

平成 27年度 「証券ゼミナール大会」

第 7 テーマ

- 5 「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」

明治大学 三和ゼミナール Aブロック高野班

10

15

20

25

30

～目次～

序章

5 第1章 我が国の株主還元策が変化した理由

1-1 従来の日本 — 株式持ち合い

1-2 株式構造の変化 — 機関投資家の台頭

10

1-3 株主構成の推移 — グラフで見る推移

第2章 企業が採るべき株主還元策

15 2-1 注目ワード「ROE」とは

2-2 還元策の具体例について

第3章 プリンシパル・エージェント問題への対応

20

3-1 株式会社とは

3-2 プリンシパル・エージェント問題とは

25 3-3 スチュワードシップ・コードとは

3-4 株主還元の決定プロセス

3-5 まとめ

30

## 第4章 株主の株主還元策に対する関わり方

4-1 コーポレート・ガバナンスについて

5 4-2 リキャップCBについて

4-3 リキャップCBによるROEの上昇と株価

4-4 リキャップCBの事例～カシオ計算機～

10

## 第5章 望ましい株主還元の在り方とは

5-1 企業の成長段階別の株主還元について

15 5-2 コーポレート・ガバナンスと望ましい株主還元

5-3 我々の考える望ましい株主還元策

## 終章

20

25

30

## ～序章～

2012年12月、第2次安倍内閣が誕生し、それから2年半が経過した。安倍内閣が推し進めてきた経済政策「アベノミクス」は賛否  
5 両論あるものの少しずつ効果が見え始めている。2014年7月の日本経済新聞によると、日本企業の2014年3月期決算は、リーマンショック前の最高益であった2008年3月期に迫る利益水準を回復し、更なる景気回復が期待される。安倍政権が発足した当初は日経平均株価は約1万円だったが、徐々に右肩上がりとなり、2015年4  
10 月22日には、ITバブル以降初となる2万円を超えた。

安倍政権は、「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」の3本の矢をアベノミクスとして掲げ、失われた20年からの復活に動き出した。その第3の矢である「民間投資を喚起する成長戦略」として、2013年6月14日に公表された「日本  
15 再興戦略2013－JAPAN is BACK－」では、規制緩和やベンチャー投資の促進などの支援計画とともに、民間の持つ力を最大限に引き出し、企業価値の持続的な拡大のための方策として、コーポレートガバナンスの強化が必要と指摘し、コーポレートガバナンスコードを国家戦略と位置付けた。さらに、2014年6月24日発表の「日本再興  
20 戦略 改訂 2014－ 未来への挑戦 －」では、日本企業の「稼ぐ力」を高めるために必要な道筋として、コーポレートガバナンスの強化による経営者の意識改革を挙げたうえで、その成果指標(KPI)として「グローバル水準の自己資本利益率(ROE)」を例示した。

また、2014年2月、金融庁は日本版スチュワードシップ・コードである「責任ある機関投資家の諸原則」を正式に制定した。スチュワードシップ・コードは「受託者責任を果たすための原則」とも言われ、上記にもあったアベノミクスの第3の矢としての成長戦略を定める「日本再興戦略」において、企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任  
30 を果たすための原則を定めたものであり、投資家と企業との間で建設

的で緊張感を持った関係を構築することを目的としている。

このような安倍政権による投資家と経営者の意識改革や制度改革が進む中で、我々は、本稿で、株主、企業に対する理解を歴史観点から深めていき、今後日本企業が中長期的な成長をしていくために必要な株主還元策について述べていく。第1章では、これまでの日本が歩んできた道のりについて、第2章では株主のことを意識した株主還元策について具体的な例を用いつつ、第3章ではスチュワードシップ・コードについて、第4章ではコーポレートガバナンスにつて、第5章では海外との比較を交えながら、望ましい株主還元の在り方について、我々独自のアイデアを提案していく。

## ～第1章 我が国の株主還元策が変化した理由～

第1章では、これまでの日本で主流になっていた株式所有構造について述べ、それがどのように変化し、どうなったのかについて言及する。また、その次に、機関投資家という存在についても言及し、株主構成の変化がどのような結果をもたらしたかについても述べていく。

### 1-1 従来の日本 — 株式持ち合い

20

日本の上場企業の株式所有構造は、長い間金融機関や事業企業による安定保有によって特徴付けられてきた。この株式保有は、長期的な取引関係を基礎とし、保有先企業の経営に株主として関与しない、また、非友好的な第三者に売却しないという、経営者間の暗黙のルールによって支えられてきた。その中心にあったのが、株式持ち合いというものである。株式持ち合いとは、2つ以上の企業が相互に相手の株式を所有することであり、経営権の取得、安定株主の形成、企業の集団化、企業間取引の強化、敵対買収の回避などを目的としている。

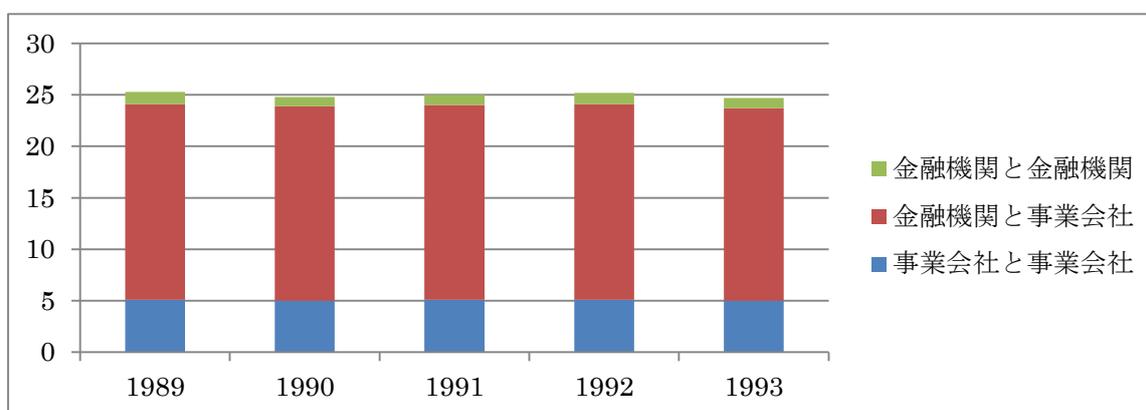
日本では、1960年代後半に資本自由化進展したが、その過程で外資による日本企業株式の買い漁りへの懸念が浮上し、その対応策と

して株式持ち合いが浸透していった。1965年の証券不況時に日本共同証券や日本証券保有組合に吸い上げられ凍結された巨額の株式の受け入れ先として好都合のはめ込み先となっていた。その結果、株式持ち合いピーク時の株式保有比率は事業法人で25.2%（1990年度）、金融機関で46.0%（1989年度）、両社合計のピークでは70.8%（1989年度）に達した。

また、下の「株式持ち合いの保有構造」のグラフが示すように、金融機関と事業会社の持ち株比率が一番高かったのである。

10

図表 1 株式持ち合いの保有構造

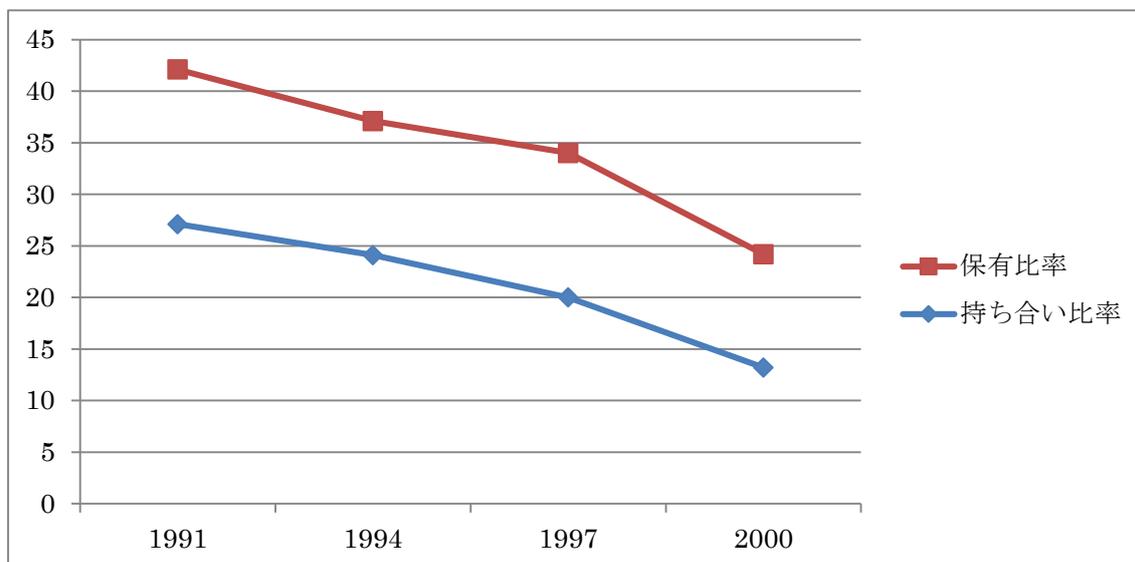


出所) ニッセイ基礎研 REPORT 1997年 11月号

しかし、1990年代半ばまで、良好な安定性を示した金融機関、事業会社などの株式持ち合い構造は、1997年の銀行危機を境に大きく変容した。持ち合い比率は1990年代半ば以降、急速に縮小していった。

20

図表2 「上場企業による株式の保有比率と持ち合い比率の推移」



出所) 有価証券報告書附属明細表、大和総研レポート2002

5 1997年以降、事業会社による銀行株式の売却が進展した。住専  
 問題の顕在化とともに、その設立母体である銀行株価の下方修正が始  
 まり、銀行の経営破たんが発生した1997年以降、その株価急落が  
 加速し、銀行株の保有リスクはどんどん高まっていった。事業企業は、  
 第2次世界大戦後初めて、銀行株を保有し続けるか売却するかを選択  
 10 を迫られるようになった。この市場変化と並行して、海外投資家の存  
 在が大きくなってきた。これに伴い、株式持ち合いは投資家からの強  
 い批判にさらされ、続けるのが困難になってきた。加えて、2000  
 年代初頭の会計制度の大幅な見直しにより、連結決算制度（2000  
 年）や持ち合い株式の時価評価（2002年）が導入され、事業企業  
 15 は株式持ち合いのリスクを負うようになってきた。

