

平成 27 年度 証券ゼミナール大会

第 7 テーマ B ブロック

「株主・企業双方にとって
望ましい株主還元のあり方について」

高崎経済大学 阿部ゼミナール

目次

| | |
|------------------------|------|
| 序章 | p.1 |
| 第1章 株主還元の現状と課題 | p.1 |
| 第1節 配当政策 | p.1 |
| 1-1 配当政策の定義、現状 | |
| 1-2 安定配当型政策 | |
| 1-3 業績連動型配当政策 | |
| 第2節 内部留保 | p.11 |
| 2-1 内部留保の定義 | |
| 2-2 内部留保の現状 | |
| 2-3 内部留保のケーススタディ | |
| 2-4 内部留保の課題 | |
| 第3節 自社株買い | p.15 |
| 3-1 自社株買いの定義 | |
| 3-2 自社株買いの現状 | |
| 3-3 自社株買いのケーススタディ | |
| 3-4 自社株買いの課題 | |
| 第4節 株主還元の課題 | p.20 |
| 第2章 企業と株主の双方の関わり方 | p.21 |
| 第1節 企業と株主の間の問題 | p.21 |
| 1-1 エージェンシー理論 | |
| 1-2 プリンシパル・エージェント問題の定義 | |
| 1-3 プリンシパル・エージェント問題の現状 | |
| 第2節 企業からの関わり方 | p.23 |
| 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の現状 | |
| 2-3 | コーポレートガバナンスの海外比較 | |
| 2-4 | コーポレートガバナンスの課題 | |
| 2-5 | コーポレートガバナンス・コードの定義 | |
| 2-6 | コーポレートガバナンス・コードの現状 | |
| 第3節 | 株主からの関わり方..... | p.28 |
| 3-1 | スチュワードシップ・コードの定義 | |
| 3-2 | スチュワードシップ・コードの現状 | |
| 第3章 | 望ましい株主還元のあり方..... | p.30 |
| 第1節 | 株主にとって望ましい株主還元のあり方-スチュワードシッ プ・コード-..... | p.30 |
| 1-1 | 原則3：継続的な企業状況の把握 | |
| 1-2 | 原則5：議決権の行使 | |
| 1-3 | 原則7：適切な判断への実力の備え | |
| 第2節 | 企業にとって望ましい株主還元のあり方-コーポレートガバ ナンス・コード-..... | p.35 |
| 2-1 | 基本原則1：株主の権利・平等性の確保 | |
| 2-2 | 基本原則3：適切な情報開示と透明性の確保 | |
| 2-3 | 基本原則5：株主との対話 | |
| 第3節 | 双方にとって望ましい株主還元のあり方..... | p.40 |
| 終章 | | p.40 |
| 参考文献、参考資料 | | p.42 |

序章

現在、株主に帰属する利益処分の方法は主に 2 つある。1 つは株主還元であり、その内訳は配当金・自社株買い・株主優待と大きく 3 つに分かれる。もう一方は内部留保である。利益処分の方法は、企業や業種、時期によって異なる。

1990 年代のバブル経済の崩壊により株式持ち合いの解消が進み、株主の構成が変化し、それに伴い、長い間日本企業で採用されてきた株主還元のあり方が揺らいできた。さらに所有と経営の分離により株主・企業間におけるプリンシパル・エージェント問題も発生している。

10 本論の構成は、第 1 章では株主還元の現状、課題について言及し、第 2 章では企業と株主間の問題点に触れ、それを踏まえてから企業視点からの関わり方、株主視点からの関わり方について述べる。最後に第 3 章では、第 1、2 章で考察したことを踏まえて株主・企業双方にとって望ましい株主還元のあり方について提言していく。

15

第 1 章 株主還元の現状と課題

第 1 章では、我が国の株主還元策の定義、現状、ケーススタディや海外比較を踏まえて、その課題について論じていく。

20

第 1 節 配当政策

1-1 配当政策の現状

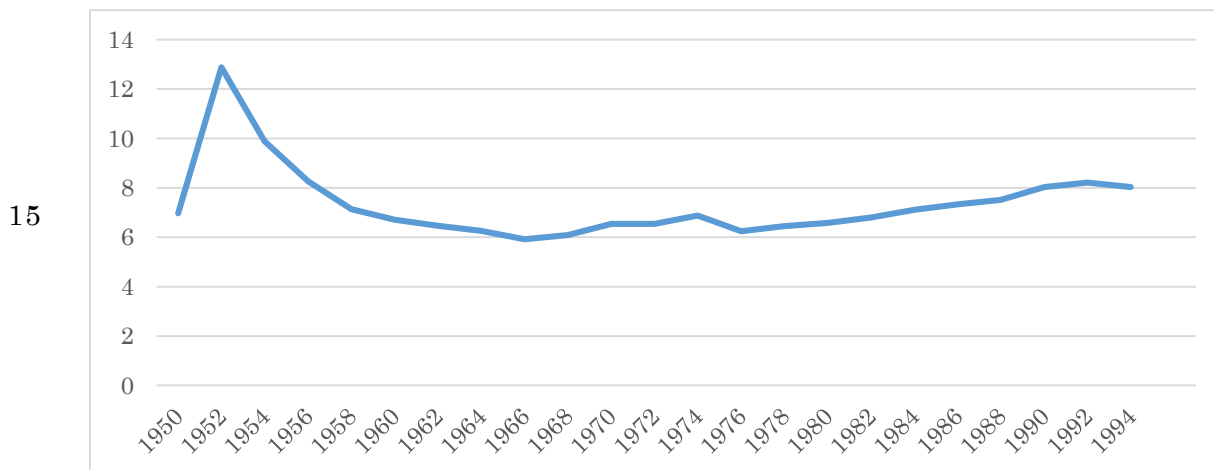
25 配当政策を論ずるにあたってまず配当政策の現状について述べる。配当政策は「企業活動で得られたキャッシュフローのうち、どれくらいを事業に再投資し、どれくらいを株主に還元すべきか、そして、どのような還元方法を選択するかを、長期的な視点に立って意思決定することである。」(新田敬祐、2006、ニッセイ基礎研 REPORT「配当政策再考」p1) と本論では定義する。また、配当政策の形態として安定配当政策と業績連動型配当政策の 2 つがある。前者は「企業から株主に支払われる 1 株あたりの配当金、または配当性
30 向が長年にわたって一定に保たれること」、後者は「企業業績に連動させて

1株当たり配当金を増減させる政策」と定義する。以下配当政策の歴史的背景、および現状について述べていく。

今日見ることができる日本企業の配当政策が確立されたのは、1960年代頃である。【図表1】を見ると、一株当たり平均配当金は1960年代から比較的安定している。こうした傾向から、当初の日本企業は安定配当政策を採用していたことが分かる。例外として、1952年前後に大きく上昇していることがあげられる。これは1950年に朝鮮戦争の影響から日本は朝鮮特需に入り、1952年に東証の平均株価が2倍に暴騰し、企業も積極的に配当を支払ったためである。

10

【図表1】（東証一部上場）有配会社一株当たり平均配当金の推移（円）



20 (出所) 東京証券取引所「東証要覧」1995年、p.113を基に著者作成

なぜ、このような推移が見られるのだろうか。2005年2月No.234～月間資本市場に掲載の『株式持ち合いは何故解消したか』という記事によれば、「第二次世界大戦後、日本の社会や経済は大きく変化した。戦前の日本の株式保有構造は、財閥本社が参加企業の株式を保有し、その財閥本社の株式を財閥家族が保有するというピラミッド構造になっていた。それが戦後、GHQはこのような財閥を中心とする閉鎖的・独占的な資本主義から民主的な経済システムへ変革するための構造改革を断行し、その一つが財閥解体であった。これが戦後日本の株式保有構造を特徴づける株式持ち合いの形成へとつながった」とされる。敗戦によって疲弊した個人株主が相次いで株を売却する

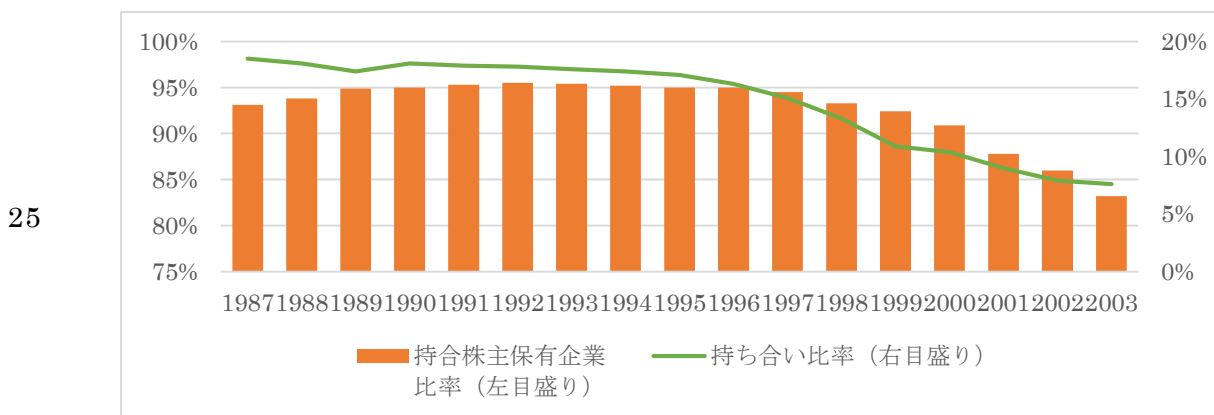
30

と、株式の買い占めが盛んに行われるようになった。株式持ち合いは、その買い占めに対抗し、安定株主を確保するというメリットをもっていったため、徐々に増えていったのである。その他にも株式を持ち合っているため、実質利益を増やさなくても株価を維持できたり、株価を維持することによって株主を納得させたりと企業側にとってメリットは多々あった。また、利害関係を持つ企業同士は、株式持ち合いによつての敵対防衛策や互いに経営の監視をしあう関係にあった。また、市場に出回る株式の量が制限できるため、株価は安定していた。さらに、当時の日本では内部留保を重視しており、「配当」はコストであるという考えが根強く残っていたのである。このようにして安定配当政策が日本企業に浸透していった。

しかし、株式持ち合いは転機を迎えることとなる。大きな背景としては二つ挙げられる。一つ目は、1980年代後半から90年代初期まで続いたバブル崩壊による保有株への含み損が発生したことである。二つ目は、金融商品に対する時価会計の導入により企業財務は直接的に保有株リスクを被り、企業や銀行にとって持ち合い株の保有が多大な負担となったことである。また、バブル崩壊後の1990年以降、相次いだ企業不祥事の発生でコーポレートガバナンスの強化が促進された。それに加え、2001年11月に成立した「銀行等株式保有制限法」による銀行の保有株制限などが後押しとなり、企業間の持ち合い比率は減少した。

20

【図表 2】 2003 年株式持ち合い状況調査



(出所) ニッセイ基礎研究所「株式持ち合い状況調査 2003 年」を基に著者作成

30

【図表 2】は、日本の上場企業を対象とした、バブル景気の 1987 年から 2003 年までの企業の株式持ち合い状況を調査したデータである。直感的に見ても分かる通り、銀行株式保有を直接的に制限する「銀行等の株式等の保有の制限に関する法律」が制定された 2000 年代からは、持ち合い比率は

