

5

2019 年度 証券ゼミナール大会
第 6 テーマ

増大する企業の内部留保と証券市場

10



15

関西学院大学 証券研究会 杉山班

20

目次

	はじめに.....	4
	第1章 日本の証券市場について.....	5
	第1節 証券市場の定義と役割.....	5
5	第2節 証券市場の望ましいあり方.....	6
	第3節 企業価値向上を阻害する日本企業の低収益性.....	7
	第4節 内部留保と証券市場.....	9
	第2章 企業の内部留保と資本コスト.....	9
	第1節 内部留保の定義.....	10
10	第2節 利益剰余金増加の背景.....	11
	第3節 利益剰余金と資本コスト.....	11
	第1項 最適資本構成の理論モデル.....	12
	第2項 資金調達と最適資本構成.....	13
	第3項 株主還元と最適資本構成.....	14
15	第4項 利益剰余金の適切な水準に向けて.....	15
	第4節 内部留保過剰説の誤解.....	16
	第3章 企業の現預金について.....	17
	第1節 現預金残高に関する分析.....	18
	第2節 現預金の役割.....	19
20	第1項 運転資金.....	19
	第2項 有形・無形資産投資資金.....	20
	第3項 リスクマネジメント・リスクファイナンス.....	22
	第4項 株主還元策.....	27
	第3節 現預金の適切な水準に向けて.....	29
25	第4節 日本のエージェンシー問題について.....	30

	第 1 項 責任訴訟リスク	31
	第 2 項 日本的雇用慣行と解雇権濫用法理.....	31
	第 3 項 メインバンクによる企業統治.....	32
	第 4 章 証券市場活性化の実現に向けた課題	33
5	第 1 節 適切に機能していない取締役	33
	第 1 項 流動性の低い社内取締役	34
	第 2 項 経営経験者が少ない社外取締役.....	34
	第 3 項 株主との利害が一致しない報酬制度.....	37
	第 2 節 建設的な対話の実現されない議決権行使環境	39
10	第 3 節 不透明な企業の現預金保有理由	41
	第 5 章 証券市場活性化の実現に向けた提言	42
	第 1 節 余剰現預金の有効活用を促す現預金課税の創設	42
	第 2 節 リスク回避的な取締役に対する改革	43
	第 1 項 経営者の質向上を促す経営人材の流動化.....	43
15	第 2 項 適切なリスクテイクを促すインセンティブ報酬の推進	45
	第 3 節 建設的な対話を促す議決権行使環境の整備	45
	第 4 節 現預金保有に係る対話の促進	47
	第 5 節 企業価値向上銘柄の選定	49
	おわりに.....	51

20

25

はじめに

日本は、近年過去に例をみないほどの勢いで人口減少・超高齢化が進み、生産年齢人口に対し従属人口の比率が上昇し経済成長を阻害する「人口オーナス期」の真っ只中にある。1990年より、他国に先駆けて突入した人口オーナス第1幕は動員型による生産年齢人口生産性の上昇で乗り切ってきた。しかし、女性や高齢者の参入は近く限界に達するとみられており、今後は、効率性向上型による持続的な成長が必須となる。この構造変化の中で鍵を握るのが、家計と企業をつなぐ証券市場である。家計に眠る1,800兆円超の金融資産を貯蓄から投資へとシフトさせ、企業へリスクマネーを供給することは日本経済の持続的成長に繋がる。

そのうえでも、近年、「稼ぐ力」強化のためにさまざまな施策が打ち出されており、日本企業の収益力は向上しつつある。しかしその一方で、日本企業の内部留保額は7年連続で過去最高額を更新し、その額は463兆1308億円を記録した。企業価値向上を目指して内部留保が適切に活用されているとはいいたく、このような企業が蔓延る日本の証券市場は、果たして投資家にとって魅力的な証券市場といえるのだろうか。この事実から、既存の施策では不十分であったといえ、今後新たな策を投じ、証券市場の活性化、ひいては日本経済の好循環を実現しなければならない。

本論文の目的は、近年注目を浴びている企業の内部留保を有効活用し、証券市場の活性化を達成させる方策を明らかにすることである。まず第1章では、日本の証券市場の現状や役割、望ましいあり方について述べる。次に第2章では、内部留保に焦点をあて、内部留保の定義や形成プロセスについて概説し、利益剰余金と証券市場との関わりを明らかにしながら、企業の内部留保が資本コストおよび企業価値に与える影響について述べる。さらに、現状の内部留保についての議論を踏まえ、企業の内部留保は本当に過剰であるのか、保有理由などを明らかにしながらその適切な水準について述べる。第3章では、企業の現預金の観点から、現預金の役割や保有理由を踏まえたうえで、その水準に言及する。第4章では、内部留保を適切に活用し、証券市場の活性化を実現するために、解決すべき課題について考察し、第5章で、その課題を解決する方策について述べる。

第1章 日本の証券市場について

第1節では、証券市場の定義と役割について述べ、第2節では、証券市場が活性化するための証券市場のあるべき姿について述べる。第3節では、証券市場のあるべき姿に向けて日本企業の企業価値について述べ、第4節では、企業価値向上に向けて内部留保を活用する方法を示す。

第1節 証券市場の定義と役割

金融市場の役割は、資金余剰主体から資金不足主体への円滑な資金の移転を行うことである。また、金融には資金を必要とする企業や国などが、銀行などの第三者を介入させずに、社債・株式・公債を発行して、必要な資金を証券市場を通じ直接貸し手から調達する直接金融と、企業や政府が必要な資金を、銀行などの金融機関からの借入れで調達する間接金融とに大別される。

直接的に資金を出資する市場として証券市場がある。証券市場とは有価証券の発行が行われる発行市場とそれらの売買が行われる流通市場の総称であり、対象証券から株式市場・債券市場などに分けられる。企業が資金調達のために新たに有価証券を発行し、直接あるいは銀行や証券会社等を通して投資家がそれを取得する市場を発行市場と呼び、発行済有価証券の取引が投資家間で行われる市場を流通市場と呼ぶ。

この発行市場と流通市場は相互に密接に関連している。発行市場が機能するためには、流通市場が存在し、証券の流動性が確保されていることが必要である。また、流通市場は、発行市場で証券が発行されていなければ存在できない。流通市場で証券の流動性が確保されていて、取引ができる環境が整っているからこそ、投資家は安心して発行市場で発行される証券を買うことができる。投資家が安心して証券を買えるようになることで、企業も滞りなく資金調達を行うことが可能となる。

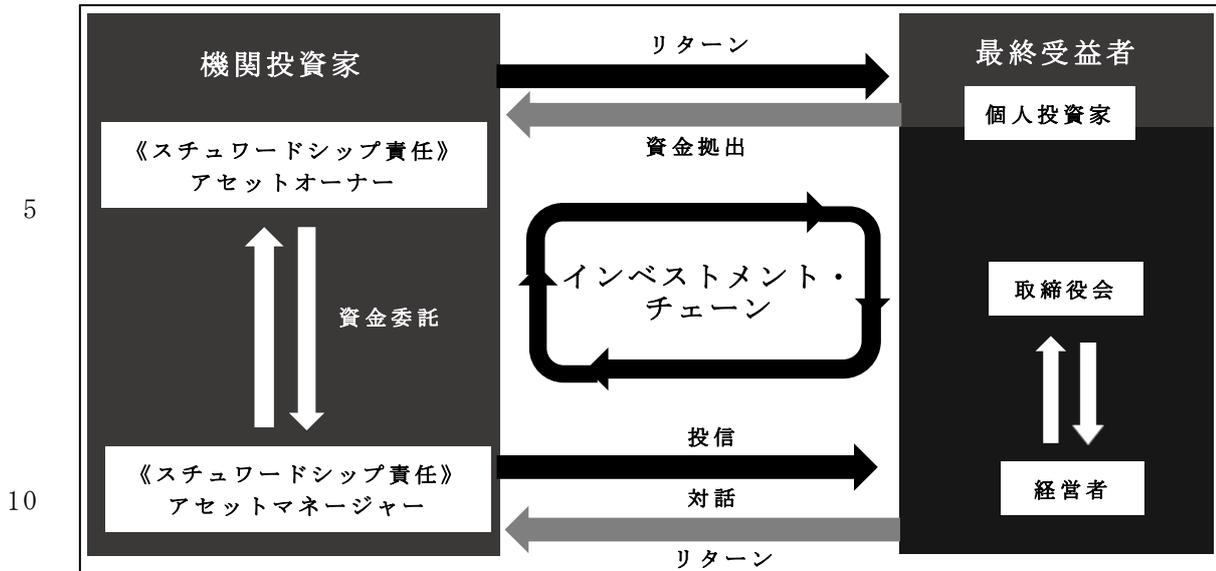
証券市場の役割とは①資金余剰主体から資金不足主体への資金の融通、②間接金融が中心的に担ってきたリスクの分散化、③②に伴うリターン分散化、④間接金融では融通できないハイリスク企業への資金の融通、⑤多様な投資家の売買による価格発見機能、の5点にある¹。

証券市場に参加する投資家は個人投資家、機関投資家、海外投資家などさまざまである。このようなさまざまな性質を持つ投資家が独自の判断基準のもと投資を行っている。証券市場が投資家にとって魅力的な市場となり、より多くの投資家が流通市場にて売買を行うことで、売買高の増加に繋がり、証券市場は活性化する。売買高の増加は、流動性の観点からより公正な価格を形成し、社会に対して企業・経済の価値情報を提供するという前述した証券市場本来の役割を果たすことを可能にする。

第2節 証券市場の望ましいあり方

10 では、前節で述べた証券市場の活性化に向けて、証券市場はどのようにあるべきなのか。われわれは、証券市場の活性化のためには、【図表1】に示すように投資家が資金を供給する企業が中長期的な価値創造によって生んだ利益を、最終的に投資家に還元する一連の流れを示す、「インベストメント・チェーン(以下、IC)」の全体最適化を図っていく必要があると考える。よって、われわれは証券市場の望ましいあり方を「ICの全体最適化を実現すること」と定義づける。ICは「資金の拠出者から、資金を最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路および各機能のつながり²」(伊藤(2014)より引用)と定義づけられており、証券市場において投資家から企業に対して資金が流れる投資の流れを意味するものである。具体的には投資家が企業に資金を供給し、企業の20 収益が向上すれば、株価上昇や配当などで投資家に利益として還元され、さらに、その利益で企業に再投資が行われるという、「投資の連鎖」のことを指す。このような「投資の連鎖」が活発に行われることで、魅力的な市場が形成され、市場参加者の増加、ひいては売買高の増加により、前述したような証券市場が活性化が実現するのである。つまり、証券市場の活性化のためには IC25 が最適に循環し、投資が活発に連鎖しなければならない。

【図表 1】証券市場の望ましいあり方



出所) 日本経済新聞社(2017)「責任投資(1)インベストメントチェーン」(2017/1/17)、KPMG(2017)「日本版ステュワードシップ・コード改訂の狙い」より作成

15

第3節 企業価値向上を阻害する日本企業の低収益性

前節で述べたように、証券市場の活性化のためには、ICが適切に循環しなければならない。そのためには、【図表1】で示した市場の各当事者が個々の果たすべき役割を認識し、行動しなければならない。とりわけ、伊藤(2014)でも述べられているように、企業は「企業価値向上」を実現し、投資家に適切なリターンを提供することで、再度企業にリスクマネーが供給され、新たに企業が事業価値を生み出すという好循環を実現しなければならない³。つまり、企業が企業価値を向上させることこそがIC活性化の鍵なのである。

ここで企業価値について定義を確認する。企業価値とは、DCF(Discount Cash Flow)法を用いた場合、フリーキャッシュフローの将来の予想額を、加重平均コスト(WACC:Weight Average Cost of Capital)(以下、WACC)で現在価値に割り引いて得た値をいう。WACCは、「資本コスト」の代表的な指標であり、借入れによる調達(負債コスト)と株式による調達(株主資本コスト)に分けられる⁴。ここで特筆すべきは、資本コストはその会社の総合的な資金調達コストを示すものであり、企業と株主・投資家間にある暗黙の信頼関係、期待、役割と義務を含む財務・非財務両面を総合して企業が認識すべきものだということ

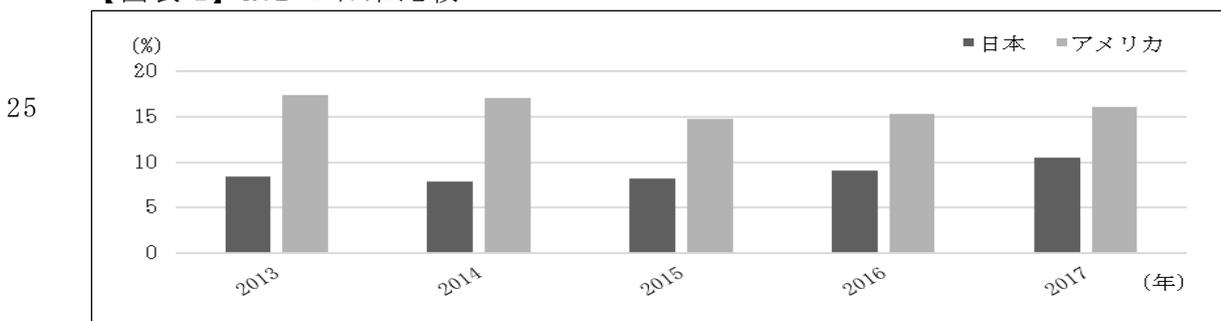
30

である。資金の出資者である投資家は、出資額に対する利益=投下資本利益率 (ROIC:Return on Invested Capital)(以下、ROIC)と WACC を比べ、ROIC が WACC を上回ってれば企業価値が向上し、下回ってれば企業価値が低下すると判断できる。企業価値向上のためには、企業は資本コストを引き下げ、持続的に資本コストを上回るリターンを創出する必要がある⁵。しかし、ICの全体最適化を念頭におくと、企業価値向上は株主のために行われるべきである。そのため、企業価値の収益性を示す指標として ROIC を用いるよりも「自己資本利益率 (ROE:Return On Equity) (以下、ROE)」を用いるべきである。企業価値向上は株主価値向上 (株主価値=ROE-株主資本コスト) とほぼ同義であることから⁶、本論文での企業価値向上の手段は「ROE を向上させる、もしくは WACC を引き下げる」と定義づける。

2014 年の夏に ROE8%超を目標に掲げる「伊藤レポート」が公表されて以来、企業の ROE に対しての注目度は近年上昇傾向にあるが、東証 1 部において直近 3 年連続で ROE が 8%に届かなかった企業数は 684 社であり、東証 1 部の 3 社に 1 社が、投資家が要求する資本効率を達成できていない状況にある⁷。また、

【図表 2】は ROE の日米比較であるが、日本企業の ROE は近年上昇している一方で、2017 年度は 10.5%と、依然として米国企業と比較した場合に低水準にとどまっている⁸。また、2018 年の株価純資産倍率 (PBR:Price Book-value Ratio) (以下、PBR) も米国の約 3 倍に対し 1 倍台と低いことから、投資家からの企業成長の期待が小さい⁹。つまり、日本企業は長期にわたり低収益な状態から脱却し、企業価値向上を実現できておらず、IC が最適に循環しているとは到底いえない状況にある。

【図表 2】 ROE の日米比較



出所)財務総合政策研究所(2018)「日本企業の現預金保有行動とその合理性の検証」より作成

このような状況に対し、第2次安倍政権では、日本企業が低収益な状態から脱却し、「稼ぐ力」の向上が不可欠であると考え、成長戦略の大きな柱として「コーポレート・ガバナンス改革」に力を入れてきた。これを受け、2014年に機関投資家が担う役割・責任に関する行動原則であるスチュワードシップ・コード(以下、SSコード)、そして2015年には企業が株主やステークホルダーに対して果たすべき責任を示した行動原則であるコーポレート・ガバナンス・コード(以下、CGコード)が策定された。【図表1】にあるようにICの全体最適化には、企業のコーポレート・ガバナンス改革はもちろん、企業に対して直接的に影響を与える機関投資家が「モノ言う株主」として企業と建設的な会話を行い、企業価値向上に努めなければならない。つまり、CGコードとSSコードが車の両輪をなし、企業と機関投資家は目先の利益だけに関わらず、長期の判断に基づく投資を行い、「中長期的な企業価値向上」を達成させることこそがICの全体最適化に大きく寄与する。

15 第4節 内部留保と証券市場

次に、本論文における主題のもう一つのキーワードである「企業の内部留保」に焦点をあてていく。内部留保は貸借対照表における純資産、資産を通じ、①中長期的なROEの向上と②資本コストの引下げの観点から企業価値に大きく影響を与える。第2章では、最適資本構成の理論モデルを踏まえ、利益剰余金と資本コストについて、第3章では、現預金と①中長期的なROEの向上②資本コストについて述べ、内部留保が「ICの全体最適化」を達成するためにどのような役割を果たすのかを考察していく。

第2章 企業の内部留保と資本コスト

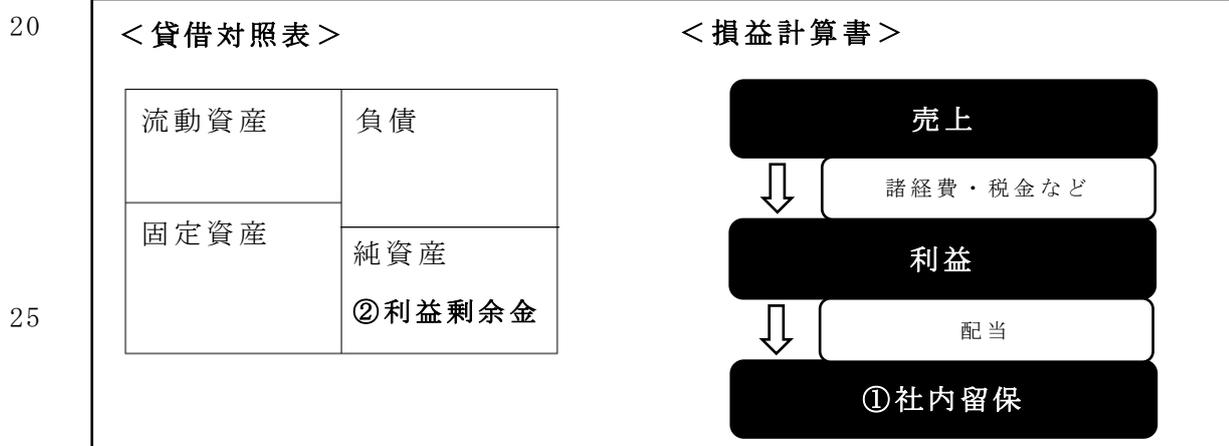
25 本章では、第1章で内部留保として定義づけた「利益剰余金」が資本コストに与える影響と、また最適資本構成の観点から、利益剰余金の適切な水準について述べる。まず第1節では、内部留保の定義を概説する。次に第2節では、利益剰余金が近年どのような推移をしてきたか、第3節では、資本コストを最小化する最適資本構成についてのモデルを踏まえ、利益剰余金の観点から資金