## 1-2 株主構成の変化 — 機関投資家の台頭

株式持ち合いの解消と並行して、国内外の機関投資家、特に海外投  
 20 資家の保有比率が上昇した。機関投資家の定義は幅広くあるが、こ  
 こでは、顧客から任された資金を運用・管理する法人投資家の総称とす

る。一般に機関投資家と呼ばれるグループをいくつか挙げると、「生命保険会社」、「損害保険会社」、「投資顧問会社」、「信託銀行」、「投資信託会社」、「年金基金」などが主なものである。生命保険会社や損害保険会社であれば、加入者の保険料収入であり、投資信託会社であれば、

5 投資信託を購入した顧客たちの提供した資金が元手になる。機関投資家は大量の資金をまとめて運用するので、市場に与える影響も大きい。1996年には7.1%であった海外投資家保有率は、2002年から急上昇を示し、2006年には14.2%とほぼ倍増した。その結果、日本企業の株式保有構造は大きく変化し、2000年には、株式

10 持ち合いがほぼほぼ減少した。日本の上場企業の所有構造は、安定株主作りが主流となる以前の1960年代前半の水準に戻ったのである。加えて、市場取引における外国人投資家の存在も大きくなっていった。1997年には、東証1部における外国人投資家の売買シェアが40%を超え、2000年には50%、2006年には60%を超えた。

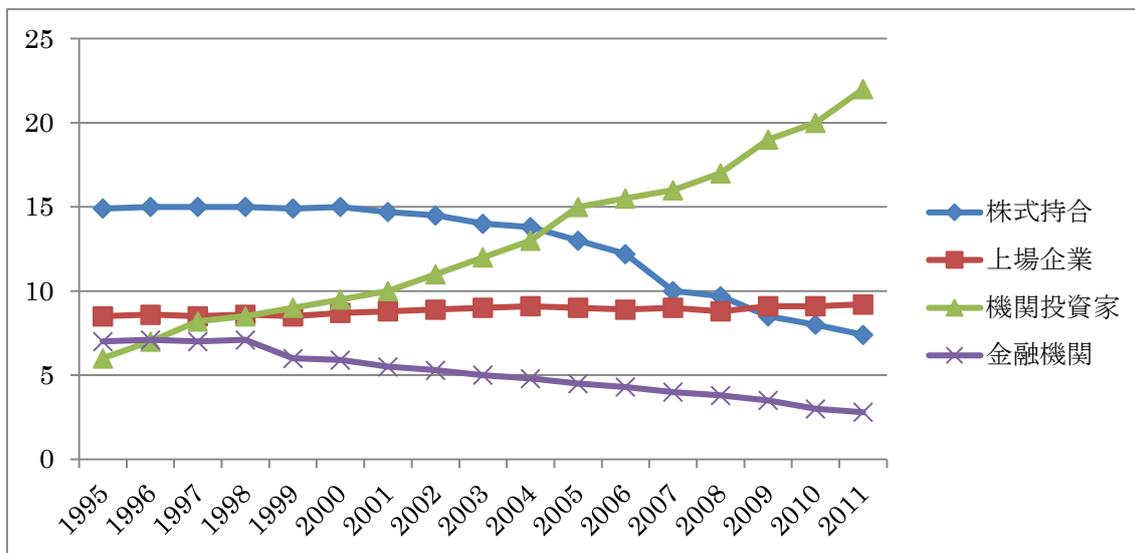
15 投資家の主体が外国人投資家にシフトしたことは、日本の株式市場の株価形成において、外国人投資家の影響力が非常に大きくなったこと示す。外国人投資家の影響力増大に端を発した株主意識の変化は、次第に国内の機関投資家にも波及していった。2000年代になると、厚生年金基金連合会や顧客の資産を運用する国内の投資顧問会社など

20 の機関投資家たちも議決権行使に積極的になり、また、これまで「もの言わぬ株主」と呼ばれていた生命保険会社も独自の議決権行使の手続きを考えるようになった。2000年代後半になると、株主価値最大化を意識せざるを得なくなった。

### 25 1-3 株主構成の推移 — グラフで見る推移

1995～2011年の各度末時点で、3市場一部（東証、大証、名証）に上場していた企業を対象に株主構成の変化を見ていく。

図表3 「3市場一部上場企業の平均的な株主構成」



出所) ニッセイ基礎研 REPORT 2011

5 まず、一つ目に確認できる重要な変化は、機関投資家率の上昇である。この比率は1990年以降、年々右肩上がりで2000年以降には急加速している。

次に確認できる変化は金融機関率が徐々に低下していることである。1993年以降、同比率は低下の一途をたどっており、2006年には1990年の約半分の比率にまで下がってしまっている。これはバブル崩壊や銀行危機による影響が大きく関係している。

そして、最後の重要な変化は、株式持合比率の低下である。同比率は1996年まで安定した比率を維持してきたが、その後、急速に低下をはじめ、2006年には1990年の約半分の比率にまで下がってしまっている。

上記のように、1990年代の終わりから、主要企業の株主構成に大きな変化が起こっていることが見て取れた。これまで株式持ち合いが主流であり、お互いが干渉されない仲良し経営がとられ、株主のことを意識した経営がなされていなかった。しかし、バブル崩壊後、持ち合いの解消が進み、外国人投資家が流入してきた。いまでは外国人投資家の持ち株比率が半数を占める企業も珍しくはない。

図表 4 「外国人投資家の持ち株比率が半数を占める企業」

企業名	外国人持ち株比率
すかいらーく	77.4%
日産自動車	72.5%
ドンキホーテホールディングス	60.8%
アデランス	60.2%
日本マクドナルドホールディングス	55.5%
ソニー	52.7%

出所) 「経営指標の教科書」 小宮 一慶 88 ページ

外国人投資家たちは日本企業に対して、もっと積極的に投資を行い、株主のことを意識した経営をするようにと要求してきた。この結果、注目されるようになったのが「自己資本利益率＝ROE」であり、これについては第2章で詳しく説明する。

このように、1990年代後半から起きた株主構成の変化は、企業経営、株主還元には大きな影響を与えるようになった。株主に目を向けていない経営はもはや行えず、企業は誰のものであるのかという問題にもぶつかるようになった。そのようななかで、企業は経営方針を転換し、より効率的に利益をうみだすことを求められ、株主により多くの利益を還元する方策を見つけ出さなければならなくなった。本章では株主構成の変化とそれがもたらした変化について詳しく見てきたが、第2章では、企業が持続的な成長していくために採るべき株主重視経営と、株主はどのようなことを重視し、企業にどのようなことを求めているかを詳しく見ていくことにする。

## ～第2章 企業が採るべき株主還元策～

20

今、多くの新聞やビジネス専門誌でよく見かけるようになってきた「ROE」というワード。「ROE」とはそもそもなにか、また、株主

や経営者にとってどのような意味をもち、株主還元にどのように関係してくるのかについて本章では詳しく見ていくことにする。

## 2-1 注目ワード「ROE」とは

5

「ROE」とは、「Return On Equity」の略で、「自己資本利益率」と訳されます。つまり、これは株主が企業に託している資金をつかって、どれほどの利益を上げているかを示している指標である。ROE = 当期純利益 ÷ 自己資本で計算され、数値が高い企業ほど株主から委託された資金で効率よく利益を上げている企業、ということになる。

では、この指標を株主の立場からみていこう。機関投資家たちはROEを非常に重視している。なぜなら、それは簡単なことで、ROEは企業の収益力を端的に表しているからである。ROEを見れば、その企業が自分たちが託しているお金でどれだけ効率的に利益を出しているかがわかる。

具体的に数字を使って見てみよう。例として、当期純利益を500億円だした企業が2つ存在していて、①社は自己資本が2000億円、②社が1000億円であったとする。このとき、①社のROEは25%、②社のROEは50%となる。株主の立場からすると、当期純利益を同じ額稼いでいても、1000億円の自己資本で500億円の利益を上げた②社のほうが、効率的に利益を出していて、経営がうまく、成長が見込めると判断できるのである。また、当期純利益は株主配当にも関係してくる。効率的に多くの利益を上げていけば配当も高くなる可能性がある。だから、株主にとっては、自分が託したお金を効率よく使い利益をきちんと出している企業にたいしては高い評価を与え、自然と応援したくなるのである。

さらに、ROE重視に拍車をかけることがおきた。世界最大手であり、海外投資家に多大な影響力をもつ、議決権行使助言会社であるISS (Institutional Shareholder Services) が2015年版「議決権行使助言方針」の中で、「過去5年間の平均と直近決算期のROEがい

5 ずれも5%未満の企業については、経営トップの取締役選任義案に反対するよう株主に勧める」という方針を発表したのだ。つまり、過去5期の平均ROEが5%を下回れば、経営者を交代するように促すというものであった。これにより、経営者も株主のことを意識し、よりROEを高めなければならなくなった。また、もう1つROE重視に拍車をかけるものがある。それは「JPX日経インデックス400」というものである。これは2014年1月に東京証券取引所、日本経済新聞、日本取引所グループが共同でつくった株価指数であり、3年間の平均ROEや累積営業利益、時価総額などを考慮して上位400銘柄を選んだ指数である。この指数がもつ重要な意味は、日銀が、上場投資信託(ETF)にJPX日経400も追加するということである。また、年金を運用している年金積立金管理独立行政法人(GPIF)も、これを運用インデックスの1つに加えたのである。日銀は異次元緩和の一環としてETFを月間2000~3000億円ほど買い入れており、GPIFも国内株式の運用比率を12%から25%まで引き上げていく。つまり、JPX日経400に選ばれば、株式市場に新たに投入された資金が流れ込む可能性があり、株価も上がる可能性もあるので今後の成長にかかせない指標なのだ。選ばれるためにはROEの上昇がカギとなってくるので重視せざるを得なくなってしまった。

