

平成27年度 証券ゼミナール大会

「株主・企業双方にとって望ましい
株主還元のあり方について」

第7テーマ Bブロック

明治大学

坂本ゼミナール (中野班)

目次

序章

第1章 日本の株主還元策

- (1) 株主還元とは
- (2) 我が国における株主還元策の特徴
- (3) 企業、株主双方に望ましい株主還元の定義

第2章 日本の株主還元策の課題

- (1) プリンシパルエージェント問題
- (2) プリンシパルエージェント問題への対応

第3章 機関投資家

- (1) 日本の機関投資家の特徴
- (2) アメリカの機関投資家の特徴

第4章 海外の株主還元策

- (1) アメリカの株主還元策
- (2) 財務データによる日本企業の特徴
- (3) 日本企業の低収益の要因
 - 1. 資本コスト
 - 2. 株主のガバナンス機能

第5章 望ましい還元策としてのスチュワードシップコード

- (1) スチュワードシップコード
- (2) 日本版スチュワードシップコードの7原則
- (3) スチュワードシップコードの日英比較
- (4) スチュワードシップコードの導入背景
- (5) スチュワードシップコードの課題点

(6) 日本生命の事例からみるスチュワードシップコードの効果

第 6 章 成長段階とそれに応じた株主還元策

(1) 黎明期

(2) 成長期

(3) 成熟期

(4) 衰退期

終章

序章

昨今の我が国では、資金の使い道への投資家や株主間での関心が高まり、納得のいく説明をする必要性が高まってきていることから、各々の企業で株主還元の目安を設定したり、従来の方針を変更したりする動きが相次いでいる。企業側は株主に支払う一株当たりの配当金や配当性向というのは、毎期一定の額に維持する安定配当であったのに対し、利益によって配当金や配当性向を増減させる業績連動型の配当政策など多様な還元策が採用されるようになってきている。一方で、株主側はというと企業側に出資した資本の回収、つまり、株主還元という形で自社株買いや株主優待、キャピタルゲイン、配当によって利益を得ているというのが現状である。このような現状の中、本論文では、第1章では日本のプリンシパルエージェント問題について、第二章では日本の株主還元策の現状、第三章では日本の株主還元政策と比較して海外の株主還元政策について着眼し、第四章では近年新たな株主還元策として話題を集めているスチュワードシップコードについて触れ、第五章では結論を論じる。

第1章 日本の株主還元策

20 (1) 株主還元とは

そもそも、株主還元策とは株式会社がその事業活動によって獲得した利益を、配当を増やしたり、株式分割によって実質増配をするといった形で株主に還元することをいう。通常株主還元策には、配当、株主優待、自社株買いの3つの方法がある。

・配当

配当とは、社員（株主）が利益配当請求権（剰余金配当請求権、105条1項1号、621条1項）に基づいて受け取ることができる利益の分配のことである。一般に配当という場合には現金によって支払われる現金配当を指す

が、現在の株式分割を、株式による配当（株式配当）と表現していたこともあった。

5 配当は、会社の利益を源泉として支払われるものであるため、その金額は一定ではない。赤字で利益のない期や、あっても少なく内部留保を厚くした場合には無配、すなわち配当が支払われない場合がある。株式会社においては、無配になる場合も含め、配当の金額は株主総会の決議によって決定される（454条1項）。利益配当の上限額（剰余金の分配可能額）は、純資産額から資本の額、資本準備金及び利益準備金の合計額、その決算期に積み立てることを要する利益準備金の額、その他法務省令（会社計算規則）に定める額を控除した額である（446条、461条など）など会社法により様々な決まりがある。

・株主優待

15 株主優待は、株式会社が一定数以上の自社の株式を権利確定日に保有していた株主に与える優待制度のことである。実施に対する法的な義務は無く、諸外国ではほとんど行われておらず、基本的に日本独自のものであると考えてよい。所有株数に応じて、優待内容が変わることが多いものの、所有株数に完全比例はせず、概ね名義ごとに付与されるため、零細株主であるほど金銭
20 に換算した利回りが高い。それゆえ個人投資家に人気があり、個人株主を増やしたい企業は積極的に実施している。

・自社株買い

25 自社株買いとは、自己株式取得の一つで、株式市場から過去に発行した株式を自らの資金を使って直接買い戻すことを指す。社株買いとは、利益剰余金などを使い、会社が自社株を買うことであり、これによって発行済株式の総数が減り、1株当たりの資産価値が向上する。また自社株買いをした株式を償却することを自社株買い消却という。自社株買い消却は、自社株買いにより発行済み株式数や株主資本の減少につながり自己資本が減るため利益を
30 自己資本で割って算出する株主資本利益率（ROE）を向上させることが可

能で株主還元策として評価されている。一株利益を引き上げることや自社株買いは日本では1994年に商法を改正することで解禁となっている。

5 (2) 我が国における株主還元策の特徴

本節では、我が国における株主還元策のかつての特徴及び現状について振り返る。かつての日本の株主還元の特徴としては、当時の日本企業に当期純利益に対する配当額に比率として定義される配当性向が安定的であるという事実があった。これは、増益・減益にかかわらず 1株当たり配当金の固定化を図るというものである。

上記で挙げたようにかつての日本企業の配当または配当性向は一定の額に保たれており安定していたと言えた。しかし日本企業の伝統的な経営方針や経営環境の変化、景気の悪化などにより、株主還元の形式が多様に変化した。1990年代後半から続く業績不振の影響により、2002年3月期の時点で3兆円に届かなかった東証1部企業の年間配当金総額が、2008年3月期には約6兆7千億円の過去高額を達成したことはその典型といえよう。世界的金融不況がもたらした業績低迷の影響から、2010年3月期における配当金総額は5兆円を下回る見通しだが、このような配当金総額の急激な増減は、わが国においては珍しい現象といえる。

この現象が出現した背景には、この10年ほどの間に生じた企業を取り巻く環境の急激な変化がある。企業経営者は放出された持ち合い株式の新たな受け皿役を担っている機関株主等の動向や要求に配慮せざるを得ない状況にある。さらには敵対的買収の対象とならないためにも、事業の再構築を通じ競争力を高めることで収益性を向上させることにくわえ、企業価値にプラスの効果をもたらさうる財務政策の実施も求められている。このような環境変化への適応過程において上場企業の増配基調が生じたものと推察されるが、とりわけ、安定志向型から業績連動志向型の配当政策へ方針転換することを表明する企業が増加傾向にあることは注目に値する。この傾向はわ

が国上場企業の配当慣行に変化もたらず新たな特徴といえるだろう。

近年業績が回復傾向にありキャッシュフローが改善したものの、先行き不透明な事業環境を考慮すると思いついた設備投資また株主への積極的な配当が踏み切り難く、手元資金が膨らんでいる企業が多く最適な株主還元が行