調達、株主還元について概説する。最後に第4節では、世間で広く議論されている内部留保に対する誤解に言及していく。

第1節 内部留保の定義

- 5 内部留保とは、企業が稼いだ利益のうち、株主への配当などに充てず社内に残す蓄積分を指す。【図表3】を用いて説明すると、企業の事業活動により稼得した売上は諸経費などが引かれ、さらには人件費・支払利息として従業員・債権者に分配される。そこで残った利益のうち配当に回されなかった分が貸借対照表上の利益剰余金、つまりは内部留保として純資産の部に計上される¹⁰。
- 10 一方で、引当金や減価償却額の一部などを含むものがある。これは費用としての減価償却費と引当金繰入額は、必ずしもその期のキャッシュアウトフローを伴うものではないのにも関わらず、利益のマイナス項目とされ、たとえ利益をすべて配当したとしても減価償却費・引当金繰入額のみだけ資金、つまりは現金が企業内に留保される¹¹。しかし本論文では、「利益の蓄積の結果、社内に
- 15 留保されているもの」として、法人企業統計で示されている、純資産に計上される「利益剰余金」を内部留保と定義づけ、現預金として留保されるものについては、第3章において述べる。

【図表3】内部留保形成のプロセス



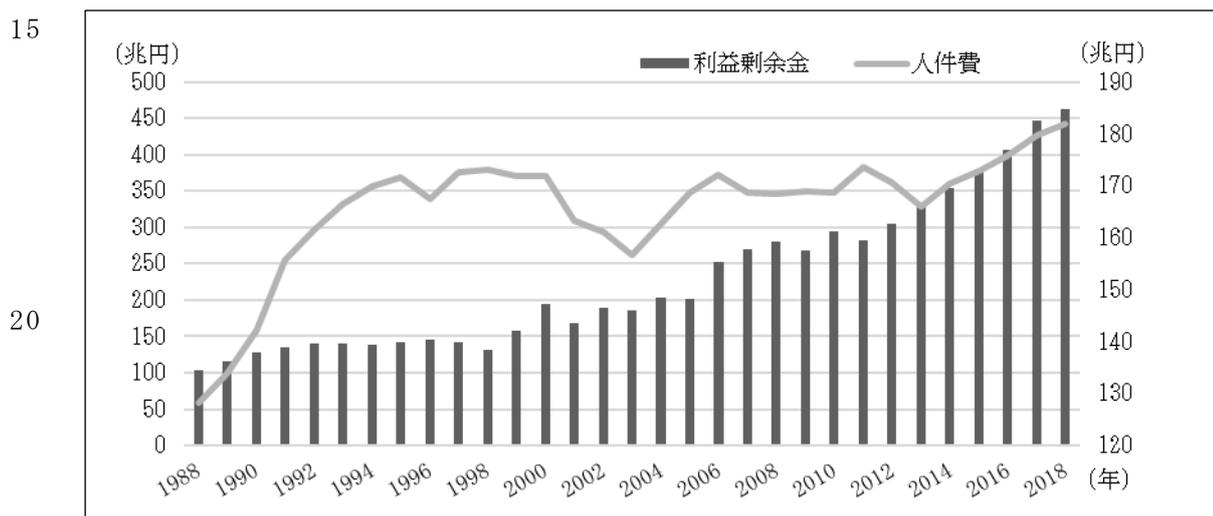
出所)太田珠美(2018)「内部留保が増えることは問題なのか？」より作成

第2節 利益剰余金増加の背景

バブル崩壊後、過剰雇用や過剰債務を抱えていた日本企業は、1990年代後半の金融危機を契機に、その後2000年代半ばにかけて、利益剰余金を蓄積して資本を厚くするとともに、債務を圧縮し財務体質を強化してきた¹²。

- 5 利益剰余金の推移は【図表4】のとおりである。利益剰余金は2012年以降増加していることがわかるが、その背景には企業収益の改善がある。実際、円安や原油安に加え、大企業を中心に海外子会社等からの受取配当金が増加したことから、2016年度の経常利益は2012年度から27兆円増加し、過去最高を更新している。また、企業が生み出した価値の総額である付加価値の額でも、この間に全体で26兆円増加している。一方で、この間の従業員人件費の増加は全体で5兆円に留まっている。つまり付加価値の増加に対して人件費の増加を大きく抑えた結果、内部留保の原資である利益が改善した面が強い¹³。

【図表4】利益剰余金の推移



出所)財務省(2018)「法人企業統計調査 長期時系列データ」より作成

25

第3節 利益剰余金と資本コスト

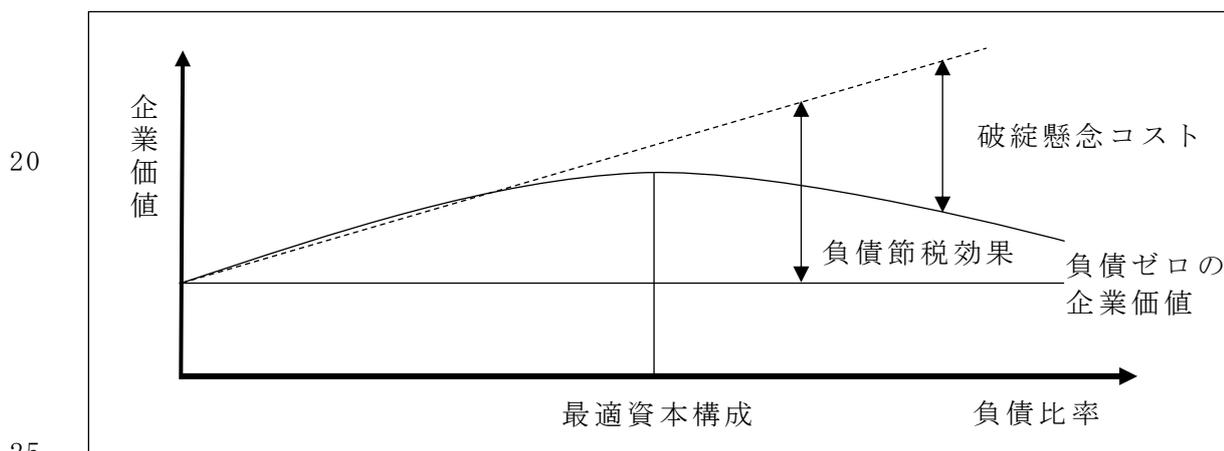
- 第2章第1節でも確認したとおり、利益剰余金は株主資本に含まれ、負債・株主資本比率(DEレシオ:Debt Equity ratio)(以下、DEレシオ)から資本コストに影響を与える。つまり、企業の利益剰余金は資本コスト最小化を達成し続けるという点で中長期的な企業価値の向上に影響を与える。そこで、利益剰余
- 30

金が①資金調達行動、②株主還元策を通じ、DE レシオにどのような影響を与えるかをみていく。まず、第1項では、DE レシオに関する先行研究として、最適資本構成の理論モデルを概説する。第2項では、実際の日本企業の資金調達行動について、第3項では、当期純利益を社内に留保する前段階にある株主還元策について確認する。それらを踏まえ、第4項では、企業が最適資本構成を達成できていない現状に言及していく。

第1項 最適資本構成の理論モデル

企業の最適資本構成について一番初めに提唱された理論モデルがMM理論(モディリアーニ・ミラー、1958)である。これは株式と負債の構成を変えても企業価値に変化はないというものであるが、法人税や倒産コストなどが欠如したものとなっている。そこで法人税を加味し、MM理論を応用させたものでは、節税効果から負債の構成を高めるほど企業価値は高まるが、ある水準を過ぎると自己資本比率の過少性から企業の財務健全性の低下を招き、資本コストが上昇し、企業価値が下がり始めるとされている¹⁴。

【図表5】最適資本構成の概念図



出所)山澤光太郎(2016)『ビジネスマンのためのファイナンス入門-55のキーワードで基礎からわかる』より作成

【図表5】は資本コストを最小化する株主資本と負債の構成比、つまり最適資本構成が存在することを意味しており、企業はその水準の達成に向け、それ

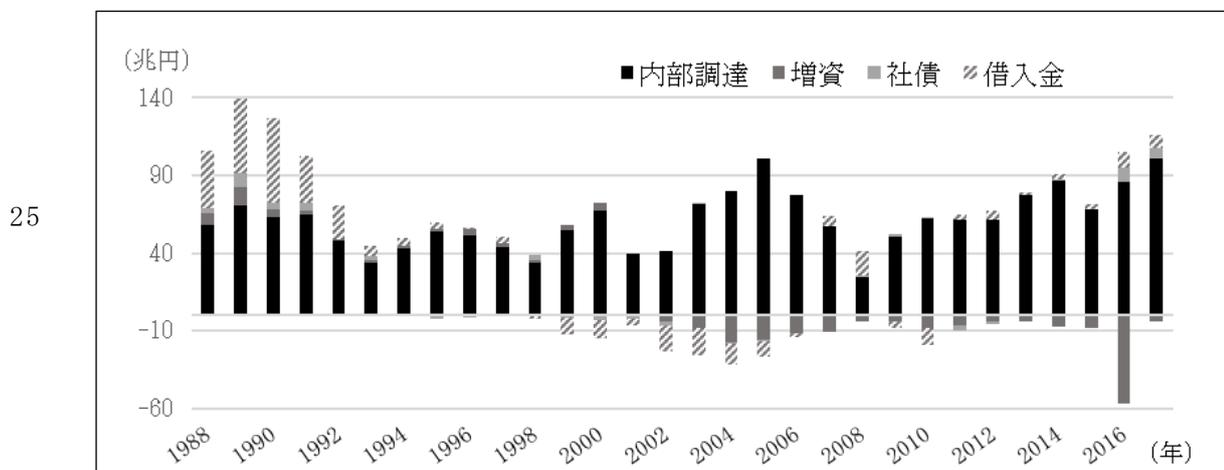
らを意識した経営を行っていかなければならない。具体的には、第2項で資金調達、第3項で株主還元について述べていく。

第2項 資金調達と最適資本構成

- 5 企業が事業を行ううえで多額の資金が必要となった時には資金調達を行う。その方法は借入れや社債・株式発行の外部調達と内部調達に大別されるが、利益剰余金は貸借対照表において資金の調達源泉を示す右側に含まれており、資金調達の一手段として内部調達に分類される。では企業はどのような資金調達行動を行っているのか、実態についてみていく。
- 10 戦後の日本の経済発展過程においては、メインバンク制度とよばれる銀行を中核とする金融機関が、企業部門に対する資金供給とガバナンスの両面で有効性を発揮してきた。特に、1970年代初めまでの高度経済成長期には、設備投資を中心として高まった資金需要を満たすために、企業は主に外部資金、特に金融機関からの借入れに依存してきた。しかし1970年代半ばから高度経済成長が終焉を迎え、日本経済が低成長期に移行して以来、金融・資本市場の自由化や国際化が進展した結果、大企業の資金調達行動は借入れ依存から脱却し、株式調達・そして内部調達へとシフトした。またそれに伴い、企業のガバナンスの主体も銀行から株主へと変化してきた¹⁵。では、【図表6】企業の資金調達額と手段の内訳を用いて、具体的な資金調達行動についてみていく。

20

【図表6】資金調達額の推移と手段の内訳（フロー）



30 出所)財務省(2017)「法人企業統計年報特集」より作成

バブル景気までは借入れを中心とした外部調達に全体の約半数を占めていることがわかる。その後、バブル崩壊とともに企業の資金需要が落ち込んでい
る。また、2005年までの期間で借入金はいくつもマイナスとなっていることから、企
業が負債の返済を進めることで財務の健全性を高めていることがわかる。さら
5 に、2008年以降はリーマンショックの経済停滞に伴う資金需要の落ち込みか
ら回復し、全体の資金調達額は増加しているが、業績の改善とともに増加した
利益剰余金による内部調達が大部分を占めている。2016年や2017年に一部社
債発行が盛んに行われているとはいえ、バブル崩壊前に比べるとやはり、株式
や社債発行による外部調達が低水準であることは明らかだ。

10 たしかに、それは株式・社債の発行額を減少させていることを示している。
しかし、企業が内部調達ではなく株式・社債による調達の割合を増加させるこ
とが、企業や証券市場にとって望ましいということではない。なぜなら【図表
5】で示したとおり、資本コストが最も低くなる最適資本構成が存在するから
である。第1章で確認したとおり、証券市場の活性化を実現するためには企業
15 価値向上に向け資本コストを抑えること、つまり各企業におけるそれぞれの適
切な最適資本構成を目指していかなければならない。

第3項 株主還元と最適資本構成

第2項では内部留保が企業の資金調達の観点から資本構成に影響を与えるこ
20 とを述べたが、次に株主還元の観点から資本構成に与える影響を述べる。株主
還元には税金などを支払った後に残った純利益や、過去の利益の蓄積の一部を
株主に還元するために現金を支払う①配当と、企業が株式を買い戻す②自社株
買いの2つがある¹⁶。これらが資本構成に与える影響について、①配当金を増
やすと会社内に蓄積される利益剰余金が減少すること。②自社株買いを実施す
25 ると、実質的に発行済み株式数が減少し、自己資本が減少することが考えられ
る¹⁷。つまり、これらは最適なDEレシオを決定づけるという観点から、最適
資本構成に影響を与えているといえる。しかし、実体的な収益性向上を伴わな
い単なる自社株買いによるROEの向上は、負債比率の上昇による財務リスク増
大をもたらし、資本コストを増加させる可能性がある点に留意すべきである

30 ¹⁸。

また、実際に企業はどのような株主還元を行うことが望ましいのかということについては、各企業ごとの成長段階や財務状態によって異なる。具体的には、株主還元策が現預金として排出される観点から、第3章で述べることとする。

5

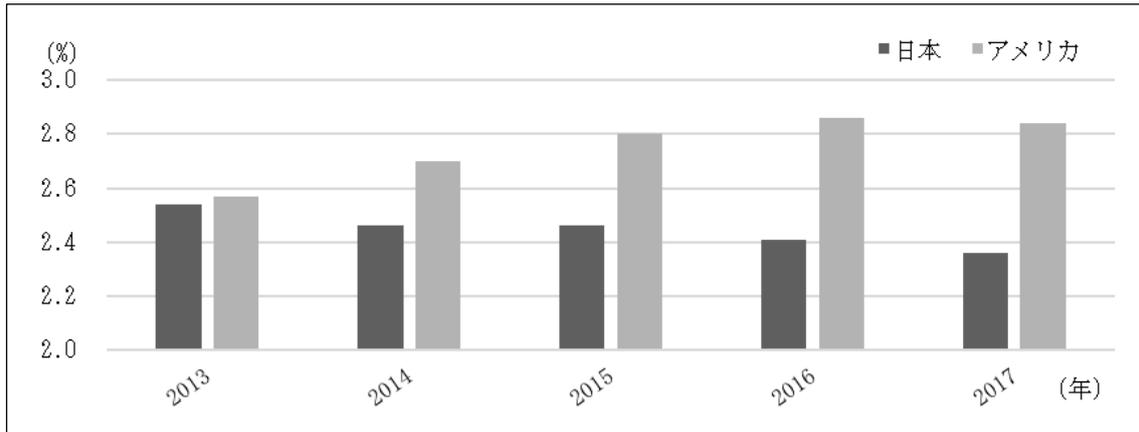
第4項 利益剰余金の適切な水準に向けて

冒頭でも述べたとおり、本章の目的は適切な内部留保額=利益剰余金額を定めることである。われわれは、その適切な額を定めるためのアプローチ方法として、利益剰余金が純資産に計上されていることを踏まえ、【図表3】で示した貸借対照表のDEレシオに着目した。これまで資金調達・株主還元の2つの観点から最適資本構成および、ROEに与える影響について述べてきたが、企業はDEレシオを選択する際、資本コストを最小化するために、さまざまな要素を考慮しなければならない¹⁹。そのさまざまな要素とは、各企業の成長段階や業績、倒産リスク、節税効果、負債コスト、株主資本コストなどであるが、これらは各企業によって異なるものである。そのため、企業全体で一律の利益剰余金の水準を定める数式モデルなどを個別企業に押しつけ、その水準が適切かどうかを判断することは不可能であるとわれわれは考える。

しかし企業全体でみた最適資本構成に向け、各企業が働きかけていくことは可能であると考え。内閣府(2015)では、現状の主要企業の格付けや信用リスクを踏まえたうえで最適な資本構成を算出している²⁰。そこでは、現状の日本全体の企業の負債比率がその最適な負債比率を下回っており、負債比率を増加させる余地があるとされている。つまり、日本企業は最適資本構成を達成できているとはいえないのである。また、【図表7】は財務レバレッジ(総資産/自己資本)の日米比較であるが、この指標はいわゆるDEレシオをあらわしていることと同義である。日本企業の財務レバレッジは一貫して低下傾向にあり、米国と差が開いていることがわかる。財務レバレッジは資本コストを構成する要素であると同時に、ROEにも影響を与えるため、そのレバレッジの差が第1章で問題視した米国とのROEの格差につながっているとの指摘もある²¹。

30

【図表 7】レバレッジの日米比較



10 出所)財務総合政策研究所(2018)「日本企業の現預金保有行動とその合理性の検証」より作成

われわれは、企業が最適な資本構成を選択できていない原因は、資本コストを意識した経営を行えていないことであると考え。実際に、日本 IR 協議会
 15 が 2016 年度に実施した IR 実施調査によれば、上場企業全体でみた際に、「自社の資本コストがどの程度の水準かを認識しているか」という問いに「はい」と回答したのが 46.5%。その「はい」と回答した会社の中で、「その根拠となる値はあるか」という問いに「はい」と回答したのは 59.2%と、まだまだ資本コストの水準に対し意識を改善させる余地がある²²。

20 資本コストを意識した経営は、企業価値向上に欠かせないものであることを踏まえ、より多くの企業が資本コストを意識すれば、日本全体での最適資本構成が選択され、中長期的な企業価値の向上に資する資本コストの最小化を図ることができる。こうした動きを後押しするためには、企業は CG コードや SS コードを通じて投資家と建設的な対話を行い、経営に対する説明責任を果た
 25 し、収益力の向上、資本効率の改善を図るために自律的な対応を行っていくことが重要である²³。具体的なコーポレート・ガバナンス改革の課題や提言については第 4 章、第 5 章にて述べる。