20

## 2-2 還元策の具体例について

25 ここでは企業が採るべき株主還元策について具体的にみていくことにする。まず、1つ目は自社株買いである。自社株買いとは、企業が市場に流通している自社の株式を買い戻すことである。自社株買いの目的は大きくわけて3つある。第1は、株式への還元対策である。利益剰余金を使い、自社株買いを行うとROEが上昇する。自社株買いをすると、その分だけ株主資本や自己資本が減少し、ROEの計算式の分母(自己資本)が減少し、それによってROEが上昇するのである。また、発行株数が減少すると1株当たりの価値が上昇し1株当た

30

りの純利益も上昇する。1株あたりの純利益は配当の源であるから、それが増えれば株価は上がりやすくなり、リターンも増えることにつながるのである。株主にとっては、自社株買いを行う企業は株主のことを意識した経営をしているということがわかるのである。

5 第2は、ストックオプション（従業員持ち株制度）である。ストックオプションとは、自社の株を従業員で保有する「従業員持ち株制度」であり、自社株を一定の価格で購入することができる。株価が上昇すると、保有している自分の利益も増えていくので従業員は自社株価が上昇するにより一層会社に貢献しモチベーションもあがるのである。

10 第3は、敵対的買収の対応策である。自社株買いを行い、自社が保有する持ち株の比率を高め、敵対的買収を避けるという目的もある。また、自社株買いは好材料であり、株価もあがるので敵対的買収にかかる資金も膨らむので買収を阻止しやすくなるのである。

15 2つ目は株主優待である。株主優待とは、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。これは株主への自社の株式の保有に対する感謝の気持ちを形であらわしたものであり、自社の製品や優待券などを送るのである。



さらに持っている株数によっても株主優待の内容が違っており、多く所有していれば多くのものが優待として送られる。株主にとってメリットが大きい株主優待だが、実は企業にとってもメリットがあるのである。まず、1つ目は長期安定株主の確保ができることである。企業が魅力的な株主優待を行えば、自社の株式を長期に安定的に保有してくれる株主が確保でき、これは敵対買収を防ぐ手段にもなる。2つ目は、税負担の軽減である。株主配当とは違って、株主優待の場合には会社側の税負担が軽くなるので会社側にもメリットがあるのである。

30 株主優待を積極的に行い力を入れている企業が増えてきている。企

業独自の株主優待がいろいろあり、幅広い株主優待が存在する。ここでは我々が選んだ株主優待を少し紹介しよう。

5 まず1つ目は、シーリング防水、クリーニング工事などを行う株式会社マサルの株主優待である。この会社では、株式を1000株以上保有すると、サマージャンボ宝くじが10枚、3000株以上保有していると、年末ジャンボ宝くじが10枚株式優待としてもらえるというものである。

10 2つ目は、音楽・映像コンテンツの企画、制作などを行う、エイベックス・グループ・ホールディングス株式会社である。この会社では、非売品である、年間のヒット曲等を収録したコンピレーション「株主限定CD」ならびに同楽曲のミュージックビデオを収録した「株主限定DVD」を提供している。これを求めて株主になる投資家も多く、企業独自の色が出ている。

15 3つ目は、森林を山菜採り、キノコ狩りをして遊べるリゾートとして提供するための林業を行っている、たもかく株式会社である。この会社では、たもかく株式会社が所有・管理する山林に自由に入出入りして、山菜採り、キノコ狩り、木の実拾いなどを楽しめる株券を株主優待として提供しています。ファミリー層に人気があり、注目を集めている。

20

## ～第3章 プリンシパル・エージェント問題への対応

25 プリンシパル・エージェント問題は株式会社の特徴である、所有と経営の分離から生じる問題である。なので、まず初めに株式会社についての説明をし、続いてプリンシパル・エージェント問題について述べていく。

### 3-1 株式会社とは

30 事業を開始するに当たって多額の資本を必要とする場合に、一般の

投資家から広く資金を集める必要が生じる。その要求にこたえる制度として株式会社が誕生した。株式会社の特徴として、出資者である株主の有限責任が挙げられる。自分が経営するわけではない会社にわざわざ出資する人はまず存在しないだろう。つまり、広く投資家から資金を集めようとした場合には、株主の有限責任を確立しなければならない。

これだけを見ると、株主にとってはかなり有益なものであると考えられるが、株主も有限責任の代償を支払わなくてはならない。それが資本維持の原則というものである。株式会社では、出資の払い戻しを請求する権利が株主に認められていない。さらに、株主に対して配当可能な剰余金の額も厳しく制限されている。そこで、株主には法的に株式譲渡の自由が保障されている。これにより、出資を回収しようとする場合は、株式を市場で売ればよい。

このように、会社は株主の出資によって株主が所有しているが、日々の経営活動は株主の任命する経営者(取締役)により運営されている状態を所有と経営の分離という。優秀な経営能力を有しながら資金を有しない者と、資金を有しながら優秀な経営能力を有しない者とをうまく融合させることにより、社会的効率性を高めることが可能になる。

### 20 3-2 プリンシパル・エージェント問題とは

Principal (株主) が企業の経営を Agent (代理人) に委任する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株主と代理人は、必ずしもその利益が一致しないことがある。経営者 (代理人) 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。これを、エージェンシー・スラック (Agency slack) と呼ぶ。

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しない問題をプリンシパル・エージェント問題、またはエージェンシー問題と呼ぶ。また、エージェンシー問題により発生するコストをエージェン

シーコスト（Agency cost）と呼ぶ。

エージェンシーコストとは、株主と経営者との利益相反により発生するコストのこと。経営者（経営委託者）が株主（オーナー）の意向にそぐわない意思決定を行うことによるコスト、及び、経営者が株主よりも情報優位にあることを利用して、自己の利益を高めようとする

5

ことによって発生する株主側のコスト。会社経営において、所有と経営の分離がある場合に発生する経営委託（エージェンシー）に伴うコストの総称である。

プリンシパル・エージェント問題が発生する原因として挙げられるのが、情報の非対称性である。情報の非対称性とは、複数の当事者間で、保持する情報量に格差がある状態のこと。つまり、企業経営において経営者と株主が事業上の情報を完全に共有しているわけではないということである。株主が、出資企業の情報を把握するための手段としては、企業のホームページや、有価証券報告書を参照するなどある

10

15

が、最も重要な手段は株主総会であろう。そこで、次からは株主総会について述べていく。

株主総会の決議事項は、経営陣が株主の総意を確認せずに行うことができないものであり、取締役会で決定することになじまない事柄である。株主総会の決議事項は大まかに次の5つのカテゴリーに分ける

20

ことができる。

図表5 「株主総会の決議事項」

- ①会社の基礎ないし営業に根本的な変動が生じる事項（定款の変更、資本の減少、解散、合併、事業譲渡等）
  - ②機関の選任、解任
  - 25 ③計算に関する事項（計算書類のお承認および剰余金配当の決定）
- ※このカテゴリーは、次第に取締役会決議事項に移されつつある。
- ④経営陣による権限濫用の危険が大きい事項（事後設立等）
  - ⑤株主の重要な利益に関する事項（第3者に対する新株の有利発行等）

出所）ベーシック会社法入門 宍戸善一

以上の5つのカテゴリーに入らない決議事項は、取締役会または代表取締役が株主の意思を問うことなく会社としての意思決定行うことができ、それらは経営判断にかかわる決定事項であると考えられる。このように、株主総会の権限が限定されたのは1つには取締役会と株主総会との権限の分配を明確にしようとしたものであり、また1つには経営判断に係る事柄は取締役会の専決事項とした方がかえって株主の利益になると考えたからである

5 一見、すべての必要な情報がこの株主総会で得られるように思われるが、そうではない。この5つのカテゴリーに入らないと経営者側が判断すれば、発表する必要はない。つまり、株主に伝えられる情報は、経営者によって恣意的に選ばれる可能性があるということである。しかし、株主側にも様々な権利がある。会社法第三百四条には、議案提案権。第三百十四条には、株主は経営者側に対して、特定の事項について説明を求める権利がある。

15

図表6 「会社法 第三百四条 第三百十四条」

第三百四条

20 株主は、株主総会において、株主総会の目的である事項（当該株主が議決権を行使することができる事項に限る。次条第一項において同じ。）につき議案を提出することができる。ただし、当該議案が法令若しくは定款に違反する場合又は実質的に同一の議案につき株主総会において総株主（当該議案について議決権を行使することができない株主を除く。）の議決権の十分の一（これを下回る割合を定款で定めた場合にあっては、その割合）以上の賛成を得られなかった日から三年を経過していない場合は、この限りでない。

25

第三百十四条

取締役、会計参与、監査役及び執行役は、株主総会において、株主から特定の事項について説明を求められた場合には、当該事項について

必要な説明をしなければならない。ただし、当該事項が株主総会の目的である事項に関しないものである場合、その説明をすることにより株主の共同の利益を著しく害する場合その他正当な理由がある場合として法務省令で定める場合は、この限りでない。

5 出所) 会社法 <http://law.e-gov.go.jp/htmldata/H17/H17H0086.html>

このように株主には、仮に経営者側が恣意的に公表を控えているような情報があったとしても、その情報を開示するよう要求する権利はある。これは、株主側が不利益を被るであろう情報が表面化した場合、  
10 もしくは企業の財務諸表などから推測し、問題になりそうなものがあった場合には、議案として提案することが可能ということである。しかし、株主総会で取り扱わない、潜在的な情報に関しては、今後株主側に不利益が生じると気づくのは難しい。さらには、経営者側が恣意的に控えている情報についての情報がなければ、議案にされることも  
15 ない。つまり、権利行使以前に情報がある程度表面化しなければ、この権利はあまり意味をなさないのではないだろうか。

このように、経営者側は情報の非対称性を利用し、自己の利益を追求し、株主をなおざりにする。つまり、プリンシパル・エージェントという制度自体は社会的効率性を高めようとするという意味で、現代  
20 の資本主義社会に必要なものなのであり、有益なものであるということには間違いはない。しかしそこには、自己の利益を追求するあまり、この制度がうまく機能しない場合がある。だからといって、株主の意向をすべて受け入れていては、企業は存続できないだろう。つまり、経営者達は株主の意向を聞き、株主にとって有益な行動をとればこの  
25 制度は完全に機能し、経営者、株主双方に利益をもたらすということではない。もし、株主の判断が間違っているときには、それに従ってしまうのは、株主の利益にならないだけでなく、企業の利益にもならない。株主が判断を間違えてしまう原因として、この判断を行うだけの十分な知識を持っていない。または、その判断を行うのに十分な情報  
30 が与えられていないということが挙げられる。