5 えていない現状がある。手元に資金を留保することは自己資本利益率（ROE）へ大きな影響を与える。将来的な大型なM&Aなどを口実に巨額の資金もしくは必要以上の資金を保有していくことは日本経済に良い影響を与えているとはいいがたい。本来、その資金は保有するだけでなく、投資してリターンを稼ぎ出し、株主に還元する必要がある。

- 10 近年は株式市場に占める外国人投資家の割合が増えており、彼らは自己資本利益率（ROE）を重視して投資を行う場合が多い。また政策保有株式を多く保有する企業あるいは海外に多くの子会社をもつ企業ではアベノミクスによる株価上昇と円安を受けて自己資本が増大していることもあり、ROEが低迷を続けるケースが少なくない。ROE向上の近道は自己資本の圧縮だ
- 15 から、豊富な手元資金を保有しておくよりも配当や設備投資、自己株式取得により株主に還元するべきだと考えるのが一般的である。

（3）企業、株主双方に望ましい株主還元の定義

- 20 企業と株主双方にとって望ましい株主還元の定義は企業側や株主側によっても目的やメリットが異なり様々であると考えられるが、本論文では企業の成長段階において株主にとって最大の資本の回収が可能になり、企業の成長や維持の妨げにならないよう負担を減らす株主還元政策を指す。

- 25 本論文では投資家の視点に立ち、投資家が望ましい株主還元を享受するために行うべき行動を中心に考えていく。

第2章 日本の株主還元策における課題

- 30 日本の株主還元策について考えてみると、プリンシパルエージェント問題に着目するべきであることが分かる。

(1) プリンシパルエージェント問題

プリンシパル（委託者）がエージェント（代理人）に業務行為を委任する関係をエージェンシー関係と呼ぶ。株式会社の場合、企業のオーナーである株主が企業経営を取締役に委任している（所有と経営の分離）。このような関係をエージェンシー関係と呼ぶ。エージェンシー関係にある委託者と代理人は、必ずしもその利益が一致しないことがある。株主と経営者の関係を例にとれば、経営者は自己の名声や利益を重視し、株主利益とは一致しない行動をとることがありうる（エージェンシー・スラック（Agency slack））。このように、エージェンシー関係にある両者の利益が一致せず、情報の非対称性が発生している問題をプリンシパルエージェンシー問題と呼ぶ。

エージェントは、常にプリンシパルが欲することを行うとは限らなく、モラル・ハザード、不完全な観察、リスク回避といった要因によって、さまざまな問題が発生してくる。そのため、契約は、これらの問題を克服するように構成しなければならないといえ、これらが日本の課題といえる。

(2) プリンシパルエージェント問題への対応

プリンシパルにとって最も好ましい行動をとることが、エージェントにとって常に最も望ましいこととは限らないため、エージェンシー関係においてはさまざまな問題が発生することから、しばしばモラル・ハザードが現実には発生することになる。モラル・ハザードとは、契約によって防ぐことのできない利己的な行動のことである。モラル・ハザードは、エージェントが隠された情報を持っている場合に発生され、情報の一部を隠すことによって、罰則を受けるおそれなしに怠けることが可能になるのである。

これらエージェント問題によって発生する様々な問題の解決策としては、観察可能性をもつことが手段として考えられる。観察することによって、プリンシパルは契約に基づいて、エージェントに正しい行動を促したり、望ましい結果を得ることを要求でき、もしもエージェントがそれに沿わない場合、

彼らにペナルティを与えることができるというメリットが挙げられるからである。また、モラルハザードに対する対策としては、何らかのインセンティブシステムを組み込むこともひとつの手段となると考えられる。例えばストックオプションが挙げられるが、これは予め決められた価格で自社株を買う権利のことをいい、予め決められた価格が時価より安かった場合、この権利を与えられた者は利益を受けられるといったようなシステムである。この仕組みとしては、取締役や使用人に対して、一定の株価で自社の株式を購入する権利を与え、一定の期間が経過した時点で、取締役や使用人が当初の約束価額で株式を購入。そして株価が上がった時点で売却すればその売却者である取締役や使用人が大きな利益をえるといった仕組みになっており、会社の業績向上による株価の上昇が、取締役や使用人の利益に直接結びつくことから、取締役や使用人の業績向上意欲の向上に結び付くことが期待されているのであり、それゆえモラルハザード回避としてのインセンティブシステムとして機能しうると考えられるのである。

15

第3章 機関投資家

(1) 日本の機関投資家の特徴

20 日本の株式市場の平均株式保有期間を見ると、国内銀行、保険、事業法人が長く、機関投資家は1年未満、個人はそれより短くなっている。こういった日本投資家の短期志向化と長期投資の割合が低い要因として以下の理由が挙げられる。

25 第1に日本経済、市場の停滞の長期化に伴い、株価上昇の期待が薄い状態が長期間続いていることである。そのため長期的に投資してリスク抱えるよりも短期的な投資機会の追求し短期的なリターンを得る方が経済合理性に合致しているのである。

30 第2に中長期的な価値創造を理解するための企業側の開示が不足している点である。機関投資家は日本企業の開示改善を評価するが、短期業績だけでなく、より中長期的な戦略・ビジネスモデルに関する情報を求めているの

に対し、企業側の情報開示が短期的情報に集中しており、中長期情報の開示が不十分であるため、機関投資家が長期的投資を行おうと思わせる魅力が感じられないのである。

第3に企業が機関投資家の要望に応えられていないことである。資家から
5 日本企業に対する要望として最初に挙げられるのは、ROE（株主資本利益率）の目標値の公表と水準向上である。生命保険協会が実施した平成23年度「株主価値向上に向けた取り組み」に関するアンケート結果によれば、投資家が中期経営計画での公表を望む経営指標として、82.3%の投資家が「ROE」を挙げているのに対し、実際に中期経営計画の中でROEの目
10 標値を公表している企業は32.8%に留まっており、投資家の期待と企業の実態に乖離が見られる。

最後に企業と機関投資家との中長期的な企業価値向上への対話の不足していることである。企業の持続的な成長には機関投資家が企業と建設的な対話つまりエンゲージメントが必要となってくるが、現段階ではその機会が十分
15 とは言えず、ガバナンスができていないため企業と機関投資家の長期的で望ましい関係が構築できていないのである

（2）アメリカの機関投資家の特徴

20 アメリカの機関投資家の平均株式保有期間は約2年であり、世界で最も長く保有している。つまり中長期的な投資が浸透しているということである。その要因の一つとして日本企業の課題でもあったエンゲージ活動が定着しつつあることにある。アメリカの機関投資家の間では投資先企業との間でさまざまな対話を持ち、コーポレートガバナンスの改善や経営革命を促す取
25 組みが一般化しており、これらの活動をエンゲージメント活動と呼ぶ。エンゲージメント活動を通して機関投資家と投資先企業とのさまざまな面での相互理解が可能になり、効果的な関係を構築することで経営戦略やビジネスプランなどの中長期的な情報を知ることができ、中長期的に、また継続的にリターンを得ることができる環境ができていると言える。