第 4 節 内部留保過剰説の誤解

30 これまで、内部留保=利益剰余金と定義づけたうえで、資金調達や株主還元から資本コストに影響を与えることを述べた。次に、企業が利益剰余金を成長

投資や人的資本に充てることが中長期的な企業価値の向上させる可能性について述べていく。内部留保はその名称から、いかにもそれが現金や預金の形で保有され、それを取り崩して、給与などの形態で社外に払い出すことができるような印象を与えやすい。実際に、「内部留保は過度に多く、有効に使われていない」、「もっと従業員の給与等に充当すべきである」といった議論がなされている²⁴。しかしこれまで述べてきたように、この考え方は適切ではない。再度利益剰余金の定義を確認すると、あくまでも利益剰余金は利益の蓄積の結果、ストックとして社内に留保されているもの、かつ資金の「調達源泉」を指す。企業が従業員への給与の支払いを行うためには資産の「現預金」として資産を保有しておかなければならない。しかし、利益剰余金は、実際には企業の設備（有形固定資産）や子会社、関係会社などへの投資資金の源泉として利用されている可能性がある。つまり、企業は利益剰余金を取り崩し、有効活用できるとはいえない。これらを踏まえると、企業が事実上利用可能であるものは、資産の中でも1年以内に現金化できる「流動性資産」、なかでも事業活動に必要な売掛金や有価証券などを除いた、「現預金」であると考えられる。それでは、実際企業の保有する現預金は余剰だといえるのだろうか。第3章では、現預金に焦点をあてていく。

第3章 企業の現預金について

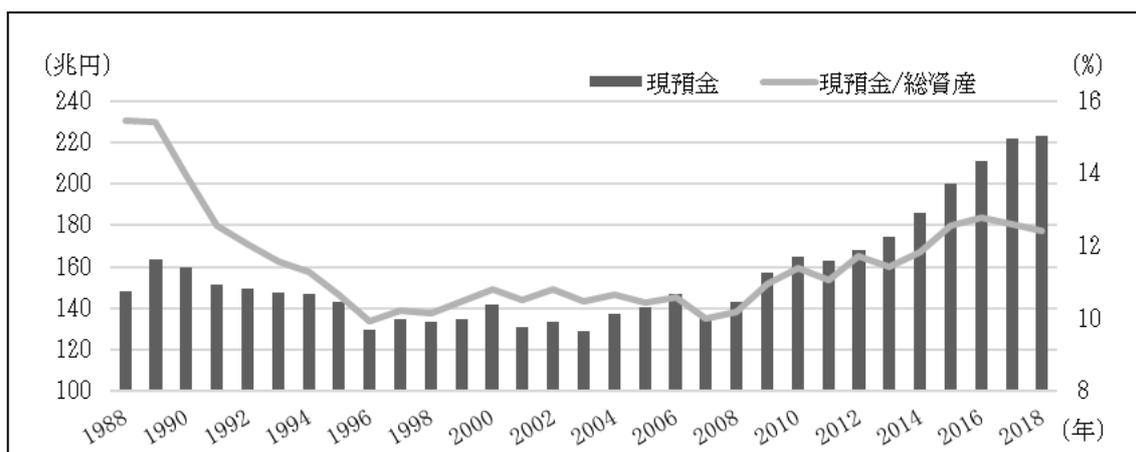
本章では、企業が保有する現預金に焦点をあて、その水準が適切かどうかを中心に、中長期的な企業価値向上、ひいては証券市場に与える影響について述べる。まず第1節では、現預金残高の推移について、第2節では、現預金の役割について確認し、企業がそれぞれどのような考えで現預金を保有しているかについて述べる。第3節では、株主の視点から現預金の水準について述べる。そこで、企業と株主の間で、必要だと考える現預金の水準にギャップがあることを踏まえ、それらが証券市場に対し影響をおよぼしていることを確認する。第4節では、そのギャップが生じている原因について述べていく。

第1節 現預金残高に関する分析

【図表8】は現預金残高の推移と現預金/総資産比率を示したものである。2000年から2009年までの現預金の増加率は1.74%であったが、2010年から2018年までは約4%と、近年増加率が高くなっていることがわかる。また、総資産に対する現預金の割合は上昇傾向にあることから、企業は資産の増加幅以上に現預金を多く持つようになってきていることがわかる。

2007年までは総資産に対して現預金残高が停滞している理由として、設備投資などによる長期的な資金需要の高まりからキャッシュフロー内で投資が行われたとしている。キャッシュフロー内での投資が行われたことについて、グローバル展開する企業では投資の不確実性に対する懸念がみられていたこと、一方、国内事業展開を中心とする企業では、国内需要の成長力の見通しが低いことが影響している²⁵。

【図表8】 企業の現預金残高と現預金/総資産



15 出所)財務省(2018)「法人企業統計調査 長期時系列データ」より作成

そして、2008年以降の急激な現預金の減少はリーマンショックによる一時的な流動性資金の需要の高まりが原因であると考えられるが²⁶、その後の持続的な増加は、2013年度末年から続く企業の売上高の増加に伴い現預金をため込んだためである²⁷。

また、現預金の保有状況は産業別でばらつきがある。特に生活関連サービス業、医療・福祉業などサービス業の一部では、現預金比率が高い水準になって

いる。これら産業は労働集約的な産業であり、従業員の給与など運転資金を常に確保しておくために現預金比率が高くなっているものと考えられる。一方製造業では、印刷関連業に加えて、機械関連の業種で現預金比率が高くなる傾向が読み取れる。特に、情報通信機械器具の現預金比率は製造業のなかで印刷関連業やその他の輸送用機械器具と並んで最も高い値をとっている。情報通信機械器具は、近年大きな成長が見込まれる産業であり、成長産業で現預金比率が高まっていることが示唆される²⁸。

さらに、日本企業が抱えている約 223 兆円の現預金の水準は他国と比べても高い状況にある²⁹。少し古いデータではあるが、Kato・al. (2017)は日本と米国の「現金/総資産」の比率を比較し、日本企業のそれは米国企業よりも 14.9%高い(2011 年度)という結果を示している³⁰。また、現預金保有残高の対 GDP 比でも米国や英国などの諸外国は、10~30%であるのに対し、日本は 50%とかなり高い水準になっている。各国の経済構造や各々の企業の特質が異なることを踏まえれば、単純に比較すべきではなく、また現預金の適切な保有水準を理論的に導くことは困難とされているが、日本企業は、他の先進国と比べても現預金の保有を好む傾向にあることがわかる³¹。

第 2 節 現預金の役割

第 1 項 運転資金

現預金の大きな役割として考えられるものに運転資金がある。運転資金とは仕入、人件費、諸経費、法人税等に対する資金のことをいう。人件費には、人的資本投資に対する支出が含まれていることから運転資金として処理すべきか、などの企業会計制度上の議論もあるが³²、本項で述べる運転資金とは「単年度の事業活動において必要な資金」である。単年度の事業活動に必要な資金を図る指標として、現預金の売上高(1 か月)に対する割合である現預金月商比率がある。現預金月商比率とは、ある時点(通常は決算日)において、会社が月商の何か月分の現預金を保有しているかを示す指標であり、手許流動性比率とも呼ばれている。現預金月商比率を用いて、一概に運転資金と現預金の割合を明示することはできないが、実務上事業活動に対する現預金の水準をはかる指標として用いられる。また、運転資金の一部として、負債の返済、利払いがあ

る。企業は負債に対して返済義務を果たすことができなくなると倒産する。裏を返せば、企業は多く負債を抱え、業績に問題があろうと返済のための資金が準備できれば倒産することはない³³。

倒産リスクを鑑みた場合に、負債に対する現預金の割合などを貸し手、借り手、ともに重要視している。具体的な指標の例として、短期間に支払い期限が到来する流動負債に対し、当座資産(短期間に現金化しやすい現預金、受取手形、売掛金など)をどれだけ保有しているかを示す当座比率などが用いられる。比率が高いほど短期的な支払担保能力があるとされ、当座比率 50%以上が安全性の目安とされている³⁴。

10

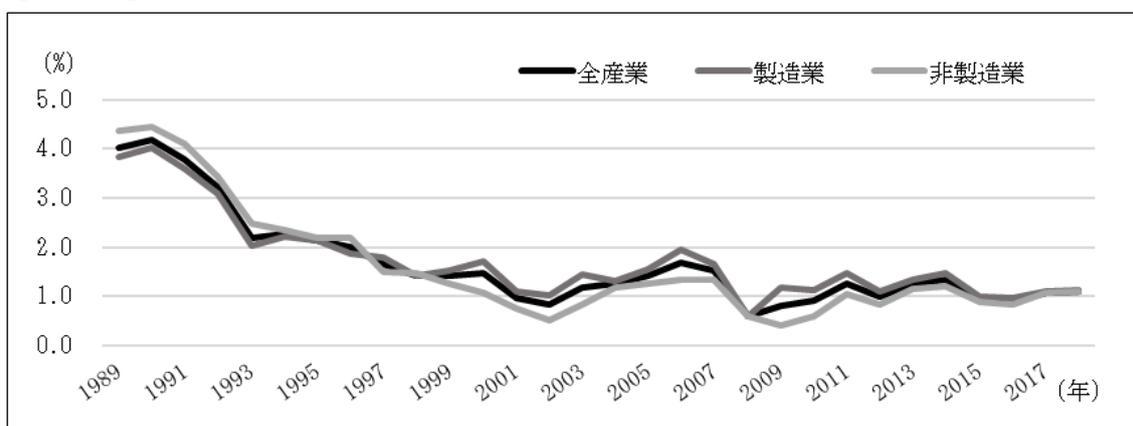
第2項 有形・無形資産投資資金

運転資金が短期的な事業活動に伴う現預金の支出であるのに対し、有形・無形資産投資資金は「中長期的」な事業活動に伴う現預金の支出である。有形資産投資とは、土地、建物、機械装置などの設備投資を指す。

15 日本経済は少子高齢化や長期停滞の影響から、中長期的な需要減少のリスクなど、将来不安を抱えた状態にある。【図表9】は上場企業の業界需要の実質成長率を表したものであるが、今後5年間の見通しはほぼ横這いになっていることから、日本企業は国内における需要の増加を見込めていない。その影響からも設備投資はここ数年でやや増加してはいるものの、積極的に行われているとはいえない³⁵。

20

【図表9】業界需要の実質成長率



30 出所)内閣府(2019)「平成30年度企業行動に関するアンケート調査結果(概要)」より作成

5
それでは、企業はどのような要因から設備投資を行うのかについて整理する。企業の設備投資の理論モデルについて、設備投資は期待収益率のみから単純に意思決定されるという、TobinのQ理論(1969)が初めに提唱されて以降、さまざまな理論モデルが組み合わされている。そこでは情報の非対称性、将来の期待収益率の変動性、設備投資の不可逆性などが設備投資の決定に影響を与えているとされている³⁶。つまり、企業の投資行動には将来の見通しやリスク、経営者の思考や資質が投資の意思決定に大きく影響する。

10
次に、無形資産投資について述べる。内閣府(2011)によると、無形資産投資には、研究開発(R&D)活動のほか、ブランドの構築、経営組織や事業組織の改善、経営戦略の策定および実行、事業の効率、有効性の改善を目的とすることにより蓄積される組織資本、教育訓練による人材の質の向上(人的資本の蓄積)などが含まれている。近年では、この無形資産投資が企業の成長性に大きく影響するようになっており、「中長期的なROEの向上」には必要不可欠である³⁷。日本の無形資産投資への注目が高まっている背景には、国際的な注目度の上昇がある。無形資産はその名のとおり目に見えない資産であるため、経済成長などに与える影響について十分把握されてこなかったが、近年、先進国の生産性の伸びが低下し、経済の長期停滞論が指摘されるなか、情報通信技術(ICT:Information and Communication Technology)分野におけるイノベーションとの関係が深い無形資産投資の効果への期待が集まっている。OECD(2013)によると、多くの欧米諸国において、無形資産への投資の伸びが、機械や建物等の有形資産への投資の伸びを上回っており、EUと米国では、企業における無形資産への投資が労働生産性の伸び全体の19.9%から33.7%程度に寄与している³⁸。日本においても実際に研究開発費、M&Aともに増加傾向にあることは事実であるが、日本企業は目先の利益と結びつきの強い基礎研究を重点的に行う一方、将来の不確実な利益を生み出すような応用研究・開発研究は少ない³⁹。

25
先ほど述べたとおり、有形・無形資産投資には多額の資金を要する。しかし、企業の外部からの借入れには制約があり、流動性の高い現預金を保有していない場合、投資機会に恵まれた時でもそれを実行に移せない可能性が考えられる。そのため、企業は将来の投資機会に向けて流動性の高い資産として現預金を予備的に保有している。実際に、財務省が2017年度に上場企業に対し実

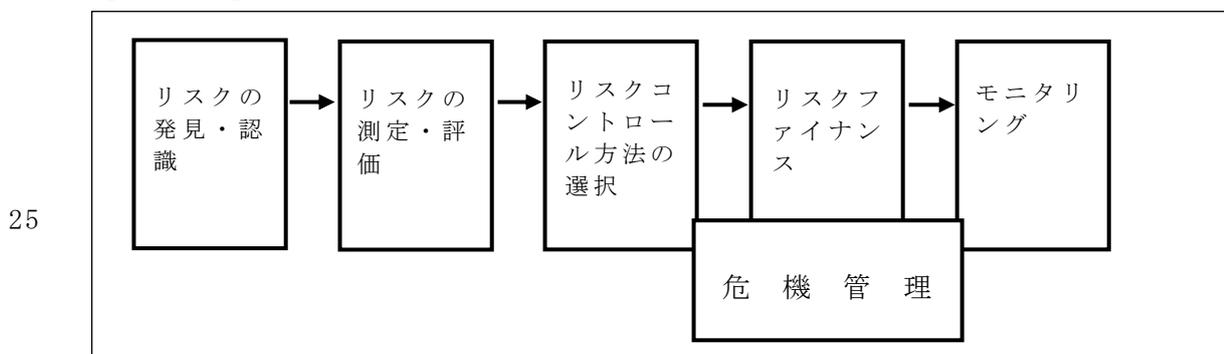
5 施した現預金保有理由に関するヒアリング調査によると、企業が現預金を保有する理由について、「大規模投資に素早く柔軟に対応するため、ある程度の現預金を保有しておく必要があると考えている」、「将来的に革新的な技術が開発される可能性は大きい。その際に莫大な投資が必要となることも考えられるため」との回答があったことから、経営陣は将来の投資機会のため現預金を保有していることがわかる⁴⁰。

第3項 リスクマネジメント・リスクファイナンス

10 企業は事業活動、投資、資金調達を行ううえでさまざまなリスクを抱えている。具体的に、企業活動は必要な資本を投下し回収するといった価値創造のサイクルのなかで行われるが、企業がリスクに直面すると、利益率の低下→資本調達コスト増加→事業競争力低下→収益悪化→資本の減少といった、負のサイクルに陥り、ひいては企業価値を毀損する⁴¹。

15 これらのリスクをいかにコントロールし、損失の顕在化を防止するかが、リスクマネジメントを行う目的であり、近年、企業のリスクマネジメントの必要性が高まっている。リスクマネジメントとは、「企業を取り巻くリスクを正しく把握し、それらに対して適切な対応を取り、万一の場合にも被害を最小に抑えられるような体制・活動であり、経営者がその体制・活動の主体となる。」(横溝(2015)より引用⁴²)である。具体的にリスクマネジメントのプロセスは
20 【図表 10】で示しているとおりでである。

【図表 10】リスクマネジメントのプロセス

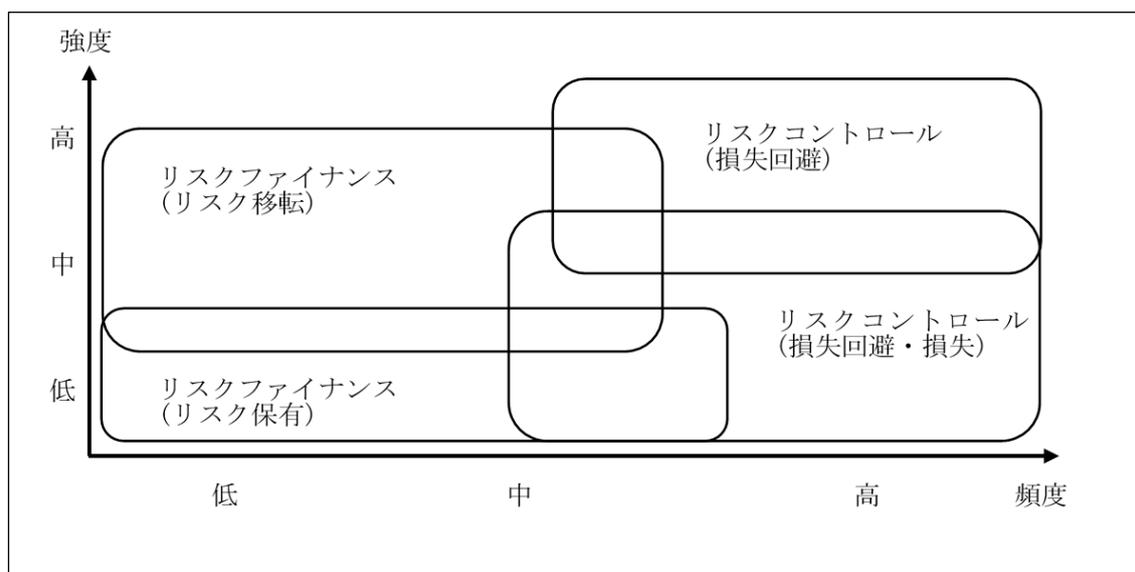


30 出所) 甲斐良隆・加藤進弘(2004)『リスクファイナンス入門-事業リスクの移転と金融・保険の融合』より作成

本論文では、内部留保、とりわけ現預金を注視しているため、リスクの性質に応じて、どのリスクファイナンスが対処法として適切なのかについて述べていく。

5 リスクマネジメントのステップは、企業のリスクは何かを洗い出し整理することから始まる。財務諸表を分析することで発見できるオンバランスリスクだけではなく、企業の外部で発生するリスクや非財務的なオフバランスリスクも認識し、それを数量的に評価する必要がある。上記リスクの発見・認識のうち、そのリスクの結果として発生する損失(強度)とその発生確率を測定する。そこで、わかりやすくリスクを解析し、リスクファイナンスを選択する場合、
10 リスクマップが使用される。リスクマップでは【図表 11】で示すように横軸にリスクの発生頻度、縦軸にリスクの強度を取る。リスクマップは個々のリスクを把握する際に役立つ。

【図表 11】 リスクマップによるリスクファイナンスの選択



15

出所) 諏澤吉彦(2018)『リスクファイナンス入門』より作成

【図表 11】の「リスク移転」と「リスク保有」はリスクファイナンスの手法であり、リスクの性質によってどちらの手法を用いるかも異なる。「リスク移転」とは、保険などを用いて第三者に資金的なリスクを移転させることであり、
20 「リスク保有」とは、文字どおりリスクを保有、すなわち受容することで