また、企業に多くの影響力を持つ機関投資家の中でも、経営に積極的に関与することによって投資価値を高めようとする機関投資家もいれば、純粋なポートフォリオ投資に限定しようとする機関投資家もいる。それだけでなく、機関投資家をめぐる委託・受託関係も複雑である。

5 資金の持ち主である委託者から直接に委託される第一次受託者、その受託者から受託される第2次受託者とを区別することができる。さらにその下流に第3次、第4次の受託者がいる場合もある。このような連鎖は「投資チェーン」と呼ばれる。株主の意向を聞くという点から考えてみると、企業側としては、多くの投資家から資金を預かり、

10 それを運用する機関投資家の意向を聞くべきなのか、それとも、その資金を提供している多くの投資家の意向を聞くべきなのか。投資チェーンにおいて、だれの意見を尊重すべきなのか。この場合、だれの意向を反映するのが正しいのかを判断するのは容易ではない。そもそも企業統治は、株主の意向を反映させることだと考える立場に忠実であれば、受託者である機関投資家ではなく、委託者である資金の提供者がその意向をもとに議決権を行使すべきだということになる。ただし、この考え方は委託者が投資先を指定する場合に限り有効であると

15 考えられる。なぜなら、ほとんどの委託者は、投資先の選択を受託者に任せているからである。

20 そこで必要になるのは、機関投資家が委託者の意向を集約する方法、つまり機関投資家の統治方法である。多段階の委託関係がある場合、上流の委託者の意向がどの程度まで議決権の行使に反映されるべきかを考えるに当たって考慮すべきもう一つの事実は、投資チェーンの上流の委託者は投資先の決定に関与していない場合が多いということである。しかも、その株式をいつまで持つかの判断は受託者によって行

25 われる。これらの事実を知っているのは実際に投資先の選定を行っている受託者であって、上流の委託者ではない。自分で選んだわけでもなくいつまで所有するかの判断すら行わない会社の株式について、議決権を行使することが社会正義に合うかどうかをも考える必要がある

30 ののではないだろうか。また、これらの問題をまじめに考えている第1

次受託者は少ないのではないだろうか。

以上、これまで述べてきたことを考えてみる。一般的には企業側と株主での情報の非対称性が問題とされている。この問題を考えた場合、当たり前であるが企業側の方が圧倒的に多くの情報を持っているわけであり、それを株主側に伝えない経営者たちが悪いということになる。しかし、株主側にも問題があるのではないだろうか。先ほども述べたが、機関投資家をめぐる委託・受託関係を考えた場合、すべての投資家が投資価値を高めようとしているわけではない。これでは、企業側が情報を提供したとしても無意味である。

結論として、企業側は投資家の求めに応じた適切な情報の提供をし、株主側は投資価値の向上を第一義の目的とし、双方が利益を得られるような関係が望ましいのではないのか。

### 3-3 スチュワードシップ・コードとは

15

英国で、企業の株式を保有する機関投資家向けに定められた行動規範。資産運用の委託者の利益を実現すると同時に、投資先企業の長期的な成長を経済全体の発展へとつなげるために、機関投資家は積極的に役割を果たすべきだとする概念に基づいている。企業会計の基準などを検討する英国企業財務報告評議会が 2010 年にまとめ、日本でもにわかに注目が高まっている。スチュワードシップ・コードは直訳すると「管理者の心がけ」といったニュアンスになるが、「資産運用受託者としての責任ある行動」ととらえると理解しやすい。英国では法的な義務ではなく、ガイドラインという位置付け。求められる具体的な行動としては、投資先企業のモニタリング、議決権行使の方針設定と結果の開示、ガイドラインの順守状況の運用委託者への定期報告——などを7つの原則として盛り込んでいる。

そこで日本においても、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》 というものが生まれた。以下はその目的である。

30

「本コードにおいて、「スチュワードシップ責任」とは、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な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、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り、「顧客・受益者」（最終受益者を含む。以下同じ。）の中長期的な投資リターンを拡大を図る責任を意味する。本コードは、機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として当該スチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるものである。本コードに沿って、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は、経済全体の成長にもつながるものである。」金融庁『日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会』より引用。

日本版スチュワード・シップコード「責任ある機関投資家」の諸原則

15

1. 機関投資家は、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、これを公表すべきである。
2. 機関投資家は、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、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
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。

30

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

5

6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、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。

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

15 「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」(座長 神作 裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授)では、平成25年8月より、標記コードの策定に向けて議論を行ってきた。この間、素案を策定・公表し、和文については平成24年12月26日(木)から平成25年2月3日(月)までの間、英文については平成25年1  
20 月15日(水)から2月9日(日)までの間、広く意見の募集を行ってきた。以下に肯定的、否定的コメントを何点か引用する。

#### 肯定的なコメントの概要

・機関投資家の責任の諸原則を明らかにすることによって、特に原則  
25 4に示されているように、投資家に対して、中長期的な視点のもとでの建設的な企業との対話を促すことに、賛成する。少なからぬ数の日本企業が、資本市場との積極的な対話を躊躇している。その背景には、投資家の時間軸は企業より短期であり、そのような短期的視野の投資家からの意見は、健全な企業経営を阻害するとの懸念が存在する。中  
30 長期的視点からの投資先企業の企業価値向上と持続的成長を促すこと

を目的とした対話が、機関投資家の重要な責任であると明確に示すことにより、このような企業の懸念が取り除かれ、双方の対話を促進する強固な土台が築かれることになるだろう。

- 5 ・私達は有識者検討会がいくつかの重要な概念に焦点を当てたことを称賛する。それらの概念の中には、望ましい長期的な視点に言及したことや“follow through”の仕組み、例えば、毎年の更新や、モニタリングの効果の継続的な見直しや対話を行うこと自体がエンゲージメントの目的とみなされるべきでない旨の声明などが含まれている。

10

・本コードによって、おそらく日本の投資家が日本の株式市場への投資を増大させることが促進されるだけでなく、日本の株式市場が海外投資家にとってより魅力のある市場となるだろう。

15 否定的なコメントの概要

・本コードに準拠することが企業の持続的成長や日本経済の発展に資するとの十分な根拠がないため、導入は時期尚早であり反対。投資先企業へ投資家が過剰に関与することは株式の「所有と経営の分離」の原則に反し、経営の自由度を阻害し、ひいては企業経営の多様性を失わせ、金太郎飴的な画一的な経営ばかりになって日本経済の競争力を失わせる懸念がある。

20

金融庁 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会より引用。

25

また、金融庁では日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家のリストを3か月毎に更新・公表する予定になっている。平成26年6月10日から、現在までに、当該リストを5回公表している。

30

最新の更新である平成27年6月11日の発表によると、受け入れ

表明をした機関投資家の合計は191となっている。以下は、業態別に分類した内訳である。

図表7 「日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した機関投資家」

5	・ 信託銀行等	7	【第4回から1増加】
	・ 投信・投資顧問会社等	133	【第4回から4増加】
	・ 生命保険会社	17	【第4回から変動なし】
	・ 損害保険会社	4	【第4回から変動なし】
	・ 年金基金等	23	【第4回から2増加】
10	・ その他（議決権行使助言会社他）	7	【第4回から変動なし】
	（合計）	191	【第4回から7増加】

出所) 日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 金融庁

15 このように、受け入れを表明している機関投資家は着々と増えてきている。今後、投資家の人々はこのスチュワードシップ・コードを受け入れているかどうかという点も、企業の信用度を計るための一指標となっていくのではないだろうか。

## 20 3-4 株主還元の決定プロセス

株主還元とは、①配当 ②株主優待 ③自社株買いである。以下にそれぞれの決定プロセスを記述していく。

25 ① 配当は株主総会において、企業側が提案するものである。企業の利益を処分するという形で配当が決定される。以下の図は配当の議案の記載例である。

図表 8 「配当の議案の記載例」

第〇号議案 剰余金処分の件  
剰余金を以下の通り処分したいと存じます。  
期末配当に関する事項  
5 期末配当金につきましては、当期の業績、今後の経営環境の見通し等を総合的に勘案し、次の通りと致したいと思えます。  
(1) 配当財産の種類  
金銭  
(2) 株主に対する配当財産の割当てに関する事項及びその総額  
10 当社普通株式 1 株につき金 5 円 総額 30,000,000 円  
(3) 剰余金の配当が効力を生じる日  
平成〇年〇月〇日

出所) 剰余金の配当の実務—手続き・会計処理・税務処理— 太田達也

15

企業の決算が終わり、剰余金が出た場合は企業側が株主への配当金額を決定する。そして、その後の株主総会において、上記のような議案を提出し株主の同意を得られればその決定額が支払われる。つまり、配当金の決定には株主が関わっているということである。

20

② 株主優待に関しては企業側が独断で決定するものであり、株主は交渉をすることができない。

25

③ 自社株買いに関しては、有償取得する株式の数（種類株式の発行会社にあっては、株式の種類及び種類ごとの数）、株式を取得するのと引換えに交付する金銭等の内容及びその総額、株式を取得することができる期間（ただし、1年を超えない範囲）を株主総会において決議することで可能となる。つまり、自社株買いの決定に関しても株主が関係してくるということである。

30

### 3-5 まとめ

- 本章では、まずプリンシパル・エージェント問題を取り上げた。プリンシパル・エージェント問題とは、本来株主の利益を尊重すべき
- 5 経営者が、株主の利益に反する行動をとることである。続いて、スチュワードシップコードという機関投資家への行動規範を取り上げた。最後に、企業が行う株主還元策への株主の関わり方を取り上げた。これらの問題や規範によって、企業側の決定事項に対して投資家の関与が増してきている。
- 10 本章ではこれらの概要について述べたが、次章では今日の企業と株主の関係への対応策である、企業のコーポレート・ガバナンスと企業の株主に限定した株主の株主還元に対する関わり方についての考察を行う。株主が企業の経営により関わっていくような、新しいコーポレート・ガバナンスと株主の関係がどのようなものを詳細に述
- 15 べていく。