30

第4章 海外の株主還元策

5 (1) アメリカの株主還元策

本章ではアメリカの株主還元についてまとめていきたい。アメリカの株主配当は全体的に日本よりも高い。しかし近年アメリカ企業の株主還元策の中心となっているのが自社株買いである。かつてはアメリカも日本同様に配当が株主還元の中心であったが2010年の調査では日本企業が約85%の上場企業が配当を行っているのに対しアメリカ企業はわずか30%程度になっており1980年代から徐々に配当を実施する企業が減少していきそれに代わって自社株買いが実施されるようになった。その要因として自己資本を減らしてROEそして株価の上昇を目指すためもちろんあるが、1980年代半ば頃から絶対的買収が盛んに行われるようになり、その防衛策として自社株買いが増加したとも言われている。

とくにここ10年間では自社株買いの傾向が強く歴代の株式買戻し金額のトップ10を占めている。アメリカでは日本より圧倒的に高い株価またはROEの値を示している企業が多い。アメリカの大企業では最適な投資先がない場合や過剰な内部留保が生まれると判断された場合は自社株買いを行い、自己資本を減らしてROEそして株価の上昇を目指しているためである。

図1

企業名	発表年月日	金額	株式総数に対する割合	1年後の株価増減
アップル	2013年4月23日	500億円	13.10%	29.20%
ゼネラル・エレクトリック	2015年4月10日	500億円		
マイクロソフト	2006年7月20日	400億円	17.20%	36.40%
マイクロソフト	2008年9月22日	400億円	17.40%	1.50%
マイクロソフト	2013年9月17日	400億円	14.60%	41.30%
マイクロソフト	2004年7月20日	300億円	9.90%	-7.50%
プロクター・アンド・ギャンブル	2007年8月3日	300億円	15.10%	4.70%
アップル	2014年4月23日	300億円	6.60%	
インテル	2005年11月10日	250億円	16.50%	-18.5%
ホーム・デポ	2007年6月19日	225億円	30%	-30.6%
プロクター・アンド・ギャンブル	2005年1月28日	200億円	14.90%	9.20%
インテル	2014年7月15日	200億円	12.70%	
ビリニー・アソシエーツ 調査より 2015年 坂本ゼミ作成				

この図をもとにこれまでの事例を分析すると、自社株買いは株価上昇効果をもたらすことが確認できる。ビリニー・アソシエーツ氏の調査によると、金額順の上位10件では3分の2の企業で1年後に株価が上昇しており、全社平均でも7.3%の上昇が認められた。

またアメリカではコーポレートガバナンスが深く浸透しており、会社は株主のものであるという共通認識をもっている。アメリカ型ガバナンスの基本は、「所有と経営の分離」であり、会社を所有する「株主」と、その代理として会社の経営方針などを定める「取締役」、日々の経営の実務を執行する「執行役員」の3つに分かれる。社内に利害関係のない人物を選ぶため、通常独立取締役とされる。そのため、株主の意向が反映しやすい会社となり経営者に緊張感が生まれ、株主価値を最大にするよう努め高配当を行う傾向がある。

図2

	株主還元の構成比		配当性向
	配当	自社株買い	
日本	73.80%	26.20%	30.90%
アメリカ	39.60%	60.40%	37.30%
ヨーロッパ	81.50%	18.50%	52.70%

株主還元の日米比較より 坂本ゼミ作成

(2) 財務データによる日本企業の特徴

5

日本の企業は、米欧と比較すると収益率が低いとされている。財務データを用いて確認する。総資産利益率（ROA）、総資本利益率（ROE）、またこれらに影響を及ぼすと考えられる売上高利益率と総資本回転率の4つの指標に着目すると日本企業の収益力について以下のことがわかる。

10

一つ目に、ROA、ROE、ともに米欧と比較すると日本企業は低い水準にある。2000年初頭のITバブル崩壊による世界的景気後退で、一度は日米欧企業の収益率は収束したが景気回復に伴い差が開くこととなった。

15

二つ目に、ROA、ROEのうごきは、日米欧でおおむね似通っている。大きな違いは、欧米のROAはほぼ同水準であったのに対し、ROEでは欧州のほうが顕著に高くなっている。この要因としては、2000年代のアメリカ企業のレバレッジが低下し、欧州企業との差が開いたことがあげられる。日本のレバレッジはアメリカに近い水準で推移したため、日米のROA、ROEの差はほとんど変わらなかった。

