

平成 27 年度『証券ゼミナール大会』

拓殖大学・高橋智彦ゼミナール

5

第 7 テーマ

「株主・企業双方にとって望ましい株主還元の
あり方」

10

15

拓殖大学・高橋智彦ゼミナール

企業ファイナンス班

目次

序章

・・・1

第一章

5 第一節 株主還元策の歴史

・・・2

第二節 わが国の株主構成の変化

・・・2

第三節 プリンシパルエージェント問題への対応

10 ・・・3

第四節 企業による利益の配分

・・・4

第二章

第一節 日本の現状

15 ・・・8

第二節 世界各国との比較

・・・12

第三節 日本の株主還元策の課題

・・・12

第三章

第一節

- 5 インセンティブ報酬制度に見る株主還元策の決定プロセス

・・・13

第二節 還元のあり方

・・・14

第三節 還元策の関連性

- 10 ・・・20

第四章

望ましい株主還元のあり方

・・・23

参考文献

- 15 ・・・26

序章

19世紀、古典的株式会社は「会社は株主のもの」、「経営者は株主から会社の経営をまかされているにすぎない」という考え方であった。

5 しかし、近代株式会社制度が確立してからすでに150年以上経っており、株式会社の在り方は大きく変質した。

19世紀後半、株式会社投資は資本家や個人に集中し、資本家や個人が大株主になり自分で経営するか、あるいは経営者に任せる形になっていた。

10 やがて20世紀になり、株式会社の規模は大きくなるにしたがい株式は広範な投資家に分散するようになっていった。

これにより従来の「会社は株主のものである」という考え方が崩れ、大株主である資本家に代わって、株式を持ってないか、あるいは僅かしか持ってない経営者が会社を支配するようになっていき、「経営者支配」の時代がやってきた。

15 ところが、20世紀末になって、アメリカで株主資本主義論が台頭し、機関投資家に株主が集中する傾向が起き、年金機構や投資信託・生命保険などが企業の大株主となった。

20 投資機関は投資家や契約者などの資金を預かり、株式や債券などを運用している。そのため株価を上げさせるために経営者に圧力をかけ、意向に従わない場合は株式を売却すると警告する。このため、経営者は株主重視の経営を執っていくようになった。

経営者は株主重視の原因はもう一つあり、80年代から流行っているM&A(会社の合併と買収)に対する防衛策である。株価が安ければ、会社を買収されてしまう恐れがあるため、株価を上げる必要に迫られた。

25 90年代、日本でバブル崩壊し株主価値の信者があらわれ、株主重視を主張する政治家や学者が増えたため、株主資本主義が日本でも流行するようになる。

第一章 わが国の株主還元策

第一節 株主還元策の歴史

5 かつての日本企業は原則的に自社株買いが禁止され、配当のみが唯一の株主
還元的手段であった。しかし、94年に商法が改正により自社株買いが解禁さ
れ、株主還元の選択肢が広がると共に、97年と99年には、利益配分ルールや
東証上場に係る配当基準が撤廃、配当政策は企業の自主性に任されるようにな
った。さらに自社株買いについては、97年取締役会議での取得、01年には自
10 社株式の保有が認められる(金庫株解禁)など、制度整備が進んだ。また、01年
には株主総会決議による法定準備金取り崩しが認められたことで、株主還元の
原資についてもより柔軟なものとなった。06年に実行される「会社法」におい
ては、現行の配当や自社株買いなど企業の財産の払い戻しは「余剰金の分配」
としてまとめ、統一的な財源規制がかけられる。