### ～第4章コーポレート・ガバナンスと株主の株主還元への関わり方～

- 20 本章の目的は、企業のコーポレート・ガバナンスと企業の株主に限定し株主の株主還元に対する関わり方について考察を行う。株主が企業の経営により関わっていくような、新しいコーポレート・ガバナンスと株主の関係について、そして株主還元については、近年注目を集めている企業の資金調達手法である「リキャップ CB」について、20
- 25 14年のカシオ計算機の事例を挙げつつ発行の現状と動向およびその狙いについて、特に考察を行う。

#### 4-1 コーポレート・ガバナンスについて

コーポレート・ガバナンスとは、企業経営において、経営上の意思決定が企業の価値創造にとって有効な判断となるように管理・統制する仕組みのこと。「企業統治」と訳される場合が多い。本論でのコーポレート・ガバナンスとは、「企業の利害関係者(株主)が、自己の利害に基づいて、自己の利益に合致する経営を行わせることを目的として、何らかの手段によって、経営者の意思決定に影響力を及ぼすこと」と定義する。コーポレート・ガバナンスは、一部の経営者の独断や利害による経営の暴走や、組織全体での企業倫理の逸脱などを防ぐために重要である。近年、アメリカのエネルジー会社の不正、いわゆる「エンロン事件」に代表されるような会計不正事件などから、一部の経営者や組織ぐるみの不正防止からコーポレート・ガバナンスに関心が高まっている。そしてもう一つ、企業の資金調達と機関投資家の活動がグローバルに広がったことにより、経営側に強く説明責任が求められるようになってきたことと、機関投資家の持ち株比率が高くなり株主としての影響力を持つようになったことも背景にある。日本では従来、株主よりも資金調達をするメインバンクが、コーポレート・ガバナンスの機能を担ってきたが、近年はコーポレート・ガバナンスのあり方も変容しつつある。コーポレート・ガバナンスを強化する方法としては例えば、社外取締役や社外監査役、委員会を設置する、意思決定機関と業務執行機関を分離するための執行役員制度を導入する、CEO抜きでの取締役会開催する、社内での判断基準を明確化した行動規範、倫理憲章を作成し、社内に周知する、日々の業務上での違法行為や背任行為のリスクを低減するために内部統制システムを導入する、などが挙げられる。また、2006年5月から東証では「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の提出を義務づけている。

30 日本における新しいコーポレート・ガバナンス

前述のように、近年、日本においてコーポレート・ガバナンスのあり方が再検討されるようになってきた。従来の日本の企業は、株主の発言力を弱め、株主が経営に関与することを避けようとするのが一般的であった。機関投資家などの株主も、経営関与に積極的であったとは言い難い。また従来はメインバンクが主な資金調達先であり、経営監視の役割を果たしてきた。しかしながら近年、エンロン事件や金融のグローバル化により、メインバンクの地位が相対的に低下し、代わりにコーポレート・ガバナンスにおいて期待される株主の役割が大きくなってきている。また近年投資ファンドが台頭し、株主も経営状況の情報開示の要求や、議決権行使などの手段により自らの力を経営に反映させようとするのが珍しくなくなっているのが現状である。

### 株主のコーポレート・ガバナンスへの関わり方

日本におけるコーポレート・ガバナンスの望ましいあり方について本章では考察を行う。

株主とは企業に対する出資者であり、法律的には企業の共同所有者である。しかし実際には個人株主は分散化し、その大多数は零細化し、企業の経営意思決定に対する個々の影響力は限りなく0に近い。株式所有の目的は経営に参加することではなく、株式保有からもたらされる利益を最大化することである。しかし、経営者が判断を誤ることもあるし、企業の利益を害して自己の利益を図ることもある。利害関係者が経営者の意思決定を不適切なものであると判断した場合に、自己の利害に基づいて経営者の意思決定を制約しあるいは変更させ、またはそのような状況を予防するための手段がコーポレート・ガバナンスであるということを前提に考察する。

戦後資金調達の多様化や金融の自由化によりメインバンクのコーポレート・ガバナンスが弱体化している今、株主など企業の効率的経営によって利益を受ける利害関係者が適切なコーポレート・ガバナンスを有するならば、独断的な意思決定を防止するためのチェック機能が働くとともに、事前的には経営者に効率的な経営を行うための潜在意

識を与え、事後的には利害関係者の利益を考えた慎重な選択が行われることになるので、結果として効率的な経営が達成される可能性が高まる。

5 また株主が、企業経営に自己の意思を反映させることを目的として企業に影響を及ぼすための方法として、株主総会での議決権の行使がある。議決権とは、議決権株主総会における質問権などが付随している。

10 さらにもう一つ企業経営に関与していくために重要なのが、企業の経営状況や財務状況などの情報開示である。なぜなら株主は特定の株式会社の経営に関心を持ち、経営成績の向上を期待する。したがってその関心は株式を保有する会社の経営成績である。経営者と株主の間に情報の非対称性があれば、株主は経営者の業績を適切に評価することができず、経営者は自己の利益を目的とした利己的行動をとりやす

15 いから、エージェント・コスト(株主と経営者との利益相反により発生するコスト)が発生する。この場合、個人投資家とは異なり、会社を共同所有している株主にはエージェント・コストを経営者に転嫁するための手段がないので、エージェント・コストは株主が負担することになる。したがって、経営者は情報を隠すほど有利となり、情報を開示する積極的インセンティブは存在しない。故に、株主から

20 したら制度的に情報開示を強制するほかはなく、有価証券取引報告書の提出や、取締役の日常的業務執行のモニタリングなど開示すべき情報ができるだけ広範かつ詳細にわたるような制度を構築し、積極的に意見をだし、利益を最大化するために株主主体の企業経営がなされるべきである。

25

### 経営に物を言う株主 ～株主総会～

2015年6月下旬、日本の各企業で株主総会が行われてきた。各総会では、株主による配当アップの要求や、例えば三菱電機など実際株主への還元率を上げると発表した企業もある。その背景には、株主重視

30 の姿勢を貫くため議決権の行使のしかたを助言する海外の会社が、株

主に対し、収益性を示す指標が一定の水準に達しない企業について、経営トップの選任に反対するよう勧めたこともある。また、任天堂の株主総会では、スマートデバイス向けのアプリ、ゲームの開発の要求や、自社株式の保有率の高さなどに言及する意見が株主から出るなど、積極的に企業の経営に物を言う姿勢が見られた。このように株主の意見を聞く機会、対話などが必要であるといえる。以下に事例を挙げていく。

#### 4 経営に物を言う株主 ～株主総会～

10 2015年6月下旬、日本の各企業で株主総会が行われてきた。各総会では、株主による配当アップの要求や、例えば三菱電機など実際株主への還元率を上げると発表した企業もある。その背景には、株主重視の姿勢を貫くため議決権の行使のしかたを助言する海外の会社が、株主に対し、収益性を示す指標が一定の水準に達しない企業について、

15 経営トップの選任に反対するよう勧めたこともある。

そしてもう一つ、アクティビスト・ファンドに代表される「物言う株主」の日本での活動が活発化している。株価を上昇させた後に保有株を売却して利益を稼ぐ目的は従前と一緒だが、対象企業に中長期的な成長力を高める提案を行い、経営陣と連携して企業価値を高めようとするファンドも増えている。政府が成長戦略で生命保険や信託銀行などの機関投資家に投資先への「厳格な経営監視」を求めていることも

20 ファンドの活動を後押ししている面がある。株主と企業の対話が今後重要である。事例を挙げてみる。

#### 25 物言う株主の事例①～ファナック～

産業ロボットメーカーのファナックは、取引先には米アップルやテスラ・モーターズ、韓国サムスンなどのグローバル企業が名を連ねる高収益企業だ。これまでメディア対応や株主への情報発信を積極的に行ってこなかったこともあって、「知る人ぞ知る」優良企業だった。

30 同社の株が2015年2月以降、東証1部で連日高値を更新し、市場関係者

の話題になった。理由はアクティビストとして著名な米ファンド、サード・ポイントが同社株を買い付け、上位10位以内の大株主に浮上したことだ。サード・ポイントは2月上旬にファナックの主要株主に書簡を送り、「好業績に比べて株価が著しく過小評価されている」と訴えた。同社の2015年3月期の純利益は前年比67%増の1851億円の予想。過去の利益が積み上がり、昨年末時点の「利益剰余金」も1兆4000億円に膨んでいる。サード・ポイントは「1株あたりの価値を高める株主還元策を実行すべき」として、約8000億円に積み上がった現預金で自社株を買い取るよう経営陣に求めたのだ。そして、同社はこれまで株主との対話に消極的だったが、米ヘッジファンドの批判を受け、4月にシェアホルダー・リレーションズ（SR）部を新設するなど対話路線に舵を切った。

#### 物言う株主事例②～任天堂～

15 任天堂がついにスマホゲームへの参入を決めた。同社は3月にモバイルゲームの開発を発表し、5月にはテーマパークを運営するユニバーサル・パークス&リゾーツと提携。任天堂のキャラクターをテーマにしたアトラクションを立ち上げることを発表した。背景として、株主の経営方針に対する関わりが挙げられる。

20 任天堂はスーパーマリオのようなキャラクターはスマホでも成功できると考えている。

モバイルゲームへの参入を決めて以降、株価は上昇し、米国預託証券（ADR、ティッカーはNTDOY）の価格は3カ月で40%高となっているが、2007年の高値と比べたら4分の1の水準だ。向こう1年間で株価が

25 50%上昇することもあり得る。

同社のバランスシート（貸借対照表）は堅固で負債はなく、こうした保守的な財務体質が株価を下支えしてきた。一方で、財務以外の面をみると、同社は決して保守的ではない。約10年前、多くの人を手軽に遊べるカジュアルゲームという分野を生み出し、据え置き型ゲーム

