

平成27年度『証券ゼミナール大会』

株主・企業双方にとって

望ましい株主還元策のあり方について

第7テーマ Aグループ

下関市立大学 西戸ゼミナール 崎村班

## 目次

	はじめに	p2
	第1章：企業が行っている株主還元策について	p4
5	第1節：株主還元策とは	
	第2節：日本の株主還元策が変化した理由	
	第3節：日本の企業がどのような株主還元策を行っているのか	
	第2章：株主重視へのガバナンスの変遷	p8
	第1節：従来の日本的経営	
10	第2節：日本的経営から株主重視の経営への変化の過程	
	第3節：資本の自由化がもたらした日本の経営スタイルへの変化	
	第3章：日本の企業が株主を軽視した理由	p14
	第1節：発行市場の機能不全による、企業中心の経営	
	第2節：経営者を監督する大株主の消滅	
15	第3節：日本人の企業概念や法意識・日本の企業構造	
	第4節：日本の投資家に短期的・投機的傾向があること	
	第5節：株主の株主還元策に対する関わり方	
	第4章：プリンシパル・エージェント問題について	p27
	第1節：株主・経営者間におけるプリンシパル・エージェント問題	
20	第2節：不完全情報経済	
	第3節：不完全情報経済への対応策	
	おわりに：望ましい株主還元策のあり方とは	p43
	参考文献一覧	p47

25

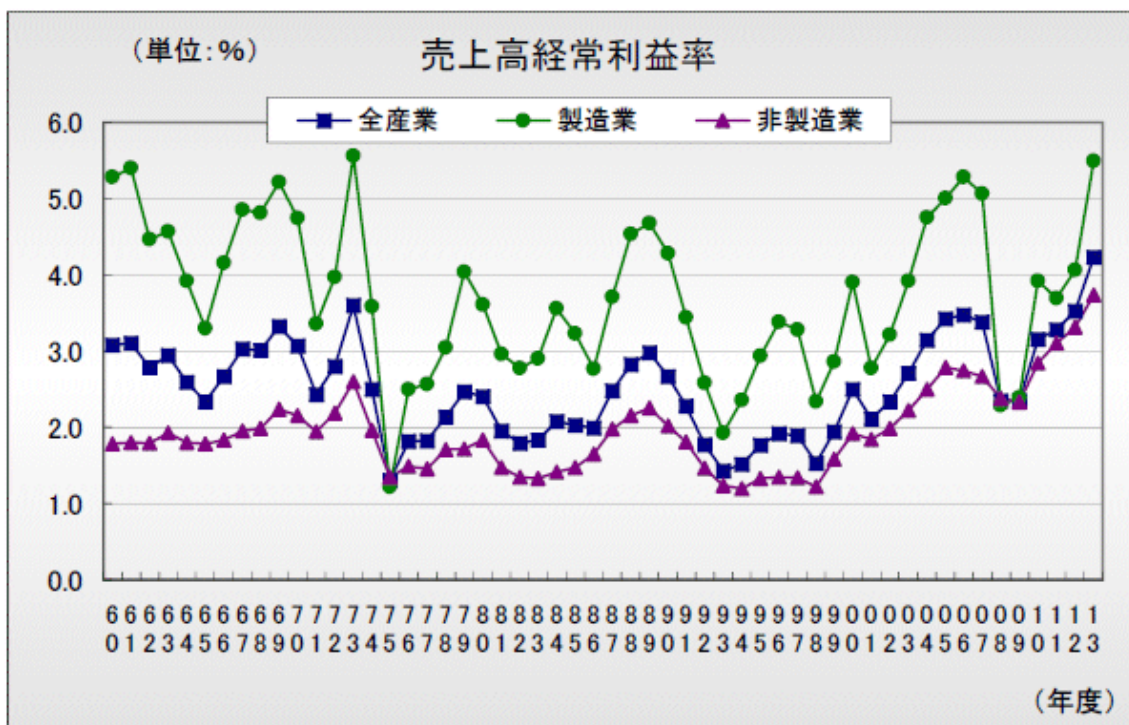
30

## はじめに

企業は将来にわたって事業を継続するという前提であるゴーイングコンサーンを元に事業活動を行っている。もしも企業が倒産すれば、株主が出資した金額の回収を行うことは難しいため、企業に対して永続的に存在することが求められる。そのためには、企業が一定の利益を得ることが必要だが、これには

5 企業業績の改善が必要となってくる。そこで日本の企業業績について分析する。

図表 1：売上高経常利益率の推移



(出所) 財務総合政策研究所ホームページより

10 [https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/keyword/keyword\\_06.htm](https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/keyword/keyword_06.htm)

(注) 全産業及び非製造業は金融業、保険業は除く。

$$\text{売上高経常利益率 (\%)} = (\text{経常利益} / \text{売上高}) \times 100$$

売上高経常利益率とは、企業の売り上げに対する経常利益の割合のことを指す。経常利益とは売り上げから費用を引いたものを指す営業利益に、財務活動の損益を加えたものである。一般的に企業の収益率を判断するとき利用され

15 の、この比率が高いということは企業本来の収益力が高いことを意味する。

グラフより 2008～2009 年において、売上高経常利益率は低くなっている。2008 年にリーマンショックが起こり、世界的金融危機に陥った影響を、日本企

業も受けたからである。しかし、2010年以降は一貫して右上がりとなっている。そのため、企業業績が上昇傾向にあるといえる。

ここで留意すべきは、株主からの出資金がなければ企業はこうした企業経営を行うことが難しいということである。株主からの出資金が多ければそれだけ設備投資などに回すことができるからである。平均株価が上がれば、出資してくれる株主が多いことになり企業活動が継続できる。そこで、日本の平均株価の様子を分析する。

図表 2 : 10年間の日経平均株価の推移



10 (出所) 松井証券ホームページより

<http://finance.matsui.co.jp/stockDetail.aspx?code=100000018&type=1&chart=7>

日経平均株価とは、東証1部上場の銘柄から選んだ225銘柄の平均株価のことを指す。株式上場には多くの企業が上場しており、企業によっては株価が非常に異なっている。そこで、日本企業を代表するような企業、トヨタ・NTTなどを中心に225を選び平均したものを日経平均株価という。

15

グラフを見ると日経平均株価は、2008年～2013年頃まで低迷していた。原因は、前述した通り2008年リーマンショックの影響が日本の株価に影響したからである。リーマンショック以前の平均は12,200円だったが、その後は7,000円を割り込んだ時期もあった。また、2011年には東日本大震災が起こった。地震が起これば人々は経済への影響を考慮して株を売ろうとする心理が働く。その結果震災後、日経平均株価は暴落した。しかし、2013年を過ぎたあたりから現在までは緩やかではあるが、日経平均株価は右上がりとなっている。

これまで見てきたように企業業績と日経平均株価の両方は緩やかではあるが、右上がりとなっている。企業業績が上がるということは、企業は利益を得ることが出来る。その得た利益を企業は株主に還元しなければならない。また企業に出資する株主が増えれば、株価が上がる。だから、日経平均株価が上がるということは出資する株主が多いということである。企業は株主からの出資金を得て初めて企業経営を行うことが出来るようになる。そのため、企業は何らかの形で株主に還元しなければならない。ゆえに、企業業績・株価の向上の理由から株主還元策を講じる意義がある。

## 第1章：企業が行っている株主還元策について

この章では、企業が実際にとっている株主還元策について説明していきたいと思う。株主還元策が多様化している中、株主還元策とは何なのであろうか。

### 第1節：株主還元とは

まず始めに株主還元とは株式会社がその事業活動等によって獲得した利益を、配当を増やしたり、株式分割をしたりすることによって株主に還元することのことを言う。日本では配当性向30%を目安にする企業が多く存在する。一方、米国では業種や成長段階によって配当性向に差があるとされる。

### 第2節：日本の株主還元策が変化した理由

なぜ、日本企業は株主への利益還元策を重視するようになったのか。そこには大きく3つの理由がある。

まず、1つ目の理由として、長期的不況により従業員重視の日本的ガバナンス

5  
10  
15  
20  
25

スから株主重視の米国的ガバナンスへの制度へと変わったことである。更には、株主の意向を重視した経営戦略も行われるようになった。

2つ目の理由として、バブル崩壊後の1990年以降、株価の右上がりのトレンドが崩れたため、株主は期待していたよりも株式などの資産価格の上昇による利益であるキャピタル・ゲインを得ることができなくなったことがあげられる。その代わりに、株主への利益還元という名の金融資産を一定期間運用したときに発生する利子所得であるインカム・ゲイン重視の流れの急拡大が生じた。

最後に長期的株主の確保のためである。企業にとって成長するためには、経営の安定化が必要であり、長期的安定保有株主の確保が必要になってくる。そのためには、株主にとって望ましい利益還元策を行う必要がある。

現代の資本主義の主役は株式会社で、株式会社には従業員、株主、銀行、債権者、顧客など多くの利害関係者が存在しており、それらの利害関係者をステーク・ホルダーという。以前から、日本では「従業員本位制」という言葉があり、ステーク・ホルダーの中でも従業員が最も重視されてきた。従業員が重視されてきた理由は、日本的ガバナンスは、ヒト・モノ・カネの3市場において「市場」よりも「組織」を優先して発展してきたという「統一概念」があるからである。しかし、バブル崩壊後、「失われた15年」という言葉があるように、株式が大暴落し日本の経済不調が長く続いた。そこで、この長期の不調は日本的ガバナンスに問題があるからだという指摘がなされ、2003年度から2006年度にかけて、従業員重視の日本型ガバナンスから株主重視の米国型ガバナンスへ移行されていき、株主還元政策が行われてきた。さらに、ストック・オプションの解禁や自社株取得・償却の解禁など、様々な株主重視に向けての法改正が行われてきた。ストック・オプションとは取締役、使用人が予め決められた価格で自社の株を買うという自社株式の取得の権利のことである。会社は株価の値上がり益を通じて取締役や使用人に報酬を与えることによって、取締役や使用人の意欲や士気を高めることができる。

### 第3節：日本の企業がどのような株主還元策を行っているのか

株主還元政策は大きく分けて4つあり、株主優待、配当政策、自社株買い、無償増資の4つを基本指針として行われている。この4つは企業内でそれぞれ

の目的に合わせて行われている。

#### •株主優待

株主優待とは企業が一定数の株主を保有している株主に対して自社の物やサービスを贈呈するという制度のことである。この株主優待は日本独自のものであり、諸外国ではほとんど行われていない。企業が株主優待を行う目的として、

5 「自社の製品・商品・サービスを向上させる」「個人株主を増やすことにより、総株主数を増加させる」「安定個人株主を増加させ企業買収を抑止する」などがあげられる。

株主優待の魅力は多くある。持っている株数に応じて優待の内容がよくなるということもあるが、大抵の株主優待の場合、投資金額に対して利益が大きいことが多い。つまり、少額投資家にとって魅力的な制度であることがわかる。さらに、実質利回りで換算すると数%以上になるものも多くあり個人投資家に大変人気がある。もう一つの魅力として配当は税金がかかるが優待は一般的には税金がかからないという利点がある。ただし、優待を換金した場合には、所得の一部となるので一定額以上は税金がかかる場合もある。

10

15

そこで、企業がどのような株主優待を実施しているのか業種別に見てみる。

一番株の投資効率が大きいといわれている外食産業であるが、食事券や割引券を使った株主優待が主流になっている。小売業では、自社の店舗の割引券を提供している企業が多い。さらに、運輸業では割引券または乗車券などの優待が多く、航空会社の優待券や JR の乗車券などは利益還元率が高いため人気を集めている。

20

#### •配当政策

配当政策とは株式会社形態をとる企業の出資者である株主に対して、株主の資本を使ったことにより得た報酬の一部を株主に配当するというものである。

25

この配当政策で一番肝心なのは、企業が純利益を株主への配当と内部留保にいかにかに配分するかといったことである。企業からすれば、経営難に陥ったときのためや設備投資、将来有望な投資先が現れたときのために、なるべく多くの内部留保があることが望ましいと考えられる。しかし、株主は自分が出資した企業が純利益をどれほど内部留保に回しているかを知らないという、情報の非対称性が生じていることが多い。