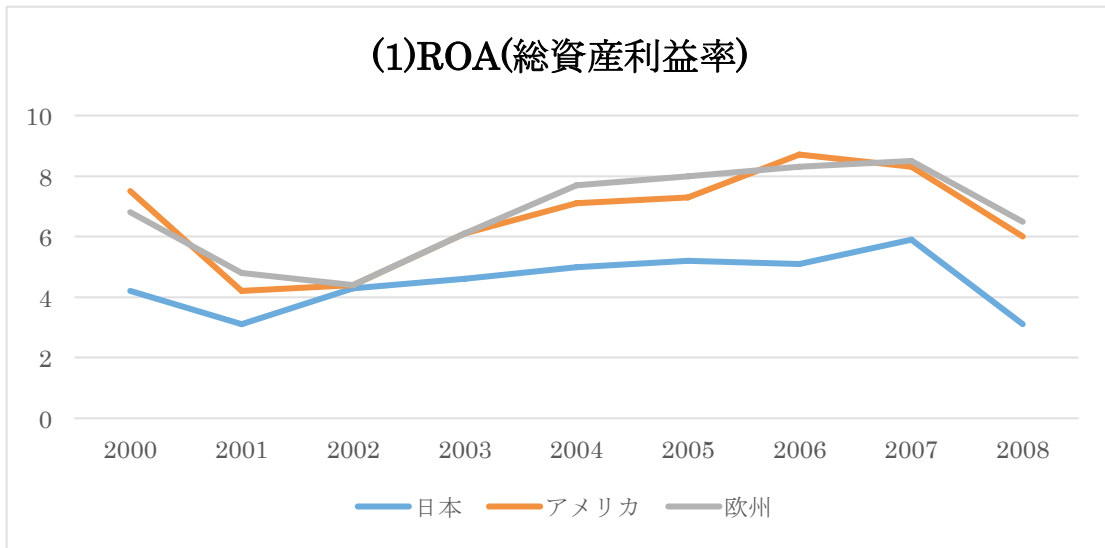
20

三つ目に、日本は欧米と比較すると、総資本に対する売上高の比率である総資本回転率が高いため、ROA、ROEの低さの要因は売上高利益率の低さにあると考えられる。

以上のことから日本企業の収益率は米欧と比較すると低収益であることがわ

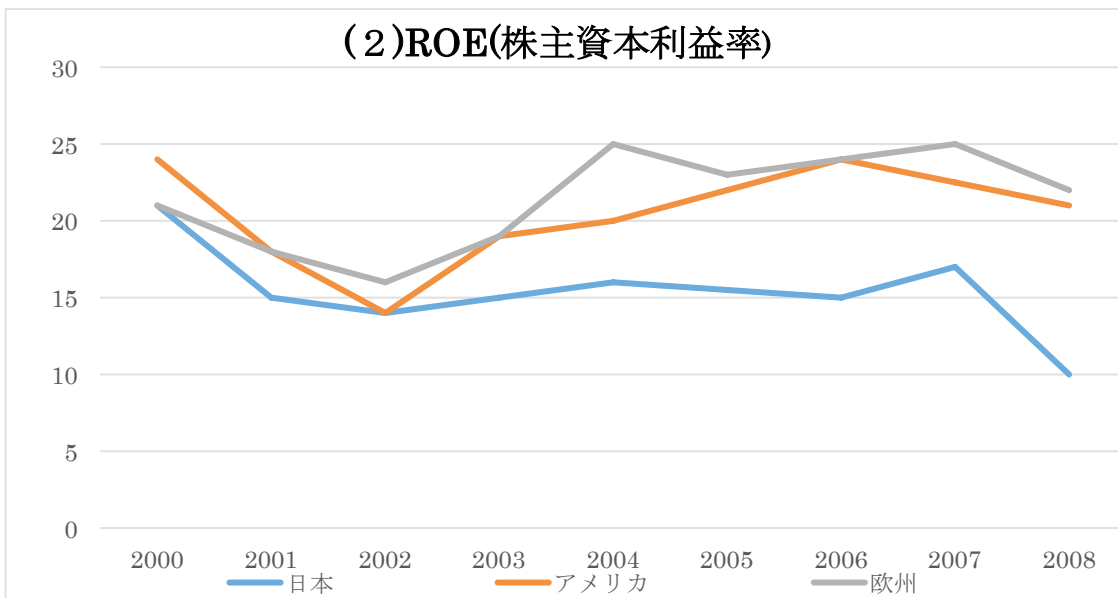
かる。

図 3



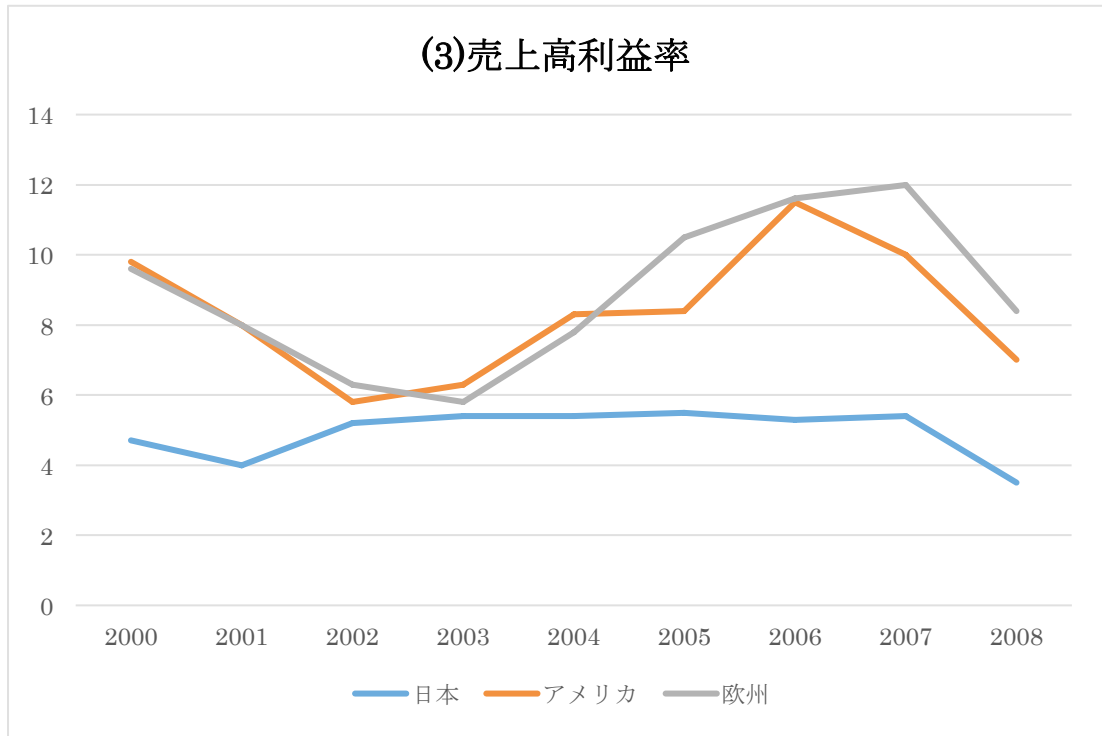
5

図 4



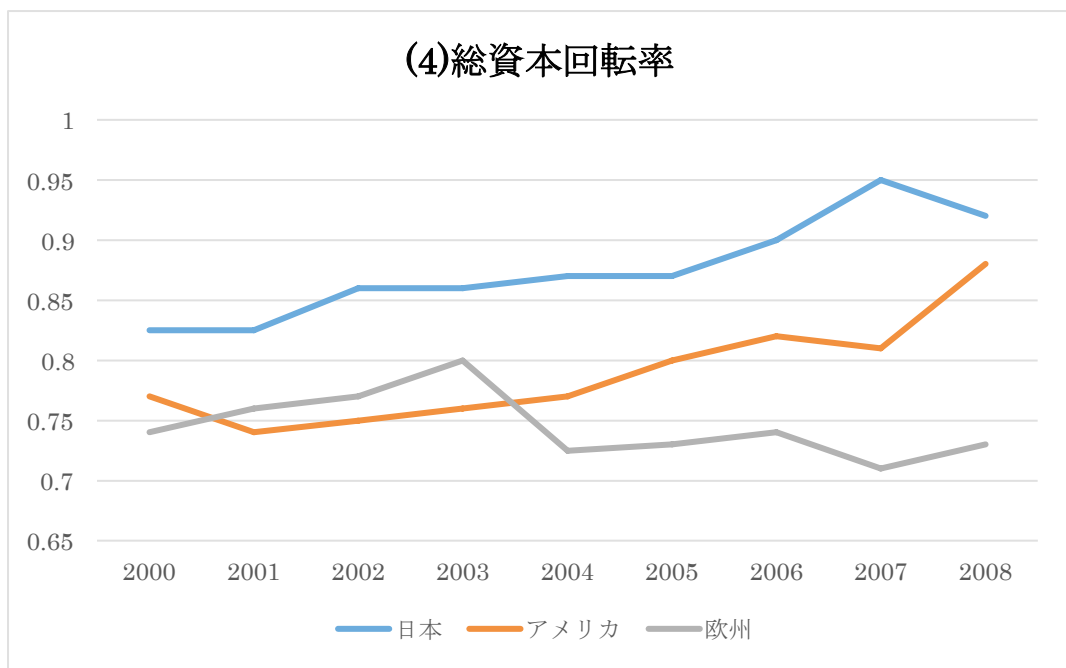
10

図 5



5

図 6



(備考)日経NEEDS Financial Quest及びBureau Dijk社「Orisis」により作成。 図3, 4, 5, 6

(3) 日本企業の低収益の要因

5

1. 資本コスト

こうした日本企業の低収益の背景としては、様々な理由が考えられるが、資本コストの低さが一つの要因になっているという見方がある。株主の要求する利益水準が低いことが、企業に利益率が低い投資を選択させているというものである。