ある。また、「リスク移転」と「リスク保有」にはそれぞれ【図表 12】で示すようなメリット・デメリットが存在する。

【図表 12】リスクファイナンスのメリット・デメリット

	メリット	デメリット
リスク移転	<ul style="list-style-type: none"> ・ 有利な投資機会からの利益の享受 ・ 資金調達費用(証券発行費用、証券過小評価など)の負担の可能性の低下 	<ul style="list-style-type: none"> ・ リスクプレミアム(付加保険料、オプションプレミアムなど)の支払い ・ 企業・組織地震のモラルハザードによる期待損失の上昇
リスク保有	<ul style="list-style-type: none"> ・ リスクプレミアム(付加保険料、オプションプレミアムなど)の節約 ・ 安全努力へのインセンティブ向上による期待損失の低下 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 有利な投資機会の喪失 ・ 資金調達費用(証券発行費用、証券の過小評価など)の負担の可能性の上昇

5 出所) 諏澤吉彦(2018)『リスクファイナンス入門』より作成

10 リスクマップ上において、リスク移転、リスク保有の中間点に存在するリスクは、各メリット・デメリットを勘案し、リスクファイナンスする必要がある。リスク移転とリスク保有の性質の違いについて述べたが、リスク移転・リスク保有のなかでもさまざまな手法が存在する。具体的にどのような手段があるかについて述べる。

・リスク移転

(1) 保険デリバティブ

15 保険関連リスクに連動する指標の変動等を対象としたデリバティブ取引(オプション・スワップ取引等)。金融・資本市場にリスクを移転する。

(2) コンティンジェントエクイティ

20 あらかじめ定めたリスクが顕在化した場合に、あらかじめ定めた価格による株式発行を可能とするオプションを企業が購入するスキームである。資金調達の確実性を担保している点が特徴的である。

(3) CAT ボンド

リスクが顕在化する確率は低いものの、顕在化した場合の損害規模が大きい異常災害リスクを証券化し、リスクを金融・資本市場に移転するスキームであ

る。あらかじめ定めたトリガーイベントが発生した場合に、イベントに応じた資金が企業に支払われる⁴³。

・リスク保有

5 (1)コミットメントライン

コミットメントラインは、あらかじめ定めた期間、および融資枠の範囲内で、企業が一定の条件を満たす限り、企業の請求に基づいて金融機関が融資等を実行する旨を約定するものである。契約期間中、企業から銀行等に対し、手数料を支払う。平常時の資金調達と同様、リスク顕在化時の資金調達ニーズに対して、コミットメントラインを利用することで、企業はリスク顕在化後の「信用力の低下」や「調達コストの上昇」を回避できる⁴⁴。すなわち、資金調達が事前に確保する契約を締結することで、一定程度のリスクに対応するリスクファイナンス手法としても機能するといえる。

15 (2)自己資金(現預金)

リスクの強度が高くなければ、リスク保有の手段のなかで、より柔軟に対応することができる手段が自己資金である。自己資金はいわゆる現預金であるが、経費処理され単年度の損益として計上されるか、もしくは、積立金(引当金)、利益剰余金として貸借対照表上の右側に計上されている。

20 実際には、財務省が2017年に上場企業に対し実施した現預金保有理由に関するヒアリング調査では、リスクファイナンスの観点から現預金を保有することで将来のリスクに備えているという声がある。その調査によると、企業が現預金を保有する理由について、「リーマンショック後に、当社の業績は問題ないにも関わらず金融機関に返済を求められたことがあり、そのような不確実なリスクに対応するためになるべく積み上げておきたい」、「財務体質を気にしており、リーマンショック等の過去の出来事を鑑みると慎重にならざるを得ない」といった声が複数あった。ここから、2008年の世界金融危機時の経験が日本企業の現預金保有行動に大きく影響していることがわかる。また、「今が好調であっても不調に陥った際に備えて、ある程度の現預金は確保しておきたい」

といった先行きへの備えに関する声があり⁴⁵、日本企業において現預金を保有することは主要なリスクファイナンスの手法であると考えられている。

ここまで、リスクファイナンスにはさまざまな手法が存在すること、また、それらの手法に加えて、企業は現預金を保有していることを確認した。実際に、企業は適切なリスクファイナンスを行えているのだろうか。冒頭でも述べたように、リスクマネジメントの目的は、企業が直面するリスクを適切にコントロールし、利益の損失や企業価値の毀損を防止することである。そのためにはリスクを適切に評価し、「中長期的な企業価値の向上」を図ることのできるリスクファイナンスを選択する必要がある。一方で、企業がリスクファイナンスの手法として現預金を保有することは、【図表 12】で示したように、投資機会の損失や株主資本コストを伴うというデメリットも存在する。もし、適切なリスクの分析やそれに対するリスクファイナンスが適切に行えておらず現預金を保有する水準が過剰であれば、それらのデメリットが企業価値に大きく影響を与える可能性があるため、他の手段で代替する必要がある。そこで、現預金をリスクファイナンスの1つであるコミットメントラインで代替することができるのではないかと仮説を立て、両者を比較していく。

現預金とコミットメントラインは、ともに企業が資金を必要とする場合に、外部金融資本市場から資金を調達できない事態に備える予防的ヘッジ手段という意味では同じ役割を果たしている。しかし、これらはそれぞれ異なったリスクに対処するために用いられており、利用のされ方に違いがある。実務上では、現預金は業績悪化時の将来のキャッシュフロー不足に備えた保険的な役割がある。その一方で、コミットメントラインは将来の有利な投資機会、事業機会を逃さないための前向きなヘッジ手段として用いられている。使用目的が異なることに加え、コミットメントラインでは、金融市場がショートした場合に機能しなくなる可能性が高い⁴⁶。現預金保有理由に関するヒアリング調査の回答でもあったように、金融危機、リーマンショックの経験から企業は金融市場のショートを恐れている。インターバンク市場に混乱が波及してしまうと、銀行の資金調達が困難となり、コミットメントライン契約においても融資義務を果たすことが出来ない事態が危惧される。つまり、コミットメントラインの機能

が十分に果たされないことが考えられるため、資金調達制約の観点からは、一概に現預金をコミットメントラインで代替させることを推奨できない。

5 以上のように、リスクマネジメントとリスクファイナンスの手法について述べたが、リスクの保有・移転を検討するにあたっては、企業のその時々
の財務ニーズと適切なリスクの算定が重要となる。すなわち、財務の効率性の向上、流動性の確保・強化、損益の平準化等の目的のうち何に重きを置くかを念頭に置き、リスクの保有・移転のバランスを検討しなければならない。

第4項 株主還元策

10 株主還元策は、株主に現預金として還元する配当と、自社の現預金を使って自己株式を取得する自社株買いがあり、現預金の役割の1つである。株主還元は以下の理論から資本コストおよび、企業価値に影響を与える。株主還元策に関する情報開示が企業価値に影響を与えるというものがシグナリング理論とフリーキャッシュフロー理論である。前者は、増配や自社株買いを実施し、将来業績に対する自信や確信を市場に伝えることで企業価値を向上させるというもの、後者は、余剰資金を有する企業が、配当や自社株買いを通じて株主に還元することで経営者と株主の利害対立に絡んだエージェンシー問題を回避し企業価値を向上させるという理論である⁴⁷。

20 また、第2項において現預金の役割の1つとして企業の投資資金について述べた。次に、企業が利益をあげ、手許に残った資金を、収益力を高める目的として投資に回すのか、あるいは企業価値向上を目的として株主に還元にかどちらが企業にとって望ましい行動であるかについて述べていく。

25 企業が利益の一部を株主に還元し、残りを内部に留保する場合、その内部に留保された利益剰余金は、資本コストを上回って合理的に使用されることで将来の利益成長に結びつかなければ、株主は会社は無償でお金を預けていることになってしまう。つまり、企業の利益成長が見込めない場合は、株主還元率を高めて内部留保を少なくしなければ、内部留保金の価値の減価によって株価は内部留保に見合った価格で評価されないことになってしまう⁴⁸。

30 これらを踏まえれば、株主還元は企業ごとの成長戦略、投資計画などを鑑みて総合的に決定されるべきである。たとえば、成長段階にある投資機会に恵ま

れた企業の場合、株主還元で現金を株主に返すのではなく、事業投資に回し株主価値を創出することによって、キャピタルゲインで株主に報いるべきである。反対に、企業が成熟段階に入って成長のための投資機会が減り、現金が余るようになれば、その現金を会社の中にため込まず積極的に株主還元をすべきである。

実際に日本企業は、株主還元を行うにあたりそれらの成長戦略等をどれだけ考慮しているのだろうか。2006年、2017年に上場企業を対象に調査した株主還元策に関するアンケートによると、まず自社株買いについては、特に(1)用途の決まっていない余剰資金の株主還元としての役割(2)時期や金額の面での柔軟性(3)自社株が割安であるとの情報伝達効果について、肯定的な考えが増加している。このことから、2006年から2017年にかけて、一時的な余剰資金の還元のために自社株買いの活用が進んでいることが示唆される⁴⁹。一方、配当は(1)純利益の長期的維持可能な変化が生じた時に増配する(2)減配してまで投資資金需要を満たすという考えはないとの点に変化はみられなかった。また2017年の調査では「投資政策決定後に配当政策を決定すべきだ」という考えに肯定的な企業は約4割存在するが、否定的な企業も約3割あった。この結果からは、利益の増加が見込まれた際に、現在・将来の投資機会に関わらず配当の継続を優先する企業が多いことがわかる⁵⁰。つまりこれは、企業価値を向上させる投資案件が存在するにも関わらず、株主還元を実施し資金が不足したことで、投資額を減らさざるを得なくなり、結果的に株主価値を減少させる要因になっている可能性があるということを示している。

ここで海外の株主還元策について目を向けると、日本の主要500社で16年度の無配企業は10社であるのに対し、欧米企業は主要500社の米企業で無配社数は80社を超え、欧州は主要600社中およそ40社が無配である⁵¹。米マイクロソフトは2002年まで無配であったうえに、米アップルもスティーブ・ジョブズがCEOでいた間は配当も自社株買いもしていない。つまり、欧米企業は、先に成長投資資金を考慮したうえで配当政策を行っていることがわかる。また日本企業は、株主への株主還元の適正性を説明する際に「安定性」の面を重視しているのに対し、投資家は投資機会の有無、保有現預金の水準、事業の成長ステージの観点から企業の株主還元策が適切かどうかを評価している⁵²。

つまり、株主還元策は企業価値を向上させるものである一方で、その方法を誤ればその逆の影響も与え得る。株主還元策が、ROE 向上に向けた投資機会を奪う足かせになってはならない。そのために、企業は現在・将来の投資や第 2 章で述べた資金調達を考慮に入れた中長期的な視野で株主還元策に関する意思決定をし、それらを投資家に十分に説明することに努め、また投資家は長期的な視野で投資・株主還元策を評価しなければならず、企業価値向上に向け企業・投資家双方からの働きかけがなければならないと考える。

第 3 節 現預金の適切な水準に向けて

第 2 節では企業における現預金について、運転資金や投資資金、リスクに対する準備金、株主還元策のための資金と、さまざまな役割を担っていることを述べてきたが、それらはすべて企業が保有すべき現預金の適切な水準を構成する要素といえる。しかし、企業が必要とする現預金の水準は将来キャッシュフローや将来のリスクなど、企業にしかわからない、もしくは企業でさえも確定させることのできない要因のもと決定されている。そのため、過去の企業活動に伴う財務諸表を用いて、各企業が保有しておくべき一律の現預金の適切な水準を設けることは適切でなく、また財務指標等を用いた分析には限界があると結論づける。

そこで、われわれは日本全体での適切な水準を判断するうえで、投資家が日本企業の現預金の保有をどのように評価しているかに着目する。投資の連鎖を念頭に置いた場合、投資家である株主が投資先となる企業の現預金の水準をどのように判断しているかは重要だからである。株価は投資家から見た企業の価値であるため、現預金と株価を用いたモデル分析であれば、投資家がどのように判断しているのかを解明できる。完全資本市場において、企業が保有する 1 円の現金は、1 円の価値を有する。

しかしながら、現実の世界では 1 円の現金は 1 円と異なる価値を有する⁵³。山口・馬場(2012)は現金保有の変化と超過リターンの関係を考察することにより企業が現金保有を 1 円増加させたことに対して、マーケットはそれを 0.55 円から 0.68 円と、1 円よりも有意に小さく評価していることを明らかにした

54。つまり、投資家は日本企業が現預金を増加させる行為をプラスに評価していないといえる。

さらに、企業が保有する現預金の水準について生命保険協会が上場企業1136社、機関投資家213社を対象に実施したアンケート調査の結果では、
5 企業側の多くがその水準について適切と考えている一方で、多くの投資家は企業が現預金を余剰に抱えていると考えており、認識にずれが生じている。この認識のずれは、ICの最適化を阻害している可能性があり、解決していかなければならない課題であると考えられる。それでは、第4節でその認識のずれの原因について考察する⁵⁵。

10

第4節 日本のエージェンシー問題について

この企業と投資家との間に現預金の水準に対する認識のずれが生じている原因は、エージェンシー問題にあると考えられる。エージェンシー問題とは、所有者である株主(プリンシパル)とその経営についての支配力を有する経営者
15 (エージェント)が分離している際に、両者の間に利害の対立が生じることである。エージェンシー理論によれば、「所有と支配が分離している状態において、両者の間の情報の非対称性の問題や将来についての不確実性の問題によって完備的な契約を結ぶことが出来ないとき、エージェントにはプリンシパルの利益に反して、自身の利益を追求するような行動をとるインセンティブが生じる」(石川(2010)より引用⁵⁶)。つまりこのエージェンシー理論に基づく、所有と支配が分離している日本企業において、①経営者が過度にリスクを回避していること、あるいは②企業価値向上に向けた企業行動が株主に適切に伝わっていないこと、のどちらかが両者の認識のずれの根幹にあると考えられる。
20

今後、「ICの全体最適化」を実現するためには、これらにより生じたエージェンシー問題を解消し、投資家にとって魅力ある企業、ひいては魅力ある証券市場を形成する必要がある。では、これらの問題を解決するためには、どのような課題があるのだろうか。
25

まず、①経営者が過度にリスクを回避していることの可能性に焦点をあて、経営者が本来果たすべき役割を果たせていない原因について考察していく。経営者が安定志向である原因として、第1項責任追及訴訟リスク、第2項日本型
30

雇用慣行と解雇権濫用法理、第3項メインバンクによる企業統治の3つが影響していると考えられる。以下では、これらについてみていく。

第1項 責任訴訟リスク

- 5 経営者がリスクをとらずに現預金を保有する理由として、過度なリスクテイクによる「責任追及訴訟」が考えられる。実際に、企業の役員が攻めの経営の後押しとしてや不祥事などで訴えられるリスクに備えるための会社役員賠償責任保険(以下 D&O)が急拡大している。損害保険大手4社では2018年度に契約件数が初めて1万件を超え、2009年度の4倍近くとなり、また会社法改正案
- 10 でも企業の役員が業務上の賠償責任を負った際に、弁護士費用や賠償金をその企業が補償できると明文化することが決まっている。

- このように、社会的に会社補償やD&Oは拡大しているが、実際に、日本の経営者が経営判断を行ううえで、「責任追及訴訟」をどれほど意識しているのか。日本において、2008年から2015年にかけて全国の地方裁判所で受件した
- 15 株主代表訴訟は、50~100件程度と少ない。また、これまでの役員等の責任追及訴訟では、特に経営上の専門的判断については、決定の過程や内容に著しく不合理な点がない限り、注意義務に反するものではないという判断が裁判所から示されている。これはつまり、経営陣が攻めの経営戦略を行ったうえで、損失を出し株主から責任追及訴訟を起こされた場合でも、ほとんどの事例で有罪
- 20 判決は下されていないということが考えられる。一方で、本当にリスクテイクしてこなかったことがこの件数にとどまっているということも考えられる。これらを踏まえれば、責任追及訴訟の存在が役員等に萎縮を与えていると現時点で判断することは難しい⁵⁷。

25 第2項 日本的雇用慣行と解雇権濫用法理

- 日本では従来から「終身雇用」「年功序列型賃金」「企業別労働組合」を3つの柱とする日本的雇用慣行といわれるものが存在してきた。そして、日本型雇用慣行の特徴を最も典型的に示していると考えられてきたのが、解雇に係る判例法理、いわゆる「解雇権濫用法理」である。木下(2012)では、日本では独特
- 30 な雇用慣行があることを示したうえで、さらに、「解雇権濫用法理」のもとで

は、企業は人員削減の必要性、解雇回避努力、などの厳格な条件を満たすことが必要とされている⁵⁸。そして、解雇規制は企業のリスクテイクを抑制するとされており、日本企業の安定志向にも影響を与えていることが示されている⁵⁹。これらを踏まえ、今後「働き方改革」のような雇用改革とともに、解雇規制も米独のような柔軟なものに変化する必要がある。日本型雇用慣行と雇用規制を柔軟に変化させることで企業の過剰な安定志向はある程度減少するのではないかと考えられる。しかし、雇用慣行や解雇規制について、直接的な変革を行うことは、労働市場などに対して大きな影響を与えるため、証券市場という主題から離れることから本論文では言及しない。

10

第3項 メインバンクによる企業統治

メインバンクによる企業統治についてみていく。第2章第3節第1項でも述べたように、日本企業の企業統治は、従来のメインバンクによるものから、株式市場を通じた企業統治に変容を遂げつつある。メインバンクは企業と取引関係にある複数の銀行を代表してその経営を監視するとともに、不況期など経営が悪化した場合には役員を派遣して再建を促すなど、当該企業とは特別の関係を形成した。これに加え、メインバンクは最大の長期的な資金供給者であると同時に安定的な大株主でもあり⁶⁰、株主としても企業経営に大きな発言権を持つことになった。つまり、かつての日本企業はメインバンクの意向を体する形で経営を行っており、こうした企業統治のあり方は経営の安定志向をもたらしたといえる。これに対して、近年変容を遂げつつある株式市場を通じたガバナンスのもとでは、企業はリスクをとって高収益を追求することが求められている⁶¹。しかしながら、企業経営は安定志向から成長志向への変化が求められているにも関わらず、メインバンク制度の名残により根付いた安定志向が、企業と株主の利害不一致、エージェンシー問題をもたらしている。よって、エージェンシー問題の解決にあたり有効なことは、より株主を重視した経営への転換を促していくこと⁶²、すなわち安定志向から成長志向のコーポレート・ガバナンス改革を行うことであるとわれわれは結論づける。

また、エージェンシー問題のもう1つの原因である②企業価値向上に向けた企業行動が株主に適切に伝わっていないことも、コーポレート・ガバナンス改

30

革の一環であるエンゲージメントの促進で解決することができる。そこで、第4章では、証券市場の活性化を念頭に置き、現状のコーポレート・ガバナンス改革では不十分な点とその課題、第5章で成長志向のコーポレート・ガバナンス改革に関する提言を行う。

