

5 平成 27 年度証券ゼミナール大会

第 7 テーマ

- 10 「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」
A ブロック

15

20

25

石巻専修大学 大坂ゼミナール

30

目次

はじめに

5

第1章 内部資金面からみた企業と株主の問題

第1節 趣旨文を考える上で必要なこと

第2節 企業と金融機関の関係

10 第3節 企業と株主の関係

第4節 日本企業の内部資金について

第5節 内部資金を有効に活用するための解決策

15 第2章 投資家と企業の在り方

第1節 グローバル化による変化

第2節 浮き彫りになる利益率の低さ

第3節 株主とのつきあい方

第4節 海外の政策を組み入れるにあたって

20 第5節 日本らしいトヨタの種類株式

第6節 スチュワードやガバナンスの推進

第3章 企業価値向上のための自社株買い

25 第1節 株主還元策と企業価値の向上

第2節 米国と日本の ROE

第3節 適切な自社株買いと配当

第4節 持続的な企業価値向上

30

第4章 企業価値とステークホルダーの関係

第1節 企業のステークホルダーに向けた活動

第2節 CSRの歴史

第3節 日本のCSRの取り組み

5 第4節 海外の考え方を比較

第5節 CSRを推進するにあたって

第6節 SRIによる株価

10 おわりに

参考文献

15

20

25

30

はじめに

株主と企業双方にとって望ましい株主還元のあり方を検証するのがここでのテーマであるが、我々は株主と企業双方にとって望ましい還元策を考える際に重要なのが企業価値の向上の視点であると考えます。企業価値が向上すれば配当の支払いも可能となり、株価の上昇も期待できるようになるからである。近年は機関投資家の力が増してきており、株主を重視する立場から配当や自社株買いなどを実施することが多くなっている。グローバル化が進む一方で、株式の持ち合いも難しくなっているが、最近では株主の発言に過剰に反応し過ぎている場面もみうけられる。果たして配当や自社株買いは機関投資家などの顔色をうかがわずに行われているだろうか。我々はできるだけ広い視野を持ち、企業価値向上の視点から内部の資金の状況やCSR、さらには企業と投資家のあり方など様々な課題を検討しながら、株主と企業双方にとって望ましい株主還元のあり方を明らかにしていきたい。

第1章 内部資金面からみた企業と株主の問題

第1節 主旨文を考える上で必要なこと

主旨文「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」とあるが、現実的にはその部分のみを切り取ることは不可能である。このことから
5 まず企業とそれを取り巻く利害関係者の関係を明らかにした上でなぜ「株主」と「企業」でなくてはならないのかを考察していく。

まず初めに企業は「企業価値」を向上させることが望まれるわけであるが、企業価値を向上させるためには様々な要因が必要となってくる。なぜなら企業が活動していく上で莫大な運転資金が必要となるわけであるが、その運転資金
10 を調達しなければ経営は上手くは行かない。長期的経営がなされている企業は株主、金融機関などといった様々な資金調達の方法を行使できる環境下にある
と言え、CSRなどと言った倫理的側面も必要になってくる。つまり「企業価値」を向上させるためには様々な利害関係者との関係性が重要なのである。このことからまず初めに企業の資金調達の面から金融機関と株主について考えて
15 行く。

第2節 企業と金融機関の関係

企業が金融機関と関係を持つ時に一番初めに考えられるのは借入である。
2015年2月現在、日本の都市銀行における短期プライムレートの最高値は
20 1.725%、最低値・最頻値は1.475%となっている。一方長期プライムレートはみずほ銀行が1.15%に設定している。2001年2月は長期プライムレートの方が高い値を示していたが2010年6月に長期プライムレートが短期プライムレート最安値を下回るという結果になっており現在にいたる。つまり短期借入より長期借入の方が企業側からすれば得をする形となっているのである。しかし
25 これはあくまで信用度の高い一流企業への金利であることからこうした最優遇貸出金利を受けられない企業の金利はこれ以上に高くなっているということである。¹

また日本企業の成長の背景をたどってみても企業と銀行の関係性は重要なも

¹「長・短期プライムレート（主要行）の推移：日本銀行」
(<https://www.boj.or.jp/statistics/dl/loan/prime/prime.htm/#p03>)

のだったことがみてとれる。戦後の大企業は都市銀行をメインバンクとするメインバンク制により銀行が大きな力を手にすると共に日本企業は大きく成長してきたと言える。しかし企業の資金調達が多様化してきた。こうした影響が現在の間接金融から直接金融へシフトしようとしたとき株主との様々な問題が生じている一つの要因と言えるだろう。

第3節 企業と株主の関係

次に株主についてである。現在、日本では従業員重視の経営から株主重視の経営に移行する企業が増えてきている。日本ではこれまでの従業員重視の経営もあり日本は高い技術力を武器に世界の国々と闘ってきたわけであるが、技術力で繁栄を築いていた時代よりグローバル化が進むとともにより安く、質の高いものが求められる時代となってきた。例えば家電業界における諸外国との闘いや日本企業の工場の海外移転である。つまり従業員の育成がそのまま企業の利益となっていた時代とは状況が変化しているということである。一方アメリカでは株主重視の経営が深く浸透しているが、アメリカの市場と日本の市場では成熟度に大きな差があることからアメリカで施行されている制度などを導入しようにも難しい現状にある。例えばアメリカで行われているストックオプション制度であるが、この制度により株主重視＝従業員重視という形がとられている。現在の時代背景からみても株主は見直されるべき現状にあるといえるだろう。また企業側と株主側による情報の非対称性も問題に挙げられる。株主還元の目標値について生命保険協会の調査によると、85.1パーセントの株主が「公表すべき」「公表が望ましい」と回答したとしている。また配当政策に関して、内部留保・投資の必要性等を交えて十分な説明がなされているかとの問いに対しては、「あまり説明されていない」「ほとんど説明されていない」との回答が73.6パーセントを占めたとしている。これに対し企業側は株主還元の数値目標を示していない理由として「安定配当を方針としている」との回答が76.3パーセントだった。この他に配当政策に関して、内部留保・投資の必要性等を交えて投資家に説明を行っているかとの問いに対して「十分行っている」

「一定程度行っている」との回答が 91.4 パーセントだったとしている。²企業からしてみれば株主へ対しての説明は十分に行われているとしてもそれは株主が理解を示し成立するものである。また株主も企業の長期的利益を無視し、行動することは必ずしも良いと言えないことではない。企業・株主双方の意見交換の出来る場が必要なのではないだろうか。

第 4 節 日本企業の内部資金について

次に日本企業の内部資金についてである。日本は諸外国と比べ内部資金が多いことが問題とされている。図 1 をみても分かるように企業の資金調達のひとつが内部資金で行われている。また図 2 の剰余金配当の推移をみても分かるように当期純利益と内部留保の割合が同じように推移して増加傾向になっているとともに配当金も少しではあるが増加してきている。ここで問題となってくるのは図 3 資金運用状況の推移である。先程の図 2 では当期純利益、内部留保の割合が増加傾向であると説明したが図 3 では企業側がこの利益を上手く投資活動に使えていない現状が伺える。当期純利益が増えているのにも関わらず固定資産投資の割合は平成 24 年から比べてみても減少していることがわかる。企業内部に資金を貯めることは必ずしもマイナスということはないがこうした資金を活用し投資を行うことによる企業価値向上が最も望ましいわけであるが時には配当や自社株買いなどによる還元も必要だと言える。またこうした資金活用方法を適切に株主に伝えることが大切であり、株主もこれを理解する必要もある。そのため経営者に対し意見できる人材が企業側には必要となってくる。このことから社外取締役と株主との対話の両面が現在の日本企業には必要だといえる。

