

平成 27 年度『証券ゼミナール大会』

第 7 テーマ・B ブロック・神奈川大学・戸田ゼミナール

「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」

10

15

20

25

B ブロック 神奈川大学 戸田ゼミナール

30

目次

	序章	p3
	1章 日本の株主還元策	p4
5	1-1 株主還元の変化	
	1-2 変化した要因	
	1-3 企業がとるべき株主還元	
	2章 プリンシパル・エージェント問題	p13
10	2-1 コーポレートガバナンスの定義	
	2-2 コーポレートガバナンスは万能か？	
	2-3 プリンシパル・エージェントの定義	
	2-4 プリンシパル・エージェント問題	
	2-5 日本版ステewardシップ・コードの定義	
15	2-6 日本版ステewardシップ・コードの導入の背景と意義	
	3章 海外比較	p21
	3-1 イギリスのコーポレートガバナンス	
	3-2 アメリカのコーポレートガバナンス	
20	3-3 ドイツのコーポレートガバナンス	
	3-4 日本とドイツの共通点と相違点	
	4章 望ましい株主還元のあり方	p28
	4-1 コーポレートガバナンスコードの定義	
25	4-2 配当性向などの指標	
	4-3 株式公開の定義	
	4-4 株式公開のメリット・デメリット	
	終章	p34
30	参考文献	p35

序章

株式投資は以前よりメディアに取り上げられるようになったように思われる。株式投資による不労所得を夢見る人も少なくない。株主還元の一つである株主優待は、株主にとって魅力的な株主還元策であると同時に企業にとっても魅力的である。企業にとっては、株主への優待券、割引券などによって株主を顧客として取り込むことができ、また、業績が一時的に低迷しても、株主優待の魅力で、個人株主が株価の下支えをしてくれるなどのメリットがある。しかし、近年、唐突に株主優待を廃止する企業が増えてきたようだ。このように株主が不利益を被る事態は株主優待に関するものだけではない。株主と企業間の情報の非対称性が生むプリンシパル・エージェント問題は、どうすれば解決、あるいは最小限に抑えることができるのか。

本論文で我々は、第1章で日本の株主還元策について論じる。日本の株式還元はどのように変化したのか、変化した理由について株主構造の観点から論じている。そして、株主還元の変化によってどのような株主還元策がとられるようになったかについて論じる。第2章では、企業と株主間の規範であるコーポレートガバナンスの定義を示し、そのうえで、プリンシパル・エージェント問題について提示する。また、最近導入された日本版ステュワードシップ・コードについても提示する。第3章では、第2章でふれたコーポレートガバナンスについての海外比較を示す。第4章では、企業と株主双方にとって望ましい株主還元が行われるための方策を論じる。

企業によって行われる株主還元策は様々である。また、各企業によって株主還元への方針も様々である。株主が不利益を被らないようにするためには企業と株主間の情報の非対称性を解決する必要があると考えている。本論文が、企業と株主双方にとって望ましい株主還元策の確立に向けての助け舟になることを切に願う。

1章 日本の株主還元策

1-1 株主還元の変化

株主還元の変化

- 5 株主還元とは株式会社がその活動によって獲得した利益を、配当を増やすことや、株式分割によって実質増配をするといった形で株主に還元することである。従来日本はこの株主還元の方法を配当金が一定に決められた安定配当政策によって行っていた。しかし、1990年代からの株主構成の変化、アクティビストファンドの出現、敵対的買収の対応などによって企業業績に応じて配当金の
- 10 額を変える業績連動型へと移行した。したがって以下は安定型配当政策、業績連動型とはどのようなものであるかを記述し、配当政策が変わった原因である株主構成の変化、外国人投資家やアクティビストファンドの台頭、敵対的買収について述べ、最後にまとめとして何故株主還元が変化したのかを述べる。

15 安定型配当政策

- 安定配当とは会社の利益額に関係なく配当金を支払う政策である。つまり、業績が良くても悪くても一定の配当額が支払われるということである。この配当政策にはメリットが二つある。まず企業は長期保有株主を得られることができるということである。長期保有してくれる株主が多いと会社の長期プランにも
- 20 賛同してもらいやすくなり、会社経営に関する株主の支持も得やすくなる。また二つ目のメリットとして株主は不労所得が確実に受け取れるのである。反対にデメリットも存在する。まず企業は利益が出ていなくても配当金を支払う必要があることがあげられる。つまり利益が出ていない状態で安定した配当金を支払うのは厳しいということである。また業績が向上しても配当額が増えない
- 25 ということもデメリットとしてあげられる。

業績連動型配当政策

- 業績連動型は安定型配当政策に比べて高収益である。この政策は企業業績に連動させて1株当たり配当金を増減させる政策である。つまり増益時には増配を行
- 30 い、減益時には減配を行うということである。この政策は安定型配当政策と

違い利益の額によって配当額が変わるので利益を社内に内部留保として残すことは難しい。そのため内部留保が少なくなり敵対的買収の標的とされにくくなるというメリットが存在する。

5 1-2 配当政策が変わった要因

① 株主構成の変化

安定株主である上場企業、金融機関の持ち株割合が1990年前後の上昇ピークからその後一貫して減少していった。このように銀行を中心に持ち合い株式の市場流出が活発化し、株式持ち合いの解消が1990年代末から2000年代にかけ急速に進展したのである。そしてこの放出した株の受け皿として外国人の持ち株割合が一貫して上昇していったのである。

株主構成の変化の主要因

株主構成の変化の主要因は銀行と事業法人間の株式持ち合いの解消である。1990年代半ば以降、事業法人保有銀行株の売却が進展した。不良債権問題の深刻化をきっかけとして、銀行株の下方修正が進み、事業法人にとって銀行株保有のリターンが低下し、リスクが上昇したからである。また、不良債権問題に直面した銀行は、償却原資の必要性から保有株式を売却する必要が出たため、銀行の保有株売却が進んだのである。このように持ち合い株式の市場放出が活発化したのである。そのため上場企業の持ち株が低くなり、反対に外国人の持ち株割合が上昇するというような株主構成の変化が起きたのである。

外国人投資家

純投資目的で投資先を選別し、企業業績の向上を要求することが外国人投資家の特徴である。また経営者に厳しい姿勢で臨む。一つの例を挙げると、2005年の株主総会では議案に反対した外国人割合が55.7%、資本金1000億円以上の大企業は89.4%であった。

30 アクティビストファンド

日本の株主の中で、日本企業の大株主となり積極的に株主提案を行い、TOBを仕掛けるアクティビストファンドが2000年以降台頭してきたのである。アクティビストファンドの行動の特徴は株主価値の向上という理念を掲げて企業経営者をコントロールすることである。アクティビストファンドがターゲットにする日本企業の特徴は余剰資金を豊富に所有していること、株式持ち合い比率が低いことが共通している。また、ターゲットにした企業はフリーキャッシュフロー問題を生じさせやすいのである。フリーキャッシュフロー問題とは、経営者が自分のキャッシュフローに安住して、経営努力を怠ることである。

10 ② 敵対的買収

株式持ち合いの解消などで外国人投資家の日本の株式市場に対する関心は高めたが、国内外の投資家による敵対的買収が顕在化した。敵対的買収の対抗策として配当政策の効果が期待されている。敵対的買収の対象とされやすい企業には、保有現金が多額である特徴がある。そのため増配し企業内に蓄積された現金の社外流出を通して現金額を引き下げることによって買収対象の候補とされないようにするのである。

なぜ安定配当型から業績連動型になったのか

これまでに述べてきた内容を随所にいれながら、なぜ配当政策が変わったのかを述べる。まず伝統的に日本の上場企業は配当への関心が薄かった。理由は株式の持ち合い、安定株主の存在があったからである。安定株主は配当率を低下させると考えられている。上場企業発行株式を多くの部分が友好的な金融機関や事業法人が所有しているので、別の株主が増配を株式総会で要求したとしても実現の可能性が低かった。また株式相互持ち合いの状況なので投資先の企業に増配を要求すると、投資先も自社に要求することが予測されるので、増配によるメリットがなくなるからである。その一方で取引関係の維持や、取引で生じる長期的な株価上昇を追及する傾向があった。このように配当が低い水準のため利益を投資に振り向けることが容易になり、投資先企業が取引関係を脅かす環境変化に耐えられるように、内部留保を緩衝材にすることができた。しかし、1990年代末から2000年代にかけて持ち合い株式の市場流出が活発