30

2004年に企業利益の株主還元状況についてアンケートを行った生命保険協会によると、我が国企業の配当水準に対して「満足していない」と回答した投資家の割合は、2004年には6割弱となっている。また、望ましい配当方針に関する質問に関して、約7割の企業が「安定した配当の維持」と回答しているの  
5 に対して、約7割の投資家が「各期の業績に応じた配当の実施」と答えているなど、企業・投資家間で配当方針に対するスタンスにずれが生じていることが分かる。このように企業の経営者と株主との間にエージェンシー・スラックが生じている問題をプリンシパル・エージェント問題という。近年、企業の経営者が株主の利益を一番に重視せずに、経営者自らの利益を最大化する行動をと  
10 るというプリンシパル・エージェント問題が問題視されている。このような問題が生じてしまう背景として、経営者と株主間での利益の不一致がある。

次に、配当と自社株買いを比較した際に、企業にとって配当の選択を示唆する理論仮説について述べる。一つ目が収益安定性仮説で、企業は短期的な収益状況で左右せれる自社株買いに比べて、長期的で安定的な営業利益率を必要とする配当政策を選好するというものである。二つ目がシグナリング仮説である  
15 が、これは企業経営者と株主の間に情報の非対称性が存在するため、経営者が長期的で安定的な収益を上げることができるというシグナルを配当政策の実施によって株主に発するというものである。企業経営者は、自社の株価が過小評価されているときに、配当を実施することによって、将来、安定的に収益を  
20 上げ続けることができることのシグナルを株主に発することができる。三つ目がケイタリング仮説であるが、これは株主の選好の変化に合わせて企業経営者が株主に対する配当を変化させるというものである。例をあげると、米国で2003年に、ITバブルの崩壊、Enronなどの会計疑惑が起こると、投資家は米国企業のガバナンスに対する信頼を失った。その結果、株主は、会計的操作があり得  
25 る収益額の増減よりも、実際のキャッシュフローの裏付けが必要な現金配当に対する選好を強めたとの指摘がある。しかし、なぜ、ある特定の時期に株主が配当に対する選好を強めるのかといった根源的問題は分析対象ではないため、ケイタリング仮説は行動ファイナンスに分類されることが多い。

#### ・自社株買い

30 3つ目に、自社株買いがあげられる。まず、自社株買いとは、上場企業など



が現在発行している自社の株式を市場から買い戻すことを言う。企業が利益剰余金などを使い、自社株買いを行うことによってその企業の一株当たりの価値を高めることができる。一般的に、その企業の株式が割安である場合に自社株買いを行う傾向があり、自社株消却を行っている企業は株主のことを重視しているとされ企業人気が高くなる。1997年以降、いくつかの制度変更を受けて、自社株消却が行われていることが確認できるが、配当額と対比してみた場合、自社株消却額は小さい。この、自社株価が割安と判断されたときに自社株式の消却を行うとする仮説をマーケット・タイミング仮説という。さらに、従業員持ち株制という制度があり、これは従業員が自社株を一定の価格で購入することができるという制度である。

#### ・無償増資

さらに、株式還元策の一つに無償増資というものがあげられる。これは、株式会社において支払金を受け取らずにほかの資産に振り替えることによって株主に新株を割り当てるというものである。この無償増資を行う目的として、株式分割による株主への利益還元や会社の資本構成是正などがある。無償増資には、課税されない、増資した分だけ株の価値が上がるなど様々なメリットがあり、有用な株主還元の一つとして期待される。

このように、現在日本の企業は様々な手段を用いて株主還元策を推し進めている。

20

## 第2章：株主重視へのガバナンスへの変換

日本企業は、出資した株主を重視して経営を行っていたのであろうか。第3章で詳しく述べるが、日本企業はそういった経営を行っていたとはいえない面がある。メインバンク制などを中心とした日本的経営では、株主を重視する必要性が少なかったため株主還元策を講じる必要性も少なかった。しかし、現在は機関投資家・外人投資家が全株主に占める割合が増加しているため、株主を重視する必要性が出ている。本章は、そういった株主を重視する必要性が出てきた背景について中心に述べる。

30

## 第1節：従来の日本的経営

現在、資本主義の主役は株式会社で、それには利害関係者が数多くいる。例を挙げると従業員、株主、銀行、債権者、金融機関、取引先などがあるが、これらの利害関係者をステークホルダーという。現在の日本では、株主中心の株主還元策を行っている企業が多いが、2000年頃まではステークホルダーのうち、中でも特に従業員を重視する経営を行っていた。このことには、年功序列や終身雇用など日本の古くからの慣習が大きく関わっていると考えられる。さらに、日本の企業の特徴として株主への配当を少なくし、経営難に陥ったときや有望な投資先が見つかったときのために、とにかく多額の内部留保をためる傾向が強い。そして、当時の企業の目標はステークホルダーを最も満足させるような長期的成長することであり、企業の中でも株主の利益を最大化させるような経営をする経営者も少なかった。この経営方法のことを、日本型ガバナンスという。「建前は株主主権、現実には従業員主権」と言われる。

日本型ガバナンスの特徴としては、日本特有の制度である終身雇用制度を採用していたため、この終身雇用と関連し「従業員主権」の経営が中心であった。また、ステークホルダーの中でも株主より特に取引先や、銀行などが経営に対して発言力を持っていた。企業の労働者が昇格して企業の取締役・監査役に就任し、また社長が取締役の会長を兼任したりするなど、経営者の権力が非常に強い状況であった。日本の経営者は、配当性向拡大を目指し収益をあげようとするよりも、企業の成長・拡大を求めている。だから、利益処分に関しては配当よりも内部留保の蓄積に重点をおいていた。そもそも、日本企業の最大の観点は株主利益の最大化ではなく、むしろ企業がいかに社会的責任を果たすかに重きを置いており企業の出資者である株主の権利を無視した経営であったといえる。しかし、この低い配当・高い内部留保が戦後の日本の経済成長には大きく貢献をしたのは事実である。日本独特のガバナンスは、以前世界から企業モデル・経済システムにおいて高い評価を受けており、また国際競争力も高く「ジャパン・アズ・ナンバーワン」とも言われていた。この日本型ガバナンスが日本の経済システムにあっていたおかげで、大きな経済成長を遂げることができた。

日本型ガバナンスは前にも述べたが、従業員重視の経営であった。日本型ガ

バナンスのもとではそもそも株主は重視されていないので、エージェンシー問題を解決する株主還元策を講じる意味はない。エージェンシー問題は第4章で詳しく述べるが、株主（プリンシパル）は経営について詳しいことは理解しておらず自ら企業の経営を行うことはできないので、業務を専門の経営者（エージェント）に委託するということである。その結果、経営者は株主の利益を顧みず自己の名声や利益を重視し、株主の利益を最大化させるような行動をとらない可能性がでてきた。このような経営状態になっていることは、情報の非対称性が生じている可能性があり、株主が理解できていない場合が多い。このように両者の利益が一致しないがために起こる問題をエージェンシー問題という。

5

10

エージェンシー問題は主に経営者と株主との間の問題なのであって、従業員主権の経営のもとではエージェンシー問題は生じない。だから、従業員重視である日本型ガバナンスにおいてはエージェンシー問題が生じず、それを解決する株主還元策を講じる必要はなかった。

## 第2節：日本型経営から株主重視の経営への変化の過程

15

### ・ブレトンウッズ体制とその崩壊

日本的経営から株主を重視する米国的経営に変わった原因としてブレトンウッズ体制の崩壊がある。ブレトンウッズ体制とは第二次世界大戦後、連合44カ国を米国と欧州の大国が主導して1944年に発足した通貨体制のことである。この通貨体制は金との交換が認められているドルを基軸として各国の通貨の価値を決める。ドルは金と並ぶ国際通貨で金・ドル本位制となり、固定相場制度で日本円は1ドル当たり360円と固定された。このブレトンウッズ体制により国際通貨基金（IMF）や国際復興開発銀行（IBRD）が誕生し安定した自由貿易化が進められた。さらに、1947年に成立した「関税と貿易に関する一般協定」（GATT）により、ブレトンウッズ体制は資本主義経済圏を包括する経済協力体制となった。この経済協力体制が現在の国際金融体制のおおもとになるシステムになった。ブレトンウッズ体制の前提は、世界各国が自由貿易の原則に立ち世界経済全体の共存を図ることであり、米国のドルと各国の通貨の交換比率を一定に保つことによって貿易を発展させることであった。従って、国際的な資本取引も「実需原則」であり、自由な資本取引は原則禁じられていた。しかし、米国は1960年代にベトナム戦争での大量出資や軍事力増強などを行った

20

25

30

結果、大幅な経営赤字を抱えたことにより国際収支が悪化して大量のドルが海外に流出した。米国は金の準備量をはるかに超えた多額のドル紙幣の発行を余儀なくされ、金との交換が保証できなくなった。そもそも、アメリカのドルが世界に供給され続けるということは、アメリカの経常収支が赤字であり続ける

5 ということである。さらに、ドルを得た各国が金との交換を要求すればアメリカの金は減少し金の交換が保証されなくなり、ドルへの信頼が低下するという流動性のジレンマが生じていた。そこで、1971年米国大統領ニクソンはドルと金の交換停止を発表し、これをニクソン・ショックという。このことによりブレトンウッズ体制は崩壊し、米国のドルは信用を失って大量に売却され市場で

10 大暴落した。その後、スミソニアン合意によって固定相場の変更と相場の変動幅の拡大が行われた。しかし、その後もドル不安は続いたため各国は固定相場制から変動相場制へと移行していった。変動相場制とは各国の通貨相互間の価値が、外国為替市場の需給関係によって決定されるような為替相場制度のことで、外国為替市場の外貨を対価とする自国通貨の売り上げが増えれば自国通貨の対外価値は減少する。日本では、今でもこの変動相場制が続いており、変動相場制の以降により国際的な資本移動も拡大したので外国人投資家が増加した原因の一つになった。

このブレトンウッズ体制の崩壊が日本企業の経営に大きな影響を与えた。ブレトンウッズ体制により資本の自由化が進んだことで外国人投資家が急増し経済のグローバル化が促進された。さらに、ブレトンウッズ体制が崩壊したこと

20 によってドルの価値の低下から円高が促進され、より外国人投資家が増加する結果となった。そのことによって株主を重視していなかった従来の日本型経営は株主を重視する経営へと変化していった。

日本の経営が株主重視への経営に変わらざるを得なくなった要因の1つとしてオイルマネーの流入がある。

25

#### ・オイルマネーの流入

オイルマネーとは、アラブ首長国連邦やサウジアラビア、クウェートを中心とした産油国が石油輸出で得た収入を原資として「対外投資に回す公的資金」の総称のことをいい、その中でも OPEC 加盟国の石油輸出による経常黒字で蓄

30 積された資本を指すことが多い。これは主に、1973年に起こった第一次オイル

ショック後に発生した資本である。オイルショック後、中東の産油国は高価で原油を輸出することができ、多額の外貨を積み上げ、この一部が国際金融市場に流れ込んできたことで、市場を大きく動かすビックプレイヤーに変貌した。これらの資金が世界の金融市場や株式市場、不動産市場などに投資されることを「オイルマネーの流入」という。

5 オイルマネーの流入の影響で外国人投資家が急増し、その中でも急速に存在感を高めているのが英国勢である。英国からの対日証券投資が増えている背景にはオイルマネーが国際金融センターである英国を通じて世界規模に分散していることがある。ここ数年の原油高の高騰により産油国のキャッシュフローは潤い、その一部が日本の証券市場にも流入している。現在の日本の株価上昇は外国人投資家による大幅な買い越しに支えられている。