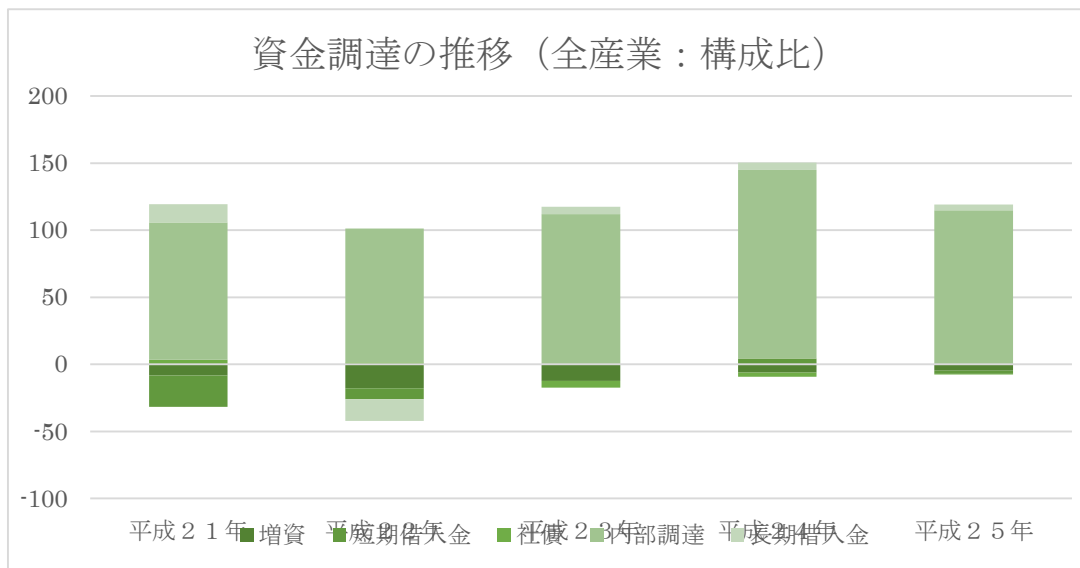
25

²一般社団法人 生命保険協会

「平成 25 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」

(www.seiho.or.jp/info/news/2014/pdf/20140418_1.pdf)

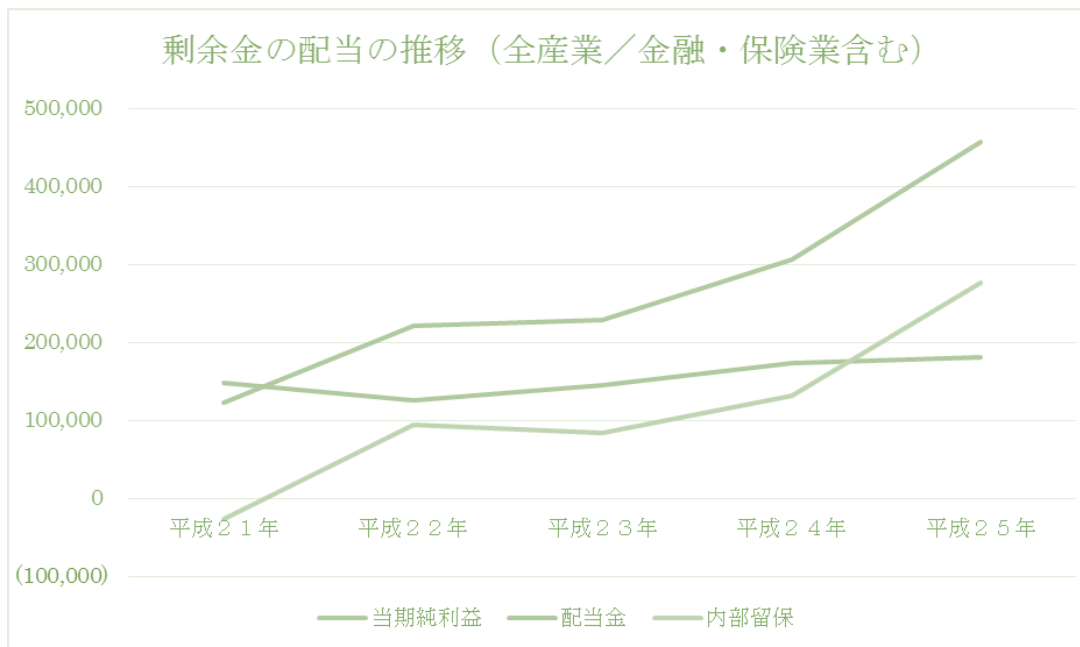
図 1



「法人企業統計 財政金融統計月報第 750 号 調査結果の概要」参考に筆者作成

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

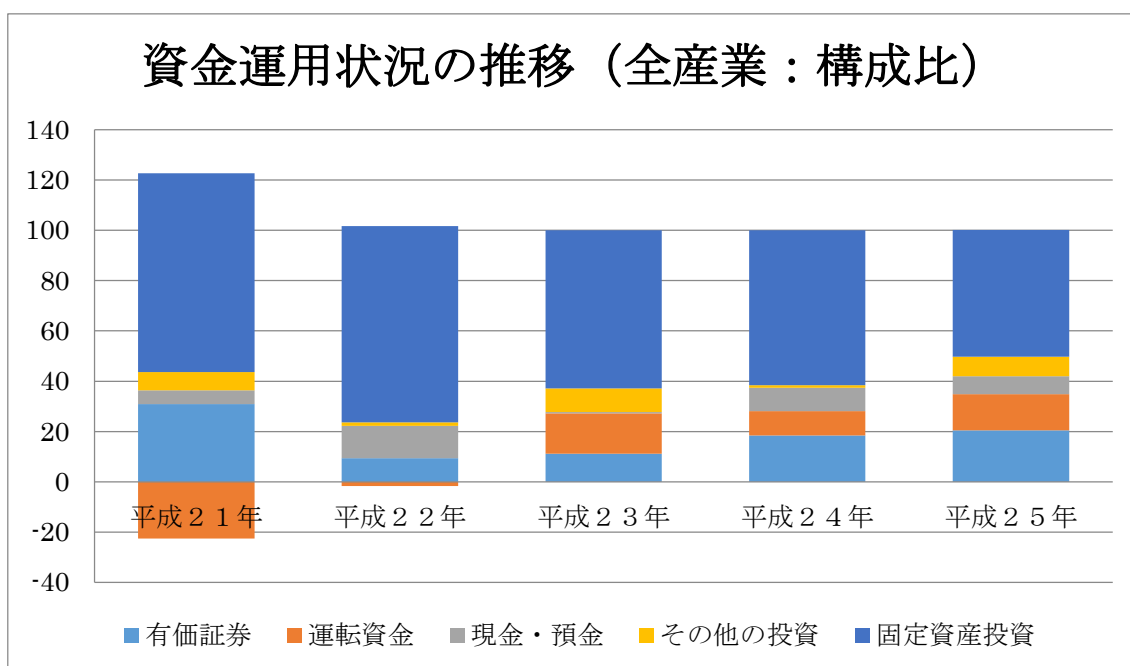
図 2



「法人企業統計 財政金融統計月報第 750 号 調査結果の概要」参考に筆者作成

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

図 3



「法人企業統計 財政金融統計月報第 750 号 調査結果の概要」参考に筆者作成

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

10 こうした資金調達の間からみた企業・株主の様々な問題への解決策として企業のガバナンスの強化が必要である。まず初めに考えるのは日本企業の内部資金の多さである。企業が成長していく上で投資先が豊富であれば良いが必ずしもそうとは限らない。また経営陣が投資に慎重になっているという考えもあるだろう。内部資金の有効な使い道を日本企業は考えなければならない。またこうした資金繰りを株主に公平に伝えることも必要だと言える。例えば米国のかつてのマイクロソフト社のような配当を行わなくても株主は満足させていたという事例もある。つまり投資を行うことにより企業を成長させ株価が上がるこ