になり、この株の受け皿として機能した外国人株主の持ち株比率が上昇し、株式の持ち合いが解消された。また、日本語で物言う投資家といわれるアクティビストファンドも台頭してきた。この株主構成の変化という出来事により配当政策のあり方が安定配当型から業績連動型へと変化したのである。

5 詳しく配当政策が変わった要因を述べる。まず株主構成が変化したので今までの安定株主とは違い外国人投資家が台頭し始めたのである。外国人株主の投資目的は株式投資のリターンを可能な限り高めるためであり、投資先企業の配当率を上昇させることである。そのため定額の配当では企業経営がうまくいっていると納得してもらえなくなってしまったのである。

10 次に還元策を変更した要因として敵対的買収の対抗策のためでもある。株主構成が変化したことによって還元策を変えなければいけない状況になったのである。なぜなら株式持ち合いは敵対的買収を事前に防止することができる。しかし、その株式持ち合い比率が低下したため敵対的買収の狙いとされやすくなったのである。次に内部留保の問題も存在する。安定株主の時は内部留保を多くすることが従業員の将来の賃金充てるのが得策となっていた。しかし内部留保が多いところほど敵対的買収の標的とされやすいので、そのため還元策を変更することによって自社の資金を社外流出し内部保有率を引き下げ、買収候補とされないようにしたのである。

次にアクティビストファンドの台頭も還元策変化に大きな影響を与えている。20 アクティビストファンドが株主価値の向上のために企業経営をコントロールするのは余剰資金が豊富で、株式持ち合い比率が低い企業である。これは敵対的買収の標的にされる企業の特徴なので、アクティビストファンドの存在も敵対的買収の対抗策、株主還元策の変更に大きな影響を与えていることが分かる。

以上から株主還元策の変更は妥当であったと推測できる。株式持ち合いの解消によって生じた株主構成の変化によって今までの安定型配当政策では対策することができない。しかし業績連動型配当政策にして敵対的買収、外国人投資家への対応が可能となったので配当政策の変化は成功であるとこれらのことから推測できる。

30 1-3 企業がとるべき株主還元策

企業が主に行っている株主還元策の種類としては、以下の3つのものがある。それらについてのメリット、デメリットを説明しておく。

配当政策

- 5 利益のうちどれだけを、いかなる時期に、どのような形で配当するかについて、企業がとる方針。伝統的には、株主が株主総会において自ら配当に関する決定をしていたが、現代の株式会社では、配当に関する実質的決定は、経営者が企業維持という長期的視点から行う。そのために政策が必要とされるようになった。「どれだけ」は当期処分可能利益金を配当金と内部留保に分割することであり、換言すれば配当性向 **payout ratio** もしくは内部留保率を決定することである。株主の投資家化が進んでいる所有と経営の分離した現代株式会社では、長期安定的配当が採用される。

『石川博行著『配当政策の実証分析』（2007・中央経済社）』

- 15 上記の配当政策について配当金のメリットとデメリットを以下に挙げる
メリット

- ・株主へ現金で還元される
- ・安定的な配当金の支払いは株価の下支え要因になる

- 20 デメリット

- ・配当金に課税される。
- ・配当金の額は企業の判断で変わってくる

自社株買い

- 25 株式会社が、過去に発行した自社の株式を買い戻すことを自社株買いという。自社株買いをおこなうと、一株当たりの利益は、自己株式数を発行済株式総数から差し引いて計算するため増加する。この点では株主への利益配分といえる。しかし、同じ利益配分でも配当と異なる点がある。配当はすべての株主が現金で受け取ることができるが、自社株買いの場合は、現金化するかどうかの選択
- 30 について株主が決めることができる。

出典「株式公開用語辞典」

メリット

- ・市場で買い勢力が強まり、株価の上昇が期待できる
- 5
- ・自社株買いを行った後の効果が永続的である
 - ・自社株買いに使われたお金には税金がかからない

デメリット

- ・現金による還元比べて、メリットが株主に伝わりづらい
- 10
- ・バランスシートが圧縮され、自己資本比率等が下がる

株主優待とは

- 配当とは別に、株主に対して行なう優待のこと。決算日と同じ日に設定された基準日に、権利を確定した株主に対して、持ち株数に応じ優待品を無料配布すること。その企業が取り扱う商品、食事券・割引券・入場券ほか、お米・図書券など幅広い。全上場企業の約4分の1以上が実施している。
- 15

大半の企業は

- (1) 自社、自社製品の知名度向上
 - (2) 個人株主を増やす
- 20
- (3) 総株主数を増加させる

以上の3つを主に考慮して株主優待を行っている。

出典「ASCII.jp デジタル用語辞典」

メリット

- 25
- ・単元株だけ保有した場合に、総合利回り（配当＋優待分）が魅力的な水準となる。
 - ・優待券や割引券の場合、店舗利用を通して、企業を理解して貰える。
- また株主＝顧客として取り込むことにより、売り上げアップが期待できる

- 30
- デメリット

・取締役会の判断で、突然、内容が改悪・廃止されることがある（即座に株価の反映される）。

・優待制度の維持に経費がかかる。

5 上記で述べた主な3つの還元策のメリット・デメリットを述べたが、これからは日本企業がとるべき株主還元策とはなにかを考える。

日本企業は、ある程度の余裕資金ができ、株主からの配当を求める声が大きくなってくると安易に配当を行ってしまいがちである。

以下では企業の成長段階を4つ分けて株主還元と企業の成長の関係性について

10 みていきたい。

①黎明期

黎明期は創業からIPO前までといったイメージである。

15 この時期は事業資金も十分とは言えず、資金をできるだけ事業拡大のために使うべきであり、多少の余裕資金があっても将来の危機に備えて内部留保しておくべき時期である。

投資家もキャピタルゲインを目的に投資をしており、配当は期待していません。

その意味での黎明期の会社は、配当・自社株買いは全く考えずに事業拡大のための資金活用をひたすら考えるべきである。

20

②成長期

成長期の時期は、IPO直前くらいから事業が急成長している時期である。

25 この時期は事業が拡大しており、一定の利益が出てきているため配当の原資等は確保されている。

その一方で、余剰資金を使って事業拡大のための再投資をしていくとしても、なかなか投資先や資金の使い道は見つからない。

このような場合に、余剰資金が積み増されていき、株主からも資金があるのなら株主に還元してほしいという声が強まる。

30 ここで株主の意向を重視してしまうと今後、資金が不足になり、会社の経営が

怪しくなる。

イノベーションを起こして爆発的に成長させる、あるいは今までの成長を維持するのであれば、資金は必ず必要になる。資金が必要になったタイミングで市場から調達するという方法もありますが、ここでは資金を留保するほうが良い
5 としたい。

但し、むやみに資金保留しても株主からの還元要求の声は強まるばかりだ。

このような場合、株主に対して明確な資金の使い道や、企業の将来性を株主に明示しなければならない。

株主還元を考える際には、会社の長期的な成長の意思やその機会を勘案したうえで慎重に決定すべきだろう。
10

③成熟期

企業がある程度成長して、そこから思い描いている成長ができない時期。

成熟期を迎えた企業というのは、株主に対して成長の期待を抱かせることがもはやできなくなっている。
15

そしてこのような会社は、新規事業の開発等のための設備投資や研究開発というのは、それほど大きな支出ではなくなってきており、資金が一定内部に留保されている状況である。

このような会社は、成長の可能性が小さくなってきているためマーケットからの評価も下がってきています。その意味で、配当や自社株買いを行うことで、株価収益率を向上させ株価を上昇、維持するという戦略が必要になっている。
20

また財務面に関しても、上記のようにこのような会社は一定内部留保が積み増されていっている一方で、新規投資の機会が減少しているため、配当や自社株買いを行わない場合、ROE等の効率性や投資家の収益性を見る指標がどんどん悪化していく。
25

その意味でも、このような成熟期に入った会社は、配当や自社株買いによる株主還元を考えるべき時になっている。

30 このような企業の検討の順番ですが、まずは自社株買いによる株主還元を検討

すべきである。

自社株買いは会社の財務状況に応じてフレキシブルに行えるという点で配当よりも行いやすい施策であると考ええる。

- 5 また、この自社株買いをやる際に、財務戦略と一緒に開示を行うとより効果的である。

日本の企業は自社株買いを単発的に実施して、継続的な実施のストーリーというものは投資家に示していない。しかし、投資家からすれば継続的な財務施策の方がより評価は高くなる。