30 機の「Wii（ウィー）」と携帯型ゲーム機「ニンテンドーDS」を相次

いで発売した。Wiiの累計販売台数は世界全体で1億0100万台に上る。

5 自社の外国株ファンドで任天堂株を保有するアリエル・インベストメンツで外国株を担当するルパル・バンサリ最高投資責任者（CIO）は、任天堂を「アップル（AAPL）とウォルト・ディズニー・カンパニー（DIS）を組み合わせたような企業だ」と評している。

任天堂の現在の株価は、2015年度の予想EBITDA（利払い・税引き・償却前利益）に対して39倍の水準にあり、割高に見える。しかし、バンサリ氏はモバイル事業が拡大して利益率が回復すれば、EBITDAは急増する可能性があるとする。

10 アナリストの予想では、08年度（09年3月期）をピークに減少し続けている売上高（ドルベース）は今年の44億8000万ドルで底打ちし、16年度は52億5000万ドル、EBITDAは7億ドルに達する見通しである。3年前にEBITDAが3億ドルの赤字だったことを考えると驚異的な回復である。

15 ジェフリーズのアナリスト、アトゥル・ゴヤール氏は以前から、任天堂がモバイル事業に参入すると予想していた。同氏は、任天堂の業績が08年のEBITDAで56億ドルという全盛期の水準を回復し、モバイルゲーム市場の25%を握ると予想する。調査会社IDCの予想によると、モバイルゲーム市場の規模は18年に405億ドルに達するという。つまり、利益率を50%と想定すると51億ドルの利益が任天堂に入ることになる。

20 6月末に行われた同社の株主総会では株主からも、モバイル事業への参入を求める声が相次ぎ、株主との対話を実現させる任天堂の今後が注目されている。

25

#### 4-2 リキャップCBについて

##### リキャップCBの概要と一般的な目的

リキャップCBとは、転換社債型新株予約権付社債（Convertible Bond: CB）の発行で資金調達をすると同時に自己株取得を行うことによって、負債を増やし資本を減らす、いわゆるリキャピタライゼーシ

30

ョン（負債と資本の再構成）を目的として行われる資金調達手法の総称である。元々、リキャピタライゼーション（Recapitalization）とは、資本コスト引き下げのために行われる、資本構成の変更のことを指す言葉である。資本コストを引き下げる手段として、負債性の資金を調達し、その資金で自己株を取得し、バランスシートの貸方の構成を変えるのであるが、その負債調達的手段としてCBを用いるものを「リキャップCB」と呼ぶ。CBの発行は負債の形式で資金を調達することになるのであるが、株式に転換できる権利が付与されており、将来的には新株の発行を伴う資金調達、つまりエクイティファイナンスの側面を持っている。さらに、CBは普通社債に比べて利払い負担が低く<sup>1)</sup>、低コストでリキャップを行いつつ、自己株買い分を超える調達資金を事業投資などに充当しやすいという特徴を持っている。つまり、リキャップCB発行は現時点で負債と資本を入れ替え、将来、転換によって資本の増加を行うという、一見奇妙な資本政策であるとも言える。

またリキャップCBの発行の背景には「株主重視政策の一環としての自社株買い」や「資金調達に際しROEを重視する投資スタイルの浸透」があるとされる。日本におけるリキャップCBの活性化に先立ち、2000年代からアメリカではLeveraged Dividends Recapitalization と呼ばれる未公開株を対象とする株主利益還元策（負債性調達資金による配当増）が活発に実施されている。リキャップCBは、アメリカのLeveraged Dividends Recapitalization のスキームが日本に取り入れられたものと考えられる。

発行する目的としては、自己資本を減少させることによりEPS（1株当たり利益）やROE（自己資本利益率）を高め、株主価値の増大や株価の上昇を図ること、株主資本コストを減らし（株主資本コスト＜負債コスト）会社全体の資本コスト（WACC）を低め、企業価値を高めること、リスク許容度の低い株主からリスク許容度の高い株主へ能動的に株主を入れ替える布石とするためなど3つの理由が挙げられる。以上の一般的な目的を踏まえ、以降ではなぜ経営者がリキャップCBを

発行するののかについて考察していく。

### リキャップCBを発行する経営者の動機

5 発行する動機になる可能性として5つ挙げられる。1つ目は、情報  
優位にある経営者が市場に対して好ましい将来の見通しという内部情  
報を明らかにするために、現時点の株価より高い転換価額のついたCB  
を発行するとともに、自社株買いを公表する。このことは、自社の株  
10 価が割安であるということを示すことになるからだ。ファイナンス理  
論におけるシグナリング・モデルでは、「逆選択問題」に直面する質  
の高い企業の経営者が質の低い企業とは異なることを、自社株買い  
(およびCB 発行)を介して、市場参加者に伝達するという意味合い  
もある。

15 2つ目は、企業は負債を増やし、その節税効果で企業価値を増加さ  
せることができるからだ。また、資本構成を再編するためには魅力的  
な資本政策で、当然、転換社債が全て株式に転換されれば、資本構成  
は元に戻るのであるが転換価額は現在の株価よりも高く設定されてい  
るため、リキャップCB 発行以前の発行済株式数と比べれば、発行済  
株式数は減少し、1株当たり利益は上昇することになるというメリ  
ットもある。

20 3つ目は、リキャップCB はゼロクーポンで発行され、企業は金利  
負担がほとんどないし、また一般に発行費用も低く抑えられる傾向が  
あるからだ。実質ゼロ金利で負債を調達でき、純利益の減少も伴わ  
ず、資本構成を変化させることによって、資本効率を高めることがで  
きるのは経営者にとっては発行動機になる可能性は十分ある。

25 4つ目は、ROE を経営・投資指標として重視する風潮だ。近年金融  
機関ではなく、株主に目を向けた経営が目指されている中、ROEが経  
営指標とされている。つまりROE の上昇→株価の上昇という構図があ  
り、ROEを引き上げるように株主から経営者に圧力、あるいは「規律  
付け効果」が働いており、その株主からの要求に応える財務戦略の有  
30 力な一形態としてリキャップCB が選択されている。

5 つ目は、リキャップCB 発行により資本コスト（加重平均資本コスト、WACC）を引き下げることによって、企業価値を増大させることができる。経営者が加重平均資本コストを自社の資本コストとして考えるならば、株主資本コストよりも負債コストの方が低いため、負債の割合を増やし、資本の割合を減らし、資本コストを明示的に引き下げようとするであろう5)。さらに、負債の節税効果によって、将来キャッシュフローを増加させ、企業価値を増大させることができる。そのような経営者の考えが、リキャップCB 発行の動機になっている可能性がある。

10

### アメリカにおける配当リキャップとリキャップCBの比較

ここでは、アメリカにおける配当リキャップと日本のリキャップCBの共通点を考察していく。まず共通点としては、低金利を背景とする経済環境が挙げられる。金融政策の結果もたらされた低金利の市場環境は、負債の調達コストを引き下げることによって、結果として配当リキャップ・リキャップCBの発行の実施を容易にしている。また、企業財務の面では、負債調達の拡大による負債比率の上昇が発生する一方で、株主にとっては配当収益の拡大というメリットをもたらしている点も共通している。

20 また、アジア太平洋地域の一部の会社でも配当リキャップが拡大している。背景には低金利により金融市場がバブル的な様相を呈していることや、PEGにとってIPOによる投資回収の見通しが立ちにくくなっているという事情がある。2010年代に入り、日本・オーストラリアを除く同地域の配当リキャップの実績は2年間に30億ドルで、数年前のほぼゼロから急増している。

25 これら配当リキャップ及びリキャップCBの共通点は、株主への株主還元をどのように考えるかという点である。こうした低金利を背景とする負債調達拡大・配当支払い、つまり株主還元の拡大のコーポレート・ファイナンスのあり方は、今後の日本のコーポレートガバナンスや株主還元を考えるうえで重要なものになっていく。

30

### 4-3 リキャップCBによるROEの上昇と株価

5 本章ではリキャップCB 発行による資本構成の変化とROE の関係および株価との関係を考察する。以下の式は、伝統的な財務分析に用いられるROE の3 分解式で、ROE に対する資本構成（財務レバレッジ）の影響を明示的に示したものである。

10

$$\text{ROE} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{自己資本}} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}} \times \frac{\text{総資本}}{\text{自己資本}}$$

15 この分解式によれば、利益水準および売上高利益率や総資本回転率が一定ならば、リキャップによって自己資本を圧縮し負債比率（財務レバレッジ）を引き上げればROE は上昇する。会計上、これは当然の帰結である。ただし、この会計的な見かけ上の効果が株価にどのような影響を与えるのかは、別の話であり、実証分析に頼るほかない。

20 一方で、ファイナンス理論によれば、財務レバレッジ効果によって、ROE の変動性が高まり、その変動リスクを、リキャップによって減少した株主が追加的に負担することになるため、株主の要求収益率が上昇する。

25 リキャップCB 発行によって、財務レバレッジが高まれば、ROE の変動性が上昇する。繰り返しになるが、このリスクは当然株主が負わなければならない。したがって、市場は、短期的な株価の上昇は別として、そのリスクを織り込むはずであり、その織り込み分だけ株価は下落し、元の株価水準へ戻ることになるはずである。法人税を考慮しなければ、この論理は成り立つが、現実のものとなるかどうかについては、

30 実証分析での結果を待たなければならない。

結局のところ、リキャップCBが、中長期的に株価を押し上げるかどうかは、調達資金のうち投資に充てた分（自己株取得分を差し引いた資金）の事業性、収益性に依存する。

#### 5 4-4 リキャップCBの事例～カシオ計算機～からみえる可能性

7月8日、カシオ計算機(6952)の株価が急伸した。前日終値の1,455円から、一時1,584円まで伸びたので、1日で8.8%も上昇したことになる。材料は前日の取引終了後に発表されたCB発行。発行総額は100億円、引受先は三井住友銀行の英国の証券子会社。ゼロクーポンで株式転換時の権利行使価格は現在の株価の1割増し。権利行使期間は発行から3週間後の今年8月6日から5年間。

15 図表9 「カシオ計算機の株価推移」

日付	始値	高値	安値	終値	出来高	調整後終値*
2014年7月10日	1,562	1,583	1,545	1,577	3,094,400	1,577
2014年7月9日	1,578	1,580	1,532	1,557	4,022,600	1,557
2014年7月8日	1,499	1,584	1,494	1,571	8,454,800	1,571
2014年7月7日	1,485	1,487	1,456	1,462	1,815,000	1,462