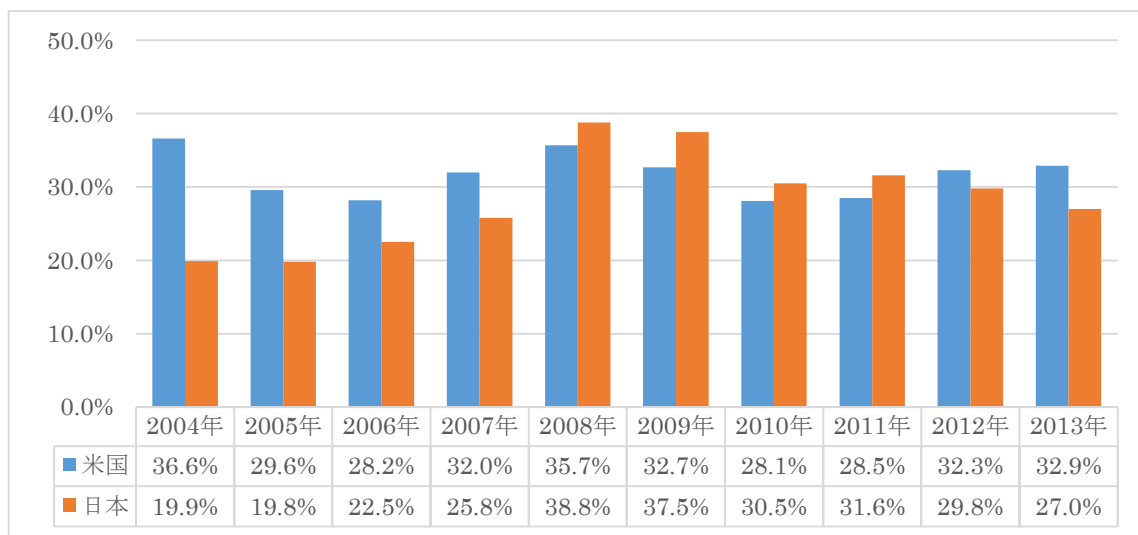
5

減少傾向にある。その結果、日本企業を支えてきた株式持ち合いは、経済環境の変化に対応していくことが困難になり、多くのデメリットを持つようになったため、解消が進んだ。それに伴い、日本企業の株主構成は変化し、日本企業の安定配当政策に対する考え方さえも変化してきたと思われる。

株式持ち合いの解消により安定配当政策に対する考え方が変化してきた

10

【図表 3】日本企業の配当性向の推移



20

25

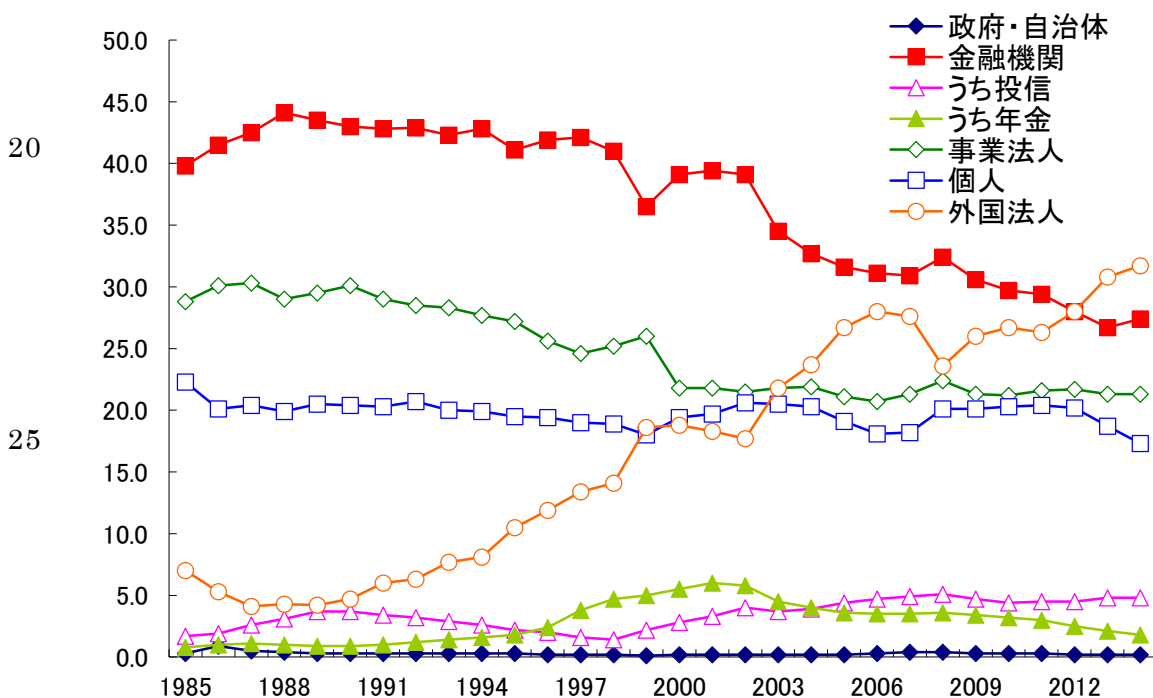
(出所) 生命保険協会「H26 年度 生命保険協会調査」を基に著者作成

前述したように日本企業は 1980 年代まで大半が安定配当政策を行っていたが、バブル崩壊により 1990 年代から株式持ち合いの解消が加速した。それに伴って日本の金融機関や事業法人は株式の売却を行い持株比率が低下

30

し始め、株式保有も減少していった。その代わりに株式保有を増やしたのが外国人投資家である。【図表 4】は投資部門別株式保有比率の推移を表したものである。金融機関の推移を見ると 1990 年代後半については 40%以上を保ち他と比べ圧倒的な株式保有率であったが、2000 年以降徐々に株式保有比率が減少していき、2014 年には 27.4%にまで減少した。一方、外国人投資家は 1990 年代後半については 10%を切っている状況であったが、2000 年頃から急激に増加し始め 2012 年には金融機関と並び、2014 年には金融機関を抜いて 31.7%と株式保有率 1 位となった。株式持ち合いが行われていたころ、日本企業は内部留保を重視していたため、安定した少額の配当しか行われていなかった。しかし、持ち合い株式の解消、【図表 4】で見られるような株主構成の変化によって直接金融の比率が高まり、株主の発言力が増してきた。また、増加傾向にある外国人投資家や一定数を保っている機関投資家は利益を求めている。彼らは、意味もなく内部留保をしているのなら配当を増やすべきだ、という考え方を持っている。このような理由から彼らは「モノ言う株主」と言われることがある。

【図表 4】 株式保有比率



(出所) 東京証券取引所「株式分布調査状況」を基に著者作成

このように株式保有率が増加傾向にある外国人投資家と一定数を保っている国内機関投資家の全体に占める割合が多い現在、安定配当政策では株主を納得させることが難しくなり、彼らのニーズに応えるために業績連動型配当政策を採用する企業が増加していった。

- 5 以上のことから、日本経済の変遷とともに、配当政策は安定配当型から業績連動型に変化しつつある。次項からは、安定配当型、業績連動型それぞれのケーススタディを用いて双方のメリット、デメリットを発見し、理解を深める。

10 1-2 安定配当型政策

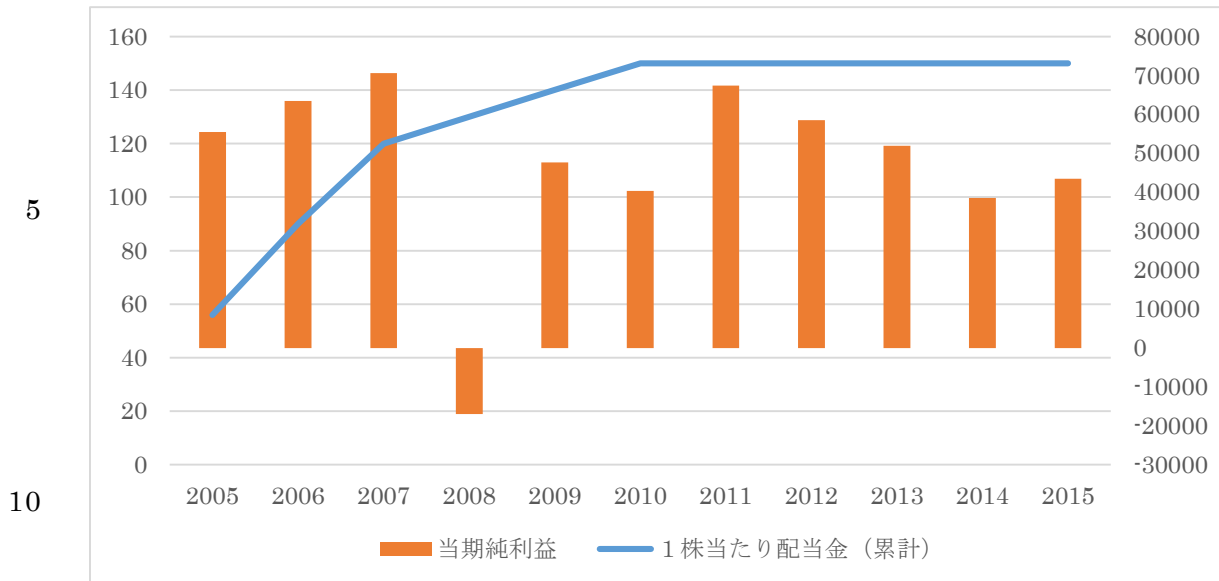
これまで述べてきた歴史を背景に、日本企業における安定配当政策の存在は変化しつつあるが、現在でも続けている企業は存在している。ここでは、東京都に本社を置く日本の医薬品メーカーエーザイ株式会社を用いて、安定配当型のメリット、デメリットを確認する。

- 15 エーザイの「**アニュアルレポート 2015**」を参照すると、持続的な株主価値向上を果たすため、「成長復帰のための積極投資」および「安定配当方針」、そしてそのエクイティストーリーを伝える「**グローバル IR 戦略**」の3つの柱で構成された戦略を掲げている。また、株主に向けてこれらの戦略を伝えるために、健全な財務状況を維持することに努めている、とある。これによつて、成長投資と安定配当を両立し、**グローバル IR 戦略**として、企業と株主の対話を実現させようとしている。
- 20

25

30

【図表 5】 エーザイの一株当たり累計配当金（円）と当期純利益（百万円）



出所) 日経 NEEDS-Financial QUEST より取得して著者作成

【図表 5】からもエーザイの戦略である「安定配当方針」が実現していることがわかる。

エーザイが掲げるビジネスモデルは、「利益創出ではなく、患者様満足
 増大という社会的価値創造を唯一の目的として掲げ、継続的な組織改革と企業
 活動を繰り返しながら、結果として売上や利益である経済価値を創出する」
 としている。それゆえに、同社の配当政策としては、短期的な業績による配
 当性向よりも長期的な成長を視野に入れている、とアニュアルレポートで述
 べられている。ここにおける長期的な成長とは、研究開発であったり、M&A
 に向けた資金を蓄積したり、といった内部留保を利用した成長であると考え
 られる。以上のことから、エーザイはビジネスモデルや財務戦略を明確に掲
 げ、それらに賛同する株主を募れるよう情報の開示を怠らないように努めて
 いると考える。

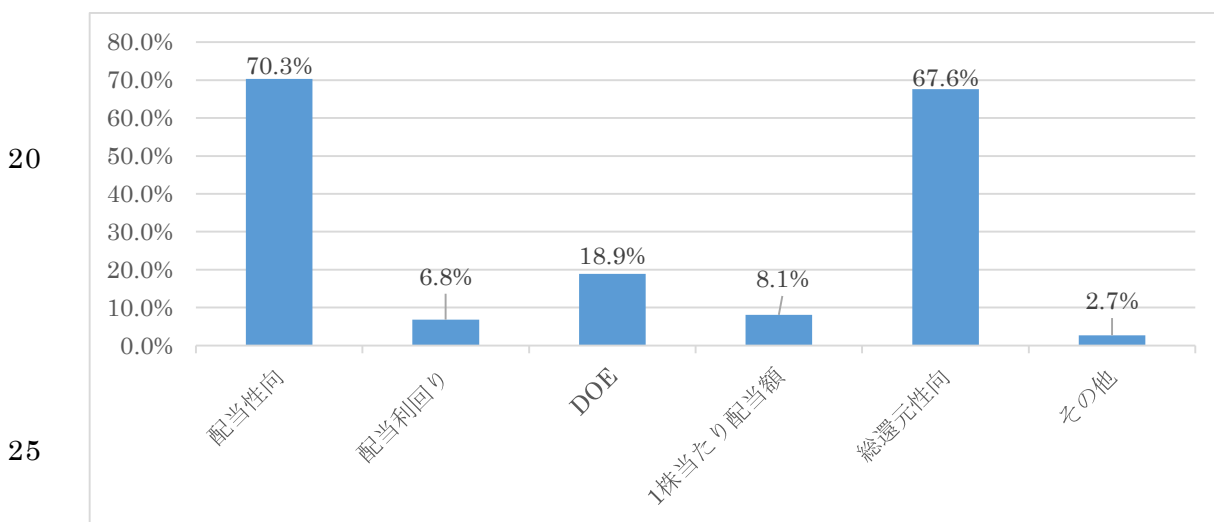
安定配当型政策における企業側のメリットとしては、業績に連動すること
 なく配当が得られるので、彼らは政策が変更されない限り安定した株主とな
 る。彼らの増加に伴い、株価も安定することがメリットだと考える。また、
 長期的な資金計画を予測することが可能になる。株主にとっても、企業の業
 績が変動に関わりなく安定的な配当がもらえることはメリットである。一方