15 第二節 わが国の株主構成の変化

90年代前半のバブル崩壊を機に国内市場が衰退・縮小し、多くの日本企業が
その販路を求めて海外へ進出していった。

こうしてグローバル化した日本企業に注目したのが、海外の投資家たちであ
る。

20 これら海外の投資家たちは企業に対して高い株主資本利益率を求める傾向に
あり、当然海外に進出しグローバル化した日本の企業にも同様のことを求めた。
また日本でも年金財政が逼迫しており、やりくりが厳しくなった年金機構も投
資利回りの向上が必要とされ、企業に対して高い株主資本利益率をこれまで以
上を求めるようになり、結果として企業側は従来 of 日本企業に多く見られた株
25 主の意見が通りにくい、日本型の経営方針からの転換を迫られた。

それから20年以上たった現在、海外投資家の持つ日本株のシェアは売買だ
けを見れば6割を超えており、もはや日本企業にとって切っても切れないと言
えるほど絶大な影響力を持つようになっている。

30 このような状況から日本ではコーポレートガバナンスの整備・見直しが進み、
他のいくつかの要因も相まってこれまでの日本企業で一般的であった株式の相
互持合いなどは徐々に廃れていき、変わってアメリカのニュアンスを取り入れ
た新しい「ハイブリッド型」のコーポレートガバナンスや、機関投資家向けの「日

本版スチュワードシップコード」が導入されるようになった。

2015年6月には正式に、「日本版コーポレートガバナンスコード」を取りまとめ、公表されている。

5 これらのことから、かつての日本企業に見られた株主の意見が反映されにくい企業経営から、株主と企業の対話を重視した新しい経営形態に移行しつつある。

この様な一連の動きは海外投資家の増加がなければ無かったかもしれず、わが国におけるコーポレートガバナンス改革には、近年増加している海外投資家の存在が重要なファクターであったと思われる。

10

第三節 プリンシパルエージェント問題への対応

海外の多くの国では一般的に、生産高や収益は結果に残るので、それに応じた報酬を支払うインセンティブ方式やストックオプション制が有効であると考えられる。

15 しかし、この問題は現在コーポレートガバナンスの見直しにより廃れつつある日本式経営においても対応が可能であると思われる。

その理由が、債権者であり株主でもあるメインバンクが監視者としての側面を有する場合がよく見られ、情報の非対称性が減少されうる。という点である。

20 これは、企業に対する最大の債権者がメインバンクであり、独禁法11条のもと銀行法52条の24という制約があるが5%を上限として株式の保有ができ、同時に企業に対して有利な条件で貸付を行っているという日本特有の銀行と企業の関係が根幹にあり、債権者として内部情報を取得することができ、また株主であると同時に債権者でもあるため他の一般投資家と違いフリーライド
25 ができず、注意深く企業を監視する立場となり、他の株主からすれば株主の代表として企業の監視を任せるに足る存在ともなるということである。

しかし、こうしたメインバンクに全幅の信頼を置いた方法はそのままリスクにもなり得るため、スチュワードシップコードの導入も必要不可欠になり得るものと思われる。

30 以上のことから、プリンシパルエージェント問題に対しては、海外同様①出来高に応じたインセンティブ報酬②企業価値の向上が従業員に反映されるストックオプション。また、日本独自の手法として、③株式持ち合いなどにみられる日本式経営の利点の活用（ただし、スチュワードシップコードが必須）などが有用と思われる。

35

第四節 企業による利益の配分

企業は持続的な成長を遂げるため、常に企業価値を向上させる必要がある。企業価値とは、事業価値に事業以外の非事業用の資産を含めた企業全体の価値である。企業価値とは事業価値と株主価値が含まれている。事業価値とは企業活動からもたらされる価値であり、株主価値とは企業から有利子負債などの他人資本の価値を差し引いた株主に帰属する価値である。企業にとって、事業活動によって生み出された利益をどう配分するのか。この事業価値と株主価値がいかにバランスをとるかによって、企業それぞれの株主還元策が異なってくる。

