに行われることで企業・株主双方にメリットがある。

30 外国人投資家を呼び込むことができれば株式価値は自ずから上がるため、株主のリターンは大きくなるのが望める。さらに自社株買いが盛んに行われれば一株当たりの株式価値が上昇し株主への還元につながる。また配当とは違い自社株買いには課税がないため株主の負担は小さくなる。

一方で企業からすると自社株買いという株主還元策を行うことで企業の ROE が高まり、企業価値の上昇につながる。さらに持ち合いの解消・内部留保の減少は一般的に株主から好意的に見られるため株式価値の向上が見込まれる。機動力があるため市場における株式価値に応じて自社株買いを発表したり途中で中止したりすることも可能だ。自社株買いは企業の状況に沿って効果的に実施しやすい株主還元策だといえる。

結びにかえて

以上検討したように、企業と株主双方が望ましいと考える株主還元策は企業の持続的成長があるという意味で、株式価値の上昇にも大きく寄与すると考える。現在の日本の株式市場で最多のシェアを誇り最も株価にも影響を与えるのは外国人投資家であり、詳しく見るとその半分はアメリカからである。

日本企業の成長のためにはアメリカを中心とした外国人投資家が日本の株式市場に参入していることが必要になってくる。そのために日本の、特異的に積みあがった内部留保を世界的に見て少ない株主還元を積極的に自社株買いで行う方法が望ましい。

日本では金融機関中心の資金調達で成長してきた背景から株主軽視ととられる手法がとられてきた。企業の内部留保はその一つであり、企業はプリンシパルである株主の利益になる行動を求められている。現在進められているコーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードは日本の株主軽視の姿勢を改善していくものである。持ち合いの解消と同時に自社株買いを実施し、資金源に豊富なキャッシュフローを活用する。これにより日本企業は機動的な株主還元を行うことが可能になる。

二つのコードの制定で日本における企業・株主の関係はより対話をし、互いを尊重し緊張感のあるものになっていくと考えられる。このコードを推進していけば効果的に株主還元を行うことができ、企業株主双方に理想的な関係を築くことができることが期待される。

参考文献・データ取得

伊藤正晴(2011)「株式持ち合いの変遷と展望」『金融レポート』 pp19-21

上田亮子「日本版スチュワードシップコードの背景とその内容、今後の課題」
『企業会計』中央経済社 vol.66 No.8(2014), pp18-25

- 5 上野陽一(2005)「わが国企業による株主還元の決定要因」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』

https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/wps_2005/data/wp05j06.pdf

- 10 太田珠美(2015)「自社株買い増加の背景と今後の動向」『大和総研金融資本市場レポート』 pp4-5

加谷圭一(2014)「企業による株主への利益還元策が増えている理由

<http://k-kaya.com/archives/1258>」

会社四季報オンライン「〆 配当金でこつこつトクする” ための銘柄の選び方

<http://shikiho.jp/tk/news/print/0/72012>」

- 15 金子智朗(2015)「カシオ計算機やアマダの積極的な株主還元から適正な富の配分を考える

http://techon.nikkeibp.co.jp/welcome/welcome_common.html?http%3A%2F%2Ftechon.nikkeibp.co.jp%2Farticle%2FCOLUMN%2F20141225%2F396261%2F」

- 20 川北英隆(1999)「機関投資家の登場と企業システムの変化」早稲田大学産業経営研究所 pp29

埼玉自治体問題研究所「2年間で9兆円増えた内部留保」

<http://blog.goo.ne.jp/saitamajitiken/e/8000dbb09afad1d324ccc60eb999fc00>

- 25 「初心者の株式投資道場 配当金って何?

<http://kabusyo.com/sikumi/kabu72.html>」

花崎正晴『コーポレート・ガバナンス』岩波新書(p10-17), 2014年

日根野健「キャノンの株価にみる自社株買いの効果

<http://allabout.co.jp/gm/gc/420794/2/>」

- 5 「日米欧の主要財務指標の比較」『三井アセットマネジメント株式会社 マーケットフォーカス(No. 12)マーケットレポート No. 3037』

<http://www.smam->

[jp.com/market/report/focus/_icsFiles/afieldfile/2013/06/12/focus130612roe.pdf](http://www.smam-jp.com/market/report/focus/_icsFiles/afieldfile/2013/06/12/focus130612roe.pdf)」(2013年6月12日)

門司 総一郎(2008)「日本株は割安か?/コラム・レポート

- 10 <http://www.daiwasbi.co.jp/column/strategist/60/>」

新田敬祐(2006)「配当政策再考」『ニッセイ基礎研究所 REPORT』

2006年2月号レポートⅡ

新田敬祐(2008)「株主構成の変化とその影響」『ニッセイ基礎研究所 REPORT』2008年2月号レポートⅡ

- 15 柳良平「最適資本構成に基づく最適配当政策の重要性 - 日本企業と投資家のダイアミーへの処方箋 -」『企業会計』中央経済社 vol.66 No.7(2014), pp44-51

朝日新聞 2015年6月24日「『もの言う』株主総会」

日本経済新聞 2015年6月4日「議決権活用 企業と対話」pp3

- 20 日本経済新聞 2014年6月15日「外国人投資家」pp3

日本シェアホルダーサービス株式会社「株主判明調査 <http://www.jss-ltd.jp/solution/research.html>」

日本銀行「国際収支統計」2015/10/30 データ取得

財務省 「法人企業統計」2015/10/23 データ取得

(https://www.mof.go.jp/pri/publication/zaikin_geppo/hyou/g750/750.htm)

Aoyagi Chie(2014) "Unstash the cash! Corporate Governance

5 Reform in Japan" *IMF working paper* WP/14/140 pp.1-22