5 でデメリットとしては、配当は業績に連動して支払われない為、業績が向上しても配当は一定のみであり不満に思う株主が現れると推測する。また、企業側としても、業績が悪い時にも配当を支払わなければならないことはデメリットである。以上のことを踏まえた上で、安定配当型政策は、短期的志向の株主と内部留保よりも配当を望む「モノ言う株主」へのそれぞれの対応が重要な課題であると考えます。

1-3 業績連動型配当政策

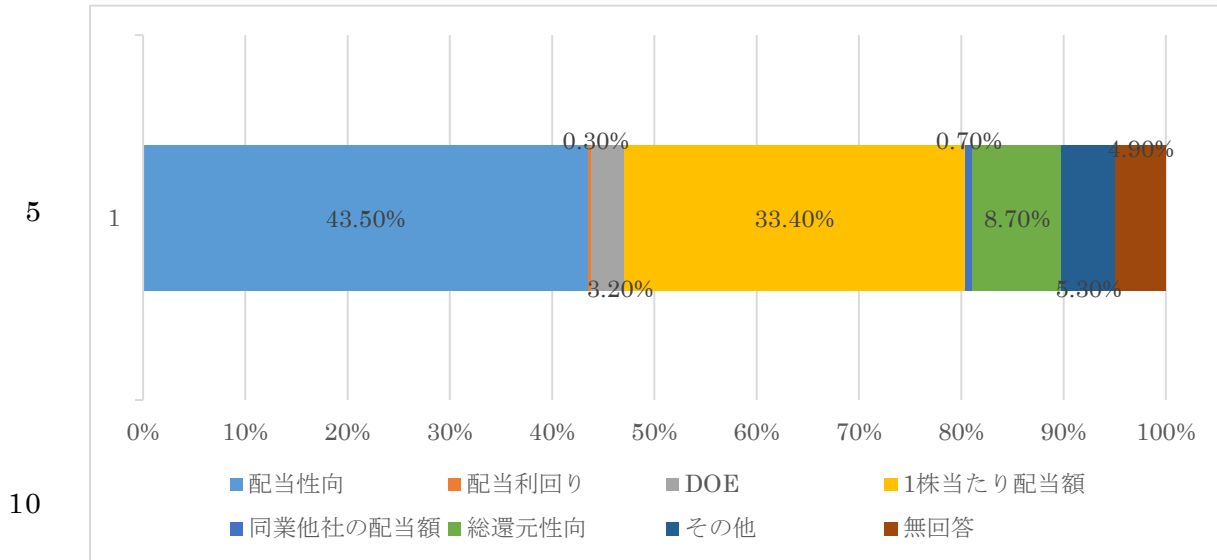
10 業績連動型配当は配当性向¹・総還元性向²・株主資本配当率³（以下 DOE とする）などを目標値として掲げ配当を行うが、本論では断りが無い限り、配当性向を業績連動型配当政策の目標値として扱う。【図表 6,7】は生命保険協会が上場企業 1,074 社、機関投資家 159 社を対象に平成 26 年度に実施したアンケート結果である。目標値として公表が望ましい指標として投資家と企業双方とも配当性向が最も望ましいとしている。総還元性向や DOE でなく配当性向を扱う理由はこれに基づいている。

【図表 6】 目標値として公表が望ましい指標（投資家）



1 その期の純利益（税引後利益）の中から、配当金をどのくらい支払っているかをパーセンテージで表したもの
 2 その期の純利益（税引後利益）の中から、配当金と自社株買いをどのくらいしているかをパーセンテージで表したもの
 3 株主資本に対して、株式会社（企業）がどの程度の利益配分を行っているかをパーセンテージで表したもの

【図表 7】 重視している株主還元指標（企業）



（出所）生命保険協会「H26 年度 生命保険協会アンケート調査」を基に
著者作成

15 業績連動型配当政策を採用している日本企業の例としてアズワン株式会社を挙げる。アズワンは大阪に本社を置く理化学機器の総合商社である。この企業は連結当期純利益を基準に配当性向 30%を目標値として業績連動型配当政策を基本方針としている企業である（アズワン有価証券報告書より）。

20 【図表 8】を見ると 30～36%の配当性向を維持しながら配当金総額も順調に増加している。これは連結当期純利益も増加していることを指す。また、アズワンは 2016 年 3 月期より配当性向を 50%に変更している。これは安定キャッシュフローを確実に株主に還元する、つまり安定キャッシュフローの増加に伴う配当性向の引き上げである。

25

30

【図表 8】 アズワンの配当金総額、配当性向の推移

| | 配当金総額(百万円) | 配当性向 (%) |
|----------|------------|----------|
| 2012年3月期 | 862 | 30.2 |
| 2013年3月期 | 1,149 | 35.8 |
| 2014年3月期 | 1,264 | 35.3 |
| 2015年3月期 | 1,360 | 35.2 |
| 2016年3月期 | — | 50(予定) |

(出所) アズワン株式会社 有価証券報告書を基に著者作成

- 5 しかし、ここで考慮しなければいけないのが企業の成長段階である。どの企業にも黎明期、成長期、成熟期、衰退期といったライフサイクルがある。もし、黎明期や成長期に業績連動型配当政策を採用したらどうなるだろうか。それらの時期は設備投資を盛んに行うため配当に資金を回すよりも設備投資に回す、つまり内部留保として企業に蓄えておくことが賢明であろう。その
- 10 のためこれらの時期は無配、または安定配当政策を採用すべきである。一方、成熟期や衰退期は事業が成熟しているため設備投資の機会が少なく、配当に資金を回して投資家に還元するのが好ましい。そのためこの業績連動型配当政策を採用すべきであろう。マイクロソフトが良い例である。マイクロソフトは1975年に創業し、1986年にNASDAQ上場を果たした。株主還元として
- 15 配当、自社株買いを行ったのは、それから18年後である。2004年から4年間で総額750億ドルもの株主還元策を発表した。ではなぜ上場してから18年もの間配当を出さなかったのか。それはマイクロソフトがその時黎明期かつ成長期であったため、配当をして企業価値を高めるよりも事業投資・設備投資をして企業価値を創造することを優先したためである。
- 20 このように投資家の声に応えることは重要であるが、これを考慮しなければ企業成長のための資金調達に支障が出るため、業績連動型配当政策を採用する際は注意が必要である。

第 2 節 内部留保

第 1 節では、企業が配当を行う際に、企業の成長資金源となる内部留保にも気を配らなければならないという問題を指摘した。本節では、この「内部留保」について述べていく。

5

2-1 内部留保の定義

内部留保とは、企業が本業である営業活動や金融活動を通して得られた利益から税や配当金等を控除した最終利益であり、社内に留保されたものごとである。この最終利益の累計が純資産の部にある利益剰余金として計上され、借入金などの負債と並んで企業の資金調達の一つとされる。内部留保は会計上の計算式としては「内部留保（利益剰余金）＝利益準備金＋積立金＋繰越利益剰余金」と表される。内部留保は、単年度ごとに生じる利益の留保額を指す場合と、累積された利益の留保額全体を表す場合とがあるが、本稿で内部留保と表現する場合は、断りが無い限り後者として扱う。

15

2-2 内部留保の現状

内部留保は、企業の成長資金源として使われている。具体的には、研究開発費や M&A に向けた費用等である。他にも、更なる利益の獲得を目的とした設備の増強（設備投資）や、従業員に対する賃金や賞与での還元、また自己資本の強化といったことにも活かされる。

20

日本企業は一般的に内部留保を溜める傾向にあると言われている。2014 年に行われた法人企業景気予測調査（2014 年 1-3 月期調査）では、「2013 年度に稼いだ利益配分のスタンス」を調査しており、「内部留保」と回答した割合は、大企業（60.6%）、中堅企業（61.3%）、中小企業（59.7%）といずれにおいても第 1 位となった。この結果から分かるように、2014 年度の調査のみを見れば、日本企業は内部留保を溜める傾向にあると言える。しかし、今年度の調査を見れば一概にそうとは言えない。2015 年の同調査では、「2014 年度に稼いだ利益配分のスタンス」を、大企業の 60.3%が「設備投資」と回答し、内部留保を抑えて全体の 1 位となった。中堅企業と中小企業はともに内部留保が 1 位ではあったが、59.8%（中堅企業）、56.8%（中小

25

30

企業)と、ともに2014年度の調査よりも割合を下げた。このため、日本企業が内部留保を溜める傾向にあることは否定できないものの、近年は設備投資に積極的に資金を回す企業が多くなってきていると言える。

5 5 内部留保に関して新たな問題が浮上してきている。それは、内部留保を積み増すことに対する株主たちの圧力が強まったことである。急速なグローバル化や途上国の発展等の影響で、前述したように設備投資を強化する企業が増加してきている。その設備投資は、企業が長期的な成長を目指して投下するものである。しかし会計上設備投資に回される金額は、利益剰余金として、

10 株主から見ると「内部留保」として認識される。近頃増加している、第1節で述べた「モノ言う株主」は、この企業の内部留保という再投資に不満を呈することが多い。なぜなら、内部留保に回される資金は元々株主が拠出しているからである。そのため企業は、長期的な成長を睨んで内部留保を積み増したとしても、株主からの圧力に曝される場合が多い。2-3のケーススタ

15 ディでその実態を見ていくが、以下で挙げる事例以外にも多くの内部留保を取り巻く事例や問題が近年の企業にはみられている。日本全体の内部留保額は年々増加しているが、その背景としては単に企業が保身に走っているという場合は少なく、将来に向けての投資を見据えた場合の方が多い。現在においてはまだその点を理解している株主は少ない。経営者と株主の間で内部留

20 保と配当のバランスという観点で意見が割れ、企業と株主双方にとって望ましい還元策を全ての企業がとれているとは言えないというのが、内部留保を取り巻く昨今の状態である。

2-3 内部留保のケーススタディ

25 2-2で述べたように、内部留保を取り巻く現状は複雑である。企業は、将来の成長資金として中長期的視点で内部留保を蓄えようとするが、近年の株主たちは、彼らが納得できない分の内部留保は配当に充てることを要求している。

30 2-3では、利益を内部留保として溜め込む政策をとる企業と、逆に増配をして株主の好感を得ようとする企業の2つの場合を対比させてケーススタ

ディとして取り上げる。

まず、利益を内部留保として溜め込もうとするケースであるが、ここでは京セラ株式会社と京都中央信金の事例を取り上げる。日本経済新聞の 6 月 12 日の記事によれば、京セラ社長の山口悟郎氏は、手元資金は 2015 年 3 5 月末時点で約 3500 億円と豊富だが、リーマン・ショックなどを経験して、景気が良い時も悪い時も中長期的視点に立てるようにと、手元資金はある程度こだわって持っておきたいと語っている。株主には内部留保を多く溜め込みすぎではないかと指摘されるそうだが、その反論として、多額の費用が必要な M&A の準備を進めており、それが成功すればさらに利益を得ていくこ 10 とが可能になるという展望を述べた。しかし、株主からの配当への要求も無視はできないようで、京セラは配当性向を 2014 年 3 月期にそれまでの 25% から 30%へと引き上げた。