10

日本の資本コストはおおむね3%程度であり、2000年代においてほぼ変化はしていない。

対してアメリカの資本コストは急低下した2008年を除けばおおむね5~6%程度で推移している。この内訳としては、アメリカの負債金利の水準が日本のそれを上回っていることに加え、株主コストについても、アメリカのほうが高い水準になっている。

15

アメリカにおいて日本よりも利益率が高いことの背景には、資本コストの高さに表されるような投資家の求める収益率の高さが一定の圧力となっている可能性が考えられる。ただし、近年の日本でも企業に対する株主の影響が強まってきており、そういった企業統治面の圧力から企業の資本効率も高まっていくものとする。

20

2. 株主のガバナンス機能

日本の場合、他国と比べROAのばらつきが小さく、なおかつ個別企業のROAの変動自体も小さいという特徴がある。こうしたことから、日本の企業が大胆なリスク・テイク行動や他企業と差別化された行動を示すことが比較的少ないことが低収益性につながっており、その要因として株主のガバナンス機能が十分に働いていない可能性が指摘されている。

25

ニコラスE. ベネシュ（株式会社ジェイ・ティ・ピー代表取締役）氏の日本コーポレートガバナンスについての論文によると、日本のコーポレートガバナ

30

5 ンスは近年注目視され、議論されてきているが不正を防止することを中心に考え、社外取締役を導入して不正を未然に防ごうといった教義的な意味でしか浸透していない場合が多いと述べられている。

5 本来コーポレートガバナンスとは、株主、従業員、顧客などといったステークホルダーとのつながりを強めるものであり、お互いの意見や要求を出し合い、話し合いながら最もよい経営を行っていくことが目的である。狭義的なコーポレートガバナンスが先行し、本来のコーポレートガバナンスの目的を失ってしまっているのである。

10 そのため株主や役員会によるチェック・監視機能の欠如、負の情報を経営トップにまで上げる企業文化が浸透していないこと、ステークホルダーの主張不足、そしてそのステークホルダーよりも監督官庁の顔を見て経営をしてきたことにより社外取締役を導入しただけでは防げない様々な問題を引き起こした。

15 現状のコーポレートガバナンスを変えるには株主とくに機関投資家がもっと企業の経営に参加する必要がある。経営モニタリングを通して不正防止をすることはもちろん、競争力、収益力を向上させ、長期的な企業価値の追求や企業業績の向上を目指すことが重要である。

20 そのために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コードを日本の企業経営に浸透させ、機関投資家が果たすべき姿勢を定義づければ、機関投資家が投資先企業に対して様々な貢献ができると考えられる。

第5章 スチュワードシップコード

25 本章では、近年新たな株主還元策として注目を集め、実際に現在では多くの機関投資家に受け入れが表明されているスチュワードシップコードについてその特徴及び、株主還元策として期待される効果について着目し、現状とそこから考えられる課題について言及していく。

(1) スチュワードシップコード

30

機関投資家が投資先企業や その事業環境等に関する深い理解に基づく建設的かつ目的を含んだ対話、つまりエンゲージメントを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことによって、その受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るといったことを意味したものである。また、このコードは、機関投資家が、

5 顧客や受益者、投資先企業の双方を視野に入れ、スチュワードシップコード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であり、コードに沿って、機関投資家が、適切にスチュワードシップ責任を果たすことによって、経済全体の成長を促していくものとしてもきたいされており、機関投資家と顧客双方にメリット、いわゆる利益というものが期待できると考えられるのである。では、機関投資家とはどの機関

10 投資家を指すのか。それは、日本株に投資している国内外の機関投資家のことであり、また運用会社などのいわゆる資産運用者ばかりではなく、保険会社や年金基金といった資産保有者や、議決権行使助言会社なども含まれており、中長期的な視点から、投資家と企業との間で建設的な関係を構築することが期待されている。

15 (2) 日本版スチュワードシップコードの7原則

日本版スチュワードシップコードでは機関投資家が果たすべきスチュワードシップ責任を明確にした上で、この責任を機関投資家が果たしていくにあたり有用と考えられる7つの原則を定めている。また本コードに法的拘束力はないが、機関投資家が、

20 このコードを受け入れる場合はその旨を公表することとなっている。

以下がその原則である。

- (1) スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべき
- 25 (2) スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべき
- (3) 投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべき

30

(4) 投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の解決に努めるべき

5 (5) 議決権の行使を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べきでなく、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

(6) 議決権の行使を含め、スチュワードシップ責任をどのようにして果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対し定期的に報告を行うべき

10

(7) 投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべき 出所：

15

このように、日本版スチュワードシップコードは、英国版とは違い原則主義を採用し、各々機関投資家がそれぞれ置かれている状況に応じて、異なったやり方でスチュワードシップ責任を適切に果たすことを求めているのである。また、本コードではcomply or explain の手法が採られ、7原則の中で、実施することが適切でないと考えられる原則があった場合、実施しない理由を十分に説明することによって、その原則に対しては対応しなくてもよいものとされている。また本コードを受け入れる機関投資家は、受け入れの表明、責任を果たすためにどのような行動を起こしていくのかといった説明の開示が要求される。現在このスチュワードシップコードの受け入れを表明している機関投資家は197(205年9月時点)となっている。

20

(3) スチュワードシップコードの日英比較

1. 機関投資家は、スチュワードシップコード責任をどのように果たすかについての方針を公に開示するべき	1. 機関投資家は、スチュワードシップコード責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表するべき
--	--

きである。	である。
2. 機関投資家は、スチュワードシップコードに関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定して公表すべきである。	2. 機関投資家は、スチュワードシップコード責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
3. 機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。	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に、該当企業の状況を的確に把握すべきである。
4. 機関投資家は、スチュワードシップ活動を強化するタイミングと方法について明確なガイドラインを持つべきである。	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。
5. 機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と強調して行動すべきである。	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、単に形式的な判断機軸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。
6. 機関投資家は、議決権行使および議決権行使活動について、明確な方針を持つべきである。	6. 機関投資家は、議決権の行使を含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
7. 機関投資家は、スチュワードシップコード活動および議決権行使活動について、委託者に対して定期的に	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

報告するべきである。	基づき、該当企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。
------------	--