出所) カシオ(6952) 週足

すべて権利行使された場合でも希薄化率は2.19%ならず。100億円は、2014年3月末時点の連結純資産1,852億円の5.3%程度にしか当たらず、その上アップ率が掛けられているので、希薄化率もこの程度で収まる。

日ごろ権利行使価格は1割近いディスカウント、希薄化率は軽く25%超という新株予約権の発行を見慣れているので、こういったCBはある意味新鮮だ。

25 ただ、今回調達する100億円の資金用途は100%自己株取得である。自

己資金と合わせて総額125億円程度の自己株取得を実施する。

14年3月期の株主資本が1,761億円で、15年3月期の純益予想が230億円なので、おおざっぱに計算すると15年3月末時点の株主資本は1,761億円に230億円を足した1,991億円になる。

- 5 このままだとROE(自己資本利益率)は11.5%だが、自己株取得を125億円実施すると、分母の株主資本が125億円減って1,866億円になる。230億円の純益を分子に、1,866億円の株主資本を分母に持ってくると、ROEは12.3%となり、1ポイント弱上昇する。今回は既存の自己株の98%も償却するそうだが、こちらは既に株主資本から差し引かれているので株主資本の変動要因にはならない。

もともと、自己株は償却しないで置いておくと、いずれ取引先に譲渡されたりM&A(企業合併・買収)に使われたりして、1株当たりの純益や純資産が再び希薄化する可能性があるので、株主にとってはできれば償却してくれたほうがありがたい。

- 15 カシオ計算機は14年3月期に9.2%だったROEを、今期末までに12%、その次の16年3月末には一気に17%へ引き上げるという目標を掲げている。現在公表している純益予想が達成できれば、今期末のROEは今回のCB発行による資金調達で自己株取得を実施することで完全に安全圏に入った。ただ、次の17%達成にはやはり分子の純益のほうをだいぶ引き上げる必要があるだろう。

- 20 この程度の規模の自己株取得だと、何もしない状態から1ポイント弱しかROEを引き上げられないが、株価はROEに反応しやすい。株価の急伸は、ROEの引き上げを単なる掛け声だけで終わらせるのではなく、本気なのだという意思表示になったのは間違いない。その本気度を市場が好感したということだろう。

25 とはいえ、ROEの引き上げは分子の当期純利益を増やすのが目的である。借金は金利というコストが発生するので、コストを発生させてまでやることではないのでは?となるが、今回はゼロクーポンなのでその批判も当てはまらない。

- 30 しかし日本の場合、ROEは分子の純益が減価償却方法や引当金、税

制などに左右され、信用に値しない。こういった考え方に立つと、借金して調達した資金を設備投資に回さず自己株取得に回すという行動は、有望な開発投資がないと自ら言っているようなものなので、長期的な金利動向に対するヨミと合わせて、株価の上昇要因にも下落要因にもなる。

図表 10 「カシオ計算機の業績推移」

カシオ計算機の業績推移

	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	総資産	純資産	自己資本比率	配当	期末株価	PER	PBR	配当性向	ROE
95/3	401,675	8,471	8,157	5,026	463,346	175,082	37.8%	13.0	910	49.86	1.43	71.2%	2.9%
96/3	411,927	4,145	3,897	695	495,563	172,127	34.7%	12.5	1,020	404.76	1.64	496.0%	0.4%
97/3	459,105	14,370	11,462	3,700	496,947	174,528	35.1%	12.5	866	64.97	1.38	93.8%	2.1%
98/3	502,012	37,757	31,854	11,738	537,013	182,657	34.0%	12.5	1,150	27.30	1.75	29.7%	6.4%
99/3	451,141	12,551	6,181	-8,534	506,566	170,721	33.7%	12.5	803	-	1.28	-	-
00/3	410,338	19,477	14,210	6,173	507,106	169,634	33.5%	12.5	1,089	47.91	1.74	55.0%	3.6%
01/3	443,930	17,905	11,886	6,547	445,883	162,375	36.4%	12.5	809	33.55	1.35	51.8%	4.0%
02/3	382,154	-10,418	-17,824	-14,928	449,224	134,917	29.9%	12.5	602	-	1.21	-	-
03/3	440,567	17,914	12,272	5,647	459,113	131,957	28.7%	12.5	737	36.36	1.90	61.7%	4.3%
04/3	523,528	27,491	21,454	14,176	496,039	144,403	29.1%	15.0	1,238	23.81	2.28	28.9%	9.8%
05/3	559,006	39,040	33,588	21,534	495,743	162,271	32.7%	17.0	1,415	17.83	2.32	21.2%	13.3%
06/3	580,309	43,114	38,915	23,745	501,960	191,011	38.1%	20.0	2,095	23.65	2.92	22.6%	12.4%
07/3	620,769	48,074	41,431	25,147	525,483	236,669	42.6%	23.0	2,580	27.84	3.18	24.8%	11.5%
08/3	623,050	37,753	31,025	12,188	451,835	231,213	49.4%	33.0	1,459	33.03	1.81	74.7%	5.4%
09/3	518,036	4,016	-1,442	-23,149	444,653	184,981	41.2%	23.0	693	-	1.05	-	-
10/3	427,825	-29,309	-25,082	-20,968	429,983	168,857	37.3%	15.0	719	-	1.25	-	-
11/3	341,678	12,402	11,702	5,682	402,456	153,232	38.0%	17.0	658	31.48	1.16	81.3%	3.5%
12/3	301,860	9,085	6,980	2,556	366,212	149,254	40.7%	17.0	591	62.15	1.07	178.8%	1.7%
13/3	297,763	20,053	19,702	11,876	369,322	163,968	44.4%	20.0	725	16.41	1.19	45.3%	7.1%
14/3	321,761	26,576	25,743	15,989	366,964	185,256	50.5%	25.0	1,221	20.53	1.77	42.0%	9.1%
15/3予	350,000	35,000	33,000	23,000	-	-	-	25.0	-	-	-	29.2%	-

※金額の単位は配当と株価のみ円、それ以外は百万円。PER、PBRは倍、実績ベース

- 10 今回のカシオのリキャップCBは配当、つまり株主還元という面でも大きな成長を見せているので、この事例は今後の株主中心の企業経営の中での株主還元のなにかヒントになりうる事例である。

## ～第5章 望ましい株主還元の在り方とは～

15

### 5-1 企業の成長段階別の株主還元について

#### ① 黎明期

- 創業 → IPO前の段階の企業。事業資金も潤沢とは言えず、資金もできるだけ事業拡大のために使い、多少の余裕があっても、内部留保して
- 20

おくべき時期です。株主自身もおそらく配当は期待していなくて、キャピタルゲインでの利益を期待している。以上から、黎明期の企業は事業拡大のために資金を活用すべきであり、企業価値増大に努め、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黎明期の株主還元のあり方である。

## ② 成長期

一番判断の難しい段階といえる。一定の利益は出ているが、新規事業を始めるにも、なかなかそれが見つからず、余剰資金が増え始めている段階である。おそらく株主は配当を要求するだろうが、ここで企業は慎重になることが必要である。なぜなら、先を考えた時に、株主達に、「この資本金で今後イノベーションを起こします」と具体的な経営計画を開示し、内部留保を選択し、企業価値を高め、キャピタルゲインへの期待を高めるのが成長期の株主還元のあり方である。

15

## ③ 成熟期

成長が横ばいになり、キャピタルゲインへの期待がもてなくなるも、一定の内部留保がある段階。

配当や自社株買いを行うことで、株価収益率を向上させ、株価を維持、上昇させる戦略が必要になってくる。まずは、会社の財務状況に応じてフレキシブルに行える自社株買いをし、財務戦略と自社株買いの情報を継続的に株主に対して開示することで、評価を得る事が必要になり、その後配当などを行う。

## ④ 衰退期

資金繰りが悪化している段階。配当や自社株買いではなく、会社の延命のために資金活用するのが賢明な還元である。

まとめ

黎明期や成長期の未上場企業や企業などは、株主達も配当よりも将来

の成長性、キャピタルゲインによる収益に期待しているため企業価値増大に努めることが最優先である。しかし内部留保をため込みすぎるとPER低下を招く。また積極的な株主還元は、投資家たちの更なる投資を生み、アベノミクス第三の矢である日本の成長戦略にも直結する  
5 だろう。

## 5-2 コーポレート・ガバナンスと望ましい株主還元

アメリカでは、株主のコーポレート・ガバナンスが強く機能しているので配当性向が高く、日本では株主のコーポレート・ガバナンスが  
10 弱いので配当性向が低いという傾向がある。多額の内部留保を蓄積していた日本の企業の株式の過半数をアメリカの企業が取得した後、アメリカの企業の判断により高い配当を行ったところ、株価が上昇したという例がある。高配当政策は株主重視の経営方針への変更を意味する  
15 から、株主はこれに好感をもって、株価が上昇したとされる。

これをコーポレート・ガバナンスの観点から考察する。企業が大量の内部留保を抱えた場合、会社が危機的状況に陥る危険は低下するが、  
20 経営者の緊張感はゆるみ、適切な経営判断を行わなくなる可能性が高まる。つまり、余剰資金があれば収益率の低い投資を行う可能性が高まるなど、経営者と株主の間のエージェント・コストが増大する。

一方、配当などで過剰な内部留保を減少させれば、資金調達のための増資や借入の都度、経営内容や経営方針に対するチェックが機能する。以上のことから、過剰な内部留保は経営者の規律を低下させ、  
25 率的な経営を損なう可能性が生じることがわかる。つまり、高配当は企業に対する株主のコーポレート・ガバナンスを高める効果を持つことになる。コーポレート・ガバナンスの強化が期待できれば、将来における経営の改善が予想されるため、株価の上昇は妥当な現象ということになる。

30 つまりコーポレート・ガバナンスの視点からのアプローチは、株主

が積極的に企業の経営に関わっていけば株主主体の経営となり、前述の株主重視のコーポレート・ガバナンスが強化される。そして企業は余剰な内部留保を株主に還元することによって、自社のコーポレート・ガバナンスの強化、つまり企業価値の増大につながる。すなわち