もう一つのケースは京都中央信金の事例を取り上げる。日本経済新聞の 2015 年 10 月 21 日の記事によると、布垣豊前理事長が、後進である白波瀬 15 誠元理事長に経営トップの座を譲ることに決めた最大の理由として挙げたのは「利益剰余金（内部留保）2000 億円」達成であった。布垣氏は経営の健全性を何よりも重視しており、内部留保 2000 億円は「念願」であったという。同氏は入庫内定者に対し「これで金庫は安定した投資を続けられる。皆さんも安心してほしい。」と語った。このケースからは、京都中央信金が 20 内部留保を非常に重視していたことが分かる。銀行や信金などの金融機関では、投資等で利益を出すことは重要な事業であるため、その資金源である内部留保は重宝される。このように、内部留保を溜めることの意義が大きい業態・企業もあることは、内部留保に関わる問題を論じるうえでは注意しなければならないだろう。

25 次に、利益を内部留保として溜めずに、その分を配当に上乗せして株主に還元することで市場の満足を得ようとする場合を紹介する。ここでは、株式会社キーエンスの事例を取り上げる。日本経済新聞の 2015 年 5 月 8 日の記事を参照すると、同社は 2015 年 3 月期の増益を受けて、年間配当を 200 円と前の期と比べて 140 円増やすとした。また同年 6 月に発表した決算でも、 30 3 月期並みの配当水準を維持することを発表した。この増配の影響を受け、

キーエンス株は高値を推移することができている。内部留保も厚いキーエンスに期待が集まった結果の高株価でもあるのだが、京セラや京都中央銀行のケースと異なるのは、キーエンスは増益分を迅速に配当に回した点である。キーエンスは市場の期待を裏切らずに増益分を高額の配当として還元した

5 ために、市場の支持を得ることに成功した。しかし、ここで留意しなければならないのはキーエンスという企業の特徴である。キーエンスは機械メーカーであり、金融機関と違って中心業務は製品の生産・販売である。投資をして運用しなければならないわけではないため、製品開発や生産、設備投資に使用しない資金は積極的に株主に還元するのが合理的であるだろう。

10 このように、業態・企業の違いによって望ましい還元策は異なるであろうということがケーススタディを通して確認できたと考える。

2-4 内部留保の課題

2-3のケーススタディを受けて浮かび上がってくる内部留保に関する課題

15 は、企業と株主間の情報の非対称性であろう。京セラの事例をみると、中長期的な成長を目指す経営者に対して、短期的な利益を要求する株主という図が読み取れる。この事例では、社長の山口氏は長期的な成長計画を説明したが、結局は株主からの要望に折れるかたちで配当性向を引き上げることになった。株主の短期的な利益を志向する態度は近年の経営者を悩ませている。

20 それに加え、企業は業種によって、さらに言えば各企業によって望ましい配当政策が異なるであろうこともケーススタディを通して予測できる。望ましい内部留保の比率などは公式化して断定することは非常に困難であろう。なぜなら、例え財務諸表などの数値を全て勘案したとしても、理想的な留保比率を求めるには、企業ごとに非財務的な情報も考慮に入れなければならない

25 からである。その企業のガバナンスに対する態度や環境への配慮など、企業価値を決定する要因は会計上の数値以外にも数多く存在するからだ。理想的な留保比率を求めるには数式を用いたアプローチでは不十分で、企業と株主の特質を考慮できる別の視点からアプローチをかける必要があるだろう。このことについては、本章第4節で具体的に述べる。

第3節 自社株買い

3-1 自社株買いの定義

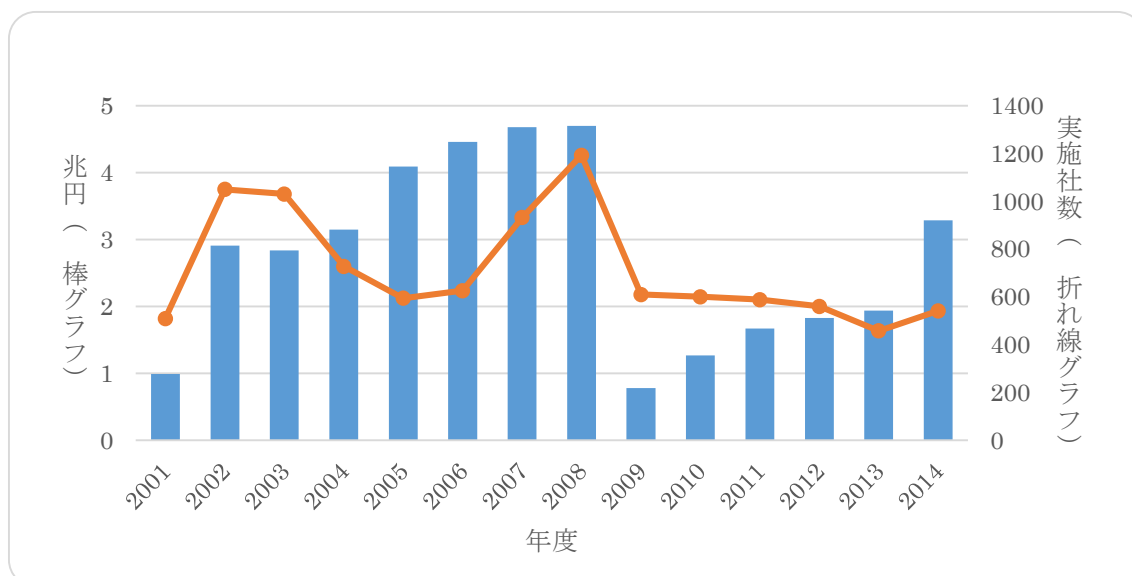
現在、株主還元策の1つとして自社株買いを積極的に行っている企業がある。自社株買いとは、企業が自らの利益の一部を用いて自社の既存株式から自己株式を買い戻す行為である。これによる利点は、株主よりも多くの情報を所有する企業が、現在の株式価値は本来の価値よりも低いとみているというアピールになるため、市場で流通する株式総数が減り、需要改善につながる。さらに、市場に流通している発行済み株式総数が減り一株当たりの資産価値や自己資本利益率（ROE）も上昇する。

10 自社株買いにより買い戻した株式は株主資本を減らす効果はあるため、買い戻し前と同額の利益をあげたとしてもROEは改善の方向へ向かうのである。

3-2 自社株買いの現状

15 以下の【図表9】は、自社株買い実施金額および実施企業数の推移である。

【図表9】 自社株買い実施金額及び実施企業数の推移



(出所) 畠田敬・相場利行「自社株買いに関する展望」を基に著者作成

20

2014年度の上場企業による自社株買い実施額は3兆円を超え、2008年度

以来の高水準となった。しかし、実施企業数は 2008 年度以降減少傾向にあり、かろうじて 2014 年に増加へ転じている。また、総数が 2008 年度の半分程度となっており、上場企業全体が自社株買いへと動じているわけではないことがわかる。つまり、自社株買いを行っている一部の企業による自社株

5

買いが、全体の実施金額を押し上げているという状況である。

2015 年度も今のところ前年比よりも比較的高い数値を記録している。また、近年自社株買いは非常に注目を集めているため、今まで実施していない企業も今後自社株買いをすると考えられている。

10

また、自社株買いの目的の 1 つとして、ストック・オプションという制度も存在する。ストック・オプションとは、会社が従業員や取締役に対して、上記で説明した自社株買いを予め定められた価格で購入することを意味する。この権利を付与された者は、市場よりも優遇された価格で株式を取得・売却することができる。つまり、株式を安価で購入でき、時価があがった場合はその株式を売却することで、その差額分の利益を獲得することができる。

15

3-3 自社株買いのケーススタディ

Allen and Michaely(2003)は米国を対象に観察を行い、自社株買いを含めた株主への還元政策に関する共通事実として次の 6 つを挙げた。

20

【1】 中小企業よりも大企業や成熟企業ほど、利益を内部留保としてではなく配当金支払いや自社株買いを行って株主へ還元している。

【2】 従来株主還元策は配当金支払いが基本的な手段であったが、1980 年後半以降、自社株買いを通しての還元策が重要視されるようになった。

25

【3】 米国において上場している企業のうち、配当を支払う企業数は低下しており、特に 1980 年代以降、初回の株主還元は配当金支払いよりも自社株買いを通して行う企業が多い。

30

【4】 米国では機関投資家よりも個人投資家の方において株式保有率が高く、配当金の大半は個人投資家が受け取るため、高額な配当課税を支払っている。

【5】 企業は配当金支払いを平準化している一方、自社株買いの実施額は配当金支払い額に比べ変動的である。

【6】 米国市場は自社株買いの決定や増配・復配の告知に対し好意的に反応するが、減配・無配に対しては反対の反応を示す。

5 これらをふまえて、日本における特徴についての整理を行う。尚、今回は日本に金庫株制度(=買い上げた自社株を企業が保有すること)が導入され、それがある程度定着したと考えられる 2002 年度から 2005 年度までの 4 年間のデータを用いて特徴の整理を行う。

10 以下の【図表 10】は、企業により実施された配当による株主還元、および自社株買いによる株主還元について整理したものとなる。

【図表 10】 配当、自社株買いとしての株主還元実施数-年度-

| 年度 | 標本数 | 還元 (配当) | 還元 (自社株買) | 還元 (配当 or 自社株買) | 還元 (両者) | 自社株買 のみ | 配当 のみ | 未実施 |
|------|------|------------|--------------|-----------------------|------------|------------|----------|-----|
| 2002 | 1703 | 1375 | 560 | 1400 | 535 | 25 | 840 | 303 |
| 2003 | 1776 | 1530 | 513 | 1540 | 503 | 10 | 1027 | 236 |
| 2004 | 1849 | 1636 | 385 | 1641 | 380 | 5 | 1256 | 208 |
| 2005 | 1924 | 1725 | 326 | 1729 | 322 | 4 | 1403 | 195 |
| 計 | 7252 | 6266 | 1784 | 6310 | 1740 | 44 | 4526 | 942 |

(出所) 畠田敬・相場利行「自社株買いに関する展望」を基に著者作成

15 表からわかるように、日本では全体の約 86%を占める企業が配当による株主還元を実施している。一方、自社株買いを行っている企業は全体の約 28%にすぎない。また、両方を用いて株主還元を行っている企業は約 27%である。つまり、自社株買いを行っている企業は必ず配当による株主還元も還元を実施している。一方、自社株買いを行っている企業は全体の約 28%にすぎない。また、両方を用いて株主還元を行っている企業は約 27%である。つまり、自社株買いを行っている企業は必ず配当による株主還元も行なっている。

5 米国では、配当による株主還元を実施している企業が全体の約 50%。自社株買いによる株主還元を行う企業は約 80%。両方を用いる企業は約 35%であり、むしろ自社株買いによる株主還元が中心となっており、日本とは対照的である。これは、自社株買いを配当の代わり利用しているためであり、

10 また、米国が自社株買いを多く利用している理由であるが、米国は過去においては配当が中心であったにも関わらず、1980 年代から全上場企業のうち配当を実施する企業が低下し始めた。これは、新興企業の上場が増加し、

15 これらが配当ではなく株主還元策として注目されていた自社株買いによる株主還元のみを行うようになり、加えて従来配当を実施していた企業が配当を取りやめて自社株買いに切り替えたことが大きな要因といえる。さらに 1980 年代半ばは敵対買収が盛んに行われていた時期でもあり、これに対する防衛手段として自社株買いが増加したともいわれている。