産油国は石油輸出収入の多くを外国の株式や債券の費用にあてているのである。現在では、外国人投資家が日本企業の株の約28%も保有しているといわれている。

15 産油国の外国人投資家が日本の株式を優良視する理由として、日本経済が世界でもエネルギー効率が高く、ある程度の原油高に耐える経済構造を持っているという認識が外国人投資家の間に強く広がっているからである。ある程度の原油高は、日本企業にとって外国との比較優位を全面的に生かし世界のマーケットシェアを拡大する好機である。トヨタを筆頭とするハイブリット車が米国市場などで好調な売り上げを記録していることからそのことがいえる。

20 英国からの対日証券投資が増えている背景として、先にも述べたが国際金融センターである英国にはグローバルマネーが集中し、英国を基軸とした国際分散投資が大規模に行われていることがある。ここ数年の原油価格の高騰により、産油国のキャッシュフローは潤い、その運用を求めて英国への大量の資金シフトが行われている。

25 このように外国人投資家に支えられている日本企業は株主中心への経営にシフトせざるを得なくなった。

### ・バブル経済崩壊

しかし、バブル経済が崩壊すると日本の業績は長期間の間改善せず、日本型ガバナンスへの批判が高まった。その結果、日本型ガバナンスから株主主権で

「会社は株主のものである」という考えが基本となっている、米国ガバナンスへの改革を行わざるを得なくなった。そして日本は日本型ガバナンスから、米国型ガバナンスへの改革を余儀なくされ、米国型ガバナンスへ移行することになった。ここで初めて、エージェンシー・コストを削減する株主還元策が講じられるようになった。

さらに第二次世界大戦後、外貨準備に余裕がないことなどを理由に全面的に禁止されていた対外証券投資は、外貨準備の急増等を背景として 1970 年代から始まった資本の移動を自由化する資本の自由化により自由化が進められた。まず、証券投資信託に対して総額 1 億ドルの枠内で海外の上場株式・債券の組入れた後、保険会社に対しても総額 1 億ドルの投資枠が与えられた。そして、投資信託・保険会社の習得限度枠が撤廃されると同時に、一般投資家による上場株式・債券の習得も限度なしで自由化された。さらに、一般投資家に対しても外国投資信託の習得が自由化されるようになった。この資本の自由化を皮切りに、外国資本の流入が始まり外国人機関投資家や外国企業の日本国内への進出が増加したことによって新たな経営体制への移行が求められるようになった。

### 第 3 節：資本の自由化がもたらした日本の経営スタイルの変化

市場の自由化が進み海外の機関投資家が増加したことは日本企業に対してどのような影響を与えたのであろうか。それは、機関投資家として投資利益を獲得するという受託者への責任を果たすために ROE を高め株価を向上させるような経営をするようになったことである。ROE とは株主資本が企業の利益にどれだけつながったかを示す指標のことである。海外の機関投資家が ROE を重視する理由として ROE が株価を決定する要因と考えられているからである。

また、社団法人生命保険協会が行っている「株式価値向上に向けた取り組みについて（平成 24 年度版）」という上場企業および機関投資家に対する調査では、投資家が重視している経営指標として「ROE」があげられ、その次に「利益額・利益の伸び率」、「配当性向」となっている。それに対して企業が重視しているのは「利益額・利益の伸び率」であり、続いて「売上高利益率」、「ROE」となっている。この調査から、投資家と企業との間にギャップが生じていることがわかるが、両社とも ROE を高めるために重要なのは「売上高純利益率の向上」をあげている。これらのことから、資本の自由化により外国人投資家が

増加したことによって日本の企業は株主を重視せざるを得なくなり、株主を重視しない従業員主権の経営から株主重視の経営に大きく変わっていったことが理解できる。

5

### 第3章：日本の企業が株主を軽視した理由について

第2章で外人投資家や機関投資家が増加し、株主を重視する経営が求められていることを述べた。では、なぜこれまで日本の経営者が株主を軽視していたのであろうか。それは、次の4点が挙げられる。「株式発行市場の機能不全が企業のコーポレート・ガバナンスの歪みを生み、企業中心の経営が行われるようになった」「大株主が消滅し経営を監督するものがいなくなった」「日本人の企業経営理念と法意識・日本の企業構造」「日本の投資家に投機的・短期的傾向があることで、重要な意思決定を経営者から任されなかった」以下これらの理由を説明する。主に3章は90年代前半までの根本的な日本的経営をまとめた。そして最後に、株主の株主還元策に対する望ましい関わり方について述べたいと思う。

#### 第1節：発行市場の機能不全による、企業中心の経営

まず1つ目が株式市場の規律が働かなくなってしまったことが、企業のコーポレート・ガバナンス(企業統治)の歪みを生み出し、経営者は株主よりもステークホルダー重視の経営を行うようになった。ガバナンスは本来、株主が株主利益を最大化するように監視するものだが、歪みが生じると監視が働かなくなり、株主を軽視する経営を行う結果に繋がる。この規律が働かなくなってしまった原因は発行市場の欠陥と株価形成の非効率性が挙げられる。

発行市場の本来の役割は、増資を計画している企業を選別して需給調整を行うことである。しかし、日本の発行市場では発行市場としての機能が正常に作動しないことがある。このことを発行市場の欠陥と呼ぶ。企業の増資方法を追っていく。日本では明治から70年代半ばまで、増資は額面発行によって行われていた。この額面発行は、増資の際に市場の価格に関係なく額面で株式を発

- 行することで、株価が額面価格を上回れば、とりあえずいくらでも増資できるという状態になっていた。だから、市場環境を顧みずに増資をする企業が多かった。しかし、それに対する市場の制裁がなかった。額面発行で市場の規律が機能しなかった反省に顧みて、70年代以降から時価発行が行われている。これは文字通り、額面ではなく時価に近い価格で発行することを意味する。しかし、時価発行においても発行市場の欠陥つまり市場による規律づけが機能しなかった。この時価発行は、株価が高騰した場合、時価発行すれば取得プレミアム分が多くなり、またその分の配当負担は少ないので低コストの資金調達方法としては有効手段である。経営者は、株価が高い水準で維持されることが望ましいと考える。しかし、株価操作が行われるようになると、証券会社に株価を上げてもらうように頼めばいつでもそれが可能になってしまった。そのため、経営者は経営努力を怠ったり、業績の良くない会社でも増資したりできるようになった。市場メカニズムが機能するはずの時価発行でも過剰な投資が行われた。時価発行においても、発行市場は規律づけの機能が働かなかったのである。
- 15 更に株式公開制度において、「公開株を買えば必ず儲かる」と思われていたので、投資家たちは公開株と聞けば殺到した。つまり、投資家たちによる公開企業の選別は厳しくなかった。だから、株式公開時における株価水準・増資規模などについても市場の規律は、時価発行のときと同様に上手く働かなかった。
- 20 株式市場が働かなくなった第2の原因として、株価形成の非効率がある。株価が適正に形成されないことを意味する。株価形成が非効率な場合には、規律づけは行われぬ。投資家がファンダメンタル分析を行ったとしても、株価形成が適正に行われなかった場合つまり非効率である場合、業績のいい企業に投資してもその企業の株価が上がるかということは不透明である。その結果、本来ならば業績の良い企業の株価が上がり、反対に業績の悪い企業は株価が下がるという市場による選別・規律が働かなくなる。また、株価が上がるか不透明だと、投資家は業績の良い企業の株式を選別する誘因を持たなくなるので、市場による規律づけが行われぬ。さらに、規律づけを行い経営者が業績を向上し株価を上げるという効果を株主が期待しない場合には、自主的に規律づけを行おうとするインセンティブ(誘因)も失われてしまう。
- 30 また、株価形成を意図的に非効率にした不適正な取引、株価操作・インサイ



ダー取引なども行われた。株価形成では新規公開株において、未公開の株を得意先に割り当て、需給を恣意的に調整し、割り当ての際には、株価を水準よりも大幅に低く設定することがあった。また、インサイダー取引を規制する法律が整備されていたが、制定当時は規定が抽象的で、インサイダー取引の可能性のある事件は処罰の対象とならなかった。その結果、価格形成は意図的に歪められた。

## 第2節：経営者を監督する大株主の消滅

2つ目の要因として、経営者を監督する大株主がいなくなってしまうことである。大株主とはまとまった数の株式を保有する株主であり、法人投資家・個人投資家を含む。戦前の大株主は経営者を積極的に監視して、経営の効率化に寄与していた。しかし、戦後の日本において規律づけの主体となる大株主が法人・個人を問わずいなくなってしまうことで、企業の経営を監視するものがなくなった。その結果経営者は、自身の利益を生むような企業経営をするようになり、株主を重視しない経営が行われるようになっていった。その原因は大きく分けて3つある。

1つ目の原因は、財閥解体によるものである。戦後の日本ではGHQの命令で財閥解体が行われたことで、戦前の大株主・財閥の株が没収され従業員や一般投資家に流布された。また、懲罰的な財産税法が制定された。この法律は、資産に対する直接の課税で、その累進課税率も最高90%と重かったので、資産分布の急速な平準化をもたらした。これらにより資産家階級は解体された。これらの政策によって、経営を監視する大株主が消滅してしまった。戦後の経済状況や株式市場の発展段階をふまえ、全国で証券民主化運動が行われた。これは、株式投資に関する全国的な啓蒙教育キャンペーン運動のことで、個人株主を増やすために行われた。財閥解体によって小規模な個人株主が大幅に増え更に証券民主化運動により、1950年には個人株主の持ち株比率は約70%にまで上ったものの、90年度末には23.1%にまで減少していった。加えて平均持ち株数も相対的に減少していき、個人株主の影響力は弱まっていった。更に、財閥解体は株式保有の分散を通じて、戦後企業の所有と経営の分離を決定づけた。

2つ目の原因は、株式持ち合いが進んだことである。株式持ち合いとは、経営者同士がお互いの企業の株を持ち合うことである。この株式持ち合いは、買



また、メインバンクは貸付企業にとって最大の債権者でもあったので、企業に対して債権者としてのモニタリングを行っていた。日本では、1980年代ごろにお互いの企業の株式を、経営者支配を強めるために持ち合うという株主持ち合いが行われていた。株式持ち合いによる安定株主は「物言わぬ株主」で、株主総会では白紙の委任状を提出しあうことで、経営者支配を強めていた。さらに、企業従業員が取締役または監査役に昇進していた。株式持ち合い・従業員兼監査役の下では当然、経営者を規律づけすることは難しく、監査機能も働かない。監査機能が働かなければ、経営効率は悪くなる。このような状況を抑制していたのがこのメインバンク制度である。具体的に言うと、密接な情報交換や役員等の派遣、顧客企業との密接な関係を維持することでモニタリングを行っていた。しかし、メインバンクの経営への介入は企業業績が悪化した場合に限り、基本は経営者に任せるという「状態依存的ガバナンス」であった。つまり企業の業績が良ければ、経営権は経営者にあるが業績が悪化すれば、メインバンクに経営権が移っていた。メインバンクは、企業との長期的で密接な取引関係を維持することで、企業情報を掌握できることから情報の非対称性の問題つまりエージェンシー問題が解消される。その結果、エージェンシー・コストの削減にも貢献した。また、このメインバンクは企業が経営困難になった場合、追加融資・金利減免等などの金銭的支援を積極的に行っていたので、企業の倒産を未然に防いでいた。倒産コストを抑え、企業信用の維持にも貢献していたと言える。

しかし、このメインバンク制度の機能がうまく働いていたのは、資本の自由化が始まる前までであると言われている。1980年代に金融の規制緩和による資金調達が多様化され、金融機関を通じて資金を調達する間接金融から、多くの投資家から必要資金を直接集める直接金融へのシフトが急激に発展した。メインバンクに頼らなくても資金調達ができるようになったのである。企業は、エクイティファイナンス、例えば公募・新株予約権などを行うことができるようになった。その結果、メインバンクの必要性が大幅に低下し、銀行離れが起こるようになった。また、バブル崩壊で膨大な不良債権を銀行は抱えることになり、銀行経営を大きく圧迫した。経営が困難になると監視がうまくできるとは言えない。また、第2章でも述べたが資本のグローバル化によって外人投資家が増