5

第4章 証券市場活性化の実現に向けた課題

第2章では、日本企業は負債比率が低く最適な資本構成を達成できていないこと、第3章では、企業が保有する現預金を投資家は余剰であると考えていることから、エージェンシー問題が発生していることを述べてきた。以上の2点を中長期的な企業価値の向上のために改善する必要がある、成長志向のコーポレート・ガバナンス改革を行う必要がある。成長志向のコーポレート・ガバナンス改革を促すためには、証券市場を形成する1つの主体だけにアプローチするだけではなく、市場全体の底上げが必要であると考え。そこで第4章では、取締役、機関投資家、情報開示に関する課題について述べていく。

15

第1節 適切に機能していない取締役

企業の意思決定には取締役会が有効に機能することが求められる。そこで、取締役会の果たすべき機能について確認したのち、課題について述べていく。取締役会の機能としては、基本的な経営戦略や経営計画を決定することに加え、指名や報酬の決定を通じて業務執行を評価することによる「監督機能」、業務執行の具体的な「意思決定機能」の2つがある⁶³。そして何よりも、「株主のため」にこれらの機能を果たさなければならないとされている。また、近年取締役会における重要度が高まっているのが社外取締役である。社外取締役に期待される役割には、主に「監督機能」と「助言機能」がある。監督機能について、社外取締役は当該企業の出身ではないため、より真摯に株主の側に立った発言ができると期待されている。CGコードにも社外取締役に関する原則は多く挙げられており、社外取締役は企業価値を高めるための非常に重要な役割を担う存在といえる。しかし、第2章と第3章で述べてきたように、日本では社外取締役を含む取締役は十分な役割は果たせているとはいえない。これらの役割を踏まえたうえで、取締役の課題について述べる。

30

第1項 流動性の低い社内取締役

谷川(2016)、木村(2018)でも述べられているとおり、日本の経営層、特に経営者の労働市場は発達しているとはいえない⁶⁴⁶⁵。実際に、谷川(2016)は米国と日本の経営者の属性について整理しており、日本の経営者は米国のそれに比べ、内部昇進者が多いことを証明している。これには、日本の企業経営の特徴である終身雇用や年功序列の考え方が影響している。日本企業は、組織内部で昇進を重ねた人物の登用によって経営人材を確保してきた。かつての日本企業経営は典型的には完全純血、有機的成長、輸出型海外展開で人材の流動性も極めて限定的、かつ株主以外にもステークホルダーを強く意識する、といったものであった。企業が積極的に新しい取り組みを進めていない場合にでも相応の業績を達成できるだけの強さが日本経済にあり、その環境が、新卒で入社して昇進を重ねた内部昇進者の経営者登用を支えた要因の一つと考えられる。しかし、それはこの10年強で、合併・買収、海外進出、人材の流動化、ROE経営等の方向へ大きくシフトしてきている。このような環境下で日本企業が成長していくためには、大きな経営変革が欠かせない⁶⁶。しかし、近年多くの企業が経営変革を求められている状況で、内部昇進者による経営変革、組織風土改革は難しいといわれる。組織の中で長くいると、よほど社外からの視点を持つとしない限り、そもそも何が世間とずれているのかという認識すらできなくなってしまうのだ。企業価値向上を目指し、経営変革を起こすためには、一社だけに留まらず、多角的な視点を持つ経営人材の育成が課題となる⁶⁷。

第2項 経営経験者が少ない社外取締役

前述したように、社外取締役がそれぞれの知見を踏まえ、社会的評価を含めた企業価値向上という視点で経営をモニタリングすることの意義は大きい⁶⁸。監督機能に関わる実証研究は、社外取締役の導入により企業価値、業績、経営者交代が増えるなど、社外取締役の有用性を示すものが多い⁶⁹。助言機能について、意見も同じ方向を向きがちになる社内の者同士での話し合いに、他業界の経験者や財務の専門家の意見を取り入れることで、取締役会の議論が活性化し、より多角的な視点からの経営判断を可能にする。実際に、社外取締役の導入が株価・利益率の双方において企業業績に貢献していることは実証されてい

る⁷⁰。しかし、日本の取締役会のガバナンス改革はまだ端緒にすぎたばかりであり、現状日本における社外取締役の課題は未だ多く残されている。本項では、社外取締役の課題について「量」と「質」の観点から述べていく。

5 ①量について

CGコードの適用などによって日本企業における社外取締役の導入が進んでいる。東証1部上場企業のうち、独立社外取締役を2名以上選任している比率は、CGコード導入前の2014年7月が21.5%であったのに対し、2019年7月には93.4%にまで達している。また、独立社外取締役を3分の1以上選任している比率は、2014年7月が6.4%であったのに対し、2019年7月には43.6%にまで達している⁷¹。

今後、各企業が社外取締役を3分の1まで増員することを見据えると、少なくとも社外取締役の候補者が千人単位で不足することが見込まれる。また、欧米を中心とする諸外国では社外取締役を「過半数」とするのが主流であり⁷²、日本においても社外取締役の人数は今後さらに増加していくことが想定される⁷³。企業価値向上に欠かせない社外取締役の人材確保は大きな課題といえる。

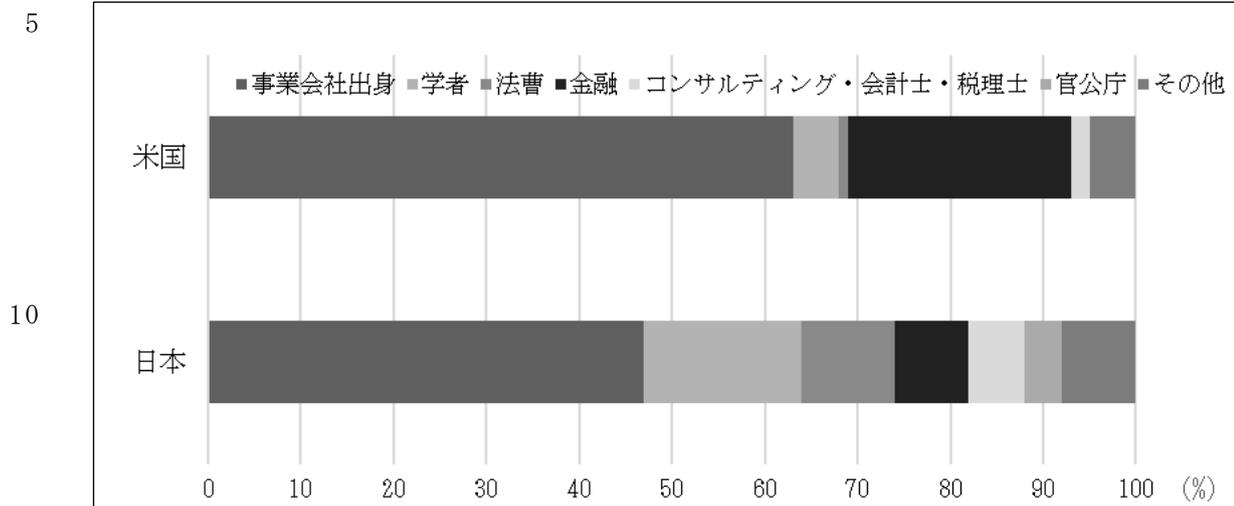
②質について

デロイトトーマツグループが主要企業を対象に2015年度に実施したアンケート調査によると、「独立社外取締役が期待される役割を果たすために必要な経験・知見などで重視している項目」として最も多かったのが、「経営幹部の経験」(82%)であった⁷⁴。投資家からも経営経験者の採用を求める声が強まっており、実務家重視の流れは今後も加速することが考えられる。では、現在の取締役会の実態はどのようになっているのだろうか⁷⁵。

【図表13】は、社外取締役の属性の日米比較を表している。これより、日本では事業会社出身の社外取締役が米国と比べて少なく、企業経営に精通した人材から社外取締役を選任できていないことがわかる。加えて、弁護士等の法曹関係者や大学教授等の学者からの採用が多いことも日本の特徴であるといえる。一方で、米国においては事業会社出身者の63%に加え、CFO(最高財務責任

者)や投資銀行、投資ファンド等の金融出身者が24%おり、日本の8%と比較して大きな割合を占めている。

【図表 13】 社外取締役の属性の日米比較



出所)デロイトトーマツ(2016)「これからの社外取締役の選任・処遇の在り方(1)」より作成

15

20

米国とのこの差には、CGコードを機に社外取締役の導入が急速に進んだことが要因の1つである。これまで社外監査役を務めていた会計士などを横滑りで社外取締役に採用し、指針の数値基準をひとまず満たした企業が多かったためだ⁷⁶。企業統治の中身を充実するには単なる「数合わせ」にとどまらず、社外人材の経験や知見を取り込んで取締役会の議論を深める努力が不可欠だ。社外取締役を通じて企業がリスクを取りやすい環境を整備する「攻めのガバナンス」も提唱されるなか、経営陣に対して豊富な実務経験に基づく具体的な助言を提供できる外部人材の需要が高まっている。

25

監督機能も担う社外取締役は、指名や報酬の決定を通じた経営の評価という経営者の視点も踏まえた判断も求められることから、経営経験者は社外取締役の有力かつ第一義的な候補者である⁷⁷。もちろん多様性も必要であるが、経営経験者の比率を上げることは企業が取り組むべき課題だといえる。

第3項 株主との利害が一致しない報酬制度

役員報酬には、固定報酬とインセンティブ報酬があり、インセンティブ報酬は、エージェンシー問題解決の重要な役割を果たす手段の1つである⁷⁸。インセンティブ報酬とは業績達成度合いに応じた報酬を支給する仕組みのことであり、1年またはそれより短期の期間を対象にする短期インセンティブ報酬、1年超の期間を対象とする長期インセンティブ報酬がある⁷⁹。前者は当期の利益を出すことに注力する傾向が強くなり、短期的な利益を追求するあまりに、将来への投資を怠る可能性、最悪の場合は当期の利益のためにコンプライアンスやリスク管理上好ましくない意思決定を行うなどの行動を誘引する可能性がある⁸⁰。これらを防ぐため、経営者の関心を中長期的な企業価値向上に向けさせようというのが、後者の中長期的インセンティブを設定する目的であり、その比率をいかに高めていけるかが重要となる。【図表14】はインセンティブ報酬の種類を表にしたものである。

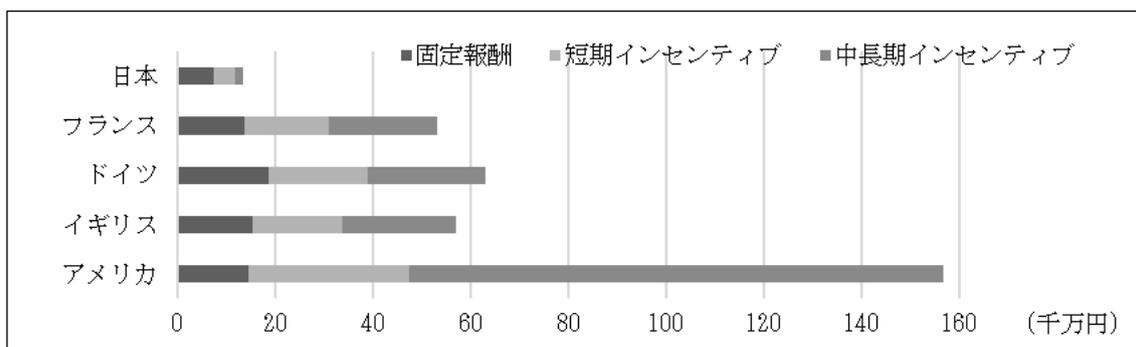
15 【図表14】 インセンティブ報酬の種類

種類	具体例	内容
金銭報酬	業績連動型	パフォーマンス・キャッシュ 中長期の業績目標の達成度合いに応じて金銭を付与
	株価連動型	ファントム・ストック 権利の確定イベントが生じた時点の株価と同額の金銭を付与 ストック・アプリケーション・ライト(SAR) 権利付与時点の株価と権利行使時点の株価の差額に相当する額と同額の金銭を付与
株式報酬	事前交付型	リストラクテッド・ストック(RS) 勤務継続期間の開始時に譲渡制限を課して株式を付与し、当該期間経過後に譲渡制限を解除
		パフォーマンス・シェア(PS) RSに業績条件または株価条件を付帯し、業績条件等が未達の場合にはその一部を無償で取得
	事後交付型	リストラクテッド・ストック・ユニット(RSU) 一定期間の勤務継続を条件として、勤務継続期間経過後に株式を付与
		パフォーマンス・シェア・ユニット(PSU) RSUに業績条件または株価条件を付帯
		株式交付信託 信託銀行を受託者、役員を受益者として金銭を信託し、当該金銭を原資として、市場から株式を取得する等したうえで、一定の基準および手続に従い当該株式を付与
株式報酬型ストック・オプション 株式を予め設定した行使価格(1円/株)で取得できる新株予約権を付与		

出所)東京株式懇話会(2018)「中長期インセンティブプランの実務～業績連動報酬・自社株報酬の導入の手引き～」より作成

インセンティブ報酬は交付物を金銭とする金銭報酬と、株式とする株式報酬に分けられる。金銭報酬とした場合、業績連動の指標との関連性を明確に設定できることから強いインセンティブ効果を期待できる一方、株式報酬では、付与直後から株主としての地位があるため、株価や配当を高めようとするインセンティブとして機能する。日本では株式報酬を導入するための仕組みが未整備であったが、平成 29 年度税制改正の結果、役員給与の損金算入規定の大幅な見直しが行われ、損金算入可能なインセンティブ報酬の範囲が大幅に広がった。各企業の経営戦略として、その個別事情に応じたインセンティブ報酬を採用することが望ましい⁸¹。企業の意思決定を行う経営者の報酬を業績と連動させることで、株主と経営者との利害一致の度合いが高くなり、経営者自身が企業業績の改善のための努力を惜しまないインセンティブが働く結果、企業のパフォーマンスの向上に繋がる⁸²。実際に、インセンティブ報酬のパフォーマンスについてはこれまでも多くの研究がなされている。内ヶ崎ら(2019)は変動報酬比率の変化とその後の時価総額成長率との間に正の相関があることを証明している。⁸³また森川(2012)は、役員へのストックオプションの採用は企業の生産性に対して有意な正の効果を持っており、TFP、労働生産性のいずれでみた場合でも約 5%~10%の向上と関係していること⁸⁴、鄭(2015)は、経営者が自社の株式を多く保有しているほど、企業のファンダメンタル(低益性・成長性・安全性)は持株比率の低いグループに比べて良いことを明らかにしている⁸⁵。インセンティブ報酬が企業価値を向上させ得ることを述べてきたが、日本ではどれだけ導入されているのであろうか。

【図表 15】 CEO 報酬総額の海外比較



出所)デロイトトーマツ(2019)「2018年度 日・米・欧の社長・CEO 報酬水準比較 ~社長報酬水準 日米差は11倍、日欧差は約4倍~」より作成

【図表 15】は米国・英国と比較した CEO 報酬総額の内訳を表している。これより、日本の経営者報酬は固定報酬の割合が高く、インセンティブ報酬の割合は海外と比較して低いことがわかる。また、社外取締役については、インセンティブ報酬の一種である株式報酬を支給する企業の割合は、米国が 99%であるのに対して日本はたった 9%であり⁸⁶、近年重要視されている社外取締役も同様に他国と比較してインセンティブ報酬が圧倒的に低いことがわかる。

次に中長期的な企業価値向上を図るうえで重要となるインセンティブ報酬の種類について現状をみると、中長期インセンティブを導入している企業が全体の 61%に達するのに対し、中長期インセンティブを導入している企業は 14%となっている⁸⁷。中長期的な企業価値向上を目指すうえで重要となるのが中長期インセンティブであることは先ほど確認したとおりであるが、日本においては中長期的な企業価値向上のインセンティブが十分に働いていないことがうかがえる。

以上より、日本は他国に比べて、企業価値向上のインセンティブが働きづらい固定報酬の割合が高く、その傾向は特に社外取締役において顕著であること、インセンティブ報酬を導入している企業においても、短期指標が採用される傾向にあり、中長期的な企業価値向上が図りにくい状態にあることがわかる。企業が、企業価値向上を目指し、適切なリスクテイクを図っていくためには取締役会の監督機能あるいは助言機能を強化していくことが重要であり、報酬設計において経営者にインセンティブを与えることで経営者の果敢な意思決定を後押しすることが求められる⁸⁸。

第 2 節 建設的な対話が実現されない議決権行使環境

第 4 章の冒頭でも述べたように、企業のコーポレート・ガバナンス改革は、企業のみならず、企業に大きな影響を与える機関投資家がスチュワードシップ責任のもと、企業と建設的な対話を行い、協同して企業価値向上に努めなければならない。つまり、企業価値向上には機関投資家のエンゲージメントが必要不可欠なのである。なかでも、株主総会における議決権行使は機関投資家にとって重要なスチュワードシップ活動の一つである⁸⁹。機関投資家は責任ある投

資家として、議決権行使を通じた投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を促すべきである。

内部留保の議論においても例外ではなく、企業が過剰に保有している手許資金を適切に企業の持続的成長に繋がるような投資へ促す、または利益剰余金を適切な水準で株主への配当へ回すといった議案は株主総会における重要議案である。実際に2018年6月の株主総会では、企業の現預金を多く保有する企業や、配当の割合が低い企業に対して反対票を投じ⁹⁰、「モノ言う」投資家が増えている。そのような意味でも、議決権行使は投資先企業の持続的成長に資するものであり、機関投資家は投資先企業の状況や当該企業とのエンゲージメントの内容等を踏まえたうえで、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かどうかを総合的に判断し議決権を行使しなければならない。

しかし、日本の株主総会プロセスについては、諸外国に比べ株主総会日が集中していることに加え、株主による議案検討期間が十分に確保されておらず、企業と投資家の建設的な対話を阻害している。企業と投資家の対話の質を高めるためには、CGコードの補充原則1-2②にも記載があるように、企業は適切な総会日や議決権行使の基準日設定を行うとともに、招集通知関連書類や議決権行使の電子化等を通じて株主総会プロセスの徹底的な合理化が図られる環境を整備しなければならない⁹¹。株主総会の集中日開催についてだが、3月期決算会社の定時株主総会の最集中日における集中率は1995年をピークに低下しており、2015年のCGコードの制定後は、株主との建設的な場として株主総会の活用を図るべく、株主総会の集中日開催を避ける企業が増加してきた⁹²。

一方で、日本の場合、機関投資家に書面で議決権行使書類が転送されているため、機関投資家が書類を受け取るまでに日数を要し、議案の検討の日数が限定されてしまっている。そのため株主総会の時期が集中すると、複数の銘柄を所有する機関投資家は所有する株式の株主総会すべてに参加することが困難になり、同時期に複数の企業の招集通知が到着すること、また諸外国に比べ、議案検討期間が短いことは、機関投資家が議決行使権助言会社に依存し形式的な議決権行使を行う原因となっている。