5 双方にとってメリットが生まれるのである。いずれにせよこれを実現するためには、株主の株主総会などでの議決権の行使などの企業経営への直接的な関与、そして企業は株主重視の経営にすべく有価証券報告書の提出や取締役の日常業務の監視などの徹底的な情報開示を株主に行っていくべきである。

- 10 　　そしてもう1つのアプローチがリキャップCBである。近年リキャップCBという転換社債の発行によって企業全体の資本コストを下げ、企業価値を増大させようとする狙いがあるが、具体的な根拠がないという今後に向けての課題はあるものの、カシオ計算機の事例のように成功している例もあるので、今後の望ましい株主還元において課題はあるものの可能性は示せるといえる。
- 15

### 5－3 我々の考える望ましい株主還元策

- 我々は望ましい株主還元策として、企業の成長を考えたいうえで、退職金やボーナスを現金でなく株式で渡すということが有効であると考え
- 20 える。これにはどのような効果があるのか。まず、退職金についてであるが、企業が良い方向に進んでいるときは株価も上がる。退職金を株式にした場合、株価が上がっているので退職金も上がるが、わざわざ成長している途中で会社を辞めようとする人はなかなかいないであ
- 25 る。将来性を考えたらこのまま働いているほうが良いからである。また、逆に企業が悪い方向に進んでいるときには、辞めたい人が増えてくる。

その時はもちろん株価も下がっているので、退職金も下がってしまう。つまり、辞める人が減り、人員の確保ができる。

- 30 次にボーナスであるが、ボーナスを株式で渡すという方法をとってい

- る企業は現在いくつかある。IT企業やベンチャー企業が主ではあるが、導入する企業は年々増えている。これはストックオプション制度といわれるもので、会社の将来の株価と連動した長期的なインセンティブ制度である。会社が取締役や従業員、または外部の取引先を対象
- 5 にあらかじめ決められた価格で自社株を購入できる権利を渡すということである。株価が決められた価格よりも上昇した場合は権利を使って、市場よりも安い価格で株を買うことができる。そのまま売却すれば上がった分だけ利益が出る。逆に下落した場合は権利を使わなければいいので損することはない。この制度は従業員の株価に対する意識
- 10 を高め、業績向上や株主重視経営につながるといわれているが、この制度では一部の人の意識しか高まらない。一時的にROEを向上させたいならば自社株買いをすればいい。しかし長期的にROEを向上させたいならば業績の向上が不可欠である。そのために従業員全員の意識を高めるために、ストックオプション制度の失敗の経験から学ぶ必要がある。
- 15 スtockオプション制度の最大の問題は、株を売ることによって報償を得ようとする誘引が存在することである。つまり、長期的連帯を高める方向には働かないのである。従業員全員が長期的視野を持ち、それによってよりよい企業統治が行われれば、企業の成長につながり、他の株主にとってもメリットになる。
- 20 この関係を作ることができれば、会社は長期的な企業成長をしつつ、自社株も保有できることになる。ROEでみるならば分子が増えながら分母が減っていく。そうなればROEを重視する海外投資家の支持も得ることができ、企業成長にもつながっていく。
- 難しいところではあるが、企業にとっても国内外の株主とってもメリ
- 25 ットがあることが理想の株主還元策だと思う。企業だけ得をしても、株主は減っていく一方であり、株主だけ得をしても企業が衰退してしまう。現在自社株買いをする企業が多くなっている。余剰金で自社株を買うことにより、ROEを高めている。自己資本を減らすことにROEが高まる、ということである。
- 30 先ほども述べたように、これでは根本的な解決にはならず一時的なし

- のぎにすぎない。利益を出し続けなければ本当の解決にはならない。目先の利益だけでなく長期的な利益。これを意識することによって企業は良い方向に向かっていけると思う。企業が良い方向に向かうことで株主からの信頼も厚くなり、株主の利益も大きくなる。自社株買い
- 5 は悪いことだとは思わないが、自社株買いだけでは根本的な部分が解決しないということを十分に理解し、長期的な利益を生むような方法を考えるべきである。その方法として、宣伝方法を変えたり、時代にのっとった方法に変えていくなど、物でなく仕組みを改めなおすことも重要ではないであろうか。
- 10 もちろん企業内だけで決定してしまえばそれこそ株主との情報の非対称性が生まれるので、株主総会で今よりも深い部分まで話すことが重要になってくるであろう。株主側と企業側双方の意見が一致したとき、それが理想の株主還元策になると我々は考える。

15

## 終章

- 今日、日本の株式会社は大きく変化している。それは株式会社に関する制度の変更であったり、金融のグローバル化による株主の変化などの様々な要因によって引き起こされたものである。株式会社の特徴
- 20 である所有と経営の分離は効果的な制度であるが、所有者（株主）と経営者の関係は希薄化してしまった。株主は企業を資金運用の一手段になるものとして、経営者は株主をただの資金提供者として見ていた。しかし、今日の世界経済、ひいては日本経済の変化によってその
- 25 関係も変わってきた。企業は株主を重視した経営をするようになり、株主は企業の経営について深く関係するようになってきた。つまり、株主は企業に資金を提供するだけでなく、企業の経営にも目を向け、中長期的な成長を望むようになってきている。その結果として、企業が成長し、株主と企業双方が恩恵を受けるという理想的な関係が出来
- 30 上がりつつあるのではないだろうか。

今回我々が提案した株主還元策以外に様々な方法があるだろう。今後、日本企業がどのような株主還元策をとり、株主を重視した経営を行っていくのかに注目していきたい。

5

## 参考文献

- 10 宍戸善一（1991）『ベーシック会社法入門』日本経済新聞社
- 小宮一慶（2015）『ROEって何？という人のための経営指標の教科書』PHPビジネス新書
- 15 宮川壽夫（2014）『配当政策とコーポレート・ガバナンス株主所有権の限界』中央経済社
- 小島大徳（2004）『世界のコーポレート・ガバナンス原則—原則の体系化と企業の実践—』株式会社 文眞堂
- 20
- 田中英弥（2014）『投資家と企業の対話—一次世代の企業価値コミュニケーションと統合報告—』第一法規株式会社
- 加護野忠男（2014）『経営は誰のものか』日本経済新聞社
- 25
- 重本洋一（2013）『経営者の会計操作の動機と株式市場の反応』日本評論社
- 30 畠田 敬（2005）『自己株式取得による株価への効果』産業経営研究

志馬 祥紀 (2015) 『米国企業の配当リキャップ～リキャップ  
CBの原型～』 証研レポート p 49～p 60

- 5 若杉敬明 (2004) 『株主が目覚める日～コーポレートガバナンス  
が日本を変える～』 (財)資本市場研究会

二上季代司・代田純 (2013) 『証券市場論』 有斐閣ブックス

- 10 あずさ監査法人 (2008) 『株式公開の実務ガイド 第3版』 中央  
経済社

今福愛志 (1992) 『コーポレート・ガバナンスをめぐる財務報  
告制度の展開』

15

田中正継 (1998) 『日本のコーポレートガバナンス』 経済企画  
庁経済研究所

## 20 参考URL

「会社法」 <http://law.e-gov.go.jp/htmldata/H17/H17H0086.html>

(情報最終確認日：2015年10月26日)

- 25 「金融庁」 『日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検  
討会』 <http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/> (情報最終確認  
日：2015年10月26日)

「ニッセイ基礎研究所」 <http://www.nli-research.co.jp/> (情報

- 30 最終確認日：2015年10月26日)

「大和総研」 『有価証券報告書附属明細表』

<http://www.dir.co.jp/> (情報最終確認日：2015年10月26日)

5

「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》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」

<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf> (情報最終確認日：2015年10月26日)

10

「剰余金の配当の実務—手続き・会計処理・税務処理—」

<http://www.shinnihon.or.jp/shinnihon-library/publications/issue/info-sensor/pdf/info-sensor-2008-12-02.pdf> (情報最終確認日：2015年10月26日)

15

「一般社団法人 生命保険協会」 『株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート (平成 25 年度版)』

[http://www.seiho.or.jp/info/news/2014/pdf/20140418\\_4.pdf](http://www.seiho.or.jp/info/news/2014/pdf/20140418_4.pdf) (情報最終確認日：2015年10月26日)

20

「東洋経済オンライン」 『リキャップCB 急増，株価への効果は？』 2014年8月16日号 <http://toyokeizai.net/articles/-/44824> (情報最終確認日：2015年10月26日)

25

「日本電子計算会社」

<https://www.jip.co.jp/report/detail.php?report=00165> (情報最終確認日：2015年10月26日)

30

「大和総研リサーチレポート 太田珠美」 『「CB 発行＋自社株外＝リキャップCB」』

[http://www.dir.co.jp/librarian/column/20140408\\_008404.html](http://www.dir.co.jp/librarian/column/20140408_008404.html) (情報最終確認日：2015年10月26日)

5 日本企業によるリキャップCB発行の現状とその狙い (米谷雅之教授  
退任記念号)

<http://ci.nii.ac.jp/naid/120005588664>

10 「GLOBIS 知見録 斎藤忠久」 『「ヤマダ電機のリキャップCB ～  
増資と自己株買いは矛盾するか～」』 <http://www.globis.jp/497> (情報最終確認日：2015年10月26日)

「日本経済新聞」 『カシオ株、一時8%高 「リキャップCB」を  
好感』 2014年7月8日号

<http://www.nikkei.com/article/DGXNZ073973360Y4A700C1DTA000/>

15 (情報最終確認日：2015年10月26日)

「日本証券新聞社」 『特報 カシオの「自己株取得」CB ROE引き  
上げ意欲を市場好感』 2014年7月16日号

<http://kabu.nsjournal.jp/rensai/20455.html> (情報最終確認日：2015年10月26日)

20

「J-castニュース」 『「自社株を買い取り、株価を上げろ」優良  
企業ファナックに米ファンドが「物申す」』

<http://www.j-cast.com/2015/03/18230479.html> (情報最終確認日：2015年10月26日)

25