加したことで、外人投資家による日本型ガバナンスへの批判が高まり、米国型ガバナンスへと変わっていった。さらに、バブル崩壊による経営の不安定化や株主価値の向上志向などの理由から株式持ち合い制度も解消していった。その結果、メインバンク制度の地位は下がっていった。

- 5 このようにメインバンクの地位が下がると、企業への資金調達や企業へ貸出が大幅に減った。さらにメインバンクから企業への役員等の派遣人数も徐々に減っていき、企業との密接な関係を維持できなくなっていった。また、バブル崩壊で多くの銀行の業績は悪化し、監査能力も低下していった。メインバンクによる企業への監査機能は必然的に弱くなっていった。日本ではメインバンク
- 10 に代わるような監視機能が形成されていなかったため、日本の企業統治の「空白化」が起きてしまった。その空白が様々な不祥事事件を発生させる原因となった。そのガバナンスの空白を埋めるために、「物言わぬ株主」であった安定株主を少なくし新たに、機関投資家・株主などの一般株主の比率を高めていき、彼らに監査を行わせるという新しいガバナンスを形成していった。しかし、こ
- 15 のガバナンスのもとでは、メインバンクほどの監査機能はなく、一般株主と経営者との間に情報の非対称性という問題が生まれる。これについては次の第4章で述べる。

- 3 つ目の原因は、機関投資家の不在である。機関投資家とは、大量の資金を使って株式や債券で運用を行う大口投資家・法人投資家のことである。例えば、
- 20 信託会社、生命保険会社、損害保険会社などがある。成熟した資本市場では、個人投資家よりも機関投資家が重要な存在となってくる。なぜなら、機関投資家は企業の大株主として規律づけの主体となって経営の効率化に寄与するからである。機関投資家は、投資先の企業の業績が悪化した場合には、保有する株式を売って別の企業に投資するという考えを持っている。もし、多数の投資家
- 25 が株式を売却すると株価が下がるので、株価の下落またはその脅威が経営者にプレッシャーを与えることで、経営改善の契機になると考えられている。機関投資家の退出行動が、経営者の規律づけに有効であると考えられる。欧米では、市場の機関化と共に、機関投資家が大株主として規律づけに一定の役割を果たしていた。欧米の機関投資家の株主権の行使の例として、リレーションシップ・
- 30 インベスティングがある。これは、企業の上位株主になり経営者との対話を通

じて、経営戦略に積極的に関与して、保有株式の利回りを向上させようとするものである。

しかし、米国に対して日本では長い間機関投資家が発達しなかったことから、2000 年前後まで議決権の行使や経営者への働きかけを通じた規律づけがほとんど行われなくなり、結果として大株主として規律づけの主体となることもなくなってしまった。

### 第 3 節：日本人の企業概念や法意識・日本の企業構造

3 つ目は日本人の企業概念・企業構造によるものである。日本人経営者は企業を株主のものでなく「公器」と捉え、社会貢献を優先する経営を行うことが望ましいという考え方をもっていることが分かっている。また、経営者は株主の権利保護を定めている法律の遵守に対して、消極的である傾向がある。更に日本は所有と経営の分離が進んでいるため、取締役・監査役に自社の従業員を採用する傾向があるため、監視が働かず株主を軽視するという結果を招く。まず日本人が持っている企業概念について述べる。

日本の企業経営者は、企業は株主の私的所有物ではなく社会の公器であるから、企業経営者は社会に貢献しなくてはならないという考え方が強く根付いている。例えば、「社長 100 人アンケート」調査（187 社が回答）において、「企業の目的は何か」という質問を社長に投げかけた。その質問の回答に対して、第 1 位は「社会・国への貢献」（37.1%）で、第 2 位の「利潤の最大化」（24.7%）を大きく上回るという結果になった。（1996 年、日経産業新聞より）また、企業が社会に貢献しなければならないと考えているのは、社長だけではない。課長を対象にしたアンケートにおいても、企業が最も重視すべき事柄の第 1 位は「社会への貢献」（62%）と、第 2 位「事業拡大のための利益蓄積」（14%）を大きく引き離している。（「課長 100 人アンケートより」日経産業新聞、1990 年）

ではなぜこのような考え方が日本の企業経営者に身につけてしまったのかを述べる。これは明治時代まで遡ることができる。明治時代に、明治政府は武士階級を産業活動に専念させるため、産業活動を行うことがいかに名誉ある生き方であるのかを説いた際に、利潤の追求は故意に軽視された。明治時代の幹部は営利に対する欲求はなかったものの、会社を公器として捉え、私心なく会

社に奉仕する傾向があった。また、江戸時代において家業を末代まで維持するため事業の永続性が重視され、株主の所有権を制限してまでも事業を長期的に維持していくために、制度的工夫つまり、専門的な経営者の登用や利益の再配当を優先する配分方法の採用が行われていた。企業経営者は家族の家産を維持

5 するためには永続性が要求され、そのために株主の所有権が制限されていた。その企業概念が今日まで引き継がれていると言える。

更に、日本人の法意識も影響している。多くの日本人は、法や契約を絶対的なものとして見ないという法意識を持っている。日米の比較調査において、(河合隼雄・加藤雅信「人間と心と法」 有斐閣より)『法を破っても見つからない

10 とき、法を守るのはばかっている』という質問をした。アメリカの場合『そう思わない』の回答は 60%弱だったのに対し、日本は約 20%だった。日本はその結果、戦後の企業の経営者は株主の権利尊重に関する商法や証券取引法の規定を厳格に守らなくてもよいと考える人が多かった。そして、現在でもその意識が受け継がれている。この遵法する意識の弱さに関しての背景や原因について

15 考察していく。この遵法意識が弱い理由の原因は、江戸時代以前の日本の伝統的な統治システムにある。日本では歴史的に権威と権力が分散していたことから、法律よりも当事者間の合意に基づいた統治が行われていた。そのため、法律は絶対に遵守するべきという考え方が希薄だった。だから、例え商法や証券取引法で株主の権利を尊重することが定められていたとしても、経営者がど

20 うしても守らなければならないとは考えなかったと思われる。

また、法律が外国から輸入されたものだったので、当事者意識が希薄だったことも考えられる。商法は、ドイツ法に基づいて明治時代に作られ、戦後のアメリカ法の影響を受けて改正された。また、証券取引法は戦後アメリカの法律を基にして起草された。このような経緯から「自分たちの法律である」という

25 意識がなかったことが考えられる。実際商法改正の時、特に株主の権利保護の規定は GHQ の要求を仕方なく受け入れたという事実がある。日本側の経済界や法曹界ほうそうかいが反対していた。結局、GHQ との交渉の結果一部の条項は緩和・修正され、株式の譲渡性・累積投票請求性・帳簿閲覧権などが認められ、以前に比べて株主の権利保護は前進した。無理やり譲渡した形で法改正が行われたので、株主の権利保護の規定を率先して守ろうという気持ちにはなれなかったと

30

考えられる。さらに、50年に商法で禁止されていた自社株保有が証券会社の名義貸しによる自社保有が幅広く行われていた。そのため、商法違反の容疑で強制捜査を行うと、財界・大蔵省・法学界が一斉に非難したという事例がある。政府関係者・法学の研究者ですら法律の遵守を真剣にとらえていなかった。証券取引法についても、アメリカの法律をそのまま取り入れることで、証券業界の理解が進んでいなかった。このように日本では慣習として法を守ろうとする意識が弱く、法律に対して日本側の理解が進んでいなかった。

日本企業の構造として企業の取締役・監査役にその企業の従業員が抜擢されているため、株主を軽視した経営が行われている可能性がある。これは、所有と経営の分離が進んでいるためである。本来、企業の所有者である株主が経営をするべきだが、経営に関する知識不足、大株主の解体などの理由から株主が専門経営者に経営を委託するため、所有と経営の分離が起きてしまっている。株主は経営者に運営を「丸投げ」している状態となっている。経営を任された企業は、企業の従業員をその企業の取締役や監査役に昇進する傾向がある。取締役会、監査役会にサラリーマン時代の階級制度の上下関係がそのまま持ち込まれている状況になっている。そのため、うまく取締役を監査できていない状況に陥っている。株主が経営者を監視できていないために、経営者は自分の利益だけを追求した経営を行っている可能性がある。

#### 第4節：日本の投資家に短期的・投機的傾向があること

4つ目の理由として日本の投資家に短期的・投機的傾向があることである。日本の投資家に短期的・投機的傾向があることは、ニューヨーク市場と比較すると明らかである。日本の株式市場での売買回転率はニューヨーク市場と比べて、だいたい1.6~2.2倍であることが分かっている。日本の経営者は第3節でも述べたように、長期的な視点に立って経営を行う傾向があり、また株主は退出可能性が高く従業員よりも会社への貢献度が低いと考えていた。このような傾向があることで経営者は、企業の重要な意思決定を短期的・投機的な傾向を持つ投資家に委ねることを躊躇うようになったため、株主を軽視する傾向になった。日本の投資家がこのような傾向を持つようになったのは以下のような原因がある。

1つ目は米相場の投機的性格の伝統である。江戸時代には米の先物取引が活

発に行われていた。この先物取引とは、将来の売買について現時点で約束をする取引のことであり、現時点では売買価格・数量だけを決め約束の日が来た時点で売買を行う。約束した期間内なら、都合のよい価格で転売・買戻しができ、差額の利益を得ることができた。だから、先物取引はキャピタル・ゲインを狙う投機的取引だと言える。堂島米会所は世界で初めての組織的な先物取引所で、江戸時代の経済において堂島米会所は重要な取引所であった。日本で最初の株式取引所が発達したのは明治時代だが、江戸時代の米市場の投機的な取引方法が取り入れられた。明治時代の株式市場のあり方が投資家の投資行動に悪影響を及ぼしたと考えられる。明治時代において最大の東京取引所を取り上げる。

5 東京取引所は、全株式市場の収入の大半を占めていた。東京取引所の 1885～1942 年の間において、先物取引が 9 割をも占めていた。（東京株式・証券取引所 50 年史より）また、将来性のある企業かどうかもわからないままで株式発行する前に申し込みの売買が行われていたことも、投機的な傾向を表している。江戸時代の米相場の伝統を受け継いだ戦前の株式市場の投機的な性格は、戦後にも受け継がれた。例えば、現在は禁止されているが特定銘柄制度による撃托<sup>げきたくばいばい</sup>売買が行われていた。まず市場全体をリードする人気の銘柄を集めて特定銘柄として扱うという特定銘柄制度が採用され、撃托を用いたセリ方式で株価を決めていた（撃托売買）。この方法は江戸時代の米市場に由来するものである。

10 15

このように、日本の株式市場は、先物取引中心の投機的市場として発展してきた。当時の産業を担っていた財閥企業が株式市場を利用しなかったため、株式市場は本来の産業資金の提供という役割から切り離されてしまったからである。株式市場が投機的市場として発展してきた結果、株主に影響を与え、同様に短期的・投機的傾向を根付かせてしまった。

20

2 つ目は大量推奨販売と 4 大証券の寡占である。最初に大量推進販売と 4 大証券の寡占についての説明をし、どのようにして投資家の短期的・投機的傾向を助長したのかを述べる。この大量推薦販売とは、証券会社が特定かつ少数の銘柄の株券を、多数の投資家を対象に一斉かつ多く販売することである。当時、証券会社が能力を発揮することができていなかった。なぜなら、電力債の 7 割以上・事業債の 9 割以上を、銀行が消化していたためである。そのため、証券会社は株式の委託販売業務と自己売買業務をするしかなかった。この委託業務

25 30



販売と自己販売業務を推進させたのが大量推薦販売だった。まず将来性のある企業の銘柄を決め、その銘柄を密かに有価証券として買い集めておく。そして、取引所で株価を上げ、積極的に推進して大量販売を行う。販売する際、時価より低い価格での販売をしていたが、実は平均会社取得価格よりも高かったので、

5 差額分の利益や売買手数料を手に入れることができた（岡村・浜田 1984）。そのため、証券会社は自社の利益を最大化することを目的としていたため、投資家の保護は希薄であった。この推奨販売、つまり自己売買が 1959～64 年まで株式売買全体の約半数以上を占めていた事実がある（野村証券調査部 1946 年）。