- 10 具体的には、自社株買いを行う際に今後の財務戦略として、現預金の一部について配当とすることや、ROE（自己資本利益率）の目標率を設定して余剰資金の見直しすることである。自社株買いを行い、それでもなお使い切れないような余剰資金がある場合には、配当を検討するとう順番での検討が成熟期の会社にとってはよいかと思う。

15

④ 衰退期

衰退期というのは、営業キャッシュフローもマイナスになってきており、資金繰りが悪化している時期である。

- 20 このような企業は、配当等を行い、資金を外部に流出させるような余裕はないので、配当や自社株買いは行わずに、できるだけ資金を会社の延命のために使うというのが実務上の対応化がよいと考える。

以上のように、会社の置かれているそれぞれのステージによって株主が求める期待リターンは異なりますので、それぞれの状況に応じて株主還元策を考える

- 25 というのがよいだろう。

30

2章 プリンシパル・エージェント問題

2-1 コーポレートガバナンスの定義

5 コーポレートガバナンス（企業統治）の定義や目的は人の立場によって異なる。株主は利益を向上させるよう要求する。しかし従業員は雇用の安定、労働条件の向上を望む。取引先企業、金融機関、企業が立地する地域公共団体なども税収や雇用の創造を企業に期待する。したがってコーポレートガバナンスの定義はいかなる立場からなされるのかが重要である。

10 コーポレートガバナンスを最高経営責任者の役割、すなわち経営者機能の一つと考える。経営者機能とはコーポレートガバナンス、企業理念、企業文化、企業戦略の5機能を意味する。これらを定義するとコーポレートガバナンスとは、最高経営者が前述の企業理念、企業文化、企業倫理を体現または進化させ会社の法的、経済的責任を果たしているか取締役を通じて行う監督機能とその制度である。企業理念とは、企業の目的、主催者、中心的利害関係者、統治、
15 戦略および価値観などに関して成分化された基本の方針である。企業文化とは、企業理念に基づき形成され最高経営者から従業員にまで共有し実践され伝承された行動様式である。企業理念とは、会社の意思決定と経営行動が社会的に望ましく、正しいとされる規制と実践のための制度である。企業戦略とは、市場および経営環境への企業の適応行動を意味する。ではコーポレートガバナンス
20 の目的とはなんだろうか。大きく分けて3安定性・健全性・妥当性の3つである。安定性は倒産・破綻リスクの回避でありこれは最低限の目的である。健全性は違法・非倫理的行為を防止することである。妥当性は適切な企業戦略により成長性と長期的、短期的利益を実現することである。以上のことがコーポレートガバナンスの目的である。

25 コーポレートガバナンスにおける最も基本的な問題は企業の存在、存続、繁栄を可能にする利害関係者は誰かを明確にすることである。企業における主権としては、株主主権・従業員主権・消費者主権がある。この中で最も正当化、利害関係があるのは消費者である。顧客がいなければ企業は存続できない。よって企業はまず消費者が企業を存続させていると認識しなければならない。2
30 つ目に情報の非対称性が挙げられる。最高経営責任者は社外取締役に対して、

情報処理において常に優越した立場にある。第一に最高経営責任者が取締役会議の議題を決定することがある。この段階で最高経営責任者は自分に都合の悪いことは議題に出さないだろう。第二に最高経営責任者による都合のよい情報のみを提供する情報操作である。第三に最高経営責任者が議論の司会をするので、この過程で自分に都合がよいよう誘導することもできる。以上のことを最高経営責任者にされてしまうと、過去にアメリカにおけるエンロンその他の不祥事や日本における大規模な企業不祥事が起こってしまった。このような状況では社外取締役に依存する企業統治は無力となる。よって最高経営責任者による情報の非対称性をいかに防止するかが課題である。

10

2-2 コーポレートガバナンスは万能薬か

結論から言うとコーポレートガバナンスは万能ではない。コーポレートガバナンスのみが企業の経営成果なっているわけではない。トヨタとキヤノンを例に挙げる。この2社は長期にわたり高い経営成果を実現している。つまり両社にはコーポレートガバナンスに代わる強力な企業文化、起業倫理、企業理念がありこれに基づく企業戦略が実践されていると考える。よってコーポレートガバナンスが万能薬とは一概に言えず、経営成果を向上させるための一つの要因でしかない。つまりコーポレートガバナンスの役割は顧客満足度を中心とする企業理念が実践され、不正、非倫理的行為がなされていないかを監視すること

15

20

にある。

最後にコーポレートガバナンスの光と闇について論じる。日本におけるコーポレートガバナンスの貢献は企業の透明性の向上である。90年代に比較し最近の上場企業の透明性は大きく向上した。また取締役会の改革も進み、委員会設置会社が新設されアメリカ流のコーポレートガバナンスが形式として実現された。しかしコーポレートガバナンスに過度な期待はできない。このことは2008年のアメリカ発の金融危機より明確である。2001年から翌年にかけてエンロン、ワールドコムなどの不正会計、その対応としてさまざまなコーポレートガバナンスおよび内部統制の強化を図る制度化をしたが、この金融危機は未然に防止できなかつたのである。住宅ローンの専門金融機関は支払いできない低所得者の知識不足につけこんだ。銀行はこれらの不履行の可能性の高い債権を他のよ

25

30

り返済可能性の高い債権と混合し証券化したのである。格付け会社はこのような証券にAAやトリプルAなどの実態とはかけ離れた優良な格付けをした。このような優良な証券を投資銀行や一般の銀行は内容を審査することなく大量に購入した。住宅ローンの支払い不能が増加すると同時に住宅バブルははじけた。

5 これら金融機関の取締役会には過半数の社外取締役がいたが、これらは機能しなかった。以上のことからコーポレートガバナンスには光と闇の部分がある。

2-3 プリンシパル・エージェント定義

プリンシパルとは依頼人でエージェントは代理人である。エイジェンシー関係とは依頼人が代理人に意思決定の権限を委譲することにより、なんらかの仕事を依頼人に代わり実施される契約関係である。アメリカのエイジェンシー理論においては、一般に企業は株式公開企業、依頼人は株主、代理人は経営者である。エイジェンシー理論の基礎をなす人間観は自己効用の極大化を優先する人間行動である。経営者による自己利益追求行動には経営者としての、地位安定化、企業規模の拡大、またはリスク回避的経営行動、フリーキャッシュフローの浪費、過大報酬、経営者特典、非倫理的行動・違法行動がある。以上のことからパーリとミーンズは、経営者は必ずしも株主の利益を実現するように行動しないと指摘した。

10

15

20 2-4 プリンシパル・エージェント問題

株主と経営者との間には二つの問題が生じる。第一は経営者が採用される時点で生じる問題であり、株主が経営者候補者の真の能力や努力の程度能力を知りえないことである。これを逆選択という。第二の問題は採用後においても株主は経営者の行動を観察することが困難かつ高価であり、十分な監視ができないことである。この結果経営者が株主の利益に反した怠慢や機会主義的行動をとる可能性、すなわちモラルハザードが生じる。逆選択もモラルハザードも、株主による経営者の活動の観察不能性と経営者の能力や努力に関して株主が知り得ない情報がある。このような状態を情報の非対称性と呼ぶ。

25

エイジェンシー理論の問題として株主と経営者の利益を一致させるために経営者に対する動機づけをいかに設計するか、経営者の活動をいかに監視するか、

30

エイジェンシー費用およびその他の残余費用をいかに低く抑えるかである。これらの問題が解消されることにより経営者の利益と株主の利益の一致が図られる。原因としては所有と経営の分離、株主分散によるモニタリングの困難さ、取締役会が機能しない（実質的に社内役員が中心）、経営者報酬が株主価値や企業価値とリンクしてないが挙げられる。

5 ではプリンシパル・エージェント問題を解決するにはどのような解決策があるのだろうか。具体例として二つ挙げる。一つ目は経営者の取り分を株価に連動させる等、報酬の支払い方を工夫することである。例えば、ストックオプションを経営者に付与する等の工夫である。「ストックオプション」とは、正式に

10 は「新株予約権」の一種で、会社が個人に対して特定の金額で自社の株式を購入する権利を与えることである。Aさんに入社と引き替えにストックオプションとして自社株を100円で購入する権利（行使価額100円）を10,000株分与