20 続いて下記の【図表 11】は業種に応じて 2002 年度から 2005 年度の配当および自社株買いによる株主還元の集計値を表したものである。集計対象の全業種を書き出すと莫大な量になってしまうため、今回は東証第 1 部および第 2 部に上場している企業業種のうち、統計整理に係る業種のみを集めた。

25

30

35

【図表 11】 配当、自社株買いとしての株主還元実施数-業種-

| 業種名 | 標本数 | 還元 (配当) | 還元 (自社株買) | 還元 (配当 or 自社株買) | 還元 (両者) | 自社株買 のみ | 配当 のみ | 未実施 |
|-------|------|------------|--------------|-----------------------|------------|------------|----------|-----|
| パルプ・紙 | 51 | 47 | 17 | 47 | 17 | 0 | 30 | 4 |
| 医薬品 | 131 | 118 | 53 | 118 | 53 | 0 | 65 | 13 |
| 石油 | 40 | 32 | 6 | 32 | 6 | 0 | 26 | 8 |
| 造船 | 16 | 45 | 0 | 12 | 0 | 0 | 12 | 4 |
| 水産 | 21 | 21 | 9 | 21 | 9 | 0 | 12 | 0 |
| 陸運 | 85 | 85 | 20 | 85 | 20 | 0 | 65 | 0 |
| 海運 | 56 | 40 | 10 | 40 | 10 | 0 | 30 | 16 |
| 空運 | 14 | 8 | 3 | 9 | 2 | 1 | 6 | 5 |
| 倉庫 | 103 | 93 | 13 | 93 | 13 | 0 | 80 | 10 |
| 電力 | 42 | 42 | 17 | 52 | 17 | 0 | 25 | 0 |
| ガス | 47 | 47 | 12 | 57 | 12 | 0 | 35 | 0 |
| 全業種 | 7252 | 6266 | 1784 | 6310 | 1740 | 44 | 4526 | 942 |

(出所) 畠田敬・相場利行「自社株買いに関する展望」を基に著者作成

- 5 数値からわかるように、配当による株主還元が大きい業種は水産・陸運・電力・ガスであり、いずれも 100%、つまり関連業種のすべての企業で配当が行われている。一方、配当率が少ない業種は、鉱業・空運・海運・造船である。また、自社株買いに着目した場合、自社株買いによる還元率が大きい業種は、水産・電力・医薬品・パルプ紙の業種であり、還元率が少ない業種が、造船・鉱業・倉庫・石油である。
- 10 しかし、この日本の自社株買いによる還元が高い企業の数値を集計しても約 40%程度の水準となり、日本全体における自社株買いを行っている企業全体の 30%という数値と大きな変化は見られない。
- 15 全体的な特徴として、米国における自社株買いに比べ、日本では自社株買いは発展途上の状態にあり、日本企業がこれを積極的に取り入れていくか、また、取り入れた場合それを株主へうまく還元できるか、という点が日本に

おける株主還元のあるあり方の大きな変化要因になると考えられる。

3-4 自社株買いの課題

5 確かに、自社株買いは株主還元策の有効な手段の1つである。第1節にも記したように、自己株式を買い戻せば、株単価やROEが向上する。しかし、有効な株主還元策だからといって自社株買いを集中的に行うとデメリットも発生してしまう。

10 そもそも、自社株買いは企業が保有する現金、つまり内部留保をはじめとする資金で行うのが一般的である。自社株買いを積極的に行えば、比例して企業の内部留保も切り崩していくことになり、結果として企業の余剰資金を減らし、自社株買いの決行に至るのである。内部留保などの余剰資金を切り崩してしまうことで、企業は様々な環境変化に対応するための資金（例：研究開発費や設備投資、戦略投資等）が手元に不足している状況に置かれてしま

15 まう。最終的には、財務的リスクが増加し、M&Aの対象候補や金融機関からの信頼性低下を招くのである。このように、自社株買いを集中的に行った場合、企業は資金を有効的に使えていないとの評価を受けてしまうのである。

第4節 株主還元の課題

20 第1章では、各株主還元について述べ、一つ一つ課題を挙げていった。安定配当型政策においては内部留保よりも配当を望む「モノ言う株主」への対応、業績連動型配当政策では配当額と内部留保のバランスをとること、内部留保では企業ごと、またその成長段階によって望ましい内部留保の比率が異なること、自社株買いでは自社株買いと内部留保のバランスをとることを課題とした。これらは企業と株主双方で対話を重ねることによって解決できる

25 のではないか、と考える。次章では、この「対話」をするうえで留意しなければならない問題、また企業と株主双方の「対話」に向けての取り組みを各視点から述べていく。

第2章 企業と株主双方の関わり方

前章では、各株主還元策の課題の解決策として、企業と株主の「対話」を深めることを提案した。本章では、企業と株主間に存在する問題を述べた後、この「対話」を深めるための株主側からの取り組み、また企業側からの取り組みをそれぞれの視点から論じる。

第1節 企業と株主の間における問題

本節では企業と株主双方の関わりにおいて発生する問題として指摘されている、プリンシパル・エージェント問題について、その歴史的背景とともに述べていく。

1-1 エージェンシー理論

エージェンシー理論は新制度派経済学を構成する3つの理論の1つとして、1976年に Jensen と Meckling により展開された。もともと企業理論として新古典派経済学が展開されており、企業は完全合理的な情報処理能力を持ち利潤最大化を目的とする存在として考えられていた。しかし企業の制度的側面に注目していた制度派経済学者たちはこれを批判した。特に Berle と Means は企業の所有と経営の分離により企業は所有者と経営者の利害が異なり、単純には利潤最大化できない存在とした。この新しい企業の理論研究は主に企業を巡る組織制度の形成や発生を分析しようとしていることから、新制度派経済学と呼ばれている。この理論を構成しているのが先にも述べたエージェンシー理論、取引コスト理論⁴、所有権理論⁵である。この3つの理論のうち、本稿で扱うテーマに最も関連があるのはエージェンシー理論である。そして本節では、このエージェンシー理論で提示されているプリンシパル・エージェント問題について述べていく。

⁴ 市場とは別に存在する企業組織、企業の規模や境界はどこまでかを分析する理論。

⁵ 主に財を発生させるプラス・マイナスの外部性に対して、所有権がどのような働きをするかを分析する理論。

1-2 プリンシパル・エージェント問題の定義

企業間には株主を経営の依頼人、経営者を代理人とするエージェンシー関係が存在する。このとき両者間に生じる利害目的の不一致や情報の非対称性といった問題をプリンシパル・エージェント問題と定義する。ここからはプ

5 リンシパル・エージェント問題の現状について述べる。

1-3 プリンシパル・エージェント問題の現状

戦前、大株主への株式集中度が高かったため大株主は企業に対して大きな影響力を持っていた。大株主が取締役として企業の経営状態のモニターを行

10 い、企業のコーポレートガバナンスの仕組みを機能させていた。さらに経営者の地位や執行権限が商法上株主に規制されていたこともあり、プリンシパル・エージェント問題を解決していたといえる。しかし戦後、所有と経営の分離が進んだことでプリンシパル・エージェント問題が顕在化した。

現在ほとんどの公開企業では所有と経営が分離しており、経営者は株主の

15 委託を受けて企業の経営を行っている。また株主と経営者の間には情報量及びその質における非対称性、不均一性、不平等という情報の非対称性が存在するので、十分に企業情報を獲得できない株主は必要以上の配当を求めることがある。企業の経営者は株主の代理人として企業価値や株主価値の最大化のために行動するべきであるが、相互の利害は常に一致するとは限らない。

20 そのため経営者が株主の利益に反する行動をとって自己の利益を高めることもしばしば行われている。

実際の企業におけるプリンシパル・エージェント問題の例としてオリンパス事件が挙げられる。2011年、日本の光学機器メーカーであるオリンパス株式会社による粉飾会計が明らかとなった。オリンパスは有価証券の投資等

25 の資金運用失敗による損失を隠し続けており、事件発覚後、株価は暴落し株主は損失を被った。これは資金運用について株主と経営者との間に情報量の差があったために起こったと考えられる。

ここでエージェンシーコストに経営者が株主の利益に反する行動を行うことによって、株主に生じる損失をエージェンシーコストと呼ぶ。さらにエ

30 ージェンシーコストは3つに分類することができる。

一つ目は「監視コスト」である。これはエージェンシーの行う経営に対してインセンティブを与えたり、監視したりするときに発生するコストを指す。

二つ目は「保証コスト」である。これは経営者自身が株主の利益を損なうような行動の抑制や万一株主の利益に損なった行動をして生じた損失を補償するためのコストである。

三つ目は「残余損失」である。経営者の行動選択が株主にとって最適なものでない場合、エージェンシーコストはゼロになることはない。このようなものを残余損失と呼ぶ。

プリンシパル・エージェンシー問題を解消した上で、エージェンシーコストは低い方が望ましい。この問題の解決には企業側からのアプローチ、株主側からのアプローチが挙げられ、本論では最近導入された2つのコードがこれに相当する、と考えている。その2つのコードについては次節以降で説明する。

15 第2節 企業からの関わり方

本節では、企業から株主へ働きかける方法として存在する、コーポレートガバナンスについて述べる。

2-1 コーポレートガバナンスの定義

20 「コーポレートガバナンス」とは、「企業統治と訳され、一般に企業活動を律する枠組みのことを意味する。」（東京証券取引所、2009、「上場会社コーポレートガバナンス原則」p1）と定義し、海外比較を行うとともに、現代の日本のコーポレートガバナンスについて述べていく。

25 2-2 コーポレートガバナンスの現状

コーポレートガバナンスは利害関係者が経営者の意思決定に影響力を持つことにより、経営者を規律づける役割をもっている。これは企業経営には不可欠であるが、決して企業活動を制限するものではない。利害関係者より企業経営における情報を多く持つ経営者が不適切な意思決定を行わないように抑制するシステムである。

もともと第二次世界大戦を迎えるまでの日本におけるコーポレートガバナンスは株主主権に近い性格を持っていた。それには2つの理由があげられる。

5 一つ目は株主総会中心主義の法制度である。戦前は戦後と違って株式による資金供給が大半を占めていたため、株主総会は会社の意思決定の必要的機関として様々な事項に関して決議する権限を有していた。

10 二つ目は大株主の存在である。プリンシパル・エージェント問題のところでも少し述べたように、戦前においては大株主への株式の集中度が高かった。そのため財閥系企業は財閥本社によって統括しており、非財閥系企業は役員を取締役に参加させることで業務執行を監視していたのだ。

15 しかし株主の存在が大きい戦前のコーポレートガバナンスは戦時経済期に入ると大きな修正を迫られることとなり、戦後には財閥が解体され所有と支配の分離化がすすめられた。日本企業は資本の自由化に伴う外国資本による買収や経営権の取得を恐れ、金融機関や事業企業ごとに株式の相互持ち合いを進めた。

20 前述した通り1990年代には持ち合いが解消され、外国人投資家の持ち株比率が高まってきた。また商法・会社法では、代表取締役等の業務執行を監督する機能は取締役会と監査役とが独立して担うことになっているが、コーポレートガバナンスの強化に向けて法改正が行われてきている。2014年には「監査等委員会設置会社制度」の創設と「社外取締役及び社外監査役に関する規律」の制定が行われた。「監査等委員会設置会社制度」における監査等委員会は取締役3名以上かつその過半数が社外取締役で構成されている。従来、外国人投資家から見た、監査役が取締役会における議決権を持っていないという日本のコーポレートガバナンスの弱点がカバーされた。

25 もう一つの「社外取締役及び社外監査役に関する規律」の制定については、社外取締役の厳格化と社外取締役を置いていない上場会社等の取締役は定時株主総会において、社外取締役を置くことが相当でない理由を説明することが義務付けられた。これは社外取締役の導入を促進するためだ。また、社外取締役による経営者への監督の実効性を確保するため、その株式会社又は
30 子会社の経営者等だけでなく、株式会社の経営者等の近親者や親会社及び兄