この大量推薦販売は、見込みのある企業の情報入手、全国に及ぶ販売力、莫大な資金などを必要とした。このような能力を持っていたのは、4 大証券であった。大手 4 社は戦後、株式の発行の際に大きな役割を果たした結果、4 大証券の寡占体制ができた。1953～54 年の間不況の時に、中小証券が次々倒産していったため、寡占体制はさらに強化された。株式売買高では 4 社が 50 年代後半、約 7 割を占めていた（大蔵省証券局年報告より）。またこの 4 社は投資

10 信託兼営業を行っていたので、価格支配力が大きかった。

この大量推薦販売・4 大証券寡占がどのような影響を与えたのか簡単にまとめる。

◎推奨銘柄の株価が値上がりするのは企業の自己売買によるものなので、長期保有をすれば、値が下がる危険性があった。そのため、投資家は株式購入後短期間で売らなくなった。

20

◎株価操作で決められた株価は現実離れしているから、結局はある時期になると値下がりが起こることを投資家は理解していたので、ある程度値上がりした時期に利益を求めて売るという行動を起こすため

◎大量推薦販売では証券恐慌以降自己売買が抑制されたため、委託手数料で稼ぐことが主流となった。手数料を稼ぐためにも個人投資家の売買回転率を上げる傾向に陥った

25

◎大量推薦販売で投資に興味がなかった大衆を証券投資に動員したことで、低所得者にまで株式投資が広がった

この傾向が深まったために、投資家の短期的・投機的傾向が助長され、結果として企業が意思決定を託すことをためらうようになった。

30

以上の大きく分けて 4 つの原因つまり、「株式発行市場の機能不全が企業のコーポレート・ガバナンスの歪みを生み、企業中心の経営が行われるようになった」「大株主が消滅し経営を監督するものがなくなった」「日本人の企業経営理念と法意識・日本の企業構造」「日本の投資家に短期的・投機的傾向があることで、重要な意思決定を経営者から任されなかった」という理由から、日本企業の経営者が株主を軽視するという結果を生み出した。

### 第 5 節：望ましい株主還元策との関わり方

このように株主が軽視されている元で、株主にとって望ましい株主還元策との関わり方について述べる。機関投資家と株主側それぞれの視点における望ましい関わり方について触れていく。

第 2 章でも述べたが、機関投資家は市場においては株主よりも重要な存在となり企業の大株主として規律づけの主体となって経営の効率化に寄与することが分かっているように、機関投資家の存在は経営者を規律づけするには非常に大きな効果が期待できる。日本では、2014 年に日本版スチュワードシップ・コードを取り入れた。これは、2010 年に英国で発表されたスチュワードシップ・コードを基につくられたものである。機関投資家が責任のある行動をとり、機関投資家としてのあるべき姿を指定したガイダンス（解釈指針）というものである。それに対し日本版のスチュワードシップ・コードは、規律づけを行う投資家の責任・義務を明確にし、中長期的視点から投資家と企業との間に緊張感を持った関係を構築することを目的とする。更に、目的を持った対話（エンゲージメント）を通じて企業価値・持続的成長を促すことで長期的な投資リターンの拡大を図ることを意味する。（金融庁「日本型スチュワードシップ・コード」）。このコードを受け入れた機関投資家は、日本生命、明治安田生命、三井住友信託などがある。

例えば、大塚家具の経営権争いでは機関投資家の行動で勝負が決まることとなった。大塚家具の株主総会では、議決権行使助言会社の動きを見つつ、自らの議決権に真剣に検討し決断しなければならなかった（日経ビジネスオンラインより）とあるように、コード受け入れによって機関投資家の動きに変化が現れた。議決権行使の開示するようになったのである。また、欧米においては、カルバース・ハーミーズのように年金基金が議決権行使だけでなく提案、訴訟

などを行っている。日本の投資家も、議決権行使や株主提案を積極的に行って機関投資家によるガバナンス強化を行っていくことが望ましいと考える。

次に株主側の望ましい関わり方について述べる。個人株主は議決権という権利がある。議決権とは個々の株主に認められる株主全体の意思決定に関する権利のことである。原則として、1 単元に対し 1 つの議決権が与えられる。株主総会において、取締役や監査役の選任・会社方針などについて議決権を行使できる。つまり、株主は議決権があることで、株主の考えを経営に反映させることができる。利益例えば、配当や株主優待を得る事が出来れば、それでいいという姿勢ではなく、積極的に議決権を行使する。議決権行使ということは企業を監視し、不祥事を防ぐことができるので、企業経営を改善できる。長期的な視点での投資行動を行うことにより、企業の持続的成長を促すことで、株主は大きなリターンを得ることができるので、短期的ではなく長期的視点での投資行動を行うようにする。また、いかに株主や投資家の意見を積極的に取り入れてくれる経営者を選ぶことも重要になってくる。自分の利益を優先したり、自分側に有利な情報や相手に不利な情報を隠したりする機会主義的な行動をとらないように制限するためにも監査役・取締役選任の時には議決権を積極的に行使するべきである。

しかし株主はやはり、大株主・機関投資家に比べると、弱い立場に追い込まれる可能性が高い。この少数株主の権利を保護するために有効なのが株主代表訴訟である。これは会社法による、株主の利益保障を実現するための基本となるからである。この株主代表訴訟は、株主による監査機能強化の効果があるので、コーポレート・ガバナンスを図るという効果が期待できる。取締役・監査役等の役員に違法行為をすれば責任が追及されるという状況を、常に意識させることができるので、経営陣に健全な経営を行わせるのには有効であり、株主の利益保障においては、有効な手段であると言える。

この株主代表訴訟制度とは、会社が役員等の会社に対する責任を追及する訴えの提起を怠っている場合に、個々の株主が自ら会社のために役員等の責任を追及する訴訟のことをいう。役員等の業務上の不注意などで会社の利害が損なわれた場合、株主はこの制度に基づいて役員等の責任追及ができる。株主代表訴訟は、昭和 25 年商法改正の時に、アメリカ法に倣<sup>なら</sup>って日本にも導入された。

- その成立当時は手数料も高く、件数はそれほど多くなかった。しかし、平成 5 年の改正と同時に裁判所に支払う手数料が低額となり、また、バブル崩壊後の企業経営の悪化・多くの企業の不祥事の発覚などの理由から訴訟件数は徐々に増えていった。株主が勝訴した場合には、株主が金銭を貰えるわけではなく、
- 5 取締役・監査役当が会社に対して損害賠償を支払う形になる。株主が支払わなければならない訴訟費用の相当額の負担を会社に請求することができる。敗訴した場合には、株主は役員等に損害賠償を払わせる請求はできない。もし、株主に悪意があった場合には、反対に会社に対して損害賠償の責任を負うことになる。株主代表訴訟の有名な代表例としては、ダスキンの株主代表訴訟がある。
- 10 簡潔に述べると、食品衛生上使用が認められていない添加物を使用した商品を発売したことが明らかになった事件である。最高裁判で、役員に損害賠償約 60 億円を払わせることが確定した。

## 15 第 4 章：プリンシパル・エージェント問題とその対応策

- これまで、株価の上昇や企業業績の向上により企業が株主還元策を論じる意義があること、メインバンク制などを主体とする以前の日本的経営では株主還元策を論じる必要がなかったが、外人投資家や機関投資家が増加している現在は株主重視の経営について論じる意義があること、そして日本的経営には株主
- 20 重視の経営をするにあたって多くの欠陥があったことなどを論じてきた。現在は前述のように株主重視の経営体制が求められているが、そこで重要な問題となるのが情報格差の問題である。本章ではそれについて掘り下げて論じたいと思う。

### 25 第 1 節：株主・経営者間におけるプリンシパル・エージェント問題

- 情報格差の問題であるプリンシパル・エージェント問題について、情報の経済理論としての対応策と株主と経営者の関係の工夫による対応策の 2 つが考えられる。本章では情報の経済学による解決策を述べる。では、株主と経営者の間にあるプリンシパル・エージェント問題とは何なのであろうか。その問題から論じていきたいと思う。
- 30

株式会社は「所有と経営の分離」という言葉が示すように、株主が所有し経営者が経営しているという会社形態である。つまり、株主は自ら出資金を出して企業の株を購入し、経営者にその運営を委託しているため、委託者(プリンシパル)である。これに対して、経営者は株主によって出資された資金を用いて企業を運営しているため、受託者(エージェント)である。経営者は自らが企業経営に直接的に関わっているため、利益や企業価値、企業の評判などを直接知ることができる一方、株主は財務諸表などの経営者が公開している限られた情報だけを知ることができる。経営者は外部に公表していない情報を戦略的に利用して自らの利益になるように経営することができる一方、株主は経営者側が公開した限られた情報だけに惑わされずに企業の本質を理解し、投資をしなければならぬ。この二者の間には明らかな情報格差があり、それによって情報劣位者である株主の行動は制限されているといっても過言ではない。これが、株主・経営者間にあるプリンシパル・エージェント問題である。

前述のように、株主と経営者の間にプリンシパル・エージェント問題が存在するとしたが、ここでプリンシパル・エージェント問題とは何かを定義しておきたい。プリンシパル・エージェント問題とは、委託した側と受託した側との間に起きる、情報保有量の違いなどから生じる問題である。大前提として、エージェント側はプリンシパル側の利益のために働くことが必須である。しかし、エージェント側はプリンシパル側よりも情報を持っているため、エージェント側はそのすべてを公表することなく、プリンシパル側の利益よりも自己の利益を優先した決断をすることが想定される。プリンシパル側は、このようなことを防ぐためにエージェント側をモニタリングするなど行わなければならない、ここで発生する費用がエージェント側・コストと呼ばれるものである。加えて、エージェント側は、エージェント側がこの情報格差を戦略的に自己の利益のために利用することによって生じるプリンシパル側にかかるコストという側面も持つ。つまり、エージェント側・コストは情報の格差を埋めるためのコストだという側面、情報の格差によって生じるプリンシパル側の側面という二面性があるといえる。プリンシパル・エージェント問題はこのエージェント側・コストの発生に由来して、これにより、情報劣位者側が不利益を被ることになる。プリンシパル・エージェント関係にあるのは、株主と経営者はもちろん

ん、メインバンクと企業、経営者と労働者などがあげられる。本章では、まずプリンシパル・エージェント問題の最大の原因である不完全情報経済について述べて、それを踏まえてその対応策について論じる。

## 第2節：不完全情報経済

### 5 ・プリンシパル・エージェント問題と情報の非対称性

プリンシパル・エージェント問題が起こる最大の原因とされているのが、情報の非対称性である。これは、委託者と受託者の間で取引される財の品質や、取引相手の行動について持つ情報の内容に差があるときにみられるものである。多くの場合、受託者側が財や取引に関する情報を多く持っているため情報優位者10とされ、委託者側はそれらすべてを持つことは困難であるがゆえに情報劣位者とされる。そのため、情報優位者は取引相手が知り得ない情報を戦略的に利用して利益をあげることができる一方、情報劣位者はそれらの脅威に騙されないよう振る舞うことを強いられる。

ここで、不完全情報経済の例として大学生協と組合員(学生や大学教員など)15の間にあるプリンシパル・エージェント問題について考えてみたいと思う。この二者において、大学生協が情報優位者(エージェント)で組合員が情報劣位者(プリンシパル)であるといえる。組合員が大学生協に対して出資金を出すことによって食堂や売店が運営されているため、大学生協が組合員からの委託を受けてこれらを運営しているといえる。大学生協は自らが食堂や売店を運営して20いるため、それらに関する情報は多く保持している一方、出資金を出している組合員はそれらの情報を完全に知ることは難しい。この二者の間にも、このような情報保有量の格差があるため、プリンシパル・エージェント問題が発生していることになる。大学生協は情報格差を埋めるために、生協学生委員会を組織し、組合員に対して必要な情報を生協学生委員会の活動を通して公開して25る。委員会のメンバーが生協職員とともに活動することによって、組合員のために大学生協が機能していることを示しているのである。ここにエージェント・コストが発生している。第2節でも述べたように、大学生協と組合員だけではなく、メインバンクと経営者、経営者と労働者、地主と農業労働者など、さまざまな関係の間でこの問題は生じうる。そこで、本節ではこれらの情報の30非対称性によって生じる厚生的損失について述べ、それに対する解決策を例示