15 とが株主への還元につながっているという考え方も出来る。このことから経営基盤強化、株主への情報開示の在り方の両面から解決策を提示してみたいと思う。

第5節 内部資金を有効に活用するための解決策

ガバナンス（経営陣の強化）

まず初めに日本企業は取締役のほとんどが企業の内部で固められていることが問題である。日本の企業構造として年功序列賃金、終身雇用があるように企業での勤続年数が役職に大きく関係してくる。そうなる社内に取締役が多く存在することになるわけである。このことから日本のほとんどで代表取締役という肩書を持つ社長に意見できるものはほぼいなくなってしまうのである。また市場の制度としても社外取締役の選任をきびしく義務付けていない点などからこうした経営陣の監督機能が諸外国に比べ弱い現状となっている。また日本の場合、社外取締役の兼務が多く社外取締役とは名ばかりであるケースが多数存在する。つまり株主総会での説明責任への対策として社外取締役を選任しており、本来の目的を果たせていない現状からも日本企業における社外取締役の在り方について疑問を残す現状にあると言える。

日本の上場企業は社外取締役の選任を義務づけていないという点が挙げられるわけであるが、それはイギリスも同じことが言える。イギリスではコーポレートガバナンスへの議論は盛んであり、企業の信頼性向上に向けた取り組みが世界的にも進んでいる。そこで日本も日本版スチュワードシップ・コード、日本版ガバナンスコードの導入により企業価値を向上させていく取り組みが政府主導で議論されている。

イギリスにおけるコーポレートガバナンス・コードは企業で既に行われている業務慣行を基とされており他の企業が追従しやすい規範となっている。またコーポレートガバナンス・コードを上場規則、スチュワードシップ・コードを業務行為規定、つまりソフトローに法令上で位置づけを与えることにより公的な意味づけを行っている。

市場と企業の信頼性を考えた場合、金融商品取引法に代表されるようなハードローを順守することは大前提として挙げられるが、むしろ強制力のないソフトローにおいて、企業が投資家と向き合う事が大切であるとともに現在の証券市場において企業が求められていることではないだろうか。また市場は信頼性向上のためにガバナンス強化等をソフトローで定めることにより経済状況に応じた迅速な対応が求められることとなる。

株主への情報開示の在り方

上記でも説明したように株主と企業の意見はすれ違っていることが多い。もちろん企業側の方が企業経営に対する情報を多く所有しているためこれを株主に適切に伝える必要がある。上記の株主のアンケートをみても分かるように現在

5 義務化されている情報開示では株主への投資判断材料には不十分であることがわかる。

日本版コーポレートガバナンス・コードでは日本企業のおかれている現状の問題点の打開策を提示している。金融庁：コーポレートガバナンス・コードによれば、取締役等の債務について(1)企業戦略等の大きな方向性を示すこと(2)

10 経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと(3)独立した客観的な立場から、経営陣（執行役及びいわゆる執行役員を含む）・取締役に対する実効性の高い監督を行うことこれらをはじめとする役割・責務を適切に果たすべきでこうした役割・責務は、監査役会設置会社（その役割・責務の一部は監査役及び監査役会が担うこととなる）、指名委員会等設置会社、監査等委

15 員会設置会社など、いずれの機関設計を採用する場合にも、等しく適切に果たされるべきである。また株主との対話の面では上場会社は、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べきであるとしている。³

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

20 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分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としている。まだ施行前の制度ではあるがこうした取組に打開策を見いだしていきたい。

25 しかしこうした制度を取り入れることは良いが日本的な経営・企業形態に合った制度づくりを進めなければ意味がない。この日本版コーポレートガバナンス・コードには市場の変化に合わせた柔軟性が求められると言える。

³ 「金融庁：コーポレートガバナンス・コード原案」
(www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/04.pdf)

第2節 投資家と企業のあり方

第1節 グローバル化による変化

5 これまで日本は株式持ち合いなどを中心として、株主のプレッシャーをできるだけ弱めることで、比較的長期的な視野で経営が行われてきた。新卒一括採用、終身雇用、年功序列制度などにより長期的に同じ力を発揮できる人材を作り上げるべく、教育・投資体制を整えてきた。

10 しかし、金融ビッグバンやバブル崩壊の影響で企業同士互いの株式を持ち合うのが困難になり株式持ち合いが減少し、株式の流動性が上がった。それにより、外国人投資家や機関投資家、個人投資家などさまざまな人が株式を持つようになり、株主構成が大きく変わった。それにともない諸外国の企業形態が日本に広がり始めた。

15 過去の背景を基に、これまでと同じように銀行や株式持ち合いなどに頼ることは望ましくないと言える。なぜなら、他に依存するような仕組みをとっていれば大きな変化に対応できないからである。これまでの日本の経営は日本の特徴を生かしたものであった。株式の持ち合いなど日本の企業の長所を伸ばすためであった。しかし現代ではグローバル化によって様々なところから影響を受けやすくなっている。そのため資金調達面は多様化してきたが企業も株主も対応に追われている。

20 第2節 浮き彫りになる利益率の低さ

25 日本企業は、経営を経営者に任せており、かつては株主の発言力が相対的に弱かった。経営を経営者に任せるだけでなく、株主など多くの人に携わってもらい強化していく必要がある。日本には優秀な技術者は多いが優秀な経営者が少ない。技術者を育てることを重視してきたが経営者を育てることがあまり重視されてこなかった。日本の経営者は株主と対話することで成長できるため株主との対話は重視される。今まで従業員や消費者と向き合ってきた歴史は長い。しかし、株主と接してきた歴史は短く、同じくらい株主に向き合ってきたとはいえない。諸外国との差をうめるために株主と向き合う時間を増やす必要がある。

30

企業がROE等で示される収益力を向上し、付加価値を高めることは、日本経済の好循環、持続的成長につながる。企業は投資家と対話をし、企業価値を上げることが必要となる。投資家はその対話で企業と協力し、企業価値を上げることが双方望ましい還元策である。

- 5 目指すべきは長期的に高ROEが持続するようにすることである。参加する投資家が高ROEを求める環境にある市場、企業が高ROE経営を行いやすいようにサポートする制度等が整備されていることが必要である。高ROEを目指しかつ実現し続けてきた企業に投資することが基本である。そのためには、株式が長期的に高い収益をもたらす仕組みを作り、長期収益を獲得することができるようにしなければならない。
- 10

図1 日米欧の資本生産性分解

		ROE	利益率	回転率	レバレッジ
日本	製造業	4.6%	3.7%	0.92	2.32
	非製造業	6.3%	4.0%	1.01	2.80
	合計	5.3%	3.8%	0.96	2.51
米国	製造業	28.9%	11.6%	0.86	2.47
	非製造業	17.6%	9.7%	1.03	2.88
	合計	22.6%	10.5%	0.96	2.69
欧州	製造業	15.2%	9.2%	0.80	2.58
	非製造業	14.8%	8.6%	0.93	3.08
	合計	15.0%	8.9%	0.87	2.86

出典・伊藤レポート

(www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf)

- 15 まず、図1を見ても分かるように日本は利益率が低いことが分かる。そして図1ではROEが低いことがみてとれ、日本は諸外国に比べ利益率が低いため現在ROEを高めることが重視されている。株主を重視した経営は財務的にも自己資金が多くなり他人資本による影響を受けにくいため経営が安定しやすくなる。そのため財務状況が安定することで融資を受けやすくなるなどメリットも大きい。
- 20

第3節 株主とのつきあい方

現在では様々な目的から株主と向き合っていく必要があるが、この向き合い方が問題である。確かにROEを向上させることや配当や自社株買いをすることは必要であるが、このやり方は本当に日本の国にあった株主との向き合い方

5 あるのだろうか。最近では株主の発言力が増してきていおり、発言力が強くなった今では特に機関投資家の発言により会社が振り回されることがある。また、会社の企業価値最大化を考えず、短期的利益のみ考えて行動する株主がいることは確かである。株主の観点からみた場合、投資のリスク分のリターンを

10 求めるのは当然であるが企業の価値を損なう行動をとってはいやがて日本全体でみても自身にとっても最善とはいえない。なぜなら、株主の利益を最優先させるため、経営者が短期的な利益の追求だけを目指すようになる。「株主のもの」である米国の企業の多くは、専門経営者が、株価の上昇を至上命題とする株主の指令に従わざるをえなかったため、短期的な利益の追求に目を奪われて、長期的な視野に立つことができなかった。また、配当重視の利益処分を余