弟会社の経営者等も、社外取締役となることができなくなった。つまり業務執行に関わっていない者が社外取締役となることで、その完全な独立性から企業経営が適正かどうかを監督・監視することが義務付けられた。

5 2-3 コーポレートガバナンスの海外比較

ここからは諸外国におけるコーポレートガバナンスの取り組みを述べていく。資本主義国と言ってもコーポレートガバナンスの実態は国ごとにことなっている。まずは「アングロサクソン型」、「ライン型」と呼ばれる二つのコーポレートガバナンスについて説明する。

- 10 アングロサクソン型は主にアメリカやイギリスで見られる。会社は株主のために存在すると考えられ、株主と経営者の関係という利害一元的コーポレートガバナンスを展開している。株主利益を大切にすることで労働者の利益にもなるという思想を持っていた。アングロサクソン型のメリットとしては統治の制度と法的な規定が一致していることから透明度が高いこと、経営者
- 15 への牽制が強くより熱心な企業経営を促すことができることである。一方デメリットは株主の意向を重視するあまり、短期的な視野での経営が行いがちになってしまうことである。

- 一方ライン型は主にドイツに見られる。従来の日本はライン型に分類されていたが、最近ではアングロサクソン型に変わってきている。ライン型では会社は労使の共同体であるにとらえられ、株主以外のステークホルダーも含めた利害多元的なコーポレートガバナンスを展開している。アングロサクソン型とは逆で労働者の利益を守ることで株主の利益になるという思想を持っていた。ライン型のメリットは長期的かつ全体的な視野での経営が行いやすく、またインセンティブ効果も高いことである。一方デメリットは、制度と
- 25 実態の乖離が大きく、また株主の権利も形骸化されやすいことである。

① アメリカ

- 2001年、エンロン、ワールドコム不正会計事件の発生を機に、市場への信頼が喪失したため、2002年に企業改革法が制定された。これは、監査
- 30 の独立性の強化、情報開示の強化、経営者の責任の厳格化・明確化、など広

範かつ詳細な規定をしている。さらに 2010 年には金融規制改革法が制定され、投資家保護の強化および、企業経営の監視強化と説明責任が規定され、社外取締役の監視機能が重視されるようになった。

5 ② イギリス

1992 年にキャドバリー報告書をはじめとして、上場企業が遵守すべき行動指針として「最善行動規範」が定められた。キャドバリー報告書では取締役会および会計監査人のアカウンタビリティ強化や非業務執行取締役の役割強化による取締役会の実効性確保などが勧告された。その後 1995 年にはグリーンプリー委員会報告書が公表され、取締役報酬制度の明示と適正な運用が勧告された。さらに、1998 年にはそれまでの会社の対応状況を踏まえた最終報告書として、ハンペル委員会報告書が公表され、同年、ロンドン証券取引所には三報告書の規範および原則の一本化として「統合規範」を作成しコーポレートガバナンスに関する原則等が示された。

15

③ ドイツ

1990 年代後半より企業経営への金融機関の影響力を制限や、ドイツ企業の株主の分散化の促進によってドイツにおけるコーポレートガバナンスの変容してきた。特に注目されるのが、2002 年の「ドイツ・コーポレート・ガバナンス規準」である。これは内外株主や投資家の権利保護の拡充や監査役会の機能を拡充している。2007 年には改定が行われ株式保有高と議決権行使の申告義務を強化した。

20

2-4 コーポレートガバナンスの課題

25 日本のコーポレートガバナンスは法改正によって強化が進められてきているが課題もある。それは情報開示の充実と監査役制度の充実である。企業は中長期的視点で株主の利益を重視し、「対話」を通して株主に対して適切な情報開示に重点を置くことが求められる。この課題の解決策として近年制定されたコーポレートガバナンス・コードを提示する。

30

2-5 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、「実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたもの」（東京証券取引所、2015、「コーポレートガバナンス・コード」p2）と定義し、ここからはコーポレートガバナンス・コードの現状について述べていく。

2-6 コーポレートガバナンス・コードの現状

コーポレートガバナンスの強化が明示されている中で、企業の持続的成長に向けた自律的な取り組みを促すため 2015 年 6 月、金融庁と東京証券取引所によって策定・公表された。コーポレートガバナンス・コードは (1)「株主の権利・平等性の確保」、(2)「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」、(3)「適切な情報開示と透明性の確保」、(4)「取締役会等の責務」(5)「株主との対話」といった 5 つの基本原則、基本原則の内容を詳細に規定した 30 の「原則」、さらに「原則」の意味を明確にするための 38 の「補充原則」から構成されている。

基本原則 (1) では招集通知の早期発送等により、多くの銘柄を持つ株主でも総会議案を十分に検討できるようにし、株主（主に機関投資家）と企業との対話を充実させることを規定している。

基本原則 (2) では株主以外にも従業員や債権者等の数多くのステークホルダーを有する上場企業において、中長期的な企業価値向上のために経営理念を共有し、協働させることを規定している。

基本原則 (3) では経営成績といった数値的な財務状況だけでなく、経営戦略やコーポレートガバナンスに関する非財務情報を開示することで経営者と株主間の情報の非対称性を小さくすることを規定している。

基本原則 (4) では経営陣の監督をする取締役会の役割や責務を明確にし、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を促すことを規定している。

基本原則 (5) では経営方針等について理解を得るために、株主からの企業経営者や取締役が株主との対話に合理的な範囲で応じることを規定している。

これら 5 つの基本原則を規定してコーポレートガバナンス・コードでは、

取締役会や株主総会の機能を整理し、企業が機関投資家との対話を充実させるために必要な情報開示のあり方を示し、企業価値向上を促し中長期的な収益拡大を図っている。このコードは法令とは異なり義務ではないため、受け入れるか、受け入れないかは機関投資家の自由であるが、受け入れない場合にはその理由を説明しなければならない（コンプライ・オア・エクスプレイン）。ただガバナンスの充実や企業の持続的成長のためにも今後は受け入れていく企業が増えていくべきである。

第3節 株主からの関わり方

10 株主から企業への働きかけとして、議決権行使や株主提案といったエンゲージメント活動、取締役会に社外取締役を送り込み監視するというモニタリング活動を行っている。そのような活動が存在する中で、機関投資家の行動規範として制定されたスチュワードシップ・コードを重視し、以下で述べていく。

15

3-1 スチュワードシップ・コードの定義

「スチュワードシップ・コード」とは「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」として当該「スチュワードシップ責任」を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるもの」
20 （金融庁、2014、『「責任ある投資家」の諸原則』p1）と定義し、ここからはスチュワードシップ・コードの現状について述べる。

3-2 スチュワードシップ・コードの現状

スチュワードシップ・コードは金融機関による投資先企業のコーポレート
25 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させたとの反省に立ち、イギリスで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である。英国スチュワードシップ・コードは英国機関株主委員会が作成した機関投資家の責任コードに基づいて作成・公表された。これは議決権の行使だけでなく、
30 企業戦略、業績、リスク、資本構成及びコーポレートガバナンスに関するモニ

タリングやエンゲージ(機関投資家と投資先企業との対話)が含まれている。

2014年2月には日本版スチュワードシップ・コードが金融庁によって発表された。これはスチュワードシップ責任を明確にしたうえで、(1) 受託者責任の果たし方の方針公表、(2) 利益相反の管理に関する方針公表、(3) 投資先企業の状況の的確な把握、(4) 投資先企業との「目的を持った対話」、(5) 議決権行使の方針や行使結果の公表、(6) 顧客・受益者に対する定期的な報告、(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ことといった7つの原則で構成されており、各項目には2~4項目の指針が定義されている。従来日本企業は量的拡大(売上高の増大)を追求する傾向が強く、質的成長(資本効率の向上)の追求には課題があるといわれてきた。これを改善にあたって機関投資家が企業と建設的な対話を行い、適切な受託者責任を果たすことが企業の持続的成長につながるとして制定された。

原則(1)では投資家としての規範を守ることを規定している。

15 原則(2)では機関投資家が利益相反について適切な管理をすることが重要であると規定している。機関投資家は顧客や受益者の利益を第一にしなければならぬが、避けられない利益相反が生じた時にどう管理するか明確にする必要がある。

20 原則(3)では機関投資家は自らの運用方針や企業ごとに異なる重要事項に注意して、継続的に企業の状況を把握することを規定している。

原則(4)では中長期視点から企業価値および資本効率を高めるために、機関投資家と投資先企業との対話を促し、両者の認識の共有を図ることを規定している。

25 原則(5)では機関投資家は投資先企業の状況や対話を踏まえたうえで明確な方針と共に議決権を行使し、結果に関しては公表することを規定している。

原則(6)では機関投資家は資産運用者として直接の顧客へ、資産保有者として受益者へスチュワードシップ責任に対する方針だけでなく、どのように果たしているか報告をすることを規定している。

30 原則(7)では企業との建設的な対話や、スチュワードシップ活動を行う

ための適切な判断をする実力を備えることが重要であると規定している。これは日本版独自の制度である。

5 これら7つの原則を規定してスチュワードシップ・コードは機関投資家と投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を促し、コーポレートガバナンス・コードと同様に、中長期的な収益の拡大を図っている。またこのコードもコンプライ・オア・エクスプレインという手法を採用しており、現在(2015年9月公表)、信託銀行や保険会社等197の機関が受け入れを示している。

10 以上で述べた2つのコードが株主と経営者の対話を促し、両者間の情報の非対称性や利害目的の不一致を軽減のために、企業から財務情報だけでなく、非財務情報といった情報の開示が積極的に行われるようになるだろう。このような形でプリンシパル・エージェント問題やコーポレートガバナンスの課題の解決に貢献していると考ええる。

15

第3章 望ましい株主還元のあり方

ここまで、様々な株主還元策について述べてきたが、それらは企業の成長段階や業種によって異なり、望ましい株主還元策は一つには決められない。

20 そこで、我々は第2章第2、3節で述べたスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの両コードの遵守を、株主還元の望ましい姿であると提言したい。本章では企業と株主双方に望ましい株主還元のあり方について第1節では株主側、第2節では企業側に視点を置いて論じていく。

25 第1節 株主にとって望ましい株主還元のあり方 -スチュワードシップ・コード-

日本版スチュワードシップ・コードにおいて我々は、7原則のうち、**原則4「機関投資家は、投資先企業との建設的な目的を持った対話を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。」**が株主の株主還元策に対する関わり方において特に重要であると考ええる。なぜなら、原則4は、原則3と7を前提として履行され、最終的に原則5の

30

議決権の行使に関わってくるからである。以下では、それらの3つの原則の実例を用いて述べる。

1-1 原則3：継続的な企業状況の把握

5 原則3「機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。」

ニッセイアセットマネジメント株式会社が2014年に出版した「スチュワードシップ・コード時代の企業価値を高める経営戦略」によると、スチュワードシップ責任を果たすためには、「中長期志向の投資」が必要である。つまり、短期的な財務情報だけに囚われるのではなく、企業の非財務情報にも目を向け、的確に把握することが望ましい株主還元策のあり方である、とされる。ここで、同書で挙げられている兵庫県に本社を置く、スポーツ用品メーカーである株式会社アシックスを実例に挙げて、原則3の理解を深める。

15 アシックスは、今まで決算短信や必要最小限の情報開示は書面で行っていたが、2010年の11月まで決算発表会後の投資家向け説明会を開催していなかった。そのうえ、中期経営計画も未発表であったため、IR活動を充実させる企業が多い中で異例な存在であったとされる。現在では同社の製品は競技用シューズとして、競技での使用率は5割程度に上っている。だが、投資家向け説明会を開催する以前は、このような強みがあることは市場ではあまり認識されていなかったのだと思われる。