15 たとします。Aさんは自社の株式が市場公開された後で、この株を行使価額で取得し、市場で売却することによってキャピタルゲイン（値上がり益）を得る

20 ことが可能である。たとえば、株式公開後の市場価格が2,000円だった場合、Aさんは1株あたり100円で自社株を会社から10,000株買い取り、それを市場で売却すると、1株あたり1,900円の利益、トータルで1,900万円のキャピタルゲインを得ることが可能である。将来の株式公開による株価の上昇を期待することができれば、Aさんにとってはこのストックオプションは入社条件として魅力的なものになるだろう。また、Aさんにとっては株価の値上がりが自分の利益につながる

25 ので、将来の株価の値上がりのためにも業績向上を図ろうとするインセンティブが働くようになる。Aさんに対する報酬の支払いも、「株式公開」という会社にとって資金調達

30 のタイミングでの「後払い」で済むため、資金力の乏しいベンチャー企業にとくに有効な制度となる。しかしストックオプションは新株予約権の一部であるため、実際の発行や運用には株式に対する法律的な知識が不可欠となる。また、新株予約権の譲渡制限をつける場合には、取締役会もしくは株主総会での決議が必要になるなど、その制度運用は簡単なものではない。二つ目は、モニタリング等を行って経営者の行動をできるだけ把握できるようにすることである。例えば社会取締役導入や取締役会の役割等

りの程度、それぞれの企業が設計するものであるのに対して、機関設計の問題は法的に設定される場合が多いため、コーポレートガバナンスに関する法律問題として扱われる場合が多い。モニタリングは今までの設定は、エージェントがどのような努力を選択したかをまったく知ることができず、使うことのできる情報はプロジェクトが成功したかどうかだけであった。しかし、ある程度のコストをかけて組織構造等を整備すれば完全にはいかないまでも、部分的にはエージェントがどの程度努力したかという情報が得られるかもしれない。

2-5 日本版スチュワードシップ・コードの定義

10 金融庁から出された「日本版スチュワードシップ・コード」の冒頭は、コードを履行するために必要とされる「スチュワードシップ責任」の定義が書かれている。定義としては機関投資家が投資先の日本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。本コードは、機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として「スチュワードシップ責任」を果たすに当たり有用と定められている。

20 企業の側においては、経営の基本方針や業務執行に関する意思決定を行う取締役会が、経営陣による執行を適切に監督しつつ、適切なガバナンス機能を発揮することにより、企業価値の向上を図る責務を有している。企業側のこうした責務スチュワードシップ・コードに定める機関投資家の責務とは、いわば「車の両輪」であり、両者が適切に相まって質の高い企業統治が実現され、企業の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの確保が図られていくことが期待される。スチュワードシップ・コードは、こうした観点から、機関投資家と投資先企業との間で建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)が行われることを促すものであり、機関投資家が投資先企業の経営の細部にまで介入することを意図するものではない。

30 スチュワードシップ・コードにおいて機関投資家は、資金の運用等を受託し自ら企業への投資を担う「資産運用者としての機関投資家」(投資運用会社など)

である場合と、当該資金の出し手を含む「資産保有者としての機関投資家」（年金基金や保険会社など）である場合に分けられる。このうち、「資産運用者としての機関投資家」には、投資先企業との日々の建設的な対話等を通じて、当該企業の企業価値の向上に寄与することが期待される。また、「資産保有者との機関投資家」には、スチュワードシップ責任を果たす上での基本的な方針を示した上で、自ら、あるいは委託先である「資産運用者としての機関投資家」の行動を通じて、投資先企業の企業価値の向上に寄与することが期待される。資産運用者としての機関投資家は、「資産保有者としての機関投資家」の期待するサービスを提供できるよう、その意向の適切な把握などに努めるべきであり、

5

また、「資産保有者としての機関投資家」は、「資産運用者としての機関投資家」の評価に当たり、短期的な視点のみに偏ることなく、本コードの趣旨を踏まえた評価に努めるべきである。機関投資家による実効性のある適切なスチュワードシップ活動は、最終的には顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を目指すものである。したがって、スチュワードシップ活動の実施に伴う適正な

10

コストは、投資に必要なコストであるという意識を機関投資家と顧客・受益者の双方において共有すべきである。

15

■ 機関投資家のあるべき姿を示した スチュワードシップ・コードの7つの原則とは

原則 1	スチュワードシップ責任を果たすための方針を公表すべき
原則 2	スチュワードシップ責任を果たすうえで管理すべき利益相反について方針を公表すべき
原則 3	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
原則 4	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
原則 5	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
原則 6	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に報告を行うべき
原則 7	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

<http://toyokeizai.net/articles/-/49162>

2-6 日本版スチュワードシップ・コード導入の背景と意義

- 5 日本版スチュワードシップ・コードの導入にあたっては、2010年に世界で初めて策定された英国版スチュワードシップ・コードが参照された。ただし各原則の細目や解釈においては異なる点がある。日本版には独自の「原則 7：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」が追加されている。英国版スチュワードシップ・コードを参考としつつ、日本の資本
- 10 市場の実情を踏まえたうえで策定されている。日本版スチュワードシップ・コードの中にある原則で「スチュワードシップ責任」を果たすには「原則 3：当該企業の状況を的確に把握する」「原則 7：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」の確実な実施が不可欠であり、この「原則
- 15 3」と「原則 7」をしっかりと実行することが、「原則 4：建設的な目的を持った対話」の履行につながる。

安倍政権は、日本経済・産業競争力の復権に向けて大胆な金融政策（第 1 の

矢)、機動的な財政政策(第2の矢)に次ぐ、第3の矢として2013年6月に「日本再興戦略」を発表した。「グローバル競争に勝ち抜ける製造業を復活させ、付加価値の高いサービス産業を創出すること」を一つの大きな目標として目指し、この実行プランとして日本版スチュワードシップも誕生した。スチュワードシップ・コード導入の思想の背景には、古くて新しい課題がある。「自由 VS 社会」である。最近だとマイケル・サンデル教授、古くは近代経済学の父・ケインズ、経済学の父・アダム・スミスまでさかのぼる。このような「自由 VS 社会」の対立が生じた場合の問題解決方法は、市場の一段自由化ではない。処方箋は社会的厚生価値最大化の観点から見た適正な行動への是正となる。スチュワードシップ・コードの目指す過程で「投資家の役割」と「投資家の社会的存在意義」にかかわる問題がある。実際金融商品取引法などにより、決済情報等の開示制度が定められているが、これは投資家への投資情報提供とそれに伴う「投資家と企業の対話」が、社会的に意義があると判断されているためである。スチュワードシップ・コード導入の意義を考えるには、まず社会における「企業と投資家の役割」を確認する必要がある。

企業の役割：事業の目利きとして企業は企業価値最大化という目的達成のため日々、全力で事業拡大に取り組んでいる。「事業の目利き」である企業は、ビジネス・チャンスライバル企業より一瞬でも早く見つけ、見極め投資を行い、事業拡大をはかる。この事業拡大時には、企業は雇用拡大(失業率の低下)利益増加による納税増加という経路を通じ、国富拡大・社会に貢献することになる。

投資家の役割：企業の目利きでは企業サイドの事業拡大に向けた動きをファイナンス面から支えるのが投資家である。投資家は投資情報の分析を通じ企業の発掘を行う。いわゆる「企業の目利き」である。そして有望な企業を発見した場合には、応援(投資)し成長をサポートする。経営方針について投資家としての意見を伝えることもある。この結果、投資した企業が順調に成長すれば成果を「投資リターン」という形で獲得し、資金の拠出者である「年金資金・個人等の受益者」に還元し、その財産を増加させることになる。このように企業の成長サポート、国民の財産拡大を通じ投資家もまた国富の拡大・社会に貢献している。社会的富を最大化するには「企業の役割」と「投資家の役割」を