第3節 不透明な企業の現預金保有理由

投資家は企業が開示する投資家向けの情報をもとに投資家が投資家企業の経営を十分に理解し、投資判断を行う。CGコードの基本原則にも掲げられているとおり、企業は、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うえでの基盤となることも踏まえ、そうした情報が、正確で利用者にとってわかりやすく、有用性のある情報を開示しなければならない⁹³。

しかし、第3章で述べた企業の現預金に対する企業と投資家との認識のギャップは、企業が投資家に対して現預金の保有理由について示すべきIRで明確に示していないこと、また投資家にとって企業の現預金の使用方法がわかりにくいことが考えられる。つまり、企業の現預金について、企業が開示している情報が不足しているのである。

コーポレート・ガバナンス改革が進んでいる近年、企業と投資家のエンゲージメントの観点から、企業の情報開示は会計情報などの財務情報のみならず、環境対応、コンプライアンス、企業の社会的責任などを示したいいわゆる非財務情報の開示を求める声も多く、投資家の要求は多様化している。しかし、有価証券報告書のキャッシュフローの項目に関する情報開示がすべての企業で進んでいるとはいえない。たとえば、キーエンスは、2019年3月20日時点で約4700億円の現預金を保有している⁹⁴。同社の有価証券報告書を確認すると、現預金に対する経営者の考えなどは全くなく、流動性リスクや事業リスクについても多くを述べることができていない。つまり、約4700億円の現預金の保有理由を投資家に対して明確に示されていない。このような状況では、株主は第3章で示したような複雑な役割を持つ現預金を適切に評価することはできない。実際、機関投資家の多くは「長期での経営方針や事業の状況についての説明がいまだに不十分である。」「還元など株主への対応は説明不足である。」としている⁹⁵。また、第3章で論じた日本企業の配当政策には硬直性があり、安定性を重視した配当政策を行っているという問題を抱えていることを述べた

が、この問題を解決する手段の一つである企業と投資家の対話は未だ進んでいない。

第5章 証券市場活性化の実現に向けた提言

- 5 本章では、前節で言及した証券市場の活性化を阻害している課題に対し、企業や証券市場のあるべき姿の実現に向けた提言を行う。

第1節 余剰現預金の有効活用を促す現預金課税の創設

- 10 ここまで企業の保有する現預金を株主が求める適切な水準にする手段として、攻めのコーポレート・ガバナンスの促進の課題について述べてきた。しかし、コーポレート・ガバナンスの必要性が高まって以降も現預金が増加し続けている現状を踏まえると、一定の強制力をもった施策が必要である。そこで、日本全体で現預金を適切な水準に向かわせ、中長期的な企業価値向上を実現するために、「現預金課税」を提言する。

- 15 具体的には、2段階に分けて課税を行う。①「実質無借金であり、ROEが8%未満であり、PBRが1%未満」に該当する企業は課税対象となる⁹⁶。一方で、該当しない企業は課税対象とならない。実質無借金とは、企業の貸借対照表上の現金および、現金同等物から短期借入金、長期借入金、受取手形割引高の合計を差し引いた額がプラスになる企業であり、その超過額が課税標準とする。上記で示した水準を超える企業は第3章第2節で述べたような現預金の役割を十分に果たせる額を超え、収益性に問題があり、株主も企業価値を十分に評価していないという点から、現預金の水準に問題がある企業群といえる。

- 20 そして②課税対象となった企業は、現預金の保有理由について国税庁に対して説明責任を負う。第3章第3節でも述べたように、上記水準では推定することのできない非財務情報や将来のリスク、リターンが現預金の保有額に影響を与える。そのため、国税庁が説明を受け、合理的であると判断する現預金の額については「事業のための合理的必要性があると判断された金額」として、課税標準から控除される。本提言は税源確保が目的ではなく、あくまで現預金の適切な使用を促すことにあるため、説明責任を果たした企業に対しては、よほど
25
30 合理性の欠けるものでない限り全額非課税とするのがわれわれの意向である。

本提言により、正当な理由なく現預金を留保していた企業に、有形無形資産投資や株主還元資金を流すインセンティブが働き、現預金が有効活用されるようになる。

5 第2節 リスク回避的な取締役に対する改革

第1項 経営者の質向上を促す経営人材の流動化

第4章第1節で述べた、多角的な視点を持った社内取締役の育成、社外取締役の質と量の確保という2つの課題に対し、CGコードの原則に「社内取締役を一度は社外取締役として活躍させるべきである」旨、補足原則に「5年程度で他社の社外取締役を経験させることが望ましいが、5年以上勤務する取締役を継続して選任する場合は、その決定を行う度に、その理由を開示すべきである」旨を追加することを提言する。中期経営計画が3～5年で定められることが多いこと、ある程度取締役としての経験が必要であることをと鑑みて、目安の期間を5年と定めている。

15 経営陣には、社長・CEOやそれ以外の取締役もいれば、社長・CEO退任後の会長なども存在する。これらの経営陣が、他社の社外取締役として監督側の立場を経験するとともに、自社とは異なる業界や文化に触れて視野を広げることは、以下の3つの側面に対して好影響を与えるとわれわれは考える。

20 (1)社内取締役の視点からみた各企業への効果

日本では、伝統的な雇用環境のもと社内で昇格した人物が経営を担う傾向が強く、そのような経営者では視野が狭く経営改革が難しいという課題があった。他社の社外取締役として経営を監督する立場を経験することで、企業の経営のあり方について横断的にみる目が養われ、視野が広がることは、ひいては
25 自社での監督や経営戦略の策定においても有益となると考えられる。

(2)社外取締役の視点からみた各企業への効果

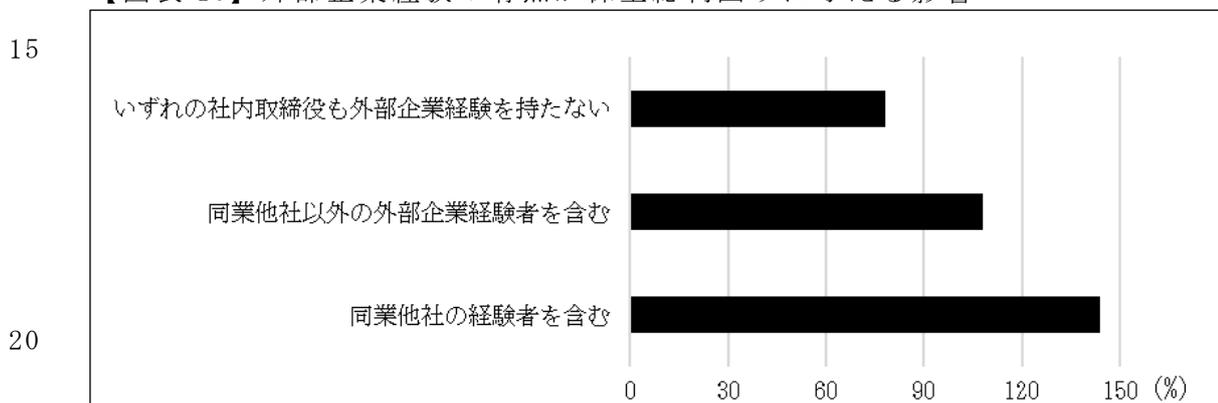
昨今、経営陣に対して実務経験に基づく具体的な助言を提供できる社外取締役の需要が高まっているなかで、これまで社内にとどまるのみであった取締役
30 が社外取締役として活躍することで、日本では未だ少ない経営経験者の社外取

締役が増加する。これにより、社外取締役に求められる監督機能・助言機能の強化が図られることが期待される。

(3) 投資家への効果

5 【図表 16】は、社内取締役の外部企業経営経験の有無が株主総利回りに与える影響を表している。株主総利回りとは、株式投資により一定期間に得られた利益(キャピタルゲイン+配当)を株価(投資額)で割った比率であり、ある一定期間における株主にとっての投資収益性を示した指標である。これより、外部企業経営経験のある社内取締役を持つ企業の株主総利回りは、外部企業経営
10 経験のない社内取締役しか持たない企業と比較して高いことがわかる。取締役に、一社にとどまらせず外部企業の経営を経験させることは、株価上昇を通じて投資家へのリターンを生むといえる。

【図表 16】 外部企業経験の有無が株主総利回りに与える影響



出所)BAIN & COMPANY(2016)「日本企業の社外取締役 現状と今後のあり方」より作成

25 適切なコーポレート・ガバナンスの実現に向けて、制度設計を行うことは重要であるが、一方で、企業を実際に動かすのは「人」である。このため、中長期の企業価値向上に向けた中心的役割を果たすべき経営者の人材市場を拡充し、経営人材の質をいかに高められるかは、企業の持続的成長に決定的な影響を与え、企業価値を継続的に向上させられるかどうかの鍵となる。しかし、
30 これまでのように、各企業が経営者を会長や相談役・顧問などとして囲い込んでいては経営者の人材市場の拡充はおぼつかない。経営経験者の流動化が進めば

進むほど、自社役員や社外取締役の経営経験や知見が充実し、ひいては各企業、投資家に恩恵がもたらされることを踏まえると、経営者の人材市場拡充のために各企業が一步踏み込んだ対応を取ることが必要であるといえる。

5 第2項 適切なリスクテイクを促すインセンティブ報酬の推進

第4章第1節で述べた、株主利益を第一に考えるべき経営者に株主利益向上のインセンティブが働きづらい状況にあるという課題に対し、役員報酬に中長期インセンティブの採用を推進することを提言する。

前述したように、日本の役員報酬は固定報酬の割合が高いことに加え、既に
10 インセンティブ報酬を採用している企業においても短期インセンティブの割合
が高い状態にある。経営者のパフォーマンスが加味されない固定報酬では企業
価値向上のための積極的なリスクテイクを促すことができず、短期的な業績の
変動によるインセンティブでは真に中長期的な企業価値向上を図れるとはい
15 がたい。米国で99%の企業が定めている株式保有ガイドラインでは、在任中
には年間基本報酬の3~10倍相当の株式を継続保有することが一般的であり、実
際に経営者の株式保有数は投資の一判断要素となっている。なかでも、株式報
酬はさまざまな設計が可能で、経営陣に株主目線での経営を促したり、中長期
の業績向上インセンティブを与えるうえで非常に有効な手段である。倒産リス
クを過度に意識している経営者に中長期的な成長を志向するよう促すには、金
20 銭報酬と株式報酬をうまく組み合わせていくことが必要であり、中長期インセ
ンティブの推進は不可欠といえる⁹⁷。

第3節 建設的な対話を促す議決権行使環境の整備

前節で述べた、株主総会の議案検討期間が短いという課題への解決方法とし
25 て、企業の株主総会の招集通知の早期web開示、議決権電子行使プラットフォーム
の活用の拡充を提言する。

(1) 早期web開示

招集通知のweb開示とは、株主総会参考書類・事業報告・計算書類が掲載さ
30 れている招集通知をインターネットで一定期間開示することにより、投資家に

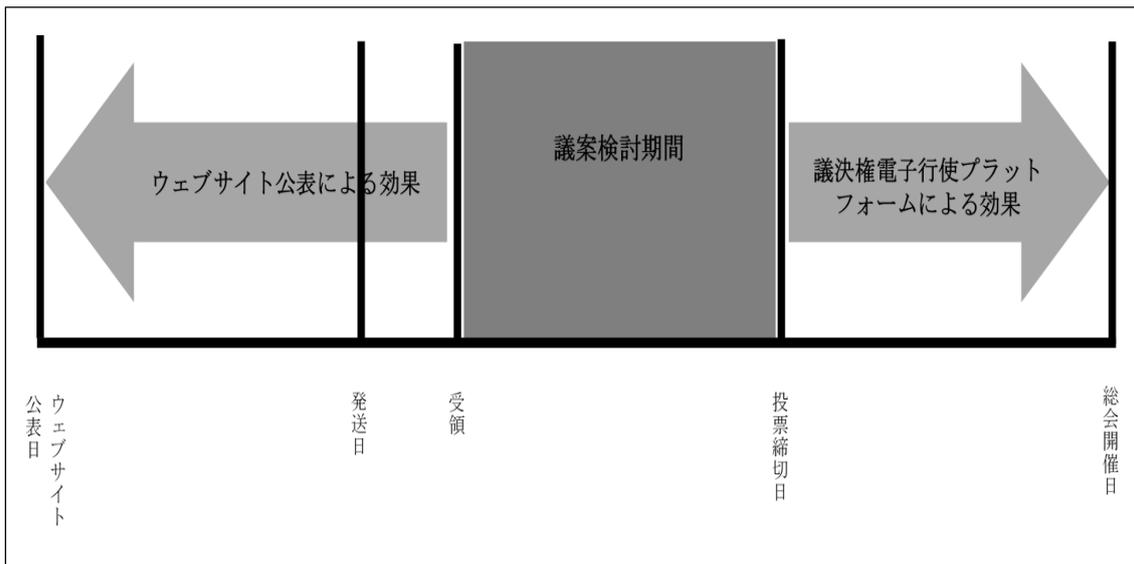
議案を吟味するために多くの時間を提供することができる制度である。企業にとっても追加の事務コストを生じさせることなく、実質的に7日程度株主の議案検討期間を延ばすことが可能となる。

5 (2) 議決権電子行使プラットフォーム

2015年6月に施行されたCGコードにおいて、議決権電子行使プラットフォームの利用が株主総会における議決権行使の環境整備に対する有効な施策として例示されたこともあり、議決権電子行使プラットフォームに参加する上場企業の数は拡大傾向である。日本における議決権電子行使プラットフォームは東京証券取引所と、BroadridgeFinancial Solutionsの合併会社であるICJが運営を行っている。実際、2019年10月時点では、1018社がこのプラットフォームに参加している⁹⁸。一方で、日本における電子行使率は諸外国と比べると低調である。したがって、議決権電子行使プラットフォームの利用を促進し、議決権行使の効率化を図る必要がある。

プラットフォームに参加すると、発行会社の招集通知はプラットフォーム上に掲載され、機関投資家は招集通知発送日当日から閲覧および議決権行使が可能となり、議決権行使の期限は株主総会前までとなるため、議案検討期間の拡大が見込める。具体的に、議案検討期間は、ICJを利用しない場合と比較して、国内機関投資家で6-8営業日程度、海外機関投資家で、7-10営業日程度拡大することが見込まれる。またICJに参加すると、発行企業においては総会直前にしかわからなかった議決権行使結果の大勢を、把握できるようになる。つまり、行使結果の状況に応じて、総会開催までに追加情報の発信・説明など、議案への理解を求めべくさまざまな行動をとることができ、結果として、対話の充実・質の向上が期待できる。また、期限内であれば、議決権行使の再指図が可能であるため、反対票を投じた後に得られた追加情報などを踏まえ、賛成票への変更が可能となる。このように、プラットフォームの利用は機関投資家にとっても、参加企業にとっても有益である。上記を図示すると【図表17】のようになる。

【図表 17】 目指すべき議案検討期間のあり方



出所)大和総研(2015)『『株主総会招集通知』発送前のウェブサイト公表が急増した理由を探る』より作成

5

【図表 17】のように招集通知の早期 web 開示と議決権電子行使プラットフォーム活用の拡充は、機関投資家の議案検討期間を拡大させ、議決権行使環境の整備という意味で、機関投資家の実質的な議決権行使を可能にし、企業と投資家のエンゲージメントという観点から投資先企業の企業価値向上に繋がる。

10

第 4 節 現預金保有に係る対話の促進

第 3 章で述べた企業の情報開示において、現預金の有用性を投資家に適切に開示できていないという課題に対し、企業と投資家とのさらなる対話を進めるために、有価証券報告書のキャッシュフローの分析にて、①成長投資・手許資金・株主還元の具体的な数値、②①についての経営者の考えを記載することを金融庁主導のもと義務化することを提言する⁹⁹。

成長投資・手許資金・株主還元の数値とともに経営者の考えを記載することで、株主はそれぞれの配分が適切であるかを判断できるようになると考える¹⁰⁰。成長投資への支出については、経営方針・経営戦略と関連づけて、設備投資や研究開発費を含めて可能な限り図表をもって説明することとする。また、手許資金については、緊急の資金需要のために保有する金額の水準(たとえば、月商〇か月分など)とその考え方を明示するなど、現金および、現金同

等物の保有の必要性について投資家が理解できる適切な説明をすることとする。推奨する有価証券報告書として、三井物産がある¹⁰¹。

【図表 18】適切な有価証券報告書の開示例

		2020年3月期
キャッシュ・イン	基礎営業キャッシュ・フロー	△△△△
	資産リサイクル	△△△△
キャッシュ・アウト	投融資	△△△△
	株主還元	△△△△
株主還元後のフリー・キャッシュフロー		△△△△

5

出所)金融庁(2019)『『キャッシュ・フローの状況の分析・検討内容等』の開示例』より作成

キャッシュフロー分析について、【図表 18】のように項目別に分かれており、キャッシュフローが成長投資か株主還元どちらに使用されたかわかりやすい。また、手許資金については、有価証券報告書内に、事業等にリスクという項目で、各事業のリスクや外部的要因のリスクについての記述が充実している。それだけでなく、経営者自身でキャッシュフローに関する分析を行い、考えを述べている。キャッシュフローの分析を詳細に行い公開することで、投資家は手許資金の望ましい水準を判断することが可能になると考える。そのほかにも、三井物産は、有価証券報告書の中の事業計画という項目の中に、中期経営計画の進捗状況やセグメント別の成果などを詳細に示している。また、事業拡大の必要性や、流動性と資金調達の基本方針など、現預金を保有する要因となる事象が詳細に書かれている。今回の提言では、キャッシュフローの部分だけを充実させるのではなく、投資家が現預金の適切な水準を理解するために必要な情報はなるべく開示していくべきであると考え。効果については、第2章でも述べたように、IRが充実している企業は資本コストが低いことが証明されている。現預金の使い道、並びに成長戦略などの情報が開示され、企業と投資家との対話が進めば、資本コストの低下だけでなく、積極的な成長投資や安定性を重視する配当政策の緩和などが図られ、最終的には中長期的な企業の

25

成長が見込まれると考える。また、経営者がキャッシュフローについて分析を行うことで、現預金に対する考えがより深まると考える。

第5節 企業価値向上銘柄の選定

5 第3章第4節で述べた中長期的な企業価値向上に向けた企業行動が株主に適切に伝わっていないという課題に対し、「企業価値向上銘柄」の選定を提言する。経済産業省と東京証券取引所は共同で、2012年度より女性活躍に優れた企業を「なでしこ銘柄」、2014年度より積極的なIT利活用に取り組んでいる企業を「攻めのIT経営銘柄」、従業員の健康管理を戦略的に取り組んでいる企業を「健康経営銘柄」として選定し、発表している。われわれはここで新たに、CGコードに則り、資本コストをはじめとする投資家の視点を意識し、企業価値向上に力を入れている企業を選定する「優良CG銘柄」の選定を開始することを提言する。