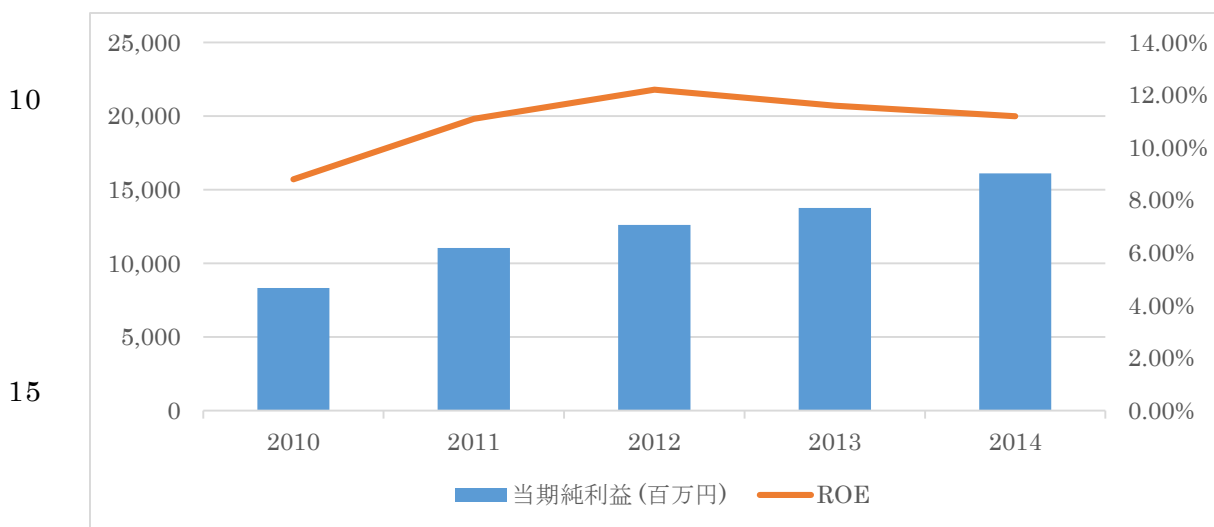
2010年11月の投資家説明会において、明確な戦略が発表されたことで投資家の中で中長期の企業像がクリアになり、企業とのコミュニケーションが充実するようになった。さらに、企業にとっても目標に対する説明責任を果たすことで、経営の透明性や可視化が社内でも重視されるようになるという
25 メリットが新たに生まれるのである。

ここにおける変化は、双方の関係性、数値にも効果的に表れている。【図表12】の、アシックスの売上高や利益はともに拡大しているが、経営効率を示すROEなどの指標は低下傾向にある。投資家にとって経営効率指標の低下は、ネガティブに反応されてしまうことが多いが、【図表13】のように
30 同社の株価は堅調である。この現象が起こるのは、企業が株主に対して経営

指標の低下は将来の成長のための先行投資を行っている、と明確に要因を開示しているため、株主らは将来の成長に期待を持っているからである。

5 以上のように、企業が株主に対して非財務情報を開示し、株主も的確に把握することで、中長期志向の投資を可能にすると考ええる。アシックスのケースでは、スチュワードシップ・コードが発表される以前からそのようなパフォーマンスをしており、原則3の内容を裏付ける例であるといえる。

【図表 12】 アシックスの当期純利益と ROE の推移



(出所) 株式会社アシックス 有価証券報告書を基に著者作成

20 【図表 13】 アシックスの株価 (円)



(出所) 同社 HP「株式・株主情報」より引用

30

1-2 原則 5：議決権の行使

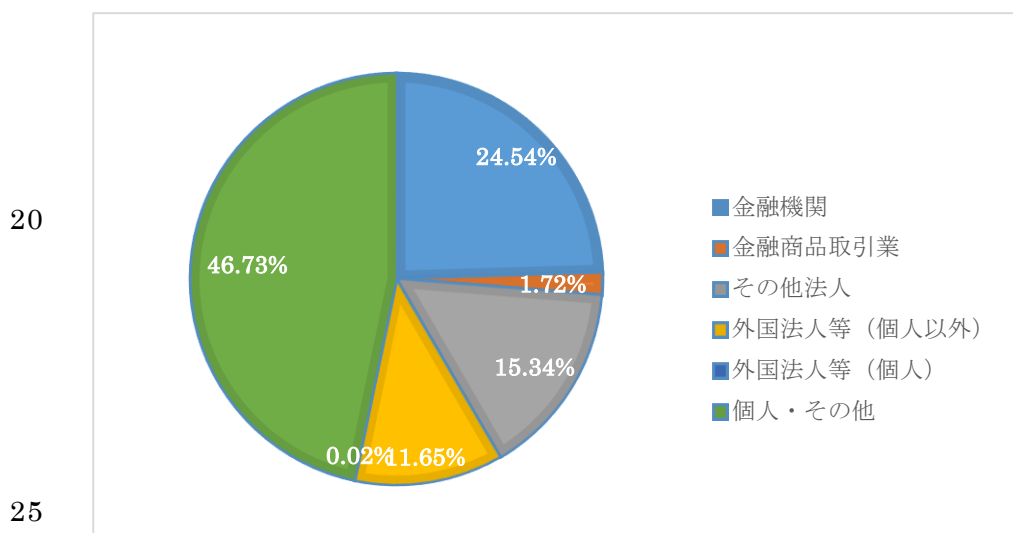
原則 5「機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。」

原則 5 では機関投資家の議決権の行使について規定している。投資家が企業経営に対して最も影響を与えるものといえる。この原則における投資家の議決権によって実際の企業に影響を及ぼしたものについて、経営権争いで問題となった「大塚家具」の例を用いて述べていく。

10 2015 年 3 月、東京都に本社をおく家具販売会社である株式会社大塚家具において創業者会長と社長が経営方針を巡って対立した。その対立は株主総会にまで及び、機関投資家を含む株主等はどちらに賛同の意思を示すか選択しなければならなかった。大塚家具の株主構成は【図表 14】のとおりである。

15

【図表 14】株式会社大塚家具の株主構成



（出所）株式会社大塚家具 有価証券報告書を基に著者作成

また同社の大株主の株式保有比率の状況は創業家の関係者を除くと、最大が米系投資会社のブランデス・インベストメントの 10.7%、次が日本生命

30 保険の 5.8%、東京海上日動火災保険の 3.2%、そして信託銀行を通じて保

有する三井住友銀行が3%と続く。このうちブランデス・インベストメントは会社提案（社長側）に賛同することを表明していた。それにより、日本の金融機関がどちらにつくかが問題となった。これまで日本の機関投資家、すなわち投資運用会社、信託銀行および保険会社などは、「モノ言わぬ株主」として、企業経営への関与に消極的であるといわれていた。投資先企業で議決権を巡る争いが発生した場合は日本の金融機関は会社側に傾きがちであった。なぜなら、政策目的で株式を保有している金融機関は、現経営陣に対する信任が前提にあったからだ。しかし今回の問題では、会長と社長のそれぞれが取締役会のメンバーであり、どちらにつくかの判断が非常に困難なものであった。それゆえ、議決権行使の棄権も選択肢に上がったが、スチュワードシップ・コードの導入に伴って、そうすることはできずすべての議決権を行使しなければならなかった。

こうして日本の金融機関や多くの法人株主は騒動中でもガバナンスの確立を訴えていた社長側に賛同し、大塚家具の対立は幕を閉じた。以上の例から、スチュワードシップ・コードは機関投資家の議決権行使を促し、企業経営への積極的な関わりに効果的であるといえる。

1-3 原則7：適切な判断への実力の備え

原則7「機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ・コード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。」

原則7は第2章でも触れた通り、日本版スチュワードシップ・コード特有のものである。元はイギリスで誕生したものであるため、より日本企業に適合するように新たに加えられたものである。

ここにおいて「実力」とは、企業に関する十分な知識があるだけでなく、業界動向や競合他社との比較、企業価値評価の考え方においても、企業の経営陣に示唆を与えられるだけの見識を備えていることであり、それらなしには「建設的」な対話にはなりえない。原則7は、その他6原則を守ること的前提として考えられるだろう。

以上のことから、スチュワードシップ・コードを導入することで株主らは企業との対話の機会を得る。対話を通して企業からの情報開示が充実することで、両者間における情報の非対称性の軽減につながると思われる。さらに、議決権を行使し企業経営の意思決定に関わることで、両者の利害は一致し中長期的な視点での企業価値向上を図ると考えられる。

第 2 節 企業にとって望ましい株主還元のあり方 -コーポレートガバナンス・コード-

第 2 章においてコーポレートガバナンス・コードには 5 つの基本原則があると述べた。その中から我々は基本原則 1,3,5 をここで取り上げる。理由としては、基本原則 2 は「株主以外のステークホルダーとの適切な協働」であり、企業と株主双方を中心として進める本論とは関連性が低いため、また基本原則 4 は「取締役会等の責務」であり、取締役に対することが主であり株主還元とは大きな関わりがないためこれらを除いた。基本原則 1,3,5 は企業と株主双方に密接に関わるためここで取り上げることにする。

2-1 基本原則 1 : 株主の権利・平等性の確保

原則 1「上場会社は、株主の権利が実質的に確保されるような適切な対応を行うとともに、株主がその権利を適切に行使することができる環境の整備を行うべきである。また、上場会社は、株主の実質的な平等性を確保すべきである。少数株主や外国人株主については、株主の権利の実質的な確保、権利行使に係る環境や実質的な平等性の確保に課題や懸念が生じやすい面があることから、十分に配慮を行うべきである。」

コーポレートガバナンス・コードの基本原則 1 は、「株主の権利と平等性の確保」について定めている。この原則の役割は、株主の実質的権利や平等性が確保できるための環境を整備する、ということである。

上場会社には株主を含み多様なステークホルダーがおり、それらとの協議を欠いてしまえば持続的な成長が見込めない。株主総会が株主との建設的な対話の場であることを認識し、総会における株主の権利行使にかかわる環境を整備していくことで、株主の権利が実質的に確保されることになる。ま

た、株主との実質的な平等性を確保するためにも、資本政策の動向が株主の利益に重要な影響を及ぼすことを念頭に置きながら、その基本的な方針について企業側は株主側へ説明を行うべきである。これらを原則とすることで、権利面や情報面における平等性が生まれ、企業側と株主側の双方にとって溝のない、望ましい関係性が保てる効果が期待できるのである。

以下では、実際に企業がこの基本原則に則り、平等性に配慮した結果双方にとって理想的な方向へ進んでいる事例を取りあげる。そして、この基本原則が有益である根拠としたい。

日本経済新聞の 2015 年 8 月 11 日の記事によれば、オムロン株式会社は 2016 年 3 月期から、中長期の視点で経営を議論する機会が減ってしまったと判断したため、中間期の業績予想の開示を取りやめた。中長期の情報を基にした投資家との対話を重視することで、経営の視点の短期化を防ぐ狙いもある。役員報酬も見直し、中期の実績に連動する部分をもうけた。かつての株主優待の優待利回りは 1~2% と高かったが、その株主優待の廃止へ背中を押したのは、コーポレートガバナンス・コードに盛り込まれた「株主の実質的な平等性を確保すべきである」との文言である。優待を廃止する一方で年間配当の増額と、最大 4 億 5000 万円の自社株買いも決めた。当時の優待総額の 7000 万円を大きく上回る規模である。

2-2 基本原則 3：適切な情報開示と透明性の確保

基本原則 3「上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。

その際、取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報（とりわけ非財務情報）が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである。」

この基本原則 3 では、企業から株主への情報提供を積極的に行うよう、企業に求めている。これまでの日本では、非財務情報の開示の程度は各企業に

委ねられ、企業側も、決算報告などの財務情報に比べれば、非財務的な情報の開示は重視してこなかった。これは、経営者と株主の情報格差を広めっていると指摘されていた。この基本原則では、今まで軽視されてきたこの非財務情報の開示に目を向け、それを株主との建設的な対話の基盤にしていくことを提言している。