うまく噛み合わせ循環させる必要がある。この企業と投資家の活動をつなぐ架け橋が「企業と投資家の対話」にある。しかしこの架け橋であるはずの「企業と投資家の対話」が噛み合わなくなり、投資家の本来あるべき社会的な役割（企業の目利き）の履行も難しくなっていたのである。さらにスチュワードシップ・コード導入は、株式保有構造の変化を背景に企業と対話できる能力を持った機関投資家の役割の再活性化をはかり本来あるべき資本市場の機能を取り戻そうとする施策である。わが国では、すでに多くの投資家がスチュワードシップ・コードを受け入れ、2015年にはコーポレートガバナンス・コードも策定されている。日本でもようやくコーポレートガバナンスの実効性に関する議論ができる土台が形成されつつある。そのような中コーポレートガバナンスの核となる取締役会がどのように役割を果たし企業価値の向上に貢献していくかに関心が寄せられている。取締役会は政府の日本再興戦略の重要な目標であり、またコーポレートガバナンスの究極の目的でもある「企業の稼ぐ力＝収益力」の強化に大きく貢献することが期待されている。

15

3章 海外比較

第2章でふれたように企業と株主の関係性を語るうえでも、プリンシパルエージェント問題について論じるうえでもコーポレートガバナンスは重要なキーワードである。そこで、私たちは第3章で海外市場のコーポレートガバナンスの具体例、歴史的背景を示し、日本との違いを明らかにする。海外市場のコーポレートガバナンスの具体例としてイギリスとアメリカ、そしてドイツを取り上げる。この3か国をあげた理由は、イギリスとアメリカのコーポレートガバナンスは対極であるとされているためであり、ドイツのコーポレートガバナンスは日本と似ているとされているためである。章の進め方としては、イギリス、アメリカ、ドイツの順に進めていく。

20

25

3-1 イギリスのコーポレートガバナンス

イギリスは、18世紀の産業革命によって工場制を普及させ、世界の工場と呼ばれるほど産業国家としての地位を築いていた。しかし、19世紀末以降、アメ

30

リカやドイツが産業国家として台頭、また、第2次世界大戦後には日本や新興工業国の急成長もあり、イギリスの製造業の競争力は低下してしまった。このような国際競争力の低下していたなか、サッチャー政権が登場した。サッチャー政権はイギリス経済社会の再工業化を掲げ、主要な政策として「民営化」がとられた。しかし、この「民営化」がコーポレートガバナンス上の問題を浮き彫りにするに至った。サッチャー政権の民営化政策によって、多くの民営化されたばかりの公益企業ではリストラが行われていたのに対し、トップの経営陣の報酬は減るどころか増える一方であった。このような問題はイギリスのコーポレートガバナンス3委員会の一つであるグリーンブリー委員会が発足する契機となった。イギリス企業の民営化は、コーポレートガバナンス問題の一つである取締役報酬の問題を浮き彫りにしたといえる。

BCCI とマックスウェルによるスキャンダルによって発足したキャドバリー委員会による「コーポレートガバナンスの財務的側面」という報告は、企業のガバナンスに関心を集めた。キャドバリー委員会では、不正行為に対する取締役や監査役の有効な機能、機関投資家の利益の保証、今後の改善という問題について議論が行われた。その結果として、企業が守るべき行動指針として「最善行動規範」が定められた。

上場会社のコーポレートガバナンスの望ましいモデルは、1998年6月に定められた統合規範に示されている。この統合規範には、会社と株主双方が遵守すべきコーポレートガバナンスの原則及び、ベスト・プラクティス（最善の行動規範）が規定されている。会社に対する統合規範としては、取締役会の構成、取締役の報酬、株主との関係、監査及びベスト・プラクティスが定められている。一方の株主に対する統合規範としては、議決権行使の責任、会社との対話が定められている。イギリスのコーポレートガバナンスでは、上場企業に対して、アニュアルレポートで統合規範をどの程度遵守しているのか、また、遵守していない場合は理由を説明するように求めている。アニュアルレポートとは、経営内容についての総合的な情報を掲載した冊子のことである。イギリスの統合規範に規定されるコーポレートガバナンスは強制適用ではなく、開示基準という位置付けであった。しかし、リーマンショック以降、金融機関の短期利益を追求した過剰なリスクテイクによって実質的に破綻する銀行が続出した。こ

のような事態になったのは経営監視体制や取締役の報酬制度などのコーポレートガバナンスの欠如が原因とされ、新たな規律づくりを求める声があがった。

- 5 新たな規律づくりを求める声に対して FRC は、統合規範を投資家側の「スチュワードシップコード」と発行体側の「コーポレートガバナンスコード」にわけた。コーポレートガバナンスコードについては第 4 章において企業と株主双方にとって望ましい株主還元のあり方のための方策として論じる。

3-2 アメリカのコーポレートガバナンスコード

- 10 企業のコーポレートガバナンス議論は、大きくストックホルダーサイドとステークホルダーサイドに分けることができるが、アメリカのコーポレートガバナンスコードは、ストックホルダーサイドに位置する。アメリカは、エンロンの破綻やワールドコムの子飾決算で企業社会という社会構造が揺れているが、証券取引委員会 (SEC) やニューヨーク証券取引所 (NYSE)、ナスダック
- 15 (NASDAQ)、財務会計基準審査会 (FASB) などの関連規則によって、ストックホルダー保護や情報開示が徹底している。伝統的なウォール・ストリート・ルールでは、投資家は業績が悪い経営者に対して株式の売却によって対応するという手段であった。しかし、近年投資家が大株主になることによって、低業績や最高経営責任者への不満を、株式を保有したまま発言権を強めている。

- 20 「アメリカでは会計基準準拠した決算情報である年次報告書 (Annual Report) は、定期株主総会招集通知書 (Proxy Statement) に添付して、送付しなければならないし、4 半期報告書も一定期日までに株主に送付しなければならないという、ストックホルダーの位置付けがあるが、アメリカにおける企業のコーポレート・ガバナンスへの関心は、1. 株主と経営者の利害の衝突、2.
- 25 株主利益重視と企業の長期的利益との矛盾、3. 機関投資家の発言力の増大、4. 国際競争力の低下、5. 経営者の利己利益追求行動、6. 企業買収の利点と欠点という 6 項目が背景にあげられる。」(コーポレート・ガバナンスの国際比較 英、米、独、仏、日の企業と経営・高橋俊夫・2006・50 ページ) コーポレートガバナンスに対する関心があるなかで、エンロンのスキャンダルは経営者の問題を
- 30 浮き彫りにし、コーポレートガバナンス上の問題として位置付けられた。

新しいビジネスモデルとして位置付けられていたエンロンの破綻は、コーポレートガバナンスへの新たな関心を集めた。エンロンの破綻にみられたように企業監視者の機能不全を背景に制定されたのが、サーベンス・オックスリー法である。機能不全として指摘されたのは、取締役会の機能不全、監査法人の機能不全、インベスト・バンキングの機能不全、証券アナリストの機能不全、信用格付け機関の機能不全、SECの機能不全、弁護士事務所の機能不全であった。サーベンス・オックスリー法は11章64項で構成されているが、注目すべきは第3章第302条「財務諸表に関する企業責任(民事責任)」、第4章第404条「内部統制に関する経営者評価」、第9章第906条「財務報告に関する企業責任(刑事責任)」の3条である。この3条では、経営者は企業の財政状態や経営状態を適正に表示していることを宣誓し、もしも違反した場合は刑事責任に問われるということを規定している。

イギリスのコーポレートガバナンスは強制適用ではなく、開示基準という位置付けであったうえに法的に罰するという内容ではなかった。これに対し、アメリカはサーベンス・オックスリー法によって法的効力をもっているという大きな違いがあるのである。

3-3 ドイツのコーポレートガバナンス

1990年代に入ってから加速し、進展した経済のグローバル化、資本市場の影響力拡大は、ドイツにおいても企業を取り巻く環境を一変させ、企業統治問題に関わる議論が盛んになった。その背景として、「①冷戦構造の崩壊あるいはITの進展を背景として、質量ともに拡大した経済活動のグローバル化に伴う、企業の利害関係者のあり方(質・範囲)の変化、②企業不祥事を生む構造自体は従来から存在していたが、その不祥事が当該企業に与える負の影響が、株価の下落、取引先との解消、消費者による商品・サービスの不買運動等多岐にわたるようになり、こうした一連の動向が当該企業の事業の継続性に重大な障害に発展するようになったこと、③経済活動のグローバル化に伴い、企業が自国以外に経済活動のフィールドを求めるようになったことに加えて、資金調達手段が多岐にわたるようになったことにより、株式市場の不確実性に企業が直接晒されるようになったこと」(コーポレート・ガバナンスの国際比較 英、米、独、