15 儀なくされて、将来の投資のための内部留保を十分に行うこともできなかった。短期的な利益ばかりを追求すると長期的な企業価値の向上に結びつかず、結果的に企業の将来性が不安定になるため投資してくれる人が減少してしまう

日本はこれまで株式持ち合いなど株主の圧力を弱めることで長期的に経営してきたが売上利益率が低いことが明らかになっている。

20

第4節 海外の政策を組み入れるにあたって

アメリカでは上場企業等に四半期財務諸表を公表することが義務付けられている。現在の会計制度はより短期的な利益を株主から求められるため、経営者から、末端の社員に至るまで非常に短期的な成果を出すことを求められるよう

25 になっている。成果によっては簡単にリストラ等の宣告を受けることが一般的となっている。一人一人の成果、每期毎の成果を最大限にすることが、企業の価値を最大限に高めるという考え方が重要であると考えられる。そのため、即座に成果を出せる中途採用やヘッドハンティングを行い、育成することにより、集めてくるということが重要視されている。これによりアメリカでは株主

30 との密接な企業との関係が進んでおり、短期的に経営してきたアメリカの方が長

期的にみて成長している結果となっている。確かにアメリカの比較的短期的に経営を行うことにより株主を満足させるものとなっているが、だからと言って日本が同じように経営することは得策ではない。だが、同じ方法で日本が諸外国と肩を並べるようになるとは考えにくい。むしろ、日本では長期的な経営をとりながら日本の特徴を生かし、短期的に利益を求める者に理解と満足を与えなければならない。スチュワード・シップコードやコーポレート・ガバナンスも企業が長期的に成長できるよう、株主・取締役・その他の利害関係者が企業価値向上にむけて会社を運用できるようにすることを目的として作られた。日本も諸外国と同様に、スチュワード・シップコードやコーポレート・ガバナンスを作ったが、これまでの業務の習慣からうまく機能していないように思われる。証券市場における株主との関係は諸外国の方が進んでいるため参考にするべきである。しかし、そこから日本独自のものへと変化させる必要がある。日本ではスチュワードシップ・コードやコーポレート・ガバナンスがなかなか浸透していきにくい。そのため、日本の投資家と企業はさらに関係を成熟させていくことが大切である。株主と経営者の間に情報の非対称性やプリンシパル・エージェント問題などが起こっているがこれは、株主の利益を最大化してほしい株主と企業価値の向上を目的とした経営者で意見の対立である。日本企業と株主の歴史が浅く未熟が原因である。以下では具体的な事例を用いて明らかにしていく。

20

第5節 日本らしいトヨタの種類株式

トヨタが発行する種類株は5年間売却できないものの、株価が下がっても取得時の金額での買い戻しをトヨタに請求できる権利があり事実上、元本が保証されていると見ることができる。配当年率は、毎年0.5%ずつ上昇し、5年目以降は2.5%となる。トヨタの種類株は5年間、譲渡や換金ができない。

25

この5年間という数字にも意味があり、自動車の開発期間は、5~6年といわれる。つまり自動運転技術や安全技術など、開発競争などが厳しさを増すなかで、5年間株をもちつづけてもらうことの意味は極めて大きいといえるだろう。

トヨタは現在、環境技術の核となるハイブリッド技術の強化、低燃費ガソリン車、燃料電池車などの開発、安全技術の開発と実用化、次世代モビリティなど

30

に資源を投入しています。こうした投資は、すぐに成果が出る訳ではなく長期的視点をもつ株主の存在は欠かせないといえる。トヨタの株式に占める個人の保有比率は、約 12.5%と、市場全体の 20%程度と比べてかなり低い水準にとどまっている。個人株主を増やして、長期にわたって会社を支えてもらいたいという狙いがあると考えます。株式の持ち合いは、トヨタに限らず、企業が安定的な成長を目指すうえで有効な手段でしたが、今後はそうした日本的なガバナンスのあり方が通用しなくなります。トヨタにしてみれば、グループ企業に代わる安定的な株主が必要であり高齢者など、リスクを嫌う安定志向の強い投資家たちは、トヨタにとって理想的な株主といえる。さらに日本の個人投資家の特徴に合わせたトヨタの株式はこれからの日本企業の指針になると考える。続けて米インスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズは「安定株主が増えると経営の規律が失われる恐れがある。普通株の株主を種類株の株主に置き替え、従順な安定株主を増やそうとしているのでは」と反対を表明していた。だが強すぎる機関投資家の圧力に屈せず日本企業のスタイルを貫くことを続ける必要がある。そこでこうした行動をさらに促進させるためにコーポレート・ガバナンスやスチュワード・シップコードを用いてサポートしていきたい。

第 6 節 スチュワードやガバナンスの推進

スチュワードシップ・コードでは短期的になり過ぎている投資家は企業との対話や長期の目で投資をする姿勢が求められる。そして、トヨタの種類株式で事業がうまくいかなかったとしても批判するべきではない。日本企業はこうした行動を続けていく必要があるからだ。この新しい種類株式を根本から否定するのではなく、問題点があるのであれば一緒になって改善していくことが日本の取るべきあり方だと考える。近年では機関投資家の増配圧力が企業にあたえる負担は年々大きくなっている。増配すると株価が上がるため機関投資家はそれを望むが年々短期的になり過ぎている。企業との対話やその企業にあった発言をしていかなければならない。

コーポレートガバナンスではトヨタの種類株式のように自身の企業の長所を生かしつつ、日本の市場に適応した行動を続けていく必要がある。企業は株主

と向き合うことは必要ではあるが他のステークホルダーなどの利益を守る必要もあるため、力ある株主に左右されることのないことが大切である。企業は株主を重視し過ぎているため、設備投資など経営方針があるのであれば株主に惑わされずにしっかり経営していくことが重要である。配当や自社株買いなど自己資金を増やして運用したい場合のみにするべきで揺さぶられるべきではない。株主にしっかり意思を表示していくことが重要である。

最後に日本は企業と投資家との関係が未熟であるため積極的な情報開示とその情報をもとにした両者の対話が求められる。トヨタがこの種類株式を発行するにあたって、個人投資家向けの説明を開いた。この個人投資家向けの説明会などを推進していく必要がある。日本の個人投資家は知識が少ないため普通の情報では伝わりにくい。なので、様々なニーズにあったものが必要である。日本企業がこれから株主と向き合っていくためにはこうした日本の投資家向けの株主優待やトヨタの種類株式などを推進することやサポート体制を整えるべきではだろうか。

15

20

25

30

第3章 企業価値向上のための自社株買い

第1節 株主還元策と企業価値の向上

5 これまで日本企業は資金を内部留保に貯める傾向があり、その額は年々増加している。企業の手元資金の増加は、業績回復に加えて設備投資の抑制が要因であり、日本経済の回復が上手く進まない一方、円高などで輸出環境も厳しい現状では合理的な企業行動ともいえる。しかし、平均賃金が下落し、失業率も高まる中での企業の手元資金増加に対しては、もっと雇用賃金や設備投資に使うべきとの意見もある。内部留保はあくまでも将来の投資の原資であり、企業体力を上げる原資ということである。積極的投資を行わず、リスクをとってビ
10 ジネスを拡大させることがなければ、財務体力を増しリスク抵抗力をつける内部留保も利益の過大な溜め込みにしか過ぎない。これでは、企業・従業員や株主にとってのみならず、日本経済にとってもプラスにならない。