近年、持ち株合いの解消によって株主の発言権が強まってきており「ものいう株主」と言われている。株主にとっては何を望んでいるのか。まず、株式投資することによって、インカムゲインとキャピタルゲインを得られる。インカムゲインとは資産を保有することによって得られる収入、具体的には、有価証券(株式、債券)の配当および利子収入等をいう。これに対し、資産の値上がり(値下がり)によって得られる収入(損失)をキャピタルゲインという。したがって、株主はインカムゲインとキャピタルゲインを重視している。インカムゲインとキャピタルゲインを向上するために、企業の資本利益率、ROE、配当性向、EPSなどのいくつ指標がある。

しかしながら、ものをいう株主の場合ではプリンシパルは自分の利益を増大させるためにエージェントにプレッシャーをかけ、エージェントは事業価値重視から、株主重視すること傾向になりがちである。また、プリンシパルは短期的な利益を重視する傾向があり、企業は株主重視することによって、従来の中長期利益から短期利益を重視するようになる。このプリンシパルエージェント問題がいかにバランスをとるかが課題であり、企業の持続的成長だけでなく株主還元策にも大きな影響がでる。

プリンシパルエージェント問題とは、エージェントが、プリンシパルの利益のために委任されているにもかかわらず、プリンシパルの利益に反してエージェント自身の利益を優先した行動をとってしまうこと。

プリンシパルは多くの仕事をエージェントに委託し、エージェントが役割を十分に果たしたかどうか監視することができない。いままで、経営者不祥事が頻繁する中、プリンシパルにとって、非常に悩ましいことだ。

そのうち、コーポレートガバナンス強化を乗り出した。社外取締役の普及や独立取締役の導入によって、取締役の独立性を高めた。特に、2014年に、日本版コーポレートガバナンスコードの実施によって、不祥事を防ぐことを期待する。また、日本版スチュワードシップコードも実施された。両コードは企業外

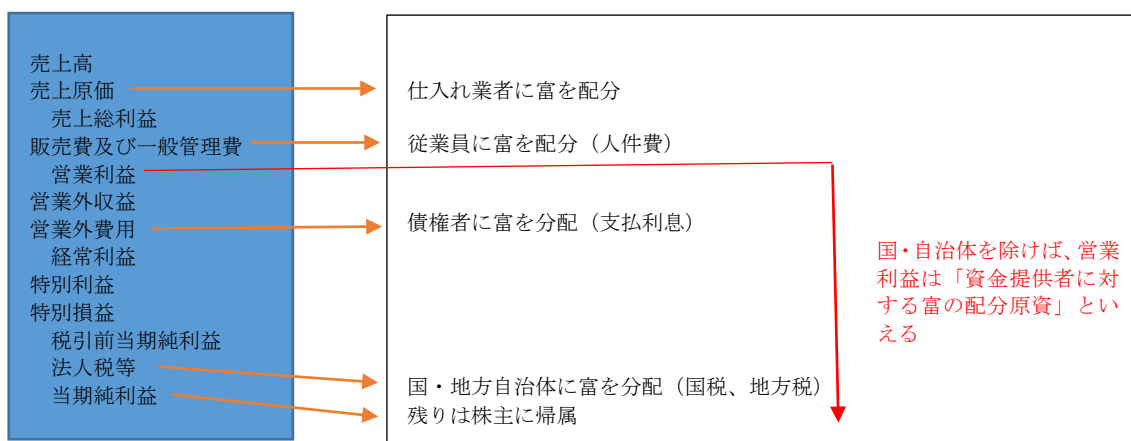
部と企業内部を両方から監督、監視を強化し、プリンシパルエージェント問題を解消することが期待できる。しかし、監視するために、役員に報酬を与えないといけないので、莫大な費用が発生している。また、エージェントのプライバシーもあり、全ての行動を監視することが不可能である。