仏、日の企業と経営・高橋俊夫・2006・88 ページ)があげられる。ドイツは、雇用の不安に晒される一方、グローバル化した資本市場からの影響力の拡大を受けて、部分的にアングロ・サクソン型の経営モデルを受け入れざるを得なかった。この点は、中国市場の拡大と資本市場の影響力拡大といった日本企業を取り巻く環境の変化と似ている。

日本において、1980年代後半の過剰投機によるバブルの発生と崩壊という過程のなかで、企業の不祥事が表面化した。この過程の中で、ステークホルダーの被害が拡大したことを受け、経営者に対する監視行動の必要性が強く認識されてきた。ドイツでも同様に、メイゼルシャフト社の不祥事によっていくつかの大企業で不正な経営行動が表面化した。また、経済のグローバル化によって企業の資金調達方法は多様化、複雑化したため、企業の経営活動の透明性が求められ、企業の在り方に対する議論が高まった。

ドイツ企業について論じていくうえで、重要なキーワードとされているのが金融支配である。ドイツの大企業は、共同決定法に基づき、労使双方からの出身者によって監査役会が設置されている。この監査役会を構成するメンバーのうち、大銀行出身者は、監査役会会長に就任することが多いとされている。こうした監査役会の構成は、大銀行の人的関与によって企業への強い影響力行使を容易にさせる。ドイツの企業統治が機関志向的であるとされる理由には、こうした金融支配がある。このような大銀行の産業界への大きな影響力や過度な関与は、不公正さを呼び起こす原因になりえるとして批判が集中した。

金融支配の原因となった労使共同決定制度であったが、企業統治とのかかわりの中で世界的に注目され、論じられるようになってきた。しかし、近年、労使共同決定制度が揺らいでいるのである。冷戦終結後の急速なグローバル化に伴う EU 市場開放と通貨統一による労働の流動化現象、また、ドイツ企業の海外移転と事業展開による国内空洞化問題が深刻化している。これらの問題は、ドイツにおいて株主重視経営、株価重視経営を志向すべきといった議論を活発にしている。伝統的な労使共同決定制度は大きな転換期にあるといえる。

3-4 日本とドイツの共通点と相違点

この節では、比較的似ているといわれる日本とドイツの共通点と相違点を明

らかにする。まずは類似点から明らかにしていく。

- 5 ① 特定の企業に強くコミットし、戦略的利益を重視する株主が存在する。こうした安定株主の存在により、市場が企業を自由に支配することが制限されている
- ② 銀行はガバナンスの中で中心的な役割を果たし、企業が資金を外部調達する際の重要な資金供給者となっている
- 10 ③ 企業の意思決定において従業員の意見が反映され、そのことが従業員に企業「市民」としての企業への忠誠・一体感を支えている。このことは比較的長い就業年数、景気に左右されにくい雇用という特徴に反映されている
- ④ 経営者は、高品質製品市場、高度技能を持った労働者の雇用、安定的な組織間の関係構築を目指す戦略をとることで、以上のようなステークホルダーの仲介者としての働きをする。管理者のキャリアはほとんどが彼らの企業
- 15 内部固有のものであり、戦略的業務と日常業務運営の区別があまり無い。

http://www.rieti.go.jp/jp/columns/a01_0057.htmlより引用

- 日本もドイツもノンリベラルモデルということができる。両国とも制度によって生産要素としての労働・資本の動きが硬直的、非流動的になっている。これに対して、株主は、投資先の企業に強く関与し、保有株を売却せずに発言権
- 20 を行使する。この点にアメリカとの違いが見受けられる。

次に、相違点を明らかにする。

25

- ① ドイツにおいては、所有権は家族や縦型の巨大複合企業（コンツェルン）のようなブロックホルダーと称される株主によって集中的に保有される傾向がある。これに対し、日本の系列グループによる所有は、株式持合いを通してより拡散したかたちになっている。
- 30 ② ドイツのユニバーサルバンクは貸出、大口株式の保有、取締役会における

発言、委任投票権の行使等を行う。一方、日本のメインバンクは貸出しや株式持合いを通じた関わりを持つが、取締役会への関わりや委任投票権の行使という側面における役割は小さい。

- 5 ③ ドイツにおいては、労働者の経営参加（共同決定）は、経営協議会における情報・協議・共同決定に関する権利を定めた制度において明確に法的権利として与えられている。従業員はまた、経営会議の3分の1から2分の1の議席を保持し、他の株主とともに経営陣の任命・監視に携わり、ビジネス上のアドバイスを提言し、重要な戦略事項の決定に関わる。日本における従業員の経営参加の権利はより弱く、制度化されたものではない。
- 10 ④ ドイツにおける労使関係は、あまり個々の企業に依存していない。業界横断的な組合が経営者の団体と業界で統一的な団体交渉による協約を結ぶため、賃金は業界内においては企業の枠を越えて概ね同じ水準で、年齢より職種にリンクしたものになっている。従業員研修についても、広く一般に認知されている職業プロフィールによって規格化されている。日本においては、団体交渉、賃金および研修は、いずれも企業単位で決められ、企業内労働市場の細分化を助長している。
- 15 ⑤ ドイツでは、取締役会は二層構造であり、経営に対する監督および助言的役割を持つ「経営会議」と経営自体を行う「執行会議」の役割が法的に分割されている。多くの社外役員を含む「経営会議」により大きな権限が与えられている。日本では、経営に対する監督および助言の機能は主に法定監査人に求められるのであろうが、法定監査人は経営陣を任命・免職する権限を持っていない。
- 20

http://www.rieti.go.jp/jp/columns/a01_0057.htmlより引用

- 25 明らかになった相違点より、日本は「企業共同体」、ドイツは「法治企業」として表すことができる。日本では、株主の発言権は密接な社内相互依存関係に左右される傾向がある。例えば、安定株主は株主持合い関係から抜けることは簡単ではなく、従業員の会社への関わりは年功序列賃金などの制度によって促進している。一方のドイツでは、資本家と従業員の発言権は政治を通じて支えられている。企業は、多くの統治機能を社内にとどま
- 30

らず、業界団体や社会保障制度へと広げ、社会的利益を取り込んでいる。

4章 望ましい株主還元の在り方

4章では、まず企業と株主の統合規範を定めるコーポレートガバナンス・コードについて示す。我々は、望ましい株主還元策という解決策を求めるうえで、根底にあるコーポレートガバナンス・コードについて知ることが重要だと考えた。そして、次に企業が株主に対して株主還元しているかいないのかを知るうえでの重要な指標である配当性向について論じる。そして、最後に企業と株主との間の情報の非対称性を少なくする効果が期待できる株式公開について論じる。

4-1 コーポレートガバナンス・コード

コーポレートガバナンス・コードのもととなったのはイギリスの統合規範であり、一連の金融危機によって統合規範を、機関投資家を対象とするスチュワードシップ・コードと企業を対象とするコーポレートガバナンス・コードに分けたということはすでに3章で触れている。コーポレートガバナンス・コードは現在70か国にのぼる国で導入されている。それぞれの国によって内容は違うであろうが、コーポレートガバナンス・コードがコーポレートガバナンスの改善に効果があるということの証明ではないだろうか。

コーポレートガバナンス・コードの定義

コーポレートガバナンス・コードは、5つの基本原則と基本原則の内容を詳細に規定した30の原則、また、原則の意味を明確にするため補充された38の原則からなる。コーポレートガバナンス・コードの特徴として挙げられるのは、「コンプライ・オア・エクスプレイン」という手法を用いている点である。この手法は2章で触れた日本版スチュワードシップ・コードでも用いられている。企業にとって難しいのが、自社の状況を把握し、コーポレートガバナンス・コードに従わないと決めた場合に理由を説明するということだ。説明は、株主などのステークホルダーの理解が得られるようにすべきとされている。

コーポレートガバナンス・コードの基本原則

基本原則 1. 「株主の権利・平等性の確保」

基本原則 2. 「株主以外のステークホルダーとの適切な協議」

基本原則 3. 「適切な情報開示と透明性の確保」

5 基本原則 4. 「取締役会等の責務」及び

基本原則 5. 「株主との対話」

<http://business.nikkeibp.co.jp/article/skillup/20150325/279139/?P=2&mds>

より作成

10 基本原則は以上の 5 つからなる。

基本原則 1 は、企業に対して、株主が適切に権利を行使できるような環境づくりを求めている。具体的には、株主総会の招集通知を従来よりも早く発送することで、多くの株を保有する機関投資家などが十分に議案について検討する時間を与え、企業と株主との対話を増やそうとしている。