15 米国は株主還元として自社株買いが主要な役割を果たしており、上場企業の株主還元構成のうち、配当の割合は2014年時点で4割程度である。過去は米国においても配当が株主還元の中心であったが、1980年代から全上場企業のうち配当を実施する企業の割合が低下し始めた。この要因としては、新興企業の上場が増加し、これらが配当を行わずに自社株買いのみを行うようになったこと、それに加えて従来配当を実施していた企業が配当を止めて自社株買いに切り替えたことなどが指摘されている。また、1980年代半ばは敵対的買収が
20 盛んに行われていた時期でもあり、この防衛手段として自社株買いが増加したとも言われている。1982年にSEC規則が導入され、自社株買いが相場操縦行為違反とみなされない方法が示されるなど、事業会社が自社株買いを実施しやすい制度改正が行われたことなども、自社株買いによる株主還元を増やす追い風になったものとみられる。

25

30

図1 「株主還元の日米欧比較（2014年）」

	株主還元構成比		総還元性向とその内訳		
	配当	自社株買い	総還元性向	配当性向	自社株買い +当期純利益
日本	73.8%	26.2%	41.9%	30.9%	11.0%
アメリカ	39.6%	60.4%	94.2%	37.3%	56.9%
ヨーロッパ	81.5%	18.5%	64.7%	52.7%	12.0%

注1) 日本は全上場企業、アメリカはS&P500、ヨーロッパはBloomberg欧州400構成企業
 注2) アメリカ、ヨーロッパは暦年、日本は年度(推定)
 SOURCE: NOMURA, BASED ON COMPANY DISCLOSURES AND BLOOMBERG DATA

出典：Forbes 「ROE だけじゃない！ 低すぎる日本企業の株主還元にも物申す」

http://forbesjapan.com/summary/2015-07/post_5997.html

5

これに対して、日本では企業の株主還元は配当が中心である。米国では自社株買いが株主還元として多用されているが、これは、自社株買いを配当の代わりとして利用しているためであり、自社株買いの利用増加とともに配当を実施する企業の割合は低下している。米国と比べて日本の方が上場企業の配当実施率が高い要因として、赤字企業や新規上場企業においても配当実施率が高いこと等を挙げている。日本では過去、企業が新たに証券取引所に上場する際の審査基準の1つとして、配当実績が設けられていた（1999年以降は不要となっている）。また、1999年にマザーズ市場が創設されるまでは過去の利益実績がなければ上場できなかった。つまり過去の上場企業は利益の実績とそれに基づく配当の実施が求められており、投資家も長らくそれを通常のことと受け止めてきた。安定した配当支払いが慣習化したことが、現在にも少なからず影響を与えている可能性がある。また、企業間もしくは企業と金融機関間の株式持合いも、企業が配当を選択する動機になっている可能性がある。株式持合いは1990年代から2000年代にかけて解消が進んだと言われているが、今も少なからず行われている。持合い株主は中長期的に保有することを前提に株主になっていることから、短期的なキャピタルゲインを求めておらず、自ら自社株買いに依拠することは考えにくい。自社株買いに応じなければキャッシュフローを得ることができないため、持合い株主は自社株買いより配当による株主還元を愛好するものと推測される。

10

15

20

では、そもそもなぜ自社株買いが必要なのか。自社株買いを行う動機には株主還元の拡充が挙げられる。日本企業の株主還元は配当が主流であるが、仮に全ての株主が持株比率に準じて自社株買いに応じた場合、株主にとって配当支払いと自社株買いの経済効果は同じである（税金や取引コストの発生等がないと仮定した場合）。また、自社株買いにより株式数が減れば、1株当たり利益が改善し、翌期以降の1株当たりの配当額も増加することが期待される。ただし、配当は持株比率に応じて全ての株主に支払われるのに対し、自社株買いは株主が応じなければ実現しないうえに、自社株買いは企業が設定した金額（取得枠）全てが実施されるとは限らない。また、資本効率の向上というのも動機の1つである。自社株買いを実施すれば、株式数が減り、自己資本の額も減少する。これにより1株あたり利益や、自己資本利益率（ROE）等の財務指標が改善する。自己資本比率が低過ぎる、または高過ぎる場合、これを調整することで資本コストの抑制が可能となることから、自社株買いによる資本構成の調整が資本効率を向上させ、企業価値の向上にもつながることがある。

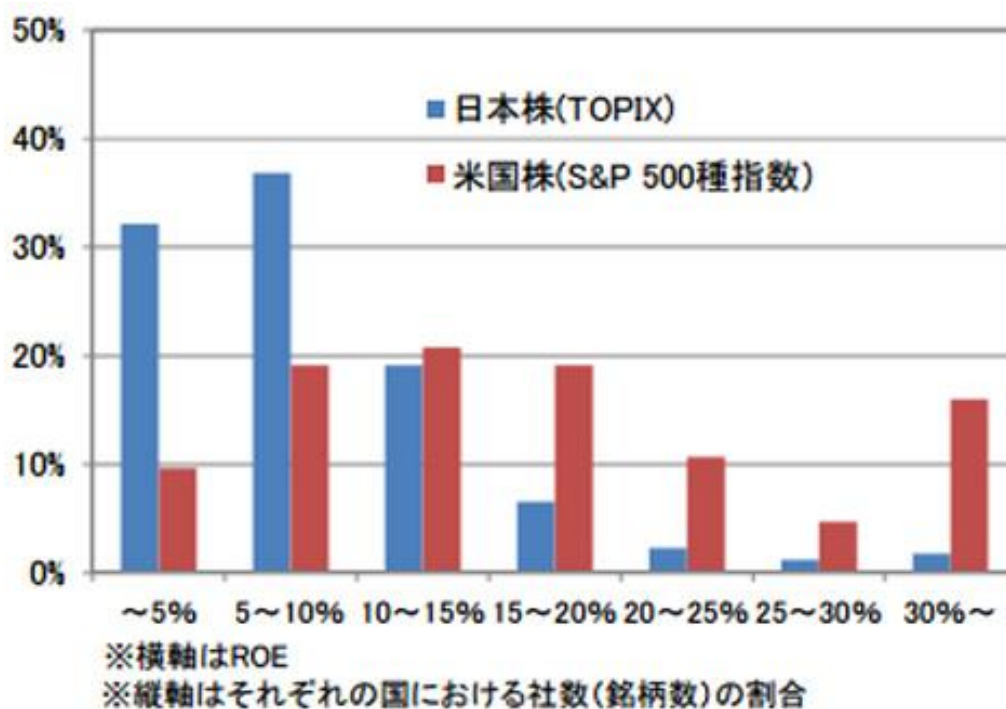
15

第2節 米国と日本のROE

米国の企業はROE、配当性向などを重視し、自社株買いや増配に積極的に行っている。日本企業に対してROE向上を促す動きがみられるようになった背景の1つには、日本企業のROEが国際的に見て低水準に留まっていることが挙げられる。日本企業と米国企業のROEを比較してみると、米国企業はROE平均が20%前後であるのに対し、日本企業の平均は4~5%に過ぎない。日本は法人税が高く、ROEが低くなりがちな面もあり、あまり関心が持たれていないが、米国ではROEが高い企業への評価が高い。日本と違って株主優待は存在しないが、増配には積極的である。例えば米国のジョンソン・エンド・ジョンソンやプロクター・アンド・ギャンブル（P&G）などは、50年超も連続増配を続けている。このように、好配当は当たり前であるが、また、配当と並び重要な株主還元策が自社株買いである。例えば、米国企業の総還元性向の平均は、日本企業の倍以上になっている。1株当たりの利益を上げるために自社株買いを実施する企業が多いのである。このように株式会社は株主のものと考え、株主重視の経営を行っている。