- 5 しかし、日本独自の経営システムに問題がある。いわゆる日本の三大神器、終身雇用、年功賃金、企業別労働組合である。日本では、固定報酬が多く、経営者が時間通りに出勤すれば、固定収入がもらえる。問題を起こさない限り、定年後、会長になるケースも多い。によって、経営者が安定志向になり、リスクをとりたくなくなる。チャレンジ精神が失ってしまう。企業価値を向上することに結びつかない。インセンティブを向上させるシステムに変更する必要がある。固定報酬から業績連動報酬に変更すれば、経営者は業績を向上するため、みずから動くだろう。年功賃金に関しては、能力や貢献度に合わせて評価
- 10 すべき。従業員のやる気向上に繋がるだろう。

- 15 企業側にとって、株主から継続的な投資で豊富な資金を調達し、企業の安全運用を望んでいる。株主の要望に踏まえて、取り込まないといけない。企業の利益配分とは従業員の配分である人件費、配当金、自社株買い、設備投資などがある。配分されなかった残りは、主に預金や有価証券、投資有価証券などの金融資産へ積み増されることになる。果たして、企業はどういうふうに利益を
- 20 配分すればいいのか、難しい課題を抱えている。

財務三表による利益分配

損益分岐表



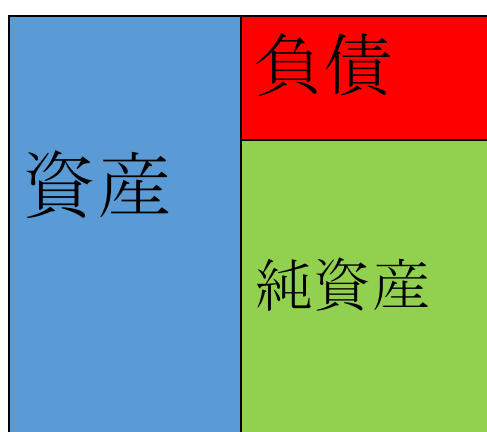
図のように、売上原価を仕入れ業者に富を分配し、販売費および一般管理費は従業員に分配する。その後、営業利益から債権者に返済し、法人税などの税金を払い、残りは株主に分配するという形になっている。

したがって、株主に還元するためには事業活動から営業利益を生み出さなくてはならない。

貸借対照表

貸借対照表は資産、負債と純資産三つの部分に構成されている。利益分配後、余剰資金が内部留保すると、その余剰資金が純資産の部分になる。純資産率いわゆる自己資本率（ROE）が高いほうが、確かに企業にとって安全である。しかし、純資産が積みすぎると、「その資金をもっと有効に使うべきだ」、「余剰資金を積極的に株主に還元すべきだ」と株主からは反発の声が高まる。たとえば、任天堂、ファナックが象徴的な企業だ。企業の当面の事業活動上に、不要となっている余剰金について、本当、株主に還元するべきものである。

バランスシート管理の観点からも自社株買いは重要なツールとなる。配当のみ株主還元では余剰金や資本の解消を動機的に行うことが難しい。負債削減と自社株買い、増資を状況に応じて組み合わせ、レバレッジやキャッシュ水準をコントロールし、適切なバランスシートの構成維持を図ることが財務政策の基本的な考え方となる。



25

株主資本等変動計算表

キャッシュフロー

状態	営業 CF	投資 CF	財務 CF
リスク高	+	-	-
リスク中	+	+	-
リスク小	-	+	+

10

キャッシュフローは営業キャッシュフロー、投資キャッシュフロー、財務キャッシュフロー、フリーキャッシュフローがある。

15 企業が上げた利益としては、営業 CF の数字を用いる。これは、一年間の企業の営業活動から生じた利益に、資金の流出を伴わない原価償却費などを足し
もどし、さらに運転資金の増減などを調整したものから、税金を負担したあと
に手元に残る金額を示す。

フリーキャッシュフローは、株主の期待に応える利回り以上で会社が活用できない限り、ファイナンス理論上は余剰金であると考えられ、株主に還元すべきものであるということできる。

20 $\text{フリーキャッシュフロー} = \text{事業活動から得られたキャッシュ} + \text{運転資本増減} - \text{投資活動に必要なキャッシュフロー}$