していきたいと思う。

### ・レモン市場と逆選択

レモンという言葉は、果実としての意味だけではなく、「価値のないもの」という意味ももっている。ここでは、「レモン」と呼ばれる見た目は立派でも性能は最悪な中古車を例に説明したいと思う。中古車市場における売り手は、これまで中古車を売ってきた経験はもちろん、販売する中古車についても自らが整備・点検・乗車を行っている場合が多いため、多くの品質情報を保有している。一方の買い手は、その中古車の見た目などのみでしか品質を判断することができないため、売り手と買い手には大きな情報格差がみられるといえる。買い手に対して品質を示す尺度の一つとして存在しうるのが価格であるが、売り手側も品質の高い中古車を安い価格では販売しないため、市場に出回る安い価格の中古車は、すべて「レモン」だということになってしまう。さらに、たとえ価格が高かったとしても、売り手がその中に「レモン」を混ぜている可能性があり、買い手側も「レモン」の存在を考慮するために、価格のみを見てその中古車の品質を高く評価することは考えにくい。ここで、需供曲線を使ってレモン市場を分析したいと思う。中古車市場での供給曲線は、基本的に価格の上昇とともに販売利益も上昇するため、供給量が増加し、右上がりに伸びる。一方、需要曲線は価格が下がると需要量が増加するというような一般的な右下がりになる。しかし、買い手は著しく価格が低い中古車を品質についても評価をせず「レモン」だとみなすため、ある低水準の一定価格を境界に、価格が下がると需要量が減少するという特徴をもつ。この「レモン」の存在によって、よい中古車の取引が阻害されてしまい、市場が「レモン」であふれる。これが、元来「悪貨が良貨を駆逐する」という意味で用いられ、現代では拡大解釈されているグレシャムの法則である。「レモン市場」の問題は、このように買い手が商品に対して十分な情報を保持していない市場で起こる。市場が「レモン」であふれてよい中古車の取引が阻害されている現象を逆選択という。つまり、消費者は市場が正常に機能していれば質のよい中古車を安い価格で入手できるが、「レモン」の存在によって割高な価格で購入せざるをえなくなる。購入する選択肢は情報劣位者である買い手側にはなく、情報を持っている売り手側に存在するという現象が起こる。次に、元来保険取引の意味で使われた逆選択について詳

しく述べたいと思う。

逆選択を一般的に定義すると、質の悪い商品の存在によって、質のよい商品の質も疑われて、市場が成立しなくなる現象だといえる。ここでは、自動車保険における車両事故の事故確率を例に考えたいと思うが、リスク回避度など選好面は全員同一で事故確率のみが異なるものだという条件があるとする。今日、さまざまに異なった事故確率をもつ者がおり、その当人は自分の事故確率を知っているとする。その一方、保険会社は過去のデータや経験から、その当人たちの集団がもつ平均的な事故確率を知っているものの、その当人たちの個別の事故確率はわからないものとする。このとき、保険会社がその平均値を基にした均一料金で保険を販売すると、集団平均よりも低い事故確率をもつ者は料金が割に合わず保険を購入しない可能性がある。そして、集団平均よりも高い事故確率をもつ者が保険を購入する割合は増えるため、保険会社は採算が取れずに料金を値上げする決断を迫られる。料金を値上げすると、集団平均よりも低い事故確率をもつ者はさらに保険の購入を見送る可能性が高くなり、保険会社はさらに料金の値上げをする。このように事故確率の低い者から順に保険からの退出を促進する、これが逆選択のプロセスである。逆選択の過程が限度まで進んだ状況では、事故確率の低い者との保険取引は成立せず、保険購入者と保険会社双方が利益を出せる余地が全くない状況になり、厚生的損失を生んでしまう。

ここで、株主と経営者の関係の中でレモン市場という考え方が存在しているのかを検証したいと思う。レモン市場は、売り手が情報優位者で買い手が情報劣位者という関係性で、売り手と買い手との間に情報の非対称性が存在するために逆選択などの経済的不利益が出るという考え方であった。プリンシパル・エージェント問題は経営者が情報優位者で株主が情報劣位者となるため、この関係性をそのままレモン市場の売り手と買い手の関係性と置き換えて考える。そうすると、株主はレモン市場でいう買い手側になり、経営者はレモン市場でいう売り手側となる。株主は、経営者の中に株主還元策について講じず、自らの利益を優先する者、レモン市場でいう「レモン」がいることを知っているとする。経営者側は、自らに都合の悪い情報をわざわざ株主に公開するようなことはしないため、存在する多くの経営者は、自らの利益を優先するレモン市場



でいう「レモン」であるといえる。そんな中、株主への還元策を積極的に講じている経営者も、自らの利益を優先する経営者に紛れ込んでしまう。そのため、自らの利益を優先する経営者によって、株主還元策を積極的に講じている経営者に対する見方も利益を優先すると捉えられ、株主還元策を積極的に講じている経営者に不利益が生じる逆選択のような現象が起こりうる。また、株主と経営者の関係における逆選択の現象が進んでしまうと、株主の中に経営者が本当に株主の利益になる株主還元策を講じているのかという疑心暗鬼が生まれる。同時に会社の信用性も低迷するため、投資による資金調達の量が減るなど、経営への悪影響も出てくるおそれがある。これらは紛れもなく株主と経営者の間の情報格差が生み出した不利益の一つである。

#### ・クリームスキミング

質の悪いものの存在のために品質の高いものが駆逐されてしまう逆選択に対して、自らにとって都合のいい顧客(情報劣位者)のみを集めて、その結果として一部の顧客(情報劣位者)が市場から排除されるというクリームスキミングという現象が起こる可能性もある。この現象は自動車保険における地域別価格差をもとに述べたいと思う。東北地方では保険の費用が低いのにに対して、大阪府では事故の件数などの違いで保険の費用が高い傾向にある。そこで、この保険の顧客に関する情報を利用した保険会社に、宮城県・山形県などの東北地方の保険料金を下げ一方、大阪府などの関西圏の保険料金を上げる傾向が見受けられた。これにより、東北の人は保険料が下がるため保険料に格差をつける保険に加入するが、大阪の人は保険料が上がったため保険料に格差をつけない全国一律料金の保険会社に加入することになる。ここで、保険料に格差をつける保険会社には費用のかからない顧客が集まり、保険料に格差をつけない保険会社には費用のかかる顧客が集まる状況になるので、クリームスキミングをして保険費用のかからない顧客を集めた保険会社以外の保険が成立しにくくなってしまふのである。

そこで、株主と経営者の間にクリームスキミング現象が起こりうるのかを考える。クリームスキミングの定義を株主と経営者に当てはめると、自らにとって都合のいい株主(情報劣位者)を集めて、一部の株主(情報劣位者)が市場から排除されると言い換えることができる。これは、第3章で述べた株式持ち合いに

よって起こりうるものであると考えられる。第3章で述べたように、親子会社や関連会社間で相互に株式を保有することは経営の安定化につながる一方、会社にとって都合のいい株主、いわゆる「物言わぬ株主」が増加するため、経営へのモニタリング機能が形骸化してしまう。これは、経営者が会社や株主の利益を無視して自らの利益のために行う投資を優先したり、非常にリスクの高い投資を行ったりする恐れが高まるため、会社と株主の双方に不利益が生じることにつながりかねない。これも、株主と経営者の間にある情報格差のために生じる不利益の一つである。

#### ・モラルハザード

10 情報の非対称性による厚生的損失として、次に挙げられるのがモラルハザードという現象である。これも逆選択と同様に車両保険の事例から考えてみる。ある者が事故を起こす可能性はそのものの注意や事故回避の努力に依存している側面があり、その努力水準は保険に加入しているかどうかという点が大きな影響を与える。つまり、保険に加入している場合、事故による損失は当人負担

15 ではなく保険会社負担であるため、注意力や努力水準が低下することが予想される。さらに、注意や努力を怠った方が当人にとって得となる場合、保険の存在が当人のリスクを高める非効率な行動を導く可能性も高い。保険会社が当人の行動を全て把握することは難しく、ここに情報の非対称性が存在している。これがモラルハザードであり、広義では「個別的に合理的な行動であるものの、

20 社会的には非効率的な結果につながる行動」と定義できる。モラルハザードの具体例としては、「保険金殺人」「当たり屋」などがあげられる。

では、株主と経営者との間にこのようなモラルハザードは存在するのであるうか。それは経営者が十分な経営努力をしなかったりリスクに対する注意を怠ったりする問題である。この章の第1節でも述べたとおり、株主は経営者に対して情報劣位にあるため、経営者に対する監視機能、つまりモニタリングする機能

25 機能が低いのが現状である。経営者は、会社の所有者である株主からの監視が薄いことにより、放漫な経営をしたり、自分の名声拡大のための無理な投資事業を行ったりするおそれがある。これがまさに株主と経営者の間に潜むモラルハザードである。前述した広義のモラルハザードの定義に当てはめて考える。

30 個別的には合理的な行動とは、経営者が経営努力や注意を怠ったり無理な投資

事業を行ったりすることである。しかし、そういった行動が結果的に、企業が株主に対する還元策を講じられなくなるのはもちろん、無理な投資から生じる企業倒産により、株主に大きな損害が出ることにつながりかねない。経営者のモラルハザードを促進しているのは、民事再生法の存在であり、過去にはさ  
5 うや青木建設なども利用している。これは、経営危機に陥った場合の倒産手続きを簡略に進めて早期再建を支援するための法律であるが、この存在が経営者の注意不足や投機的な経営などのモラルハザードを促しているとされる。

### 第3節：不完全情報経済への対応策

#### ・標準化

10 このような不完全情報経済に対応する一つ的手段として、財やサービスを標準化することがあげられる。私たちににとって最も身近な標準化の事例は、コンビニエンスストアである。コンビニエンスストアの運営はフランチャイズビジネスのモデルによっているが、ここではフランチャイズビジネスのモデルを概説することにより、標準化について説明したいと思う。コンビニエンスストア  
15 におけるフランチャイズチェーンは、事業者が他の事業者に対して自らが開発した自己の商標・トレードネーム・経営理念などを使用して自らが開発したプライベートブランドを含む商品の販売やその他事業を行うことを認める見返りに、他の事業者がそれらの使用許可に対してロイヤリティーと呼ばれる一定の対価を支払うというシステムである。不完全情報経済では、売り手と買い手と  
20 の間に財やサービスに関して情報の格差が存在する一方、このようなフランチャイズビジネスやチェーン店の存在は、財やサービスの内容をどの店舗でも同じようにする、つまり標準化することによって、売り手と買い手の間にある情報の格差を減らすことができるのである。

株主と経営者の関係において、どのように標準化をすることで情報格差は埋ま  
25 るのであろうか。ここでの標準化の方法としては、東京証券取引所(以下、東証と略する)への上場や法律の遵守という二つの方法が考えられる。東証への上場は、他の上場企業と同じフィールドで自社の株も取引されるため、投資家も一定の情報をメディアや東証のホームページ等を通して得やすくなる。また、東証一部に上場することを考えた場合、2,200人以上の株主によって出資されて  
30 いること、連結純資産の額が10億円であることなど(日本取引所グループホー

ムページより)、一定の条件が設定されているため、それをクリアする必要がある。そのため、その条件をクリアした企業としていいイメージがつくので、企業の知名度が上がったり資金調達が容易になったりするなど、他のメリットも多く存在する。次に、法律の遵守について考えたい。企業経営に関する法律は、

5 会社法と金融商品取引法があげられる。会社法では原則年に1回、決算書類を公開することが規定されており、金融商品取引法では第1から第34半期に4半期報告書を開示する規定や期末に有価証券報告書を公開する規定が存在する。これらの法律を順守することは、投資家に企業業績などの投資に有用な情報を公開していることになるので、一定程度の情報格差はなくなると考えられる。