30

図2 「日本企業と米国の ROE 分布」



出典：「JAIICOMI ジャイコミ」

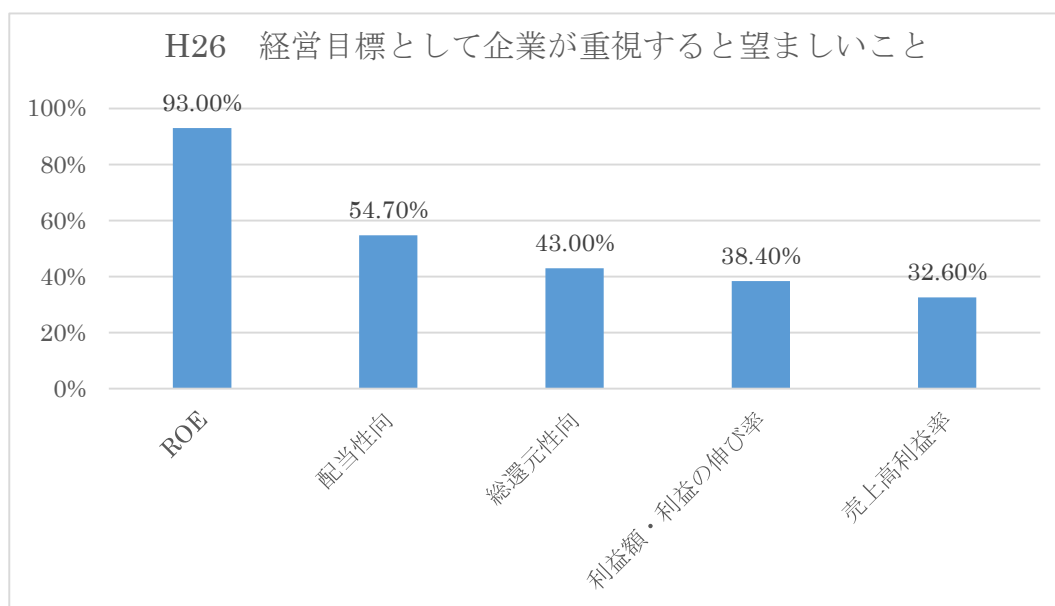
<http://jaiicomi.jaii.org/2015/04/post-1514/>

5

従来、ROE は投資家が投資判断の際に注目する指標の一つである。2000 年代を通じて日本の株式市場における海外投資家の株式保有比率が高まり、国際的に見た日本企業の ROE の低さに対して改善を求める声が強まった。そういった中、安倍政権が 2013 年 6 月に日本再興戦略、2014 年 6 月にその改訂版を公表し、企業の収益性改善、イノベーション促進に向けた施策としてガバナンス改革を推し進めることを表明した。企業の収益性改善やガバナンス強化を評価する指標として、改めて ROE への関心が高まった。このように、ROE を向上させることは企業価値の向上にも繋がってくる。

15

図 3



出典：一般社団法人生命保険協会

「H26 企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート 投資家向け」から作成 <http://www.seiho.or.jp/info/news/2015/20150323.html>

第 3 節 適切な自社株買いと配当

企業価値の向上は企業のステークホルダーに対して大きなメリットがある。中小企業においては、銀行の企業に対する融資審査の厳格化に伴い、財務の柔軟性・安全性を確保するために、従来の間接金融依存の資金調達から直接金融の活用も視野に入れる必要が生じている。債権者や投資家は、キャッシュフローベースの利回りを重視する。つまりその企業ないし事業が将来生み出すキャッシュフローは現在の価値でいかほどか、今後高まる可能性はあるかを重視するわけである。したがって、中小企業にとっても将来のキャッシュフローをベースに企業価値、事業価値を考えることは重要になってきている。さらに、経営環境の変化に伴い、M&A や事業の集中と選択などの場面が多くなっており、これらの場面で適切でスピーディな意思決定をするために、業界の事業価値の水準と自社の事業価値の水準を知っておく必要が出てきている。これらを知らないと、施策の選択肢の適切な評価ができず、結果として自社の事業を安すぎる価格で売ってしまったり、他社の事業を高すぎる価格で買ってしまったりなど

ということが起こりがちになってしまうこともある。また、経営環境の変化により、銀行からの資金調達に困難になり、直接金融へのシフトが進みつつある。このような中で、スムーズで十分な資金調達を行うためには、銀行や社債等の投資家、株主に対する交渉力を強化する必要がある。このため、自社の企業価値、事業価値を把握し、継続的に企業価値、事業価値を向上させていくことが重要になる。企業価値、事業価値を継続的に向上させる企業は銀行や社債等の投資家、株主にとって魅力的な融資先・投資先となるからである。企業価値の向上は企業だけでなく、株主や、その他のステークホルダーにも間接的に良い影響が出てくる。そのため、配当と自社株買いを行い ROE を向上させることは結果的に株主と企業の双方にとって望ましい還元策になってくる。しかし、その配当と自社株買いも自分の企業に適した形で行わなくてはならない。ペッキング・オーダー仮説⁴によると、利益率が高く、有利子負債比率が低く、有望な投資案件が少ない企業ほど、配当や自社株消却などのかたちで株主還元を実行しやすいと言われている。これは、利益率が高い企業ほど、高水準の内部留保を有していることに加え、有利子負債比率が小さい企業ほど、内部留保と最も代替性の高い負債対比で潤沢な内部留保を有しているため、社外流出に対する抵抗感が小さいことに起因するものである。収益安定性仮説⁵では、1985年から96年にかけて米国企業データを用いて実証分析を行った結果、営業外利益率に比べて安定的と考えられる営業利益率の高い企業ほど配当を優先して行う一方で、営業外利益率の高い企業ほど自社株消却を選好する傾向があると報告している。企業経営者は、自社の株価が過小評価されているときに、配当を実施することによって、将来、安定的に収益を上げ続けることができるとのシグナルを株主に発することができる。収益安定性仮説で述べられているように、元来、配当は安定的な収益を基にして行われる傾向があることから、自社株消却よりも配当の方が、収益状況の安定性に関して強いシグナルを発することができると言われている。

⁴ペッキング・オーダー仮説とは、調達手段にコストの差があるのなら、企業は調達手段をミックスして選択するより、コストの低いものから順番で選択する仮説である。

⁵収益安定性仮説とは、企業は持続的なペイアウトの手段として配当を用いるといったものである。配当は下方硬直性を有していることから、企業の長期安定的な収益状況を反映して行われやすいというもの。

第4節 持続的な企業価値向上

これまで日本企業は自社株買いを行っていくことによって、企業価値の向上やROEの向上を図ることができることを述べてきた。2011年から2014年までに自社株買いを実施した東証一部上場企業では、自己資本比率、1株当たりの配当額の増減率、ROEの高い企業、時価総額の大きい企業には自社株買いを行う傾向が見られた。また、自社株買いを行うことによって自社の株が割安だというアナウンスメント効果がある。企業の業績を最も熟知している経営陣が自社の株価は安いと判断したこと自体が市場への強い意志表明になる。その結果として株価が上昇することも少なくない。

- 5
- 10
- 15
- 20
- しかし、自社株買いによる株価の向上は企業価値を上げるのに一時的なものでしかない。企業の将来性を考え、持続的な企業価値の向上を図るには、企業の内部資金を適切な投資に当てたほうが良い。配当や自社株買いなどの株主還元を行うかどうかは、企業の成長段階によって判断する。高成長中の企業はフリーキャッシュフローがマイナスのため株主還元したくとも、そのためのキャッシュが無く、また株主も配当等の株主還元で貴重なキャッシュを企業外へ流出させるよりも、キャッシュを企業の成長のための投資に当て、その結果としてキャピタルゲインを手にすることを期待している。一方、成熟企業は事業が生み出すキャッシュフローが潤沢である一方で新規投資案件が少ないことからフリーキャッシュフローは多額になりやすい。このような場合は稼いだキャッシュを株主還元にあてない限りキャッシュは内部に積み上がり、買収される危険性が増加する。

- 25
- また、ファイナンス理論⁶による有効な自社株買いは、有利子負債の調達による自社株買いになる。これは事業リスクの大きさに比べて、株主資本比率が大きくなりすぎた場合、有利子負債を導入し、この資金で自社株を買い戻し、資本構成を最適化しようとするアプローチである。有利子負債を増加させ、これによって調達した資金で自社株買いを行った場合、有利子負債の節税効果によって企業価値は増加する。