金融庁ウェブサイトより 2015年坂本ゼミ

作成

5 日本版第4原則のスチュワードシップコード活動の強化に対する明確なガイドラインについての記述と第5原則の他の機関投資家との集団的エンゲージメントの必要性についての記述は日本版にはない特徴的なものである。反対に日本版第7原則のような機関投資家自身の投資先企業の理解と対話の必要性に関する記述は英国版にはない日本版独自のものとなっている。基本的に英国版のものを参考に日本版を作成したため、似た内容になっているが両国の経営環境や特徴を考慮し、変化を加えている。

10 (4) スチュワードシップコードの導入背景

15 20 これまで日本の機関投資家は、いわゆる「もの言う株主」ではなく、「もの言わぬ株主」と言われてきた通り、企業の経営活動に関しては関心がないとは言わないが、非常に消極的であった。しかしながら、近年その機関投資家が活発な動きを見せている。これは、スチュワードシップの導入があってこそその動きなのである。そもそもスチュワードシップコードはイギリス発祥であり、日本においては、2013年6月の成長戦略の提言によって、2014年2月に金融庁有職者会議がスチュワードシップコードを策定、公表したのである。日本やイギリスだけではなく、アメリカ、オランダ、マレーシアなど世界約70カ国の国々で策定されている。このような数字から考えてみても日本でこのコードを定着させることが世界の国々から遅れをとらないという意味でも必要不可欠なものと考えられる。以下は2014年12月から2015年9月時点での日本版スチュワードシップコードの各機関投資家の導入状況である。

図7

	2014年2月	2015年3月	2015年6月	2015年9月
信託銀行等	6	6	7	7
投信会社等	122	129	133	139
生保	17	17	17	17
損保	4	4	4	4
年金基金等	19	21	23	23
議決権行使助言会社等	7	7	7	7
合計	175	184	191	197

出所 :金融庁ホームページより 坂本ゼミ作成

このように月日を経つにつれ、各機関投資家の日本版スチュワードシップコードの受け入れを表明する機関投資家は増えており、その注目度や機関投資家にとっても重要なものとなってきていることが分かる。このことから言えることは、日本版スチュワードシップコード普及に伴い、機関投資家だけではなく企業側もそのコードの内容を十分に理解しておくことが要求されるのである。また機関投資家の立場から考えると、今まで以上に企業の経営状況に対しての対話が増え、より一層企業経営者に対しての要求を増やすことも考えられるのである。

10

(5) 日本版スチュワードシップコードの課題点

日本版スチュワードシップコードの課題点として考えられることといえば、今まで長年機関投資家は、もの言わぬ株主として企業経営については口を挟むことはほとんどなく、いわばもの言わぬ株主として存在していたわけであるが、この日本版スチュワードシップコードが策定・公表されたことにより本コードを受け入れる機関投資家は従来のもの言わぬ株主からもの言う株主へと変遷することになることは言うまでもない。そこから考えられることは、企業が、例えば業績不振に陥った場合などは、企業経営者は、すかさず機関投資家から経営を見直すよう檄を飛ばされることとなる。そのため、企業経営者は思うような経営行動がとれず消極的になってしまい、サステナビリティ

20

5 ティを実現することが困難なものになってしまう懸念があるのではないかと考えられるのである。もの言う株主としての機関投資家は結局のところ短期的な利益還元策を要求し、長期的に企業価値の向上を図る機関投資家は現時点で少ないのではないかなど実際のところ懸念を抱く経営者も少なくないはずである。近年話題を集めて

10 いるトヨタの種類株はそうした機関投資家からのいわゆる経営活動に対する横槍を防ぐものとして機能していることがよく理解できる。このように考えるとスチュワードシップコードは、結局のところ企業の持続的発展を促すものとして、あまり期待できないのではないかというイメージが植え付けられてしまう。しかしながら、ほんとうに、そのようにスチュワードシップコードが結局のところ企業側に対してメリットのある株主還元策

15 とは言えないのであろうか。実際に日本版スチュワードシップコードの受け入れを表明している機関投資家である日本生命の例を基に考えてみたい。

(6) 日本生命の事例

15 日本版スチュワードシップコードの受け入れを表明している機関投資家である日本生命は、対話のテーマを中長期的な経営戦略、経営陣の経営方針、株主還元としており、対話での納得がいかなかった場合や対話後も企業側の改善がみられなかった場合、議決権行使での不賛同や、株式売却などをけんどうしている。ここからわかることは、対話のテーマに中長期的な経営戦略、経営陣の経営方針があることで企

20 業側の長期的な成長が促されるということである。これは、企業側にとっては非常にメリットとなると考えられる。また機関投資家の側から見ても、改善がみられない場合には、議決権行使の不賛同、株式売却を検討していることで、より効率的にリターンを得られることがわかる。

25

図8

	増復配	減配	据置き
投資先企業	54%	8%	38%
対話実施	60%	6%	34%
実施なし	52%	8%	40%
全上場企業	47%	8%	44%
日本生命ホームページより 坂本ゼミ作成			

この表は、日本生命がエンゲージメントを実施した企業と行わなかった企業とでの対話の成果を示している。このように、日本生命が対話を実施することで成果が実際にあったことが分かる。また、日本生命は、やみくもに判断を行い、議決権行使の不賛同を行うのではなく、不賛同の例として、投資先企業に安定した収益があり、実質借金がない場合や、企業側が中長期的な株主還元の方針、ROEなどの経営目標が設定・公表されていないときなど明確な基準を基に判断を行っているのが伺えるのである。このような明確な基準を基に議決権行使の賛同・不賛同を行うことで、企業・株主である機関投資家双方にメリットが生まれるのである。