25

株主資本等変動計算書

	株主資本					株主資本合計	評価・換算差額等		総資産合計
	資本金	資本剰余金		利益剰余金			その他有価証券評価差額金	評価・換算差額等合計	
		資本準備金	資本剰余金合計	繰越利益剰余金	利益剰余金合計				
前期末残高	312,000	1,170,054	1,170,054	△1,751	△1,751	1,480,302	679	679	1,480,982
剰余金の配当									
当期純利益				15,440	15,440	15,440			15,440
当期変動額							△267	△267	△267
当期変動額合計	-	-	-	15,440	15,440	15,440	△267	△267	15,173
当期末残高	312,000	1,170,054	1,170,054	13,689	13,689	1,495,743	411	411	1,496,155

- 5 株主資本等変動計算書とは、貸借対照表の純資産の部の一会計期間における変動額のうち、主として、株主に帰属する部分である株主資本の各項目の変動事由を報告するために作成される決算書です。図の中にある利益剰余金合計 15440 円はファイナンス理論上、株主に還元すべきである。

10

15

第二章 わが国の株主還元策の現状と課題

第一節 日本の現状

5 近年は配当と自社株買いを合わせた総還元性向(純利益の内何%を株主に還元するか)の注目が高まっている。資本効率を高める方針を打ち出した企業は株式市場でも高く評価された傾向が目につき始めた。

10 2014年2月、金融庁が英国を参考に日本版スチュワードシップコード(機関投資家に投資先企業との会話を促す行動規範)を定め、5月末までにGPIF、日本生命、第一生命、三井住友信託、三菱UFJ信託など、有力機関投資家127機関が導入を表明した。いずれも、これまで[物言わぬ株主]としてシャンシャン総会を支えてきたところが、大量のキャッシュを抱えこんで動かない日本の企業経営者たちを甘やかすまいと風向きが変わってきた。

15 安部政権は企業の内部留保を投資に使わせと、経営者への圧力を高める手だてを講じ始めた。独立社外取締役の促進も、機関投資家による受託者責任(スチュワードシップ)の強化もその一環だ。6月3日、日本経団連の総会でコーポレートガバナンスの強化を宣言した首相の意気は高かった。

20 6月24日、新しい成長戦略と経済財政運営と改革の基本方針(骨太の方針)が閣議決定された。法人税減税も盛り込まれている。法人性減税により、企業の税引き後は利益増加、ROEの上昇が期待できる。そして、法人税減税は企業に株主還元を促すものとなるだろう。

25 6月30日、バーゼル銀行監督委員会から国際的な金融規制改革に関する重要な市中会議文書が相次いで示された。自己資本比率規制のあり方を大きく変える内容だ。多くの金融機関で自己資本比率の低下につながりかねないだけに、自社株買いなどの株主還元に乗り出す銀行が増えていたが、こうした流れにも水を指すそうだ。銀行セクター全体での株主還元の総額(総還元性向)は公的資金の返済込み除きで20%増と見込んでいる。株主還元利回り(配当+自社株買い)も16年3月期は3.2%まで上昇すると予想している。

30 また、最近の株主総会の招集通知を見ると、法定記載事項以外にも、任意的な記載事項として株主に対して、種々の案内を記載しているケースが増えている。総会に出席できない大多数の株主に対し、総会同日の情報を還元することは、株主に会社を理解してもらうために有意義なことである。

ROE と株主還元

ROE は株主が、企業に預託した資金がいかに効率よく活用され、企業価値を高めているかを示す利益性指標であり、企業の巧拙を反映していると考えられる。

ROE の数字を改善するには、分子である利益をさらに稼ぐか、分母の自己資本を減らすしかない。自己資本を減らすには、自己株買いを進めるか、増配、つまり株主還元を強化するしか道はない。