15 東京証券取引所は、現在すでに、企業価値向上経営の取り組みを推進するため「企業価値向上表彰」という制度を設けており、過去5年間にわたり、資本コストを上回るROEを安定的に計上している企業であり、かつ、経営目標や資本コストなどを確認する選考アンケートの結果および、資本コスト(WACC)を上回る企業価値の創出額等の算定結果が優れた企業として50社を表彰候補として選定し、そのなかでも特に優れた優秀賞3社、大賞1社を2012年度より毎年表彰している。表彰候補50社の株価パフォーマンスの推移も公表されており、日経平均株価とは大きく乖離し、右肩上がりでも推移している¹⁰²。しかし、「企業価値向上表彰」にはいまだ不十分な点が多い。「なでしこ銘柄」を例にとって比較すると2018年度のなでしこ銘柄ではなでしこ銘柄42社、準なでしこ22社の選定に加え、300社を超える「なでしこチャレンジ企業」リスト
25 が作成されており、個別企業での分析結果や選定経歴など開示情報が充実しているのに対し、「企業価値向上表彰」で公表されているのはたった50社で、個別企業での分析結果は開示しておらず、表彰候補50社を総じたパフォーマンスや、大賞企業の選定理由が公表されているのみである。情報の充実度が低く公開企業数が少ないため、企業行動が投資家に適切に伝わっているといえず、
30 企業にインセンティブが働きづらい状況にあることが推測される。

本提言では、他の取り組みと同様に表彰制度から「銘柄」とし、投資家にとってわかりやすい制度にすると同時に、個別企業の分析結果や選定経歴を公表し情報開示を充実させる。具体的には、銘柄選定にあたっては「なでしこ銘柄」と同様の選定基準を設け、各業種のスコア 1 位企業(1 位企業又は相対的に企業数の多い業種は 2 位企業含む)に該当する上位企業に加え、各業種において 1 位企業スコアの 85%以上かつ全体順位 15%以上の企業を「企業価値向上銘柄」として選定する。また、全体順位上位 15%程度以上のスコアの企業のうち、「企業価値向上銘柄」として選定されなかった企業を、業種に関わらず「準企業価値向上銘柄」として選定する。また、資本コストや経営指標等に関する調査に回答し、公表を希望した企業については「企業価値向上チャレンジ銘柄」として紹介する。なでしこ銘柄においては準なでしこ以下の銘柄の分析結果の開示が簡略化されているが、本銘柄においてはすべての銘柄で開示内容および、情報量を統一することとする。

本提言により、企業に対してはより企業価値向上のインセンティブを誘引し、投資家に対しては魅力ある企業の適切な情報伝達が実現するとわれわれは考える。

20

25

おわりに

今、日本は重要な岐路に立たされている。人口オーナスが進行するなかで、物価や潜在成長率、将来期待さえも高まらなくなったうえ、日本の証券市場は、かつての金融改革で目指した姿とは程遠い状態にある。さらには、企業価値向上のために有効活用されるべき内部留保は年々増大しており、460兆円を超える企業の内部留保をめぐって、企業や投資家も巻き込んだ議論が活発化している。日本企業は利益を過剰にため込んでいるのか、積み上がった内部留保を有効活用するために今どうすべきか。本論文では内部留保が証券市場に与える影響を整理したうえで、これらの議題に切り込み、論じてきた。

10 第1章では、証券市場の定義と役割を確認したうえで、日本企業の低収益性について触れ、証券市場の望ましいあり方について述べた。第2章では、企業の内部留保に焦点をあて、利益剰余金の観点から、資本コストおよび、企業価値に与える影響を考察したうえで、企業側が資本コスト最小化を意識できていないこと、内部留保それ自体が一概に余剰とはいえないことを明らかにした。

15 第3章では、内部留保のなかでも有効活用可能な現預金に焦点をあて、役割と保有理由について述べ、マクロ的な観点から日本企業の現預金が余剰であることを証明した。第4章では、各企業が内部留保の適切な水準を達成し、証券市場の望ましいあり方を実現するための課題を探り、第5章では、それらを解決する提言を、取締役、機関投資家、情報開示の3つの側面から行った。取締役
20 については、流動性を高めることで人材の質を向上させながら、役員報酬の改革、現預金課税を行い、企業価値向上のためのインセンティブを与える。機関投資家については、議決権行使環境を整備することで企業との建設的な対話を促進する。情報開示については、各企業の現預金の使途を明示させることに加え、企業価値向上を目指す企業を適切に評価し投資家に伝えていくことで情報
25 の透明性を高める。

これらすべてが相互に作用し合うことで、証券市場に影響を与える主体の全体的な底上げが図られ、最適資本構成の達成、現預金を有効活用させるインセンティブが強まることを通じて中長期的な企業価値向上、さらにはICの全体最適化が実現する。これらの改革をもって、証券市場を起点とした日本経済の
30 持続的な成長が達成されることを切に願い、本論文の結びとする。

-
- 1 淵田(2001)を参照。
 - 2 伊藤(2014)、p. 10を参照。
 - 3 伊藤(2014)、p. 17を参照。
 - 4 鈴木(2018)を参照。
 - 5 岩田・大門・鴻丸・長野・西島(2015)、p. 2を参照。
 - 6 新井・芹田・高橋(2016)、p. 5を参照。
 - 7 日本経済新聞社(2019c)を参照。
 - 8 奥・橋本・渡辺(2018)、p. 20を参照。
 - 9 日本経済新聞社(2019e)を参照。
 - 10 鈴木(2014)、p. 1を参照。
 - 11 山澤(2016)、p. 20を参照。
 - 12 岩瀬・佐藤(2014)、p. 86を参照。
 - 13 上野(2018)を参照。
 - 14 茨木・菊田・岸野・新屋・熊野(2005)、p. 4を参照。
 - 15 山田(2016)、p. 1を参照。
 - 16 日本経済新聞社(2019a)を参照。
 - 17 日本経済新聞社(2019a)を参照。
 - 18 東京証券取引所(2016)、p. 10を参照。
 - 19 築地・安井・柳田(2015)を参照。
 - 20 築地・安井・柳田(2015)を参照。
 - 21 奥・高橋・渡辺(2018)を参照。
 - 22 円谷(2017)、p. 10を参照。
 - 23 奥・橋本(2018)、p. 47を参照。
 - 24 藤田(2018)を参照。
 - 25 内閣府(2017)、p. 94を参照。
 - 26 田中(2013)、p. 3を参照。
 - 27 朝日新聞社(2017)を参照。
 - 28 福田(2017)、p. 14を参照。
 - 29 財務省(2018)を参照。
 - 30 奥・橋本・渡辺(2018)、p. 13を参照。
 - 31 鈴木(2014)、p. 6を参照。
 - 32 尾形(2017)を参照。
 - 33 加藤(2015)、p. 2を参照。
 - 34 桜井・森脇(2016)、p. 19を参照。
 - 35 芥田・小林・中田・藤田・丸山(2019)、p. 12を参照。
 - 36 田中・宮川(2009)、p. 3を参照。
 - 37 内閣府(2011)、p. 184を参照。
 - 38 OECD(2013)、p. 26を参照。
 - 39 石光(2018)、p. 4を参照。
 - 40 胥・佐々木・佐々木・花枝(2016)を参照。
 - 41 甲斐・加藤(2004)、p. 3を参照。
 - 42 横溝(2015)、p. 2を参照。
 - 43 リスクファイナンス研究会(2006)、pp. 46-56を参照。
 - 44 リスクファイナンス研究会(2006)、p. 41を参照。
 - 45 奥・高橋・渡辺(2018)、p. 3を参照。
 - 46 池田・富田(2011)、p. 12を参照。
 - 47 諏訪部(2006)、pp. 35-36を参照。
 - 48 宮永(2012)、p. 27を参照。
 - 49 日本経済新聞社(2019b)を参照。
 - 50 日本経済新聞社(2019b)を参照。
 - 51 日本経済新聞社(2017b)を参照。
 - 52 生命保険協会(2018)、p. 35を参照。
 - 53 山口(2016)、p. 159を参照。
 - 54 馬場・山口(2012)、p. 115を参照。
 - 55 生命保険協会(2019)を参照。
 - 56 石川(2010)、p. 9を参照。
 - 57 和田(2017)を参照。
 - 58 木下(2012)、p. 22を参照。
 - 59 奥平・滝澤・鶴(2008)、p. 8を参照。
 - 60 張(2006)、p. 86を参照。
 - 61 北川(2019)、p. 7を参照。
 - 62 木村(2018)を参照。

-
- 63 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(2015)、p.3を参照。
- 64 谷川(2016)、p.77を参照。
- 65 木村(2018)、pp.60-61を参照。
- 66 BAIN & COMPANY(2016)、p.3を参照。
- 67 経済産業省(2017a)を参照。
- 68 日本弁護士連合会(2015)、p.1を参照。
- 69 江川(2017)、p.39を参照。
- 70 齋藤(2009)を参照。
- 71 東京証券取引所(2019)、p.4を参照。
- 72 有限責任監査法人トーマツ(2017)、p.15を参照。
- 73 浅井・村中を参照。
- 74 デロイトトーマツ(2016)を参照。
- 75 日本経済新聞社(2018a)を参照。
- 76 日本経済新聞社(2018a)を参照。
- 77 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(2015)、p.4を参照。
- 78 蟻川(2004)、p.133を参照。
- 79 河野・前田・村中を参照。
- 80 白井(2008)、p.78を参照。
- 81 東京株式懇話会(2018)、pp.23-30を参照。
- 82 鄭(2015)、pp.73-74を参照。
- 83 内ヶ崎・霧生・瀬古・保坂・山内・山路(2019)
- 84 森川(2012)、p.2を参照。
- 85 鄭(2019)を参照。
- 86 Wills Towers Watson(2019)を参照。
- 87 経済産業省(2016)を参照。
- 88 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(2015)、p.4を参照。
- 89 三井住友信託銀行(2019)、p.2を参照。
- 90 日本経済新聞社(2018b)を参照。
- 91 東京証券取引所(2018)、p.5を参照。
- 92 日本取引所グループ(2019b)を参照。
- 93 東京証券取引所(2018)、p.2を参照。
- 94 KEYENCE(2019)を参照。
- 95 劉(2019)を参照。
- 96 奥・高橋・渡辺(2018)を参照。
- 97 奥・高橋・渡辺(2018)を参照。
- 98 経済産業省組織課(2017)、p.7を参照。
- 99 日本取引所グループ(2019a)を参照。
- 100 金融庁(2019)、p.14を参照。
- 101 三井物産 IR 資料室(2019)を参照。
- 102 円谷(2017)、p.4を参照。

<参考文献・参考資料>

- 芥田知至・小林真一郎・中田一良・藤田隼平・丸山健太(2019)「日本経済の中期見通し(2018年～2030年度～生産性向上への挑戦が続く日本経済～)」、経済レポート(PDF) 三菱UFJリサーチ&コンサルティング
(https://www.murc.jp/wp-content/uploads/2019/04/medium_1904.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- 浅井優・村中靖「これからの社外取締役の選任・処遇の在り方(1)」デロイトトーマツ
(<https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/human-capital/articles/hcm/hc-outside-director01.html>) 2019年10月24日最終アクセス
- 朝日新聞社(2017)「企業の現預金、最多の211兆円 人件費はほぼ横ばい」、朝日新聞デジタル(2017/11/12)
(<https://www.asahi.com/articles/ASKC77RXLKC7ULFA03D.html>) 2019年10月24日最終アクセス
- 阿部悟・金子誠二・細野史朗・村橋健司(2005)「ガバナンス体制と役員報酬改革～先進企業事例と法改正への対応～」(PDF) 株式会社日本能率協会マネジメントセンター
(<http://www.jmam.co.jp/pdf/yakuinhousyu.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス
- 新井富雄・芹田敏夫・高橋文郎(2016)『コーポレート・ファイナンス』中央経済社
- 蟻川靖浩(2004)「経営者インセンティブへのコーポレートガバナンスの影響」、ニッセイ基礎研報 Vol.33(PDF) ニッセイ基礎研究所
(https://www.nli-research.co.jp/files/topics/36361_ext_18_0.pdf?site=nli) 2019年10月24日最終アクセス
- 池田直文・富田信太郎(2011)「現金保有とコミットライン-震災時における株価反応に着目して-」三田商学研究雑誌(PDF) 慶応義塾大学商学部
(<https://www.fbc.keio.ac.jp/graduate/2011report/part2.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス
- 石川雅也(2010)「経営者行動とコーポレートガバナンス：エージェンシー問題と経営者の自身過剰」『博士論文』(PDF) 一橋大学大学院
(<https://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/rs/bitstream/10086/18484/1/0200901901.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス
- 石光裕(2018)『研究開発情報と投資行動』中央経済社
- 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」、ファイナンス 2014年3月号(PDF) 財務省
(https://www.mof.go.jp/pri/research/special_report/f01_2014_03.pdf)
- 岩田雄一郎・大門明子・鴻丸靖弘・長野義隆・西島浩太(2015)「資本コストと企業価値」、三菱UFJ信託資産運用情報 2015年6月号(PDF) 三菱UFJ信託銀行
(https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201506_1.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- 伊藤邦雄(2014)「『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト(伊藤レポート)最終報告書」(PDF) 経済産業省
(https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/itoreport.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- 茨木秀行・菊田逸平・岸野崇・新屋吉昭・能瀬憲二(2005)「資金面からみた最近の企業行動の特徴」、経済財政分析ディスカッションペーパー(PDF) 内閣府政策統括官室(経済財政分析担当)
(<https://www5.cao.go.jp/keizai3/discussion-paper/dp055.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス
- 上野剛志(2018)「まるわかり“内部留保問題”-内部留保の分析と課題解決に向けた考察」ニッセイ基礎研究所
(<https://www.nli-research.co.jp/report/detail/id=59022&pno=2?site=nli>) 2019年10月24日最終アクセス
- 内ヶ崎茂・霧生拓也・瀬古進・保坂諒太・山内浩嗣・山路昌史(2019)「英国企業の経営者報酬と企業価値の関連性」『旬刊商事法務』2019年7月15日号 No.2204 公益社団法人 商事法務研究会
- 江川雅子(2017)「社外取締役の役割-取締役会改革、女性社外取締役の現状分析-」『証券経済研究』第100号 公益財団法人日本証券経済研究所
- 太田浩司(2009)「特集ベアウト政策と資本市場 解題-総括論文を兼ねて-」、証券アナリストジャーナル 2009年8月号(PDF) 公益社団法人 日本証券アナリスト協会
(https://www.saa.or.jp/journal/eachtitle/pdf/kaidai_090801.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- 大塚章男(2017)「役員報酬とコーポレート・ガバナンス-clawback条項を手掛かりとして-」(PDF)『筑波ロー・ジャーナル』筑波大学法科大学院
(<http://www.lawschool.tsukuba.ac.jp/wp/wp-content/uploads/2017/05/9cf63ab383633ae54c8c28a49a6393a9.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス
- 尾形哲也(2017)「人的資源と企業価値の会計アプローチ」『岐阜経済大学論集』第50巻第3号 岐阜経済大学学会
- 奥愛・高橋秀行・渡辺恵吾(2018)「日本企業の現預金保有行動とその合理性の検証」、PRI Discussion Paper Series (No.18A-05) (PDF) 財務省
(https://www.mof.go.jp/pri/research/discussion_paper/ron305.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- 奥愛・橋本逸人(2018)「日本の企業行動に関するワークショップ『今、日本の経営者に求められる企業価値の向上と企業経営-日本企業の現金保有は果たして合理的か-』の概要報告」、ファイナンス 2018年8月号(PDF)財務省
(https://www.mof.go.jp/public_relations/finance/201808/201808i.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- 奥愛・橋本逸人・渡辺恵吾(2018)「日本企業の現預金保有行動とその合理性の検証」(PDF) 財務省
(<https://www.mof.go.jp/pri/summary/topics/cy2018/201806h.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス

- 奥平寛子・滝澤美帆・鶴光太郎(2008)「雇用保護は生産性を下げるのか-『企業活動基本調査』個票をデータを用いた分析」、RIETI Discussion Paper Series 08-J-017(PDF) 独立行政法人経済産業研究所
(<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/08j017.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス
- 甲斐良隆・加藤進弘(2004)『リスクファイナンス入門-事業リスクの移転と金融・保険の融合』金融財政事情研究会
- 風間真二郎(2014)「コーポレートガバナンスとストック・オプション」、コンサルティングレポート 大和総研
(https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20140723_008772.html) 2019年10月24日最終アクセス
- 加藤浩(2015)「倒産の理論モデル：産業組織論との融合」『西南大学経済学論集』第50巻 第2号 西南学院大学
- 金本悠希(2016)「各種株式報酬のインセンティブ等の比較 インセンティブや税務・会計上の扱いを考慮して導入することが重要」、税制A to Z(PDF) 大和総研
(https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/tax/20161121_011424.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- 北川章臣(2019)「コーポレート・ガバナンス構造の変化と人的資本投資」『経済分析』第199号 内閣府経済社会総合研究所
- 木下信行(2012)「わが国の低収益性等の制度的背景について」、Discussion Paper No.2012-J-12(PDF) 日本銀行金融研究所
(<http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/12-J-12.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス
- 木村遥介(2018)「企業のガバナンスとリスクテイク」、ファイナンス 2018年11月号 (PDF)財務省
(https://www.mof.go.jp/pri/research/special_report/f01_2018_11.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- 金融庁(2019)「記述情報の開示に関する原則」(PDF)
(<https://www.fsa.go.jp/news/30/singi/20190319/01.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス
- 久保克行(2001)「役員持株は企業業績に影響を与えるか?」、CEI Working Paper Series No. 2001-5(PDF) 一橋大学経済研究所
(<https://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/rs/bitstream/10086/13954/1/wp2001-5a.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス
- 経済産業省(2017a)「企業価値向上に向けた経営リーダー人材の戦略的育成についてのガイドライン」(PDF)
(<https://www.meti.go.jp/report/whitepaper/data/pdf/20170331001-1.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス
- 経済産業省(2017b)「経済産業省におけるコーポレートガバナンスの実効性の向上に向けた取組について」(PDF)首相官邸
(http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/miraitoshikaigi/suishinkaigo_saihen_dai5/siryu5.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- 経済産業省(2016)「コーポレートガバナンスに関する企業アンケート調査結果の概要」(PDF)
(https://www.meti.go.jp/report/whitepaper/data/pdf/20170310001_4.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- 経済産業省(2015)「日本と海外の役員報酬の実態及び制度等に関する調査報告書」、経済産業省(経済産業政策局産業組織課)委託調査(PDF)
(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/000134.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- 経済産業省産業組織課(2017)「『攻めの経営』を促す役員報酬～企業の持続的成長のためのインセンティブプラン導入の手引～(平成29年9月時点版)」(PDF)
(<https://www.meti.go.jp/press/2017/09/20170929004/20170929004-1.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス
- 経済社会総合研究所(2019)「平成30年度企業行動に関するアンケート調査結果(概要)」、報道発表資料(PDF) 内閣府
(https://www.esri.cao.go.jp/jp/stat/ank/h30ank/h30ank_houdou1.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- 小瀬達彦(2015)「《実践》コーポレートガバナンス『株主総会招集通知』発送前のウェブサイト公表が急増した理由を探る コーポレートガバナンスから読み解く株主総会実務の変化」、重点テーマ レポート(PDF) 大和総研
(https://www.dir.co.jp/report/consulting/governance/20150610_009811.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- 河野通尚・前田欣治・村中靖「インセンティブ報酬を活用した役員報酬改革の方向性(3)」デロイトトーマツ
(<https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/human-capital/articles/hcm/incentive-compensation-03.html>) 2019年10月24日最終アクセス
- 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(2015)「コーポレート・ガバナンスの実践～企業価値向上に向けたインセンティブと改革～」(PDF)
(https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/corporate_gov_sys/pdf/report01_01_00.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- 齋藤卓爾(2009)「第16回『社外取締役はなぜ普及しないのか』」独立行政法人経済産業研究所
(<https://www.rieti.go.jp/jp/projects/cgp/16.html>) 2019年10月24日最終アクセス
- 財務総合政策研究所(2018)「日本企業の現預金保有行動とその合理性検証」、財政金融統計月報 第798号(PDF)
(https://www.mof.go.jp/pri/publication/zaikin_geppo/hyout/g798/798_c.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- 財務省(2018)「法人企業統計調査 長期時系列データ」
(<https://www.e-stat.go.jp/dbview?sid=0003060791>) 2019年10月24日最終アクセス
- 桜井久勝・森脇敏雄(2016)「財務比率による倒産リスク評価の有効性」『国民経済雑誌』第214巻 第2号 神戸大学経済経営学会
- 白井正人(2008)「役員報酬-これからの業績連動の在り方」、労政時報 第3728号(PDF) 株式会社労務行政
(<https://www.pwc.com/jp/ja/advisory/press-room/contribution/2008/assets/pdf/3728.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス
- 胥鵬・佐々木寿記・佐々木隆文・花枝英樹(2016)「日本企業の現金保有と流動性管理-サーベイ超さによる分析-」『現代ファイナンス』2016年3月,19-48 日本ファイナンス学会