#### 10 •第三者による情報提供

委託者と受託者の間の情報格差を減らす最も単純な手段は、この二者とは別に情報の提供のみを行う第三者をおくことである。ここでは、資金調達を考えている企業にとっての手段の1つである社債が取引される金融市場を例に考える。資金の提供者である債権者は、資金の調達者(企業)に関して十分な情報をもっていないことが多い。この情報の非対称性を解消するために、第三者機関として格付け機関が機能している。これは、企業の業績や近況に合わせてトリプルAやダブルBなど、企業を評価・ランク付けすることによって、債権者に情報を示している。格付け機関の行った格付けが不適切であるなど、この制度に関して批判はあるものの、企業の経営状況や将来性を診断する専門の企業で

15

20 ある格付け機関が債権者に対して提供する情報は重要な判断材料である。

株主に対して、第三者として情報提供している機関はあるのであろうか。それは、新聞やテレビなどのメディアであると考えられる。メディアは株主に対して株価の変動や企業業績などの情報を連日報道している。そして、証券会社も株主に対して企業の情報を提供していると考えられる。ただ、このメディア

25

も証券会社も彼らを取り巻くグループ企業の存在によって、純粹に第三者として株主に対して情報提供を行っているとは言いにくい面がある。第三者による情報提供というのは、そういった面で他の対策に劣っている。

#### •シグナリング理論

30 不完全情報経済への対応策として、代表的なものがシグナリング理論である。

これは、売り手が買い手に対して自らの財・サービスの内容を示すという考え方である。販売している財・サービスについての情報を最も多く持っているのは、その財を販売した売り手であるため、売り手自身がその財・サービスについて宣伝をしたり、保証をしたりするなど行動することによって買い手との情報の格差を減らせるといったようなことである。

5 シグナリング理論はもともと、労働市場において有能な人材を見分ける際に教育が果たす機能について述べたものである。この社会に労働生産性の高い労働者とそうでない労働者の二者が存在するとし、両者は半分ずつ存在するとする。雇用する企業側は、労働者 1 人ひとりの労働生産性を見分けることは難しいため、労働者と企業の間には情報の非対称性があるといえる。その状況で、労働者の能力を識別できない企業は、有能な労働者とそうではない労働者に対して平均的な賃金を支払うという手段に出る。企業にとって、有能な労働者とそうでない労働者に当たる確率はそれぞれ  $1/2$  であるため、平均的な賃金を全員に支払うことで採算が合うからである。しかし、有能な労働者にとっては働

10 きに相当する賃金が支払われていない一方、そうでない労働者は自らの労働を超える賃金をもらっていることになり、労働者の視点では不公平な賃金制度となっている。これに対応する方法が教育によるシグナルである。有能な労働者とそうでない労働者では、大学教育を受ける負担が異なるとする。表 1 より、有能な労働者は 2 の負担で大学を修了するのに対して、そうでない労働者はそ

15 れを上回る負担を強いられることになる。それは、大学を修了するためには、受験を含むさまざまな試験の対策を行った上で合格という結果を出さなければならないためである。企業がこれを利用して大卒には 20 の賃金を支払い、高卒には 10 の賃金だけを支払うとする。能力の高い労働者は教育を受けた場合、そのコストを差し引いて 18 の賃金を得る一方、普通の労働者は教育を受けた

20 場合かえってコストになるので、教育を受けずに 10 の賃金を受けることになる。つまり、能力の高い人は教育を通して自らが有能であることを企業に対して示すことができる。これが、シグナルと呼ばれるものである。

図表 3：労働者の特性とシグナル

	割合	仕事量(金銭表示)	教育の負担
能力の高い人	1/2	20	2
普通の人	1/2	10	15

出所：伊藤元重（2015）『入門経済学第四版』日本評論社 P196 より

いくつか事例をあげてシグナリング理論について述べたいと思う。スポーツ  
 ドリンクを製造・販売しているメーカーは、自社の製品について巨額の広告費  
 5 を投じることに、自社が製造過程において手を抜かず、良品を製造している  
 ということの何よりの証拠になると考えられ、これにより情報格差を減らすこと  
 ができる。また、冷蔵庫のメーカーが自らの製品に対して無償修理保証をつけ  
 る(ただし、期間の限定はある)ことによって、そのメーカーが高品質な冷蔵庫  
 を製造しているという情報を自らの手で買い手に示すことができる。これら以  
 10 外にもシグナリングの手段はさまざまな形で存在する。

このシグナリング理論が株主還元策にどのように機能するのであろうか。つ  
 まり、経営者が株主に対して何を示すことによって、二者の間にある情報格差  
 が埋まるのであろうか。まず1つに、配当を増加させる増配政策が情報を埋め  
 るのに有効だと考えられる。それは、配当を出すことで株主に対して、中長期  
 15 的な収益安定のシグナルを発信できるためである。経営者は配当政策において、  
 これまで配当を行ってきた一定金額から減額をしたり、無配に転じたりするこ  
 とをためらう傾向にあるとされる。その理由は、株主が出資企業の減配や無配  
 への配当政策の転換を知った場合、利益や業績に対して大きな不信感を抱くか  
 らである。減配や無配への転換を防止するために、経営者は短期的な利益還元  
 20 のために増配はせず、長期的で安定的な収益の確保が見込まれた時のみに増配  
 政策をとる。株主側もそれをわかっているため、増配政策を通じて株主に長期  
 的で安定的な収益が確保されているという情報を伝達することができるのであ  
 る。

では、シグナリング理論が情報格差を埋めているのかをデータで確認したい  
 25 と思う。シグナリング理論は企業が配当政策を行うことによって収益の安定を  
 示すというものなので、ここでは増配した企業の株価推移を分析することで、  
 シグナリング理論つまり配当が株主と経営者の間の情報格差を埋めたことを示

したいと思う。

図表 4：連続増配記録ランキング

順位	社名	連続増配年数 (予想を含む)	順位	社名	連続増配年数 (予想を含む)
1	花王	26	10	プラネット	14
2	ユーエスエス	18	〃	科研製薬	14
〃	SPK	18	〃	リンナイ	14
4	明光ネットワーク	17	〃	シスメックス	14
〃	小林製薬	17	〃	ユニ・チャーム	14
〃	三菱Uリース	17	〃	東センチリース	14
7	リコーリース	16	〃	KDDI	14
8	しまむら	15	〃	沖縄セルラー電話	14
〃	トランコム	15	〃	サンドラッグ	14

(出所) 東洋経済新報社 会社四季報 2015年3集 夏号 8ページ 連続増配記録ランキングより筆者抜粋

5

図表 5：10年間の株価推移(花王)



(出所)日本経済新聞電子版(2015年10月29日)

[http://www.nikkei.com/markets/company/chart/redirect\\_chart.html?scode=445](http://www.nikkei.com/markets/company/chart/redirect_chart.html?scode=445)

2.1

図表 6 : 10 年間の株価推移 (SPK)



(出所)日本経済新聞電子版(2015年10月29日)

[http://www.nikkei.com/markets/company/chart/redirect\\_chart.html?scode=](http://www.nikkei.com/markets/company/chart/redirect_chart.html?scode=)

5 [7466.1](#)

図表 7 : 10 年間の株価の推移 (サンドラッグ)



10 (出所)日本経済新聞電子版(2015年10月29日)

[http://www.nikkei.com/markets/company/chart/redirect\\_chart.html?scode=998](http://www.nikkei.com/markets/company/chart/redirect_chart.html?scode=998)

[9.1](#)



図表 8：10年間の株価の推移(クラウドディア)



(出所)日本経済新聞電子版(2015年10月31日)

- 5 [http://www.nikkei.com/markets/company/chart/redirect\\_chart.html?scode=3607.1](http://www.nikkei.com/markets/company/chart/redirect_chart.html?scode=3607.1)

図 9：10年間の株価推移(三陽商会)



(出所)日本経済新聞電子版 (2015年10月31日)

- 10 [http://www.nikkei.com/markets/company/chart/redirect\\_chart.html?scode=8011.1](http://www.nikkei.com/markets/company/chart/redirect_chart.html?scode=8011.1)

図 10：10年間の株価推移(ユニーグループ・ホールディングス)



(出所)日本経済新聞電子版 (2015年10月31日)

[http://www.nikkei.com/markets/company/chart/redirect\\_chart.html?scode=8270.1](http://www.nikkei.com/markets/company/chart/redirect_chart.html?scode=8270.1)

- 5
- 図表 4 は東洋経済新報社による連続増配記録ランキングであり、図表 5,6,7 はランクインしている企業の株価の推移である。一方、図表 8,9,10 は減配政策をとっている企業である。この両者の株価変動の比較をすることで、配当によるシグナリングが機能しているかを検証したいと思う。
- 10 連続増配記録ランキングのトップである花王は、図表 5 に示してあるように 26 年間もの間連続で増配政策、つまり株主還元策を行っていることになる。他のランキング企業も少なくとも 10 年間以上連続で増配政策を行っているため、これらの企業は株主還元策に非常に積極的だといえる。ここで、増配政策を行っている企業 3 社の株価変動を分析したいと思う。3 社で共通していえるのは、
- 15 株価がおおむね上昇傾向にあることである。2007 年～2009 年にかけては、サブプライムローン問題やそれが引き金となったリーマンショックの影響で、2011 年は東日本大震災の影響で株価が下落しているものの、それ以外の部分については上昇傾向にあるといえる。株価推移を論文中にのせていない増配政策を行っている企業についても、おおむね同様な傾向が見られた。
- 20 これに対して、図表 8,9,10 の減配企業の株価の推移をみると、株価に大きな変化が見られないことがわかる。序章で述べたとおり、日経平均株価は上昇傾

向にあるため、日本企業の株式の価値は上昇傾向にあるといえる。しかし、これらの企業の株価には上昇傾向が見られないだけでなく、減配をした時期に株価が下落傾向にあることも多いといえる。クラウドディアにおいては、14年の8月から15年の2月にかけて減配しており、15年の2月から同年の8月にかけて減配予測がされている(会社四季報2015年3集より)。前者の時期は大きな株価の変動は見受けられないが、後者の時期は株価が下落傾向にあることがわかる。三陽商会においては、09年の12月から10年の12月、および10年の12月から11年の12月にかけて減配している(会社四季報2015年3集より)。これも前者の時期は大きな株価の変動が見受けられないが、後者の時期は株価が下落傾向にあることがわかる。ユニーグループ・ホールディングス(16年9月よりファミリーマートに統合予定)においては13年2月から8月にかけて、および14年2月から8月にかけて減配している(会社四季報2015年3集より)。これらの時期は両方とも株価が減少傾向にあるといえる。その他の減配企業についても、株価に変化がない、もしくは株価が下落傾向にあるということがお

5

10

15

おむねいえる。

つまり、企業が増配することによって株主はその企業が中長期的な安定性を持っていると判断し、そういった企業に投資家が集まることで株価が上昇している。増配政策というシグナリングが機能しているといえるのである。

#### ・スクリーニング理論

不完全情報経済の対応策の1つであるシグナリング理論は、売り手(情報優位者)が買い手(情報劣位者)に対して自らの財・サービスを示すというものであった。スクリーニング理論は、消費行動の情報優位者が買い手で情報劣位者が売り手だとすると、情報劣位者が何らかの手段を情報優位者に示して、情報優位者の自己選択を通じて情報劣位者が情報を得るという考え方である。プリンタを事例にスクリーニング理論を考えてみる。プリンタは本体を購入したうえで、印刷用紙やインクを補充することによりはじめて機能する。買い手(情報優位者)のプリンタ使用頻度を売り手(情報劣位者)が調査する場合、プリンタ本体ではなくインクや印刷用紙の需要で図ることができる。つまり、この事例では買い手(情報優位者)がインクや印刷用紙の購入という形で自己選択をすることによって、売り手(情報劣位者)に情報を提供しているということになる。このよ