15

第6章 成長段階とそれに応じた望ましい株主還元策

望ましい配当方針について企業と投資家の考え方を比較した調査を見てみよう。

20

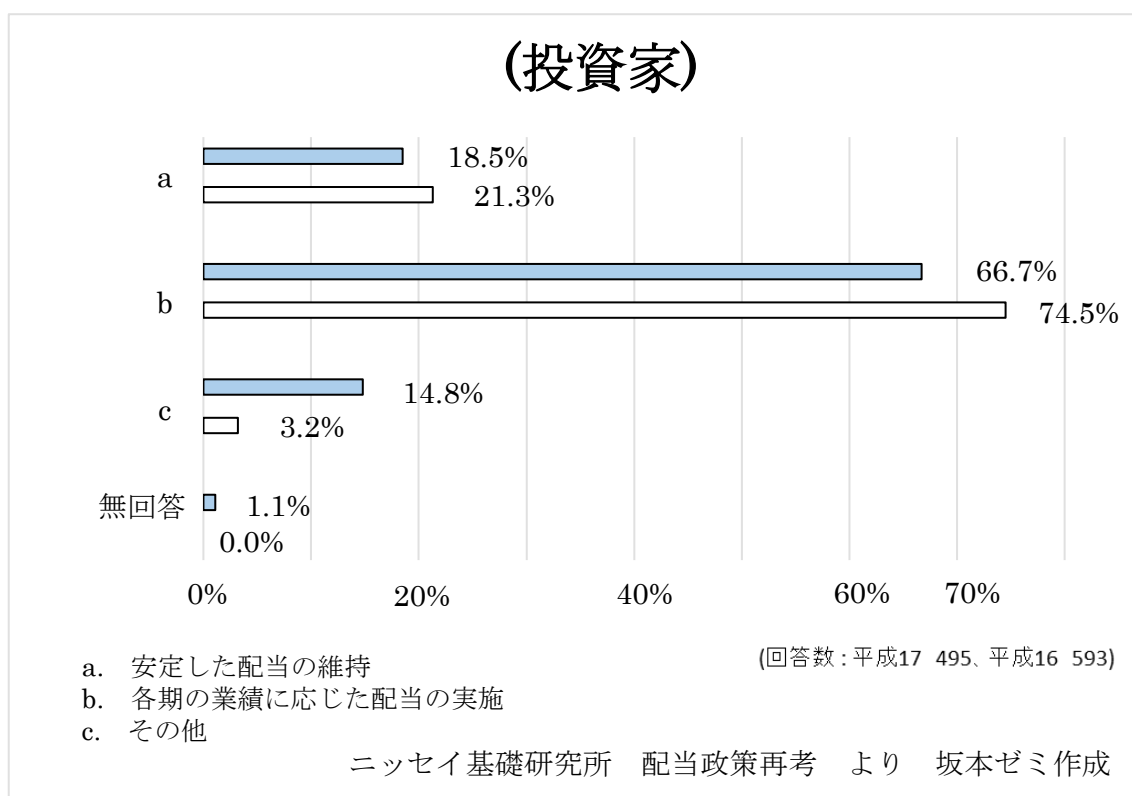
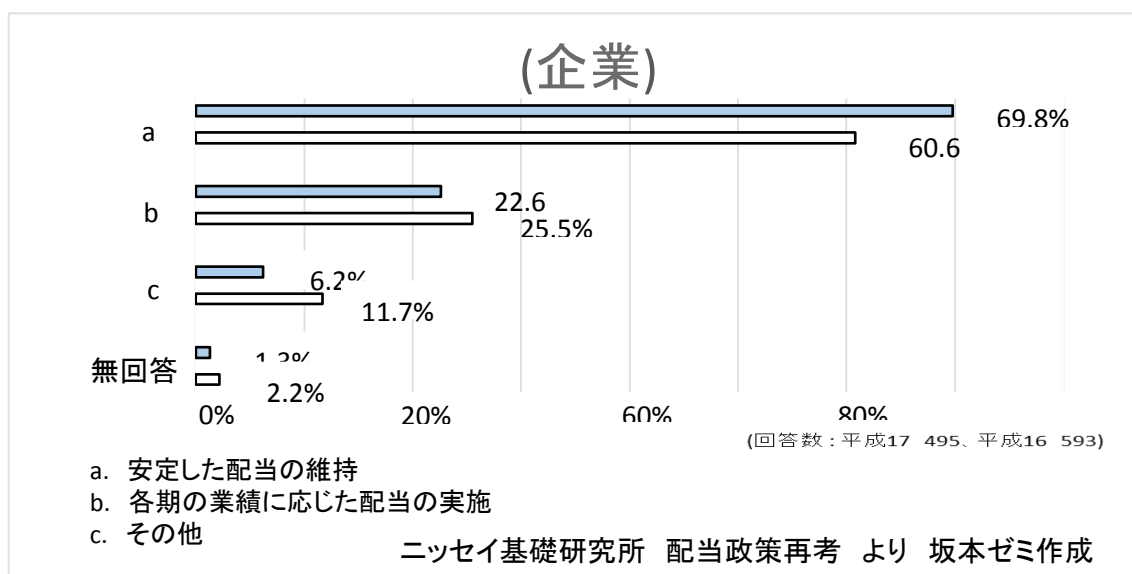


図9 図10

5 企業の69.8%は毎年「安定した配当の維持」を望ましいと考えており、その要因として

(1) 株式が投資の対象となりやすく、安定した株主が増加し、それに伴い株価も安定する。

(2) 長期にわたる資金計画予測が容易となる。

(3) 企業と株主との間に好ましい関係が構築される

といったメリットだと考えられるがそれに対し、投資家の66.7%は「各期の業績に応じた配当の実施」を望ましいと考えていることは非常に興味深い事実である。

それゆえ株主は企業に対し、業績に応じた配当はもちろん企業の成長段階に応じた配当政策の実現を求める必要があると考えられる。

日本企業は、ある程度の余裕資金ができ、株主からの配当を求める声が大きくなってくると安易に配当を行ってしまいがちであるが、安易に配当は行うべきではない。配当というのは、1度開始してしまうと止めにくい施策であり、止めたタイミングでの株価へのマイナスインパクトも非常に大きくなる。また、通常配当を止める場合は業績も悪化しているタイミングであるために、株価が底なしに下がる状態になってしまう。このために成長段階における企業が取るべき行動というのは、同業他社の還元率、最適なWACCから計算、目標ROEからの計算等々、株主還元に対しては様々なアプローチが考えられるが、基本的な考え方のベースとなるのは、会社の成長ステージによって株主が求める期待リターンというのは異なるということを前提に、成長ステージ毎に採るべき株主還元策を変えるというのが1つの答えである。

(1) 黎明期

黎明期は創業からIPO(Initial Public Offering)前までのことを指す。

この時期では事業資金も潤沢ではなく、事業拡大のために資金を使うべきであり、多少の余裕資金があっても将来の危機に備えて内部留保しておくべき時期である。

投資家自身もキャピタルゲインを目的に投資しているので、配当にはあまり期待しない。

このようなことから、黎明期の会社では、配当・自社株買いは行うべきではなく、事業拡大のために資金を使用するべきである。また、企業を成長さ

せ、将来的なキャピタルゲインの期待を高めることが望ましい株主還元である。

(2) 成長期

5 成長期の時期は、IPO直前から事業が急成長している時期のことを指す。この時期では、事業が拡大しており、一定の利益が出せているため配当の原資等は確保されている。

10 その一方で、余剰資金を使って事業拡大のための再投資をしていくと言っても、なかなか投資先や資金の使い道は見つからない。このような場合に、余剰資金が積み立てられていくことで、株主からも配当への要求が現れてくる。ここで、安易に配当を始めてしまうと、後々のリスクもあるので慎重な検討が必要となる。

15 つまり、「これからもイノベティブに会社を成長させたい」という経営者の考えがあり、実際にも成長している、あるいはこれからも成長の余地が見込める場合、その間は配当・自社株買いを行うべきではないと考える。

20 また、イノベーションを起こし急激な成長をさせる場合、あるいはこれまでの成長を維持されるのであれば、資金は必ず必要となる。そのため、このような意思が会社にあるのであれば、資金を留保することが最も良いと考える。しかし、むやみに資金を残しても株主からの還元要求が強まるばかりなので、株主に対してはストーリーを持って資金を確保する理由を語る必要がある。