⁶ ファイナンス理論とは、金融市場において、調達側の企業はなるべく低利で資金を調達しようとし、運用側の投資家はなるべく高い利回りで資金を運用しようとするため、激しい競争が展開される。こうした利益追求競争がある一定のところで均衡を保った状態のときに金融市場での取引が成り立つというものである。

自社株買いは一時的に株価などの数値が上昇するため株主への還元という意味では有効かもしれないが、長期的な企業価値の向上という観点では自社株買いを行うだけでは本質的な企業価値向上にはならない。持続的な企業価値向上には適切な投資をメインと考え、自社株買いは状況に応じて行っていくことが望ましい。

10

15

20

25

30

第4章 企業価値とステークホルダーの関係

第1節 企業のステークホルダーに向けた活動

第1章で述べたように、中長期的に企業価値を向上させるにはステークホルダーとの関係が重要であり、CSR⁷が大きな意味を成してくると考える。企業活動にはステークホルダーに対し説明責任があり、信頼を受け持続できる企業を目指すためにも、企業の意思決定を判断するステークホルダー側である株主や消費者の社会的責任、市民の社会的責任が必要不可欠である。しかし、すべてのステークホルダーに対し、絶対的な利益、満足を与えることはほとんど不可能だと考える。そして満足とは相対的なものであり、従業員、顧客、様々なステークホルダーに満足を平等に与えることは極めて難しい。その中でどのステークホルダーを重視すれば企業にとって良いのか、企業の経営はどのステークホルダーのために活動すれば良いのかが重要となってくる。これらの社会的責任を果たすために一般的に行われるのが CSR である。

具体的な内容としては、「株主還元」や「コンプライアンス」「ディスクロージャー」「環境問題への取り組み」「ボランティア活動」などが挙げられる。

CSR の取り組みは、義務付けされているものではなく、各々の企業により異なる自主的な活動である。企業には、このような社会的責任を果たすことにより、業務プロセス改善によるコスト低減、技術・サービス革新、企業イメージの向上など様々なメリットがある

先ほど述べたように、CSR は義務付けされているものでなく企業の自発的活動である。企業行動に際して社会的存在としての企業が、ステークホルダーから、あるいは社会から自発的に行動するよう求められるのである。

第2節 CSR の歴史

まず日本における CSR の歴史の流れを振り返ってみることにする。日本においては 1960～70 年代において公害問題が深刻化した時期に注目され始め

⁷ CSR とは、Corporate Social Responsibility の略であり、一般的に「企業の社会的責任」を指す。企業が事業活動において利益だけを追求するだけでなく、組織活動が社会へ与える影響を考え、顧客・株主・従業員・取引先・地域社会などのステークホルダーとの関係を重視しながら果たす社会的責任である。

た。企業によって引き起こされた公害の問題によって、企業と社会の関わり方への関心が高められた。その後 1980 年代は企業の業績が好調であり、財務的にも余裕のある企業が多かった。そこで広く行われていたのは、企業が芸術、文化活動を支援する活動と、企業やその従業員による慈善的、社会貢献的な活動や寄付行為をする活動がある。特に前者は、活動に企業の名を冠することが多く、広告や宣伝としての側面が強かった。しかし 1990 年代初頭にバブル経済が崩壊したことで、企業は余裕を失い、収益の維持、向上に重きを置くようになった。その結果どちらの活動も撤退する企業もあり、以上のような活動はご都合主義であるとの批判を受けることになった。

10 また 1990 年代は環境問題が世界規模で議論されはじめた時期でもあり、温室効果ガスの排出や、資源のリサイクルに関する多くの会議が開催され、法律が施行された。現在でも様々な企業が環境問題に対する取り組みを行っている。

第 3 節 日本の CSR の取り組み

15 日本企業の CSR への取り組みは、諸外国に比べて早くから行っていたが、当初、一般に日本企業が CSR に期待するものは、「企業の持続的発展」であり、そのため企業の社会的責任は企業の社会的貢献や企業のイメージの向上を図る諸活動のように考えられ、企業収益を実現した後の活動のみを指すものと誤解されることが多かった。

20 日本の企業は社会の要請、その地域の要請に対して把握する力が弱い。例えば、海外における日本企業の多くは植林活動などといった環境問題に対して力を入れて取り組んでいる、一方でその地域が抱えている社会的問題の貧困、労働などといった問題があるにもかかわらず、日系企業によるこれらの重要な社会的問題への取り組みが、あまり見受けられない。確かに地球温暖化が叫ばれる中、
25 樹林をして樹木を増やすことは素晴らしいことだが、現地の地域社会の要請に応じているとは言えない。企業が取り組むべき CSR 活動は、地域の社会的な要請に応じることや、本業との関係を持たせることは、結果として企業価値を高めると考える。企業が何をすべきかではなく、企業は社会から何を求められているのか、社会では何が起きているのか知ることが重要となる。

30

第4節 海外の考え方を比較

CSR は、持続する社会を目指すために、企業にも責任を持つべきという考えのもと、成立した概念があるが、その考え方は、国や地域により違いがみられる。また企業ごとに優先されるべきことに差が生じるものである。海外との考え方を比較する。

(1) ヨーロッパ企業の考え方

ヨーロッパにおける CSR とは、社会的な存在としての企業が、企業の存続に必要な不可欠な社会の持続的発展に対して必要なコストを払い、未来に対する投資として必要な活動を行うことである。これは、EU が主導的に様々な基準を整備していることや、環境、労働に対する市民の意識が高いこともあり、企業として CSR に対する取り組みは包括的で、企業活動の根幹として根付いている。

(2) アメリカ企業の考え方

アメリカでは、1990 年代の後半から、企業は利益を追求するだけでなく法律の遵守、環境への配慮、コミュニティーへの貢献などが求められ、企業の社会的責任が問われるようになった。2000 年代には、企業に対する社会的責任を法律で定めていくというような法的整備・拘束などが進められていくようになった。また同時に、労働者の人権の保護に関しても関心が高まっていった。その背景には、企業活動のグローバル化により、先進国の多国籍企業が発展途上国の労働者を雇うケースが増え、様々な問題の発生に対し、アメリカ政府は企業が起こすこれらの諸問題に対応するため様々な対策を講じていくこととなった。また、アメリカ企業においては、企業が株主のものであるとする考え方が徹底されている。一般市民も多い株主への説明責任という観点から、企業の CSR への理解、認識は歴史的に深い。

第5節 CSR の推進するにあたって

CSR を推進するにあたって、まずは自社の CSR が何かを定義することが必要であり、重要なステークホルダーを特定し、狙いを明確にし、自社にあわせて分かりやすく定義することが必要である。また、企業は、自社を取り巻くステークホルダーを理解しそのステークホルダーの多様化するニーズに正確に把握することが必要である、CSR 推進のメリットとして以下の内容が挙げられる。

(1)顧客満足の向上から売り上げ向上につながる

ステークホルダーである「顧客」の満足度向上に向けた取り組みの実施とその取り組みの点検を徹底することで、顧客満足度が向上し結果、売り上げの増加につながっていく。

5 (2)従業員満足向上で会社が活性化する。

企業にとって従業員というのは大切なステークホルダーである。従業員のニーズを様々な角度で調査し、従業員の満足度が向上すると、愛社精神も高まり、そこから顧客満足や業務改善などの効果につながる。

(3)コンプライアンス体制の強化が信頼を得る基本となる。

10 不祥事により、社会からの信頼を失い、顧客離れ・売上減少となる。更に企業には積極的な情報開示が求められる。ネガティブ情報であっても、迅速に開示することは、社会からの信頼を得る第一歩と言える。

(4)社会の信頼が厚くブランド価値が上がると、株主・投資家からの指示が得られる。

15 コンプライアンス体制の強化とともに社会貢献活動などの実施などを、積極的に情報開示し、地道に CSR 活動を継続することが、株主や投資家からの指示を得られることにつながる。

(5)CSR の推進で企業理念を再確認し、従業員に周知・共有できる。

20 経営ビジョン、品質方針、スローガンなど様々な方針の一部が風化している、第一線で働く従業員に浸透していない企業もあるが、こうした企業にとっては CSR の推進が多くの方針を体系的に整理するチャンスとなる。