- 諏澤吉彦(2018)『リスクファイナンス入門』中央経済社
- 鈴木絢子(2014)「企業の内部留保をめぐる議論」、調査と情報-ISSUE BRIEF- 第836号(PDF) 国立国会図書館
(http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_8795835_po_0836.pdf?contentNo=1) 2019年10月24日最終アクセス
- 鈴木裕(2018)「『資本コスト』とガバナンス・コード改訂」、金融・証券市場・資金調達(PDF) 大和総研
(https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20180410_020043.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- 諏訪部貴嗣(2006)「特集企業財務と株式市場 株主価値を向上させる配当政策」、証券アナリストジャーナル 2009年8月号(PDF) 日本証券アナリスト協会
(<https://www.saa.or.jp/journal/prize/pdf/2006suwabe.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス
- 生命保険協会(2019)「生命保険会社の資産運用を通じた『株式市場の活性化』と『持続可能な社会の実現』に向けた取組について」(PDF)
(https://www.seiho.or.jp/info/news/2019/pdf/20190419_3-all.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- 生命保険協会(2018)「株式価値向上に向けた取り組みについて」、平成29年度 生命保険協会調査(PDF)
(https://www.seiho.or.jp/info/news/2018/pdf/20180420_3.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- 田中賢治・宮川努(2009)「大型投資は企業パフォーマンスを向上させるか」、RIETI Discussion Paper Series 09-J-032(PDF) 独立行政法人経済産業研究所
(<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/09j032.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス
- 田中茉莉子(2013)「企業の調達流動性に影響を与える要因について」『経済経営研究』Vol.34 No.3 2013年9月日本政策投資銀行設備投資研究所
- 谷川寿郎(2016)「経営者内部昇進制についての一考察-日本とアメリカの比較実証研究を中心として-」『ビジネスクリエーター研究』第7号(PDF) ビジネスクリエーター研究会
(<http://www.business-creator.org/wp-content/uploads/2011/01/%E8%B0%B7%E5%B7%9D-%E7%AC%AC7%E5%8F%B7-5.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス
- 鄭義哲(2019)「割安株とコーポレートガバナンス」『西南学院大学商学論集』第65巻第4号 西南学院大学
- 鄭義哲(2015)「経営者の持株比率と株式パフォーマンス」『西南学院大学商学論集』第62巻第2号 西南学院大学
- 張剣雄(2006)「研究開発投資と企業のメインバンク・システム、一橋経済学 第1巻 第1号(PDF) 一橋大学大学院経済学研究科
(<https://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/rs/bitstream/10086/15458/2/keizai0010100850.pdf>)
- 築地慶典・安井洋輔・柳田英治(2015)「企業の資本コスト動向」、マンスリー・トピックス NP.046(PDF) 内閣府
(https://www5.cao.go.jp/keizai3/monthly_topics/2015/1203/topics_046.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- 土屋大輔(2018)「資本コスト経営～ROICの活用と最適資本構成の実現」、KPMG Insight KPMG Newsletter Vol32 September 2018(PDF) KPMG
(<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-capital-cost-20180914.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス
- 土屋大輔(2017)「最適資本構成の追求と格付戦略～財務戦略の高度化に向けて～」KPMG Insight KPMG Newsletter Vol26 September 2017(PDF) KPMG
(<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-capital-structure-20170915.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス
- 円谷昭一(2017)「企業価値向上表彰『表彰候補50社』の株価パフォーマンスと企業価値向上経営の意義～企業価値向上経営を実践する会社の特徴～」(PDF) 日本取引所グループ
(https://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/award/nlsgeu0000041dgo-att/report_sum.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- デロイトトーマツ(2016)「取締役実態調査アンケート結果を公表」、ニュースレター
(<https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/about-deloitte/articles/news-releases/nr20160308.html>) 2019年10月24日最終アクセス
- 東京株式懇話会(2018)「中長期インセンティブプランの実務～業績連動報酬・自社株報酬の導入の手引き～」(PDF)
(https://www.kabukon.tokyo/activity/data/study/study_2018_05.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- 東京証券取引所(2019)「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況」(PDF) 日本取引所グループ
(<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu0000045rlr-att/nlsgeu0000045rou.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス
- 東京証券取引所(2018)「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～」(PDF) 日本取引所グループ
(<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/nlsgeu00000034qt1.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス
- 東京証券取引所(2016)「2016年9月12日開催 企業価値向上セミナー『企業価値向上経営の実践に向けて』講義録」(PDF)
(https://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/award/nlsgeu000002dz15-att/20160912_lecture_report.pdf) 2019年10月24日最終アクセス
- 内閣府(2017)「今後の成長に向けた生産性向上と企業行動」『平成19年版 経済財政白書』時事画報社
- 中島幹(2014)「コーポレートガバナンスと企業の現金保有」、NFIリサーチレビュー 2013年7月号 日興リサーチセンター
(<https://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2014/11/1241.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス
- 日本経済新聞社(2019b)「株主還元とは 配当と自社株買いで利益の一部返す」、日経電子版(2019/1/18)
(<https://www.nikkei.com/article/DGKKZ040157470Y9A110C1EA2000/>) 2019年10月24日最終アクセス
- 日本経済新聞社(2019b)「日本企業の株主還元策——鈴木健嗣一橋大学准教授、芹田敏夫青山学院大学教授、投資・成長機会の逸失避けよ(経済教室)」『日本経済新聞』(2019/3/1 朝刊 27面)

日本経済新聞社(2019c)「東証1部企業、3社に1社『期待外れ』資本効率低く」、日経電子版(2019/3/26)
(<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ042889560V20C19A3DTA000/>) 2019年10月24日最終アクセス

日本経済新聞社(2019d)「ROEとは 投資家が重視する指標『自己資本利益率』」、日経電子版(2019/5/23)
(<https://www.nikkei.com/article/DGKXZ045150410T20C19A5EA2000/>) 2019年10月24日最終アクセス

日本経済新聞社(2019e)「物言う株主、日本に攻勢 統治・還元改善圧力」、日経電子版(2019/9/24)
(<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ050140550U9A920C1MM8000/>) 2019年10月24日最終アクセス

日本経済新聞社(2018a)「社外取締役役に経営経験者、12月期主要50社、登用18%増、実務に基づく助言期待。」『日本経済新聞』(2018/3/18 朝刊7面)

日本経済新聞社(2018b)「お金の使い方に株主が厳しい目」『日本経済新聞社』(2018/9/2 朝刊7面)

日本経済新聞社(2017a)「責任投資(1)インベストメントチェーン 個人が連鎖の出発点に」、日経電子版(2017/1/17)
(<https://www.nikkei.com/article/DGKXZ011769640X10C17A1ENK000/>) 2019年10月24日最終アクセス

日本経済新聞社(2017b)「日本企業、株主還元の課題--伊藤友則・一橋大学教授、成長段階に応じ柔軟に、配当の大幅な変動避けよ(経済教室)」『日本経済新聞』(2019/6/17 朝刊12面)

日本証券業協会 我が国経済の活性化と公募増等のあり方分科会(2013)「『我が国経済の活性化と公募増等のあり方分科会』報告書-公募増等のあり方に関する論点整理-」(PDF)
日本証券業協会
(<http://www.jsda.or.jp/about/kaigi/senryaku/files/130619houkokusyo.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス

日本取締役協会(2019)「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」(PDF)
(<https://www.jacd.jp/news/odid/cgreport.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス

日本取引所グループ(2019a)「議決権電子行使プラットフォームの運営」
(<https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/voting-platform/index.html>) 2019年10月24日最終アクセス

日本取引所グループ(2019b)「3月期決算会社株主総会情報」
(<https://www.jpx.co.jp/listing/event-schedules/shareholders-mtg/index.html>) 2019年10月24日最終アクセス

日本弁護士連合会(2015)「社外取締役ガイドライン」(PDF)
(https://www.nichibenren.or.jp/library/ja/opinion/report/data/2013/guideline_130214_re_150319.pdf) 2019年10月24日最終アクセス

馬場大治・山口聖(2012)「日本企業の現金保有に対するマーケットの評価」『経営財務研究』第32巻第1,2合併号 日本経営財務研究学会

花崎正晴・羽田徹也(2017)「企業の投資行動の決定要因分析-投資の多様化の進展と内部資金の役割-」『フィナンシャル・レビュー』平成29年第4号(通巻第132号)財務省財務総合政策研究所

福田慎一(2017)「企業の資金余剰と現預金の保有行動」『フィナンシャル・レビュー』平成29年第4号(通巻第132号)財務省財務総合政策研究所

藤田勉(2018)「日本企業の内部留保過剰説の誤解」『月刊 資本市場』2018年5月号 No.393 公益財団法人 資本市場研究会

淵田康之(2001)「証券市場活性化対策のあり方について」『野村資本市場クォーターリー』2001年冬号 野村資本市場研究所

三井住友信託銀行(2019)「責任ある機関投資家としての議決権行使の考え方」(PDF)
(<https://www.smtb.jp/business/instrument/voting/pdf/%E8%B2%AC%E4%BB%BB%E3%81%82%E3%82%8B%E6%A9%9F%E9%96%A2%E6%8A%95%E8%B3%87%E5%AE%B6%E3%81%A8%E3%81%97%E3%81%A6%E3%81%AE%E8%AD%B0%E6%B1%BA%E6%A8%A9%E8%A1%8C%E4%BD%BF%E3%81%AE%E8%80%83%E3%81%88%E6%96%B9.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス

三井住友信託銀行(2018)「『役員報酬サーベイ(2018年度版)』について」(PDF)
(<https://www.smtb.jp/corporate/release/pdf/181120.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス

三井物産 IR資料室(2019)「有価証券報告書」三井物産
(<https://www.mitsui.com/jp/ja/ir/library/securities/index.html>) 2019年10月24日最終アクセス

三菱UFJ信託銀行(2017)「株式報酬の導入状況」(PDF)
(https://www.tr.mufg.jp/houjin/hr_consulting/pdf/governancecode_ja_201708.pdf) 2019年10月24日最終アクセス

宮永雅好(2012)「わが国株式投資の活性化に向けた『株主資本コスト』の活用について」、創立50周年記念懸賞論文集(PDF) 日本証券アナリスト協会
(https://www.saa.or.jp/50year/pdf/a50_r2.pdf)

村澤竜一・保木健次(2017)「日本版ステewardシップコード改訂の狙い」、KPMG Insight KPMG Newsletter Vol.24 May 2017(PDF) KPMG
(<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/jp/pdf/jp-stewardship-code-20170515.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス

森川正之(2012)「ストックオプションと生産性」『RIETI Discussion Paper Series』12-J-002(PDF)独立行政法人経済産業研究所
(<https://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/12j002.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス

安原徹(2017)「コーポレートガバナンス・コードにおける役員報酬の考え方」(PDF) ひびき監査法人
(<https://pkf-hibiki-audit.com/mailmagazine/hibiki-mailmagazine012.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス

山口聖(2016)「現金保有についての考察」『甲南経営研究』第57巻第3号 甲南大学

山澤光太郎(2016)『ビジネスマンのためのファイナンス入門-55のキーワードで基礎からわかる』東洋経済新報社

山田仁志(2016)「日本の大企業の資金調達行動の分析」第1巻第1号『国際経営・文化研究』淑徳大学国際コミュニケーション学会

有限責任監査法人トーマツ(2017)「取締役の機能向上等に関するコーポレートガバナンス実態調査報告書」(PDF) 経済産業省
(https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H28FY/000429.pdf) 2019年10月24日最終アクセス

吉川慶(2012)「監査役および社外取締役へのストックオプションの付与について」、東京大学法科大学院ローレビュー Vol.7(PDF) 東京大学法科大学院
([http://www.sllr.j.u-tokyo.ac.jp/07/papers/v07part08\(yoshikawa\).pdf](http://www.sllr.j.u-tokyo.ac.jp/07/papers/v07part08(yoshikawa).pdf)) 2019年10月24日最終アクセス

横溝聰史(2015)「《実践》サステナブル経営『攻め』のリスクマネジメントに向けて リスクマネジメントの発展とBCM(事業継続マネジメント)」、重点テーマ レポート(PDF) 大和総研
(https://www.dir.co.jp/report/consulting/vision/20150928_010161.pdf) 2019年10月24日最終アクセス

リスクファイナンス研究会(2006)「Ⅱ リスクファイナンスの具体的な手法の紹介」、リスクファイナンス研究会報告書～リスクファイナンスの普及に向けて～(PDF) 経済産業省
(<https://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g60630a03j.pdf>) 2019年10月24日最終アクセス

劉彦甫(2019)「『営業利益54%』キーエンスに株主反発のわけ,高収益に満足も、10%程度の低配当に不満」
(<https://toyokeizai.net/articles/-/301928>) 2019年10月24日最終アクセス

林原行雄(2018)「企業の財務政策は保守的すぎないか-望まれる超低金利負債の有効活用-」『昭和女子大学現代ビジネス研究所ワーキングペーパー』No.1 昭和女子大学

和田宗久(2017)「会社法改正と会社補償・D&Oの保険法制のあるべき姿」『企業会計』第69巻第10号 中央経済社

BAIN & COMPANY(2016)「日本企業の社外取締役 現状と今後のあり方」(PDF)
(https://www.bain.com/contentassets/f605449a5fc94d78bc3cabe05544726e/bain_report_corporate_governance_in_japan_jp.pdf) 2019年10月24日最終アクセス

KEYENCE(2019)「有価証券報告書第50期(2018年3月21日-2019年3月20日)」(PDF)
(<https://www.keyence.co.jp/company/outline/securitiesreport.jsp>) 2019年10月24日最終アクセス

OECD(2013)'Supporting Investment in Knowledge Capital, Growth and Innovation'(PDF) OECD iLibrary
(<https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264193307-en.pdf?expires=1571898409&id=id&accname=ocid194949&checksum=A283D5215350D675B9F22DFD5ED500F3>) 2019年10月24日最終アクセス

Wills Towers Watson(2019)「ウイリス・タワーズワトソン『日米欧社外取締役報酬比較』2019年調査結果を発表」
(<https://www.willistowerswatson.com/ja-JP/News/2019/08/japan-us-europe-non-executive-director-compensation-comparison>)

朝日新聞社 HP	https://www.asahi.com/
一般社団法人生命保険協会 HP	https://www.seiho.or.jp/
株式会社日本能率協会マネジメントセンター	http://www.jmam.co.jp/
金融庁 HP	https://www.fsa.go.jp/
公益社団法人 日本証券アナリスト協会	https://www.saa.or.jp/
慶応義塾大学商学部 HP	https://www.fbc.keio.ac.jp/
国立国会図書館 HP	http://dl.ndl.go.jp/
経済産業省 HP	https://www.meti.go.jp/
財務省 HP	https://www.mof.go.jp/
財務総合政策研究所	https://www.mof.go.jp/pri/
首相官邸 HP	http://www.kantei.go.jp/
大和総研 HP	https://www.dir.co.jp/
東京株式懇話会 HP	https://www.kabukon.tokyo/activity/
東京大学法科大学院ローレビューHP	http://www.sllr.j.u-tokyo.ac.jp/
東洋経済 ONLINE HP	https://toyokeizai.net/
独立行政法人経済産業研究所 HP	https://www.rieti.go.jp/jp/index.html
デロイトトーマツ HP	https://www2.deloitte.com/jp/ja.html
内閣府 HP	https://www.cao.go.jp/index.html
日興リサーチセンターHP	https://www.nikko-research.co.jp/
ニッセイ基礎研究所 HP	https://www.nli-research.co.jp/?site=nli
日本銀行金融研究所 HP	http://www.imes.boj.or.jp
日本経済新聞社 HP	https://www.nikkei.com/
日本証券業協会 HP	http://www.jsda.or.jp/
日本取締役協会 HP	https://www.jacd.jp/
日本取引所グループ	https://www.jpx.co.jp/
日本弁護士連合会 HP	https://www.nichibenren.or.jp/
一橋大学機関リポジトリ HP	http://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/ir/index.html
ひびき監査法人 HP	https://pkf-hibiki-audit.com/
野村証券 HP	https://www.nomura.co.jp/
三井住友信託銀行 HP	https://www.smtb.jp/
三井物産 HP	https://www.mitsui.com/jp/ja/index.html
三菱UFJ信託銀行 JP	https://www.tr.mufg.jp/
三菱UFJリサーチ&コンサルティング HP	https://www.murc.jp/
BAIN & COMPANY HP	https://www.bain.com
KEIENCE HP	https://www.keyence.co.jp/
KPMG HP	https://home.kpmg/xx/en/home.html
OECD iLibrary HP	https://www.oecd-ilibrary.org/
PwC HP	https://www.pwc.com/
Wills Towers Watson HP	https://www.willstowerswatson.com/en-US