25 上で述べたように、キャピタルゲインまたは、キャピタルゲインを増加させる期待を持たせることも株主還元の方法の一つだと言える。そのため、企業成長の明確なビジョンを提示することで株主の期待収益へ応えることとなる。まとめると、このような時期に株主還元を考える際には会社の長期的な成長の意思やその機会を考慮した上で慎重に決定するべきである。

(3) 成熟期

30 どのような会社も事業を拡大させ、成長していくうえで、それを維持させようとしませんが、どうしても成長が横ばいになり、思うように拡大していく

ことが難しくなる時期に直面する企業が出てくる。このような時期を成熟期
と言い、このような会社は株主に対してキャピタルゲインの期待を持たせる
ことができなくなってくる。そして、このような会社は、新規事業の開発等
のための設備投資や研究開発というのは、それほど大きな支出ではできなく
5 なってきており、資金が一定内部留保されている状況です。

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

また、財務面に関しても、上記のような会社では一定の内部留保が積み増
10 されている一方で、新規投資の機会が減少しているため、配当や自社株買い
を行わない場合、ROE等の効率性や投資家の収益性を見る指標が下がって
しまうことになる。そのため、海外のケースにならい自社株買いを増やすこ
とによって、株主還元の拡充・株価の過小評価の是正・資本効率の向上・株
主構成の調整を行うことができる。

15 これまでの日本においては、株主構成や制度的な背景から自社株買いは配
当に代替するものになっていなかったが、日本版スチュワードシップコード
やコーポレートガバナンスコードの実施を受け、政策保有株式の削減が進み、
株主構成の変化が見込まれる。そのため、配当から自社株買いへシフトする
のも現実的になっており、成熟期においては積極的な自社株買いが望ましい
20 株主還元策である。

(4) 衰退期

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

25 このような会社は、配当等を行うことで、資金を外部へ流出させる余裕は
ないため、配当や自社株買いを行わずに、できるだけ資金を会社の存続や成
長へ利用することが実務上最善策だと考える。

以上のように、会社の置かれているそれぞれのステージによって株主が求
める期待リターンは異なるため、それぞれの状況に応じて株主還元策を考え
30 るというのがよいと考えるのが最も適切な行動である。黎明期・成長期にお

いて株主は、キャピタルゲインによるリターンを求めているため、会社は、配当や自社株買いによる還元は考えずに、資金を事業拡大のために使いできるだけ企業価値を増大させるということが株主からも求められているということになる。成熟期に入った企業については、株主は爆発的な成長によるキャピタルゲインというのはそれほど望んではおらず、配当や自社株買いによるリターンというものを期待しているため、会社としても、財務状況等を勘案したうえで自社株買い、配当の検討が必要になる。衰退期に入った企業については、株主はもはやリターンを期待していないため基本的には株を保有したいと考えることはなく、そのため、このような企業はマーケットから退場を余儀なくされるといったことなる。

終章

本論文では、第1章において株主還元や配当、株主優待、自社株買いなどといった株主還元策についての説明そして定義付けを行った。次に第2章では我が国での株主還元の問題である、プリンシパル・エージェント問題を説明し、企業と株主間での情報の非対称性について述べ、その解決策について論じた。第3章では、日本の機関投資家と海外の機関投資家の特徴について触れ、それを踏まえて、第4章で日本と海外の株主還元策について述べ、その特徴を取り上げた。そして、第5章ではスチュワードシップコードが何たるか、それから企業株主双方にとってメリットをもたらす還元策であることを事例を踏まえて論じた。第6章では日本企業を成長段階に分け、その各ステージにおいて、株主と企業双方にとって望ましい株主還元策のあり方を論じた。その中で、成熟期では、配当や自社株買いを行うことによって、株価収益率を向上させることで株価を上昇・維持させることが必要であるとした。

私たちは、特に第5章に書かれている、スチュワードシップコードの定着こそ最重要であると考え、その定着により機関投資家のあるべき姿が明確になり、企業とのより密な協力により持続的な企業価値の向上につながるであろう。そして、第二章で述べたプリンシパル・エージェント問題にも目を向

け、様々な観点から株主還元策が考えられることを望む

5

10

15

20

25

参考文献

30 ・ 自社株買いとは 株式投資の全て

http://kabuzen.com/kiso/jisyakabu.html (2015/10/3 アクセス)

・GE、アップル 大企業が巨額の「自社株買い」連発の理由

5 http://search.yahoo.co.jp/search?p=%E8%87%AA%E7%A4%BE%E6%A0%AA%E8%B2%B7%E3%81%84%E3%80%80%E3%82%A2%E3%83%83%E3%83%97%E3%83%AB&aq=-1&oq=&ei=UTF-8&fr=top__gal_sa&x=wrt (2015/10/10 アクセス)

・自社株買い 神戸大学大学院 MBAプログラム

15 http://mba.kobeu.ac.jp/old_site/square/keyword/backnumber/14isagawa.htm (2015/10/15 アクセス)

・アメリカ株が上がる理由

20 http://guccipost.co.jp/blog/gucci/?p=3167 (2015/10/15 アクセス)

日米比較で考える米国株の魅力

http://www.leggmason.co.jp/market_info/us/letter/1617.html (2015/10/3 アクセス)

25

島田佳憲 (2013)『自社株買いと会計情報』中央経済社

宮川壽夫 (2013)『配当政策とコーポレート・ガバナンス』中央経済社

30 ・金融庁

<http://www.fsa.go.jp/> (2015/9/15 アクセス)

・日本経済新聞

5 <http://www.nikkei.com/> (2015/09/15 アクセス)

・法と経済のジャーナル

10 <http://judiciary.asahi.com/fukabori/2014012400001.html> (2015/9/15 アクセス)

・日本企業のあるべき株主還元策について考えてみる

15 <http://blog.livedoor.jp/proinvestor-cfo/> (2015/09/15 アクセス)

・DIAMOND オンライン <http://diamond.jp/articles/-/50215> (2015/10/25 アクセス)

・日経ビジネスオンライン

20 <http://business.nikkeibp.co.jp/article/skillup/20150417/280069/> (2015/10/09 アクセス)

・日本生命相互保険会社ホームページ

25 <https://www.nissay.co.jp/kaisha/csr/unyou/> (2015/10/11 アクセス)

米国機関投資家によるエンゲージメント活動の実態

30 www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2014/2014spr03web.pdf (2015/11/2 アクセス)

責任ある機関投資家 www.nomura-ir.co.jp/irweb/column/dialogue03.html (2015/11/2
アクセス)

5

「ROEだけじゃない低すぎる株主還元」

http://forbesjapan.com/summary/2015-07/post_5997.html (2015/11/1アクセス)

10 ・「日本株：キャッシュリッチ企業の変化に期待 - 日興アセットマネジメン
ト」

www.nikkoam.com/files/products/column/pdf/kamiyama-reports/20150512.pdf
(2015/11/1アクセス)

15