最近、日本経営者が ROE を重視するようになった理由がいくつかある。

(1) JPX 日経インデックス 400、対象銘柄を選別する基準として 3 年平均 ROE などのファンダメンタルズに重きを置いている。海外投資家をはじめ、GPIF (年金積立金管理運用独立行政法人) などが運用基準として次々採用しはじめ、この 400 社に入れるかどうかで株価には実力以上の差が生じる。

(2) ISS。ISS は株主総会に出される議案への賛否推薦リポートを世界中の機関投資家に提供しており、機関投資家の投票行動への影響力は絶大。助言方針の一つは過去 5 年平均の ROE が 5%未滿かつ改善傾向にない企業については、経営トップの選任と再任議案に反対を推奨することを盛り込まれる。

(3) コーポレートガバナンスコードの適用。日本企業の国際競争力を高めるために安部政権の肝いりで策定された企業の行動指針。この指針を構成する五つの原則の一つに、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すと共に、収益力、資本効率などに関する目標を提示し、その実現のために何かを実行するのか株主にわかりやすい言葉や論理で説明するとある。この尺度こそ ROE にほかならない。

(4) 外国投資家は日本銘柄に関心を持つ原因。

ROE が高い、配当利回りが高い、負債自己資本率が低いなど、運用者自身が重要と考える株価指標に基づいて、銘柄を選別する。また、GPIF などが ROE の質の重視することによって、日本企業が株主還元重視の姿勢に転換している。日本銘柄を注目されている。総還元性向が高い銘柄も特に海外の機関投資家に人気が高いため、不安定な相場でも堅調な株価パフォーマンスが期待できることが多い。

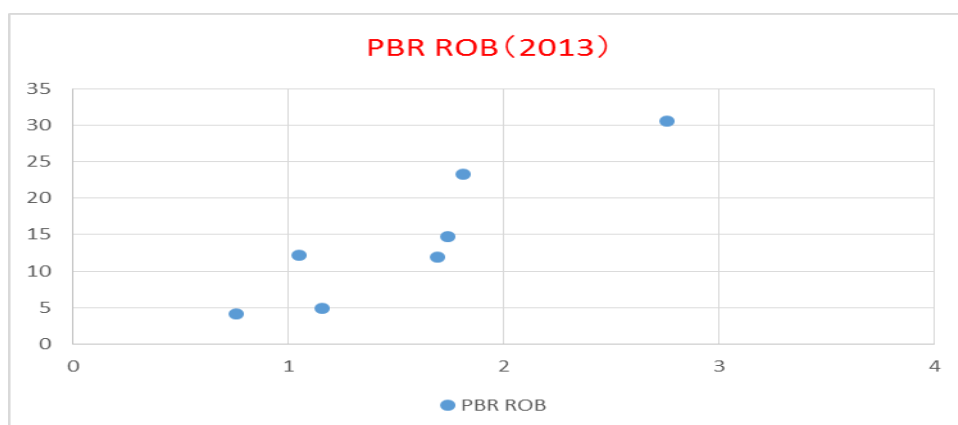
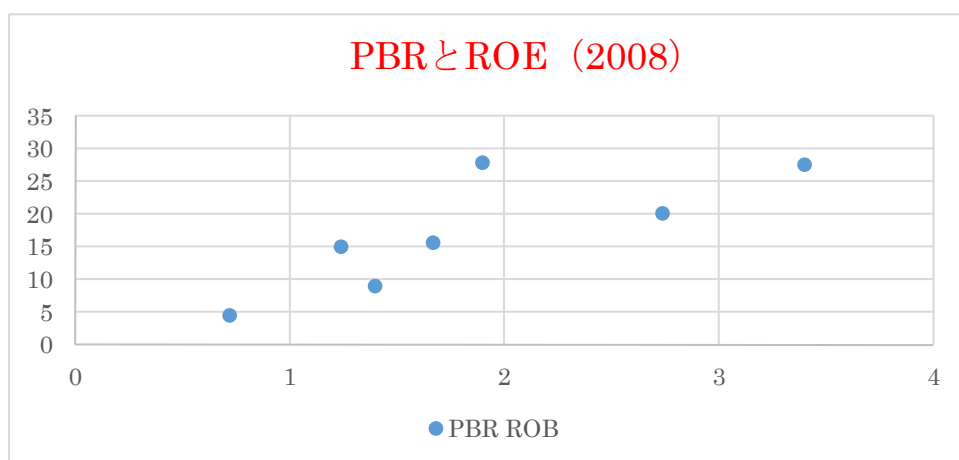
株主の立場