20

25

30

うなメカニズムを自己選択メカニズムといい、この事例ではプリンタの本体価格をできるだけ安価にしてインク等の価格を上げるなど、料金体系を工夫することができる。

5 ここまではプリンタの料金設定を例にスクリーニングについて述べてきたが、スクリーニングを通して株主と経営者の情報格差をうめることができるのであ  
10 ろうか。ここで確認しておきたいが、投資先の選択に関する情報などは株主側の方が情報優位にあるなど、情報の全てにおいて経営者が優位に立っているわけ  
15 ではないことをおさえておきたい。ここでは、株式市場における全体的な投資行動を念頭におき、自らがどこに投資をするかを知っている株主を情報優位者とし、それを知らない経営者を情報劣位者として考える。経営者は株主から  
20 どのようにして投資選択の情報を得ているのであろうか。その有効な手段とされるのが、株価の推移を把握しておくことである。自社の株価が上がれば、経営者は株主が自社に多く出資しているという状況がわかる。反対に、株価が下  
25 った場合は、経営者は株主が自社への出資を見送ったり自社の株が売られたりしている可能性が高いと予測できる。前者の経営者は、株主や市場が自らの経営に対していい評価をしているため、経営の現状を維持することが有効であると捉えることができる。一方で後者の経営者は、株主や市場が自らの経営に対して不満を持っているため、経営の現状を見直さなければならないと捉えるであろう。つまり、株主は自らの自己選択(株式の購入や売却行為)を通じて経営者に情報を与えていることになり、経営者がそれを把握することで自らが持  
30 たない情報である株主からの評価を知ることができる。これまで述べてきたような、株主が情報劣位者で経営者が情報優位者であるという理論ではないが、両者の間に存在する情報の格差を埋めるという意味で、自己選択メカニズムを通じたスクリーニングも株主と経営者の間にある情報の非対称性の解決策として有効である。

### おわりに：株主・企業双方にとって望ましい株主還元策のあり方とは

30 これまで、日本的経営においては株主を重視する必要性が低かったものの、

機関投資家や外人株主の増加などにより株主を重視する経営が求められていることを述べてきた。そして、日本の企業におけるこの傾向は今後も続くと考えられる。そこで私たちは、情報の格差を減少させることこそが株主・企業双方にとって望ましい株主還元策のあり方ではないかと考えている。

5 情報の格差があった場合、第4章でも述べたような逆選択、クリームスキニング、モラルハザードといった損失が発生するからである。加えて、情報格差を減少させることは株主と経営者間に存在するプリンシパル・エージェント問題の根本的な解決方法であり、この問題が前提となってさまざまな株主還元策が行われているからである。例えば、株主優待という株主還元策が何のために行われているかを考えたい。第1章でも述べたように、株主優待は自社の財・サービスを株主に無償、もしくは割引料金で体感してもらうという還元策であるが、これは企業が株主に対して自社の財・サービスを示しているものである。つまり、株を購入している株主は事業内容などを知らずに株を購入している場合もあるので、株主優待はそういった株主に自社の財・サービスの内容という情報を示す目的で行われているのである。では、情報の格差を埋めるためにどのような方策をするべきなのであろうか。この方策は2つに分類することができ、ひとつは経済学の理論に基づいた方策、もうひとつは会社の構造上の方策である。前者は第4章の中ですでに述べているため、ここでは、まず前者についての補足をしたうえで後者について中心的に

10

15

20 述べる。

情報の格差を埋める方策としては、株主の情報不足に対応するシグナリング理論、経営者の投資情報不足に対応するスクリーニング理論の二つを主に第4章で述べた。ここでは、シグナリング理論に関して補足をしたいと思う。第4章では、配当政策が株主に対して企業業績の好調などのシグナルになることを論じた。では、配当政策は株主利益を分配するという意味でどのような影響をするのであろうか。それを示したのがモジリアーニ=ミラー理論である。これは、「既存の株主の利益は配当政策によって影響を受けない」(『現代経営入門』p200より)というものである。企業が投資政策を決めて、その資金として内部留保を使うか増資をするかという2つの選択肢のみが存在すると仮定する。内部留保を使う場合はその配当が少なくなり、逆に配

25

30

当を増やした場合はその分の資金を増資で賄うことになる。配当が少ない時は増資の必要がないため、将来の株価値上がり分であるキャピタル・ゲインを受け取ることができる。これは、増資をされていないため、1株あたりのキャピタル・ゲインは大きい。一方、配当が多い場合は増資をする必要があるため、1株あたりのキャピタル・ゲインがその分小さくなる。つまり、モ  
5 ジリアーニ＝ミラー理論では、配当金を増やしても減らしても、結果的に配当とキャピタル・ゲインの合計金額が同じになるとされている。これより、配当政策は株主利益の分配という意味では影響しないが、情報の格差を減少させる意味では株主還元策として機能していると私たちは考えている。

10 これに対して、会社の構造を工夫して情報の格差をなくす方策として、経営者報酬の工夫と社外取締役の設置があげられる。まず、経営者報酬の工夫について述べたいと思う。

経営者報酬は3つの形態に分けられ、1つ目が固定的な基本報酬、2つ目が業務連動報酬で、3つ目が長期インセンティブと呼ばれるものである。最  
15 初に挙げた固定的な基本報酬は、会社の業績に関係なく一定金額を支給されるものであり、従業員でいうと基本給に分類されるようなものである。2つ目の業務連動型報酬は、企業の業績や経営者の力量などで変動する報酬であるが、わかりやすい例でいうとボーナス(賞与)がこれにあたりとされる。ここで押さえておきたいのが、この固定的な基本報酬、業務連動型報酬は現金  
20 で支給されるのに対してこれから述べる長期インセンティブは自社株が報酬になるという点である。長期インセンティブとは、自社株を報酬として受け取ること、もしくは自社株を<sup>あらかじめ</sup>決められた価格で購入できる権利を経営者や役員に与えることである。経営者が自社の株を一定割合持つことは、株主と経営者の情報格差を減少されることに非常に効果的であるだけでなく、経営者のインセンティブが高まるため、経営者が企業の業績をあげるた  
25 めに今までよりよく働くことにつながる。そして、経営者が積極的に働くと、企業業績が好調になる可能性が高くなる。これは、ほかの株主に対する還元策にもつながるため、非常に有効な株主還元策の方策の1つだといえる。

しかし、日本では経営者報酬が欧米と比較して少なく、さらにCEOの全  
30 報酬に占めるストック・オプションを含む長期インセンティブの割合も

15%と非常に小さい(『現代経営入門』高橋宏幸 丹沢安治 花枝英樹 三浦俊彦 2011年 p216 図10-2より)。米国はCEO全報酬に占める長期インセンティブの割合が70%で、欧州は39%である(『現代経営入門』高橋宏幸 丹沢安治 花枝英樹 三浦俊彦 2011年 p216 図10-2より)。こ  
5 こでいえるのは、日本の経営者は固定的な報酬が占める割合が大きく、自らの業績で左右される長期インセンティブの割合が小さいということである。そのため、日本の経営者が株価や企業価値を上げようというインセンティブは自らの報酬と株価や企業価値が直結していないため、欧米の経営者に比べて経営に対するインセンティブが小さい可能性がある。こういった経営者は  
10 増配をして株主との情報格差を減少させることで、株価が上昇することに直接的なメリットが少ない。日本の経営者が報酬として長期インセンティブを受けるとは、現在よりも業績を上げようというインセンティブが出てくるため、企業の業績の向上につながる。前述にもあるように、それは株主還元策にもつながるため、私たちは経営者の報酬に占める長期インセンティブの  
15 割合を大きくすることが、情報格差の是正や株主還元へのつながりという意味で有効な手段の1つではないかと考えている。

2つ目が社外取締役を設置することで情報格差が減少するというものである。社外取締役とは、「現在または過去において当該企業の業務執行をせず、会社または子会社の業務を執行する取締役の他執行役または支配人、そ  
20 の他の使用人でない取締役である」と会社法2条15号で定義される。日本では、企業から独立した外部の人間を取締役にすることが、会社法の改正によって決まっている。企業の従業員が取締役の場合、サラリーマン時代の階級制度の上下関係が持ち込まれており、取締役は経営者に意見が言いにくい。しかし企業から独立した取締役の場合、外部の人間なので意見が言いやすくなり、議論の形骸化が解消され、取締役会の議論が活性化される。また、株  
25 主からのモニタリングの弱さを、株主に代わって取締役が行うことが期待できる。取締役のモニタリングが上手く働けば企業価値の向上も期待できる可能性がある。一方、社外取締役を設置することは新たなエージェンシー・コストの発生につながると考えられる。しかし、情報の格差を減少させるため  
30 には、それに対応するためのエージェンシー・コストはかけざるをえない。

情報の格差を減少させるためにエージェンシー・コストをかけて、潜在的に存在するエージェンシー・コストを減少させることが望ましい株主還元策のあり方の一つである。

5

## 参考文献一覧

### 《書籍》

- ・『株主を重視しない経営』 江川雅子 2008年 日本経済新聞出版社
  - ・『企業革新とコーポレート・ガバナンス』 伊藤進一郎 実務出版株式会社
  - 10 ・『スティグリッツ ミクロ経済学 第三版』 ジョセフ・E・スティグリッツ /カール・E・ウォッシュ. 2006年 東洋経済新報社.
  - ・『入門経済学 第四版』 伊藤元重 2015年 日本評論社
  - ・『金融理論と制度改革 初版』 貝塚啓明 池尾和人 1992年 株式会社有斐閣
  - 15 ・『日本企業 モラルハザード史』 有森隆 2003年 文藝春秋
  - ・『企業金融の理論』 小宮隆太郎 岩田規久男 1975年 株式会社日本経済新聞社
  - ・『現代経営入門』 高橋宏幸 丹沢安治 花枝英樹 三浦俊彦 2011年 株式会社有斐閣
  - 20 ・『会社四季報 2015年 3集』 夏号東洋経済新報社
- 《論文・グラフ等》
- ・『企業の海外進出と収益力—日本銀行』 近藤崇史 中浜萌 一瀬善考 2014年 [https://www.boj.or.jp/wps\\_2014](https://www.boj.or.jp/wps_2014)
  - 25 ・『株主重視のガバナンスと従業員重視のガバナンス』 岩井千尋 2008年 [ci.nii.ac.jp/naid/110007028340](http://ci.nii.ac.jp/naid/110007028340)
  - ・『日本の証券市場に大きな影響を与えるオイルマネーの動向』 信金中央金庫総合研究所 2005年 [www.scbri.jp/yousinaigaikeizai/scb79h17y07.htm](http://www.scbri.jp/yousinaigaikeizai/scb79h17y07.htm)
  - 30 ・『わが国産業における ROE、ROA および生産性の長期推移』 平光正 松雄浩



之 ci.nii.ac.jp/naid/110007010486

- ・ 『国際的潮流から見た日本の株主代表訴訟制度』 山田泰弘

www.ritsumeai.ac.jp/acd/cg/law/lex/07-4/yamada.pdf

- ・ 『コーポレートガバナンス・コードは機能するのか』 藤田勉

5 www.camri.or.jp/annai/shoseki/gekkan/2015/pdf/201501-7.pdf

- ・ 『コーポレート・ガバナンスの制度的補完性』 大谷泰彦

www.dobm.u-tokai.ac.jp/kiyou/ronbun2013/08\_ootani.pdf

- ・ 『制度的側面から見たコーポレート・ガバナンス論』 三菱 UFJ 信託銀行

http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/c200812\_2.pdf

10 ・ 『バブル崩壊後の企業財務危機におけるメインバンクの役割』 小池次郎

www.fbc.keio.ac.jp/~kaneko/JSME/01s109-koike.pdf

- ・ 『社外取締役の導入と企業価値』 三菱 UFJ 信託銀行

http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201502\_1.pdf

- ・ 日本経済新聞社 電子版 株価推移検索

15 <http://nikkei.com/markets/charts>

- ・ 日本経済新聞社 電子版 2015年8月17日付記事

<http://www.nikkei.com/article/DGXLMS9651H1RAX10C15A800000/>

- ・ 日本取引所グループ 上場審査基準

<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/criteria/listing/index.html>

20