この基本原則を企業が意識すれば、スチュワードシップ・コードでの原則とも相まって、株主と企業の対話がより建設的で、両者にとってより質の高いものへとしていくことが可能となるだろう。企業が長期的な成長プラン等を株主に具体的に開示することで、長期保有の株主の支持を集めることができ、企業を悩ませる市場の短期主義を解決できる可能性も十分に考えられる。さらに、投資家は明確な企業情報が与えられることで、従来よりも長期的な業績予想がしやすくなり、より良い投資判断が可能となることも期待できる。

以下では実際に企業がこの基本原則を意識して情報開示を行い、企業・株主双方にとって好ましい方向に進んでいる事例を挙げて、この基本原則が有用であることを裏付けていきたい。

ここで取り上げる事例は、2015年8月28日の日本経済新聞に掲載されている事例である。投資家が用いる投資指標のひとつに「環境・社会・ガバナンス」への意識の高い企業を選ぶ「ESG投資」という指標がある。東京証券取引所などが15銘柄を選ぶ「ESG優良銘柄」の値動きを見ると、2015年8月26日～27日の2日で、日本電産が9.2%高、東レが5.9%高など反発力のある銘柄が目立っていた（【図表15】参照）。

25

30

【図表 15】 ESG 優良銘柄の中には反発力が強い銘柄も

| | 25 日終値からの株価上昇率 | 自己資本利益率 |
|--------|----------------|---------|
| 日電産 | 9.2% | 12.1% |
| 東レ | 5.9% | 7.7% |
| 三菱 UFJ | 5.7% | 7.3% |
| アサヒ | 5.1% | 8.1% |
| 東急 | 4.9% | 7.7% |
| 日経平均株価 | 4.3% | — |

(注) いずれも東証などが選ぶ ESG 優良銘柄。自己資本利益率は 14 年度実績値

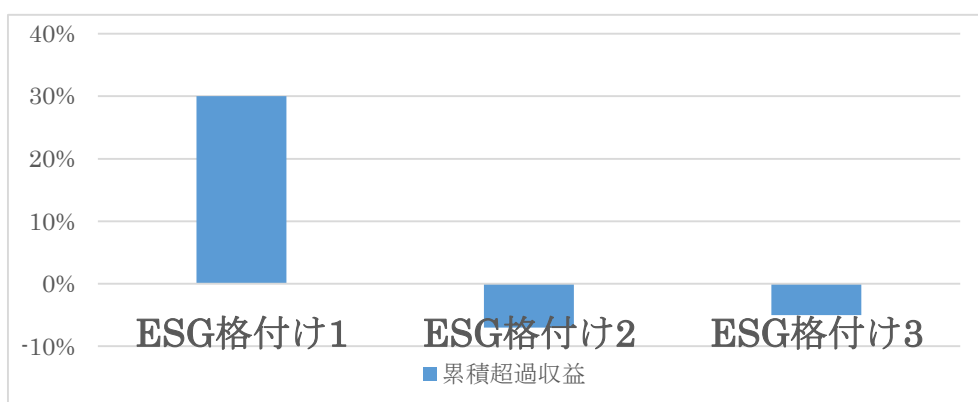
(出所) 2015 年 8 月 28 日 日本経済新聞の記事を基に著者作成

5

この短期的な調査だけでなく、より長期の株価への影響を調べた調査もある。ニッセイアセットマネジメントが数百社を対象に ESG 評価で 3 グループに格付けし、2008 年 11 月～15 年 7 月の値動きを分析した。高評価の 1 グループの累積収益率は全体を 30% 上回った一方、格付け 2,3 グループはマイナスだった (【図表 16】参照)。ニッセイアセットマネジメントの井口譲二チーフ・コーポレート・ガバナンス・オフィサーは「有用な日財務情報を発信できている企業は長期的に市場で評価される」と指摘している。

10

【図表 16】 非財務情報の運用成績への影響 (調査対象銘柄の累積超過収益)



15

(注) 対象期間は 08 年 11 月～15 年 7 月。

(出所) 2015 年 8 月 28 日 日本経済新聞の記事を基に著者作成

海外での ESG 情報への注目は日本よりも高く、英指数会社の FTSE は、開示された ESG 情報を分析し高得点の企業で構成する指数「FTSE4GOOD JAPAN」を算出した。この指数にはソニー株式会社やコニカミノルタ株式会社など 176 社の日本企業が入っており、15 年 7 月までの過去 5 年の累積
5 収益率は 122.35%と全体の「FTSE JAPAN」(116.65%)を上回った。

これらの事例にみられるように、企業がこのコーポレートガバナンス・コードの基本原則 3 を履行すれば、企業にとっても良い影響が起こることが十分に予想できる。

次節では、コーポレートガバナンス・コードの基本原則 5 について、その
10 効果を考察していく。

2-3 基本原則 5：株主との対話

原則 5「上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行う
15 べきである。経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主にわかりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。」

コーポレートガバナンス・コードの基本原則 5 は「株主との対話」について定めている。この原則の役割は、企業が自社の経営方針を株主に対して分かりやすく明確に説明し、意見・懸念があれば株主総会の場以外でも株主の
25 申込みに応じるということである。株主総会以外でそういった場を設けることで、企業と株主互いに理想的な経営戦略へと改善することができる。また、中長期視点かつ企業価値重視の株主と自己資本利益率などの改善を目的とした対話をすれば、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上につながる。このようにこれを原則とすることで、企業側と株主側の対話する場がより一層増加し、双方にとってデメリットのない、言い換えれば双方にとって望ましい経営計画を策定することが出来るという効果が期待できる。

30 以上の第 2 節 1-1,2,3 より、コーポレートガバナンス・コードを守ること

は企業と株主双方にとって互いに有益となることが示せたと考える。株主の平等性を確保することで企業は株主からの信頼を得ることに繋がる。また非財務情報も含めた情報の開示を積極的に行い情報の透明性を示すことで株主も企業の考えに同意しやすくなり、双方がより良い判断を行えるようになることが期待できる。そして、この 1-3 で述べたように基本原則 7 を遵守することも長期的な企業価値の向上、また結果的に株主への利益に繋がる可能性も示せた。したがって、コーポレートガバナンス・コードを企業が遵守することは、株主にとって有益であるのみでなく、企業にとっても価値のあることと考える。

10

第 3 節 双方にとって望ましい株主還元のあり方

我々は第 1 節、第 2 節で考察してきたスチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード両者の遵守を、双方にとって望ましい株主還元のあり方として提案する。各コードを守った方が良い理由は、本章第 1 節、第 2 節で述べた通りである。両コードの遵守によって、どちらか一方のみを守るよりも、より両者の利害目的の一致にせまることが可能になるだろう。第 2 章で取り扱ったプリンシパル・エージェント問題の緩和にも、我々の提案する解決策は寄与するものと考えられる。以上の理由より、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードの 2 つのコードの遵守を、

15 「企業と株主双方にとって望ましい株主還元のあり方」として提案する。

20

終章

我々は、第 1 章では配当政策、自社株買いという株主還元策、また内部留保について、それぞれの現状とケーススタディ、課題を踏まえて、株主還元全体の課題を企業と株主双方の「対話」を深めることとした。第 2 章では企業と株主の双方の関わり方を述べるにあたって第 1 節でプリンシパル・エージェント問題の定義、現状を踏まえ、第 2 節、第 3 節で企業、株主それぞれの関わり方について述べた。第 3 章では、第 1 章、第 2 章で言及した課題や問題をコーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードを

25

30

用いて解決することが望ましい株主還元であると提言した。

我々は、2つのコードの導入により双方の建設的な「対話」が成立することで、情報の非対称性が軽減され利害が一致すると考える。日本において、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードを導入する
5 企業が今後さらに増えていくことを期待するとともに、以上が企業、株主双方にとって望ましい株主還元策であると示し、結びとしたい。

10

15

20

25

参考文献

- 岩瀬忠篤・佐藤真樹（2014）「法人企業統計からみる日本企業の内部留保（利益剰余金）と利益配分」
- 畠田 敬・相場 利行（2009）「自社株買いに関する展望」
- 菊澤研宗（2006）『組織の経済学入門—新制度派経済学のアプローチ』有斐閣
- 菊澤研宗（1998）『日米独組織の経済分析—新制度派比較組織論』文真堂
- 若林敬明（1988）『企業財務』財団法人 東京大学出版会
- ニッセイアセットマネジメント株式会社（2014）『スチュワードシップ・コード時代の企業価値を高める経営戦略—企業と投資家の共生に向けて』中央経済社
- ジェイ・ユーラス・アイアール（株）（2014）『スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コード』同友館
- 北川哲雄（2015）『スチュワードシップとコーポレートガバナンス—2つのコードが変える日本企業・経済・社会』東洋経済新報社
- 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム・パフォーマンス研究会（2001）『コーポレート・ガバナンスと企業パフォーマンス—変わりつつある日本企業のガバナンス』白桃書房
- 小山明宏（2011）『経営財務論』創成社
- 高橋文郎・井手正介（2000）『経営財務入門』日本経済新聞社
- 大村敬一・増子信（2003）『日本企業のガバナンス改革』日本経済新聞社
- 宮川壽夫（2013）『配当政策とコーポレート・ガバナンス—株主所有権の限界』中央経済社
- 東京証券取引所（1995）『東証要覧』
- 吉川満・伊藤正晴「株式持ち合いはなぜ解消したのか（1）～（3）」『月刊資本市場』2005年2～4月号、財団法人資本市場研究会
- 田中正継（1998）「日本のコーポレート・ガバナンス—構造分析の観点から」財形詳報社編『財形詳報』
- 日本経済新聞 2015年3月13日 企業の利益配分「設備投資」トップ

日本経済新聞 2015年6月12日 戦略を聞く お金どう使う⑥ 京セラ社長
山口悟郎氏

日本経済新聞 2015年10月21日 「念願」達成機に若返り 京都中央信
金 布垣氏は会長に

日本経済新聞 2015年5月8日 キーエンス 純利益最高

日本経済新聞 2015年8月11日 オムロンの中間期業績予想の取りやめ

日本経済新聞 2015年8月28日 非財務情報に透ける実力

参考資料

財務総合政策研究所「第40回法人企業景気予測調査（平成26年1-3月期
調査）」

(<https://www.mof.go.jp/pri/reference/bos/results/1c2504.htm>)

財務総合政策研究所「第44回法人企業景気予測調査（平成27年1-3月期
調査）」

(<https://www.mof.go.jp/pri/reference/bos/results/1c2604.htm>)

株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード

～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」2015年6
月1日

(<http://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/code.pdf>)

金融庁HP「「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》」

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

宮島英昭・原村健二・江南喜成「戦後日本の株式所有構造 安定株主の形成
と解体」

(https://www.mof.go.jp/pri/research/discussion_paper/ron065.pdf)

落合孝彦「安定配当政策の形成過程における10%基準の意義と役割」

(<http://ci.nii.ac.jp/lognavi?name=nels&lang=jp&type=pdf>)

経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ ～企業と投資家の望
ましい関係構築～ プロジェクト 中間論点整理（概要）」

(<http://www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-1.pdf>)

ニッセイ基礎研究所「株式持ち合い状況調査 2003 年度版」

(www.nli-research.co.jp/consulting/misc/mochiai03.pdf)

上野陽一・馬場直彦「わが国企業による株主還元策の決定要因： 配当・自社株消却のインセンティブを巡る実証分析」

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

エーザイ株式会社 HP

(www.eisai.co.jp/)

アシックス Japan HP

(www.asics.com/jp/ja-jp/)

株式会社大塚家具 HP

(<http://www.idc-otsuka.jp/company/ir/ir.html>)

生命保険協会「平成 26 年度 生命保険協会調査 株式価値向上に向けた取り組みについて」

(http://www.seiho.or.jp/info/news/2014/pdf/20140418_2.pdf)