15 基本原則 2 は、株主以外の従業員や債権者といった様々なステークホルダーとの協議を求めている。また、経営陣と取締役会の間で経営戦略の基本である経営理念を共有しているべきということが述べられている。

基本原則 3 は、企業は法令による開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきであるとしている。基本原則の中でもっとも重要なのは、この原則である
20 と考える。投資家が安心して投資するためには企業についてのさまざまな情報が必要である。情報というのは、利益などのような数字に関する情報だけではなく、経営戦略や経営理念などのような情報も必要である。

基本原則 4 は、企業の取締役会は、経営陣に対して実効性の高い監督を行うなど、その責務、役割を果たすべきであると述べられている。また、独立社外
25 取締役についても触れられていて、独立社外取締役は、独立した客観的な立場において情報交換や認識共有を図るべきと述べられている。

基本原則 5 は、企業は、株主総会以外の場においても、株主と建設的な対話を行うべきであるとされている。株主との建設的な対話については日本版スチュワードシップ・コードでも述べられている。

30 企業にとっては、コーポレートガバナンス・コードによって制約が増えたと感

じるかもしれない。しかし、コーポレートガバナンス・コードにのっとって、株主との対話を深めることができれば、企業にとっては新しい考え方を確立できるかもしれない。一方の株主にとっては、対話によって企業と株主間に情報の非対称性が改善するかもしれない。コーポレートガバナンス・コードによって、企業と株主双方にとって望ましい関係にいきつくことを願う。

4-2 株主還元の指標

- 配当性向 = 配当金支払額 ÷ 当期利益 × 100
 - 総還元性向 = (配当金支払額 + 自社株買い総額) ÷ 当期利益 × 100
- 10 ● DOE = 配当総額 ÷ 株主資本
= 配当総額 ÷ 当期利益 × 当期利益 ÷ 株主資本
= 配当性向 × ROE

<http://keieikanrikaikei.com/kpi-for-shareholder-return> より作成

15 上記の計算式は、企業が利益のうちのどれほどを株主還元に戻しているかを示す指標である。まず、配当性向、総還元性向、DOEの順に説明していく。

配当性向

20 配当性向とは、企業がその期の純利益の中から、配当金をどの程度支払っているかをパーセンテージで表したものである。つまり、企業が一年間で儲けたお金の中から配当金として還元しているのかは、配当性向を見ることでわかる。ただし、配当性向が低い企業はよくないという指標にはならない。なぜなら、1章で述べた成長期にあるような企業では、株主に配当するよりもお金を使って事業の拡大をはかるからである。

25

総還元性向

30 総還元性向とは、企業における株主還元の度合いを表す指標のひとつとして利用される。配当性向が当期純利益に占める配当金の割合を示すのに対して、配当金と自社株買いの金額を合算し、これを当期純利益で割って求める。そして、株主還元と比較的積極的な企業に対しては、投資家の関心が必然的に高ま

ってくることから、企業は安定株主を増やす目的で投資家向けの IR 情報のひとつとして、1 株あたりの配当金の推移と一緒に、総還元性向の推移を表すことが多い。

5 DOE(株主資本配当率)

この指標では、株主が直接払った資金と、本来株主に還元するはずであった利益を再投資して得られた内部留保の合算である株主資本という元手に対して、企業がどれだけの配当金を支払ったのかをみることができる。一般的には、配当性向を用いるが、当期純利益は年度間の変動が大きいため、金額的に安定し

10 ている株主資本を基準にした DOE を用いる。

次に、配当性向を用いて作られた企業ランキングを見てみる。

順位	銘柄名称	株価	配当性向
1	佐藤食品工業	3,080,0	415,09%
2	メディア工房	710,0	396,00%
3	ヤマトインター	413,0	297,76%
4	MICS 化学	287,0	224,08%
5	アルペン	1,940,0	211,30%

<http://minkabu.jp/ranking/settlement/61/1/1/2015/0/1> より一部作成

15 この配当性向ランキングをみてわかるのは、5 位のアルペンを除いて配当性向が高いほど株価が高いということである。配当性向が高いということは株主にとって魅力的であるため、人気な銘柄となり、株価は上がる。配当性向を高くするという事は、企業と株主双方にとってメリットのほうが大きいのではないだろうか。

20

4-3 株式公開の定義

まず「株式を公開する」とはどういうことなのだろうか。未公開会社とはオーナーが株式の大部分を所有しており、その他の同族・知人・従業員といった特定少数者のみで株式を保有している会社で、プライベートカンパニーとも言

われている。このような会社が自社の株式を「株式市場」という場を通じて誰でも自由に売買できるようにすることを決意し、その準備を実行するプロセスが「株式公開における準備」であり、株式市場に自社株式という「商品」をデビューさせることが「株式を公開する」ということである。(株式「上場」という表現もある)。そして株式を公開した会社は、パブリックカンパニーと言われる。もう少し具体的に言うと未公開会社のうちは、オーナーが私財を投入しリスクを冒して自分の会社を拡大しようとする。また会社を拡大するための資金は、親族・知人の資金のほか銀行等からの借入で対応することもある。しかし、これらの対応にも限度がある。会社のさらなる拡大を考えたとき、資金調達や知名度・信用力を向上させる手段として株式公開への道を選択することが考えられる。つまり株式公開は「会社をさらに大きく強化するための重要な経営戦略」である。そしてさらに重要なことは「株式公開に至る準備過程」そのものが、会社をより強化するための経営戦略の実行であるという点である。すなわち株式公開に向けて内部体制を整備するとともに、組織自体をより利益の出る体質に変革していくのである。さらに株式公開を実現することで、パブリックカンパニーとして投資家が魅力を感じる会社になるのである。そして、公開後はタイムリーな会社内容の開示が要求されいようなしに「透明性の高い経営」が求められることになる。このように、会社としての経営戦略の中で株式公開を決意し準備し公開を実現することで、さらに会社が発展していくというシナリオを盛り込んでいければ理想的だといえる。つまり株式公開とは、経営者や経営陣が会社の成長を考えたとき検討すべき重要な経営戦略である。

4-4 株式公開のメリット・デメリット

株式公開を決断する際には、自社においてどのようなメリット・デメリットがあるのかを比較検討することが重要である。そして検討した結果、デメリットがあるとしてもこれを上回るメリットが得られると判断できれば、株式公開の準備に向けて一歩踏み出すこととなる。

まずメリットについて会社は株式を公開することで、社会的信用力が増大するとともに知名度も向上する。知名度の向上とともに、取引所での審査を経た内部管理体制という企業イメージと、基本的な会社情報が公開されていること

から、未公開企業と比較すると社会的信用力が大きく異なる。さらに株式公開により会社の知名度は飛躍的に向上し株価は日々新聞に掲載され、法定開示、適時開示による会社から発信される情報が流されるだけではなく、公開企業の動向として一般記事に取り上げられる可能性が高まる。これに伴い優秀な人材も確保できるようになるのである。つまり株式公開企業の社員として従業員は新たなプライドを持つことができるとともに、ストックオプションや持株会などのインセンティブプランを実行することで、経済的な恩恵も受けられ従業員の士気が向上する。また、公開企業という安心感から新卒採用、中途採用においても公開前よりも優秀な人材の応募が見られるようになり、質の高い人材の確保が可能になる。そして公募による増資などの方式による資金調達が可能になるばかりでなく、信用力の増大により金融機関から借入条件も有利になり結果的に財務体質の強化に繋がる。具体的には株式公開により証券市場を通じた直接金融の道が開かれる。市場での株式売買が確保されることにより、時価発行による公募増資をはじめ資金調達手段としてエクイティファイナンスの利用が容易になる。その結果、自己資本比率が向上し財務体質が改善されるのである。そして、公開後株価が高くなれば株式の資産価値や担保価値が増大する。また、市場価格が公正な時価とされ贈与・存続等の際にはこれを利用できるとともに、いざという時には市場で売却・換金が可能となるため事業承継や存続税対策としての効果もある。この他にも、創業者利潤の実現や従業員の志気向上や内部管理体制の整備などが挙げられる。内部管理体制として公開準備の過程において、証券会社や取引所での審査に耐えうる内部管理体制が構築される。株主総会、取締役会、監査役会等の機関決定及び各種規程 類の整備、内部牽制が確保された業務処理体制の確立、中期経営計画と年度予算制度による利益管理システム、適正な会計処理原則および会計手続の採用など、幅広く経営体質が改善・強化され内部管理体制が充実するのである。