本来株式会社とは、株主にとっての企業価値を向上させることが目的である

が、これに関して日本企業では様々な問題がある。

投資家側から見た日本企業の問題点として挙げられるのが以下である。

- 5 株主資本コストなどの概念を理解していない経営陣が多く、多くの株主の信頼を失ったり不安にさせたりしている。また、有価証券報告書のコーポレートガバナンスの欄において株主の利益保護や株主価値の向上について記載している企業は非常に少ない。社外取締役会や社外役員の設置など、コーポレートガバナンスに対する諸問題もある。こういったことが株主側からすれば、投資を渋ったりしてしまう原因なのかもしれない。また、経営陣が「利益目的でしかない」「短期の株主だ」といった投資ファンドや投資家を嫌っている企業も少なくはない
- 10 のも事実だ。さらに、株主価値に連動しておらず赤字でも億単位の報酬をもらっている役員や自社株を保有していない経営陣が疑問視されるのも当然であろう。人間的な話になるが、そういった自分たちを毛嫌いする会社の株を買い、経営の手助けをしたいと思うだろうか。これもまた投資家が懸念を抱く要因の一つである。
- 15 株主としては、「売上優先で利益を軽視する経営をやめるべきだ」という声もある。そして他社の株や内部留保ではなく **ROE** を上げるために自社株買いを積極的に行ってほしいというのが現状である。



株主側の問題

- 5 株主は経営陣を選択する権利を有しているがその権利をほとんど行使していない。図のように国内企業に関していえば、圧倒的に反対している株主が少ない。企業に対して意見をするのは外国人投資家に偏っており、またその外国人に反対する日本人投資家も少ない。こうして統計をとってみると日本人らしい性格が垣間見える。しかし、外国人投資家が増えている昨今では、国内企業において
- 10 日本人投資家の意見は貴重なものだと考えるため、もっと積極的に発言し権利の行使を行うべきだ。

機関投資家の問題

- 15 機関投資家は出資者の資金で運用を行うが、自己の資金は運用しておらず、機関投資家の判断に委ねられており出資者個人の意見が反映されづらい。その為、両者の間に密な連携が取れておらず、信頼関係は厚いものではないと言えるだろう。対人間に対しての信用を得るには機関投資家自身も顧客と同等の立場である方が良い。

20 第二節 世界各国との比較

欧米日比較

- 25 米国企業では、配当性向の水準、配当と自社株買いのバランスは様々である。配当を上回る規模で自社株買いを行う企業も多く、中には配当せずに自社株買いのみ実施する企業も見られる。自社の状況に応じた多様な還元姿を見られるのが米国企業の特徴と言えよう。

欧州企業では、米国に比べて自己株主の取得、保有に関する規制が厳しいこともあり、配当中心の還元スタイルが主流である。配当に対する積極性が高く、配当性向は米国企業を上回り、増配志向も強い。