(6)コンプライアンスに対する体制の確立、仕組の再確認によりコンプライアンス違反を防ぐことができる

25 コンプライアンスの体制確立により、従業員が社内ルールを遵守し倫理的に行動するよう促す。お客様や従業員、社会からも愛される信頼のある企業になることで、当たり前前を当たり前にする風土も醸成される。

(7)従業員の意識が変われば会社も変わることができる。

30 経営のトップの考えを、分かりやすく繰り返し伝え、部門横断的な全社プロジェクトの発足など、多くの従業員を巻き込んで考えさせる環境を整備することで、従業員の意識は変わる。多くの従業員の意識が変われば会社も変

わることができる。

(8)リスク対応を強化することができる。

CSR は事前に情報を察知し、重大なリスクの対応これを防ぐことになる。

5 (9)ステークホルダーからの高い評価により、企業価値が上がり、企業経営が安定する。

などといった CSR の取り組みによりステークホルダーから得た評価は、更なる継続と改善によりその評価レベルは高くなる。ステークホルダー、社会から「欠かせない企業」と認められれば、企業経営は安定する。

10 第 6 節 SRI による株価

CSR を行うことによる効果のひとつに、SRI⁸による企業価値の向上がある。SRI の歴史は、CSR の歴史とほぼ同じで、1920 年代にさかのぼる。1971 年に初めての SRI ファンドが形成され、1980 年代から 1990 年代に急速に数を増やしていた。その背景には、SRI ファンドのパフォーマンスが、他の一般的なファ

15 ンドに比べて配当率が高いということがある。このようにパフォーマンスがよい理由としては、CSR を実践している企業は、「社会からの評価も高いので、投資家が安心して投資できる」「環境や人権に配慮し、法令遵守はもちろんのこと、コーポレート・ガバナンスにも真剣に取り組んでいる企業は、問題を起こすリスクが少ない」という意味でも投資対象になりやすい。

20 したがって、自社の株価を上げたい場合には、自社株買いや収益を上げていくことはもちろんだが、併せて CSR を実践していくことが有効であるといえる。より具体的には、SRI ファンドに組み込まれるような企業になることが投資家に評価される企業ということになる。

25 CSR の事例としては、2015 年の 2 月頃にあったニュースで、「大雪の影響で通行止めが続く中央自動車道の SA で、ヤマザキパンのトラックが集荷のパンを立ち往生したドライバーの方々に無料で配布した」と Twitter で話題となるというものがあつた。その後山崎パンの株価が上昇していることがわかり、株価のコメントの欄には「企業の社会的責任の模範」「良い会社だから株を買って

⁸ SRI とは **Socially Responsible Investing** の略であり、一般的に「社会的責任投資」いい、CSR を実施している企業に対する投資のことを指す。

も安心できる」等の多数の声が寄せられている。この事例はソーシャルメディアでの情報拡散であったが、それぞれの企業イメージの持ち方や、その後の消費行動、投資行動等に与える影響は大きくなり、企業の社会的責任の重要性を一層感じることができる。

- 5 CSR は活動すれば良いわけでもなく、その企業の普段の活動に組み入れる形で行うと同時に、社会から何を求められているのか正確に理解する必要がある。社会のニーズに本業の範囲以内でその企業に合った CSR を行うことが重要であるとする。そして適切な CSR を行うことによって様々なステークホルダーとの関係性が向上し、「企業価値」が上がると考える。CSR は経営課題そのものであり、事業活動を通じて CSR を果たす、「責任ある企業経営」の実践が問われている。
- 10

15

20

25

30

おわりに

これまで株主・企業双方にとって望ましい株主還元のあり方について、企業価値に焦点をあて論じてきたわけであるが、企業を取り巻くステークホルダーや内部資金、ガバナンス、株主との対話など多方面からの視点で解決策を提示してきた。日本では内部資金が多くそれを上手く活用できていないため、日本

- 5
- 10
- 15
- 20
- 25
- 30
- ROE が向上する。ROE の向上はグローバル化が進み、海外の投資家が増加している今日では大きなメリットとなる。また、持続的な企業価値の向上には適切なタイミングでの自社株買いを行うことが重要となる。企業とステークホルダーの関係性向上には CSR があるが、CSR は活動すれば良いわけでもなく、その企業の本業に組み入れる形で行うと同時に、社会から何を求められているのか正確に理解する必要がある。社会のニーズに本業の範囲以内でその企業に合った CSR を行うことが重要であると考え。

以上のように、コーポレートガバナンス・コードの推進により内部資金を有効に活用することによって ROE が向上し、さらに CSR の推進により社会から信頼性を獲得することによって諸課題の解決が図られ、企業価値が向上することによって、株主と企業双方にとって望ましい還元が実現するものと考えられる。

参考文献

- Economic Research Bureau CABINET OFFICE
(<http://www5.cao.go.jp/keizai3/discussion-paper/dp063.pdf#search='%E6%97%A5%E6%9C%AC%E3%81%AF%E5%BE%93%E6%A5%AD%E5%93%A1%E9%87%8D%E8%A6%96%E3%81%AE%E7%B5%8C%E5%96%B6'>)
- 5
- 大和証券 「自社株買い増加の背景と今後の動向」
(http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20150724_009962.pdf#search='%E7%B1%B3%E5%9B%BD%E4%BC%81%E6%A5%AD%E3%81%AE%E8%87%AA%E7%A4%BE%E6%A0%AA%E8%B2%B7%E3%81%84+%E3%83%A1%E3%83%AA%E3%83%83%E3%83%88')
- 10
- GLOBIS 知見録 「自社株買いと株価 — 自社株買いを行うと株価は上がるのか」 斎藤忠久 (<http://globis.jp/mba/842/>)
- 15
- 経済産業省 「企業価値評価」
(www.meti.go.jp/report/downloadfiles/ji04_07_03.pdf)
- 日本銀行 「長・短期プライムレート（主要行）の推移」
(<https://www.boj.or.jp/statistics/dl/loan/prime/prime.htm/#p03>)
- 一般社団法人 生命保険協会
20 「平成 25 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」(www.seiho.or.jp/info/news/2014/pdf/20140418_1.pdf)
- 財務省 「法人企業統計」
(<https://www.mof.go.jp/pri/reference/ssc/>)
- 金融庁 「コーポレートガバナンス・コード原案」
25 「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」
(www.fsa.go.jp/news/26/sonota/20150305-1/04.pdf)
(<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2.html>)
- GarbageNEWS.com
30 (<http://www.garbagenews.net/archives/1955986.html>)

● Weblio 辞書

<http://www.weblio.jp/content/%E3%83%97%E3%83%AA%E3%83%B3%E3%82%B7%E3%83%91%E3%83%AB%E3%83%BC%E3%82%A8%E3%83%BC%E3%82%B8%E3%82%A7%E3%83%B3%E3%83%88%E7%90%86%E8%AB%96>

5 ● コトバンク

(<https://kotobank.jp/word/%E6%A0%AA%E4%B8%BB%E8%B3%87%E6%9C%AC%E5%88%A9%E7%9B%8A%E7%8E%87-2432%E7.9F.A5.E6.81.B5.E8.94.B52015>)

● 企業経営情報レポート

10 (www.bizup.jp/member/netjurnal/repo_k32.pdf)

● 日本経済新聞

(<http://www.nikkei.com/money/investment/toushiyougo.aspx?g=DGXIMMVEW4001013122010000001>)

● 企業広報プラザ HP

15 (<https://www.kkc.or.jp/plaza/basic/csr.html>)

● FINANCIAL STANDARD

(https://fstandard.co.jp/column_detail/19)

● 伊藤レポート「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～」

20 (www.meti.go.jp/press/2014/08/20140806002/20140806002-2.pdf)

● トヨタ「種類株」発行の意図は参考

(<http://blogos.com/article/117171/>)