デメリットとしてまず公開会社は常に株主価値増大に向けて努力しなければならないということである。すなわち常に成長の絵を書き続けなければならないのである。次に会社は株式を公開すると株式買い占めにより経営権を奪われる危険性が出てくる。しかしこれに関しては、公開前に安定株主対策を行うことである程度リスク回避は可能である。また、投資家保護の観点から公開会

社は有価証券報告書の提出のほか、タイムリーな会社内容の開示が要求される。これに伴い、いやおうなしに「ガラス張りの経営」が求められ情報開示や内部管理にかかるコストや事務量が増大する。つまり内部管理体制を充実させるためには、営業部門以外の管理部門の業務量を増加させ人件費等のコスト増が避けて通れない。また、公開後は株主数の増加に伴う株主総会関係事務、株式事務の負担が増加するとともに、有価証券報告書などの法定開示書類の作成や適時開示への対応など株式公開企業であるがゆえに必要なディスクロージャー体制を確保する必要がある。この他にも、株主総会運営の負担や IR 関係コストの増大が挙げられる。増大の理由としては上場廃止基準に時価総額や売買高に関する項目があり、株価や売買高の低迷に対しては IR 活動の強化など対応が求められる。また、敵対的買収やインサイダー取引の可能性を事前に察知するべく、日々の株価の動きを会社側で確認することが必要となるからである。このように株式公開をするということは会社にとって必ずしもプラスの面ではないため、株式公開の意思決定段階で自社がどれだけのメリットを享受できるのかを考えるとともに、自社にとってのデメリットについても再確認しそれを公開の準備に繋げていくことが重要である。

終章

我々は 1 章では株主還元の構成、構造変化を論じてきた。そして 2 章、3 章、4 章とではプリンシパル・エージェント問題がありそれを対策するにはコーポレートガバナンス（モニタリングやストックオプション）または日本版スチュワードシップ・コードの導入も対策の一つである。そして海外比較をして日本における望ましい株主還元の在り方を 4 章でまとめている。我々が考える望ましい株主還元の在り方は 3 つある。一つ目は株式公開である。株式公開にはメリット・デメリットがあると 4 章で論じたのだが、株主公開をすることにより透明性の高い経営が求められるので、プリンシパル・エージェント問題の中にある情報の非対称性は減少するのではないだろうか。二つ目はコーポレートガバナンス・コードである。株主の権利や取締役会の役割、役員報酬のあり方など、上場企業が守るべき行動規範を網羅したものである。法的な強制力はない

が、「C o m p l y o r E x p l a i n（同意せよ、さもなければ説明せよ）」との原則に基づき上場企業はコードに同意するか、しない場合はその理由を投資家に説明するよう求められるようになる。これも結果的にプリンシパル・エージェント問題対策となるので望ましい株主還元につながる。最後に3つ目は透明性の高い経営をするために、モニタリングやストックオプションなどする必要がある。モニタリングには莫大な費用がかかるが、費用をかけることにより経営が透明性になりプリンシパル・エージェント問題が減少し、望ましい株式還元につながる可能性がある。さらにストックオプションをすることで権利を付与された取締役や従業員の株価に対する意識は高まり、業績向上のインセンティブとなる。結果として、業績向上が株価上昇につながれば株主にも利益をもたらす。以上を踏まえて我々はプリンシパル・エージェント問題を解決し透明性の高い経営をすることにより株主還元が望ましくなるのではないかと考える。様々な文献、資料を読んではみたが望まし株主還元策で、これが必ず正しいというものもないのではないだろうか。これからのよりよい株主還元策が実現できることを期待する。

参考文献

- 『コーポレート・ガバナンスの進化と日本経済』 福田順
発行所京都大学学術出版界
- [PDF]業績連動比率の推移とその要因 2006年6月30日 広田 seminar 小倉草柳 中澤渡邊
<http://www.waseda.jp/sem-hirota/studies/thesis/ogura-han.pdf>
- [PDF]「業績連動型配当政策」採用企業に見る高収益の背景 落合落合孝彦（青森公立大学）
http://www.b.kobe-u.ac.jp/~keieizaimu/uploads/files/zenkokutaikai/38/31_2.pdf

[PDF]機関投資家の株式所有構造と ROE 常磐大学 澤田茂雄

<http://www.b.kobe-u.ac.jp/~keieizaimu/uploads/files/zenkokutaikai/37/123.pdf>

5 [PDF]日本企業の配当政策 07年度 卒業論文 慶応義塾大学 経済学部
石橋研究会 第8期生 田中佑見

<http://seminar.econ.keio.ac.jp/ishibashi/11th/tanaka.pdf>

10 株式投資の分析と勝つ戦略を徹底解説！ by 岡本隆寛 安定配当 | 株式投資.jp

<http://equity-investment.jp/stock-technical-term/a-o/stable-allotment-2/>

15 経営シミュレーション研修による人材養成プログラム・・・ビジネス用語の解説
安定配当から配当性向へ(業績連動型の配当)、配当利回り、純資産(株主資本)配当率(DOE)とは

http://homepage3.nifty.com/domex/business/yogo_haitou.htm

株主還元(かぶぬしかんげん)とは - コトバンク

20 <https://kotobank.jp/word/%E6%A0%AA%E4%B8%BB%E9%82%84%E5%85%83-803276>

『配当政策とコーポレートガバナンス株主所有権の界限』 宮川壽夫 中央経済社 2012年

25 日本銀行 <http://www.boj.or.jp/index.html/>

株主価値を向上させる配当政策 ゴールドマン・サックス証券会社 クオオンツ・ストラテジスト 諏訪部 貴嗣 (日本証券アナリスト協会検定会員)

<http://www.saa.or.jp/journal/prize/pdf/2006suwabe.pdf>

30

『コーポレート・ファイナンスと企業分析 第2次レベル・第4回 コーポレート・ガバナンス』 第1章 柳川範之 第2～3章 藤田友敬 第4章 杉浦秀徳 上田亮子

<http://www.saa.or.jp/saaj/gentei/dl13/z4.pdf>

5

『J-Net21 中小企業ビジネス支援サイト』

<http://j-net21.smrj.go.jp/well/qa/entry/205.html>

10 『コーポレートガバナンスシステムの在り方に関する研究会 現代経営学とコーポレート・ガバナンス』 砂川伸幸

http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/corporate_gov_sys/pdf/006_03_00.pdf

15 『「責任ある機関投資家」の諸原則<<日本版スチュワードシップ・コード>> ～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～』 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

<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>

『東洋経済 ONLINE』

20 <http://toyokeizai.net/articles/-/49162>

『コーポレートガバナンス』(2009年) 吉森賢 財団法人放送大学教育振興会

25 『英国コーポレートガバナンス・コード改訂の最新動向～2014年9月改訂版とコンサルテーション・ドキュメントの紹介』

http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20141201_009145.pdf

『米国の企業統治 調査報告書』 日本貿易振興会 海外調査部

30 http://www.jetro.go.jp/ext_images/jfile/report/05000623/05000623_001_B

[UP_0.pdf](#)

『株主との対話を促す英国コーポレート・ガバナンスの改訂統合規範』

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2003/2003aut14.pdf>

5

『RIETI 独立行政法人 経済産業研究所』

http://www.rieti.go.jp/jp/columns/a01_0057.html

『コーポレート・ガバナンスの国際比較 米、英、独、仏、日の企業と経営』

10 高橋俊夫 (株)中央経済社

『図解 株式公開のしくみ』2006年 大崎慎一 東洋経済新報社

<http://www.hs-sec.co.jp/hs/index.htm>

15 『「コーポレートガバナンス・コードとは何か」最適なガバナンス体制とは何か
を真剣に考える機会に』

<http://business.nikkeibp.co.jp/article/skillup/20150325/279139/?P=2&mds>

『多様化する株主還元策 配当性向引き上げなど 成長戦略に合わせて変更』

20 <http://keieikanrikaikei.com/kpi-for-shareholder-return>

『みんなの株式』

<http://minkabu.jp/ranking/settlement/61/1/1/2015/0/1>

25 『ステークホルダー型企業の黄昏？－ドイツと日本の比較－』

http://www.rieti.go.jp/jp/columns/a01_0057.html