- 30 日本では、配当を据え置く企業の割合は欧米企業に比べて依然として高い。配当性向は、有る程度の利益水準の企業で見れば、欧米企業を下回る水準であ

る。自社株買いも積極的に行う企業は一部に限られ、株主還元へ積極度合いは欧米企業に対して相対的に低い。

第三節 日本の株主還元策の課題

- 5 (1) 従来から日本企業では安定配当への意識が高いが、減益時にも減配を回避する傾向は欧米にも共通して見られる。
- (2) 日本企業が積極的に資金を活用し始めた。中でも株主還元水準は2014年度に過去最高になる見込みである。
- (3) 日米の総還元性向の差でなく、自己株式取得性向の差が主因である。
- 10 (4) 過去日本において株式持ち合いが多く、その際低水準の配当で妥協していた名残とも考えることもできよう。

15

20

第三章 株主の還元のあり方

第一節

インセンティブ報酬制度に見る株主還元策の決定プロセス

5 企業を成功させ、その利益を株主に還元するためには、経営者や取締役・技術者や従業員といった投資される側の利害と、投資する側である株主・双方のステークホルダーの利害の調整が必要だ。

これは言葉にすれば簡単であるが、実際は複雑かつ困難な問題である。

10 企業は地域ごとに独自の慣習や法律が存在する社会の中で活動しているため、暗黙の了解を当事者間の関係に持ち込む可能性や、その国ごとの法律が規定されたりしているためである。

これらの事案によって、ステークホルダー間の利害調整の柔軟性が損なわれるような制限があれば、ステークホルダーのモチベーション低下につながり、企業活動にマイナスの影響を与える危険性がある。

15

しかし、企業の業績にかかわる上記の各ステークホルダーには、ある共通の一致した利害・具体的にいえば、企業を競争に打ち勝たせ優位に立ち業績を向上させる・という目的がある。

20 たとえば経営者や取締役などの経営幹部には、業績に連動して権利を行使できるようにした株式ベースのストックオプション制度、技術者に対しては業績と結びついた特定の目標を課して、その技術を進歩させ目標を達成すれば報酬を支払うインセンティブ報酬、一般社員には企業業績に応じた株式ベースの従業員持ち株制度や、研修・勤務態度・業績に応じたインセンティブ報酬が有効である。

25 こうしてインセンティブによって経営者や従業員のモチベーションを操作することで業績の向上を図ることができ、より大きな収益を上げられると考えられる。

30 上記のようなインセンティブ報酬が適正であるか監督する重要な役目を担うのが、社外取締役や独立取締役といった取締役会の執行役員外の人員であり、これらのメンバーは報酬制度が適切であると公明正大に保障する特別な責任を負う。

インセンティブが適正であるかどうかという設定の基準は国内外のさまざま

な他企業の経験を学ぶことが望ましい。

第二節 還元のあり方

5 株主還元策は多様化しており、日本の企業も成長戦略に合わせ株主還元策の変更が行われ ROE(株主資本配当率)を採用する動きがでている。従来、日本企業の配当政策は安定配当という考え方が主流だった。しかし、最近では株式の持ち合い解消やグローバル資本市場の一体化に伴う株主重視の考え方から配当額を増し業績連動型の配当を行う企業が増加している。

10 さらに株主重視の企業も少なくなく、自社株買いをしたり増配したりする動きが活発化しつつあり、その例として株主優待を実施している企業は 90 年代初めの約 200 社から現在では 1000 社を超えた全上場企業の約 3 割がなんらかの優待を行っている。利益配当によって会社財産が不当に流出することで、会社債権者・会社が不利益を受けることを防止する事が出来る。

15 株主優待制度の存在意義は株主優待制度の機能が長年の無配当に対する恩恵となっているため、株主優待制度が廃止されると会社ないし株主が大きな損害を被ると予測される。(株主の権利—株主平等の原則と株主優待制度)

株主優待

20 二つに株主優待制度がある。配当とは別に株主に対して還元する制度である。持ち株数に応じて商品、食事券、割引券、入場券など幅広い形で還元されている。優待は株式の購買意欲を高めるために全上場企業の 25 パーセントが実施されている。さらに個人株主が大口投資家よりも利回りが高いので個人投資家に人気があり、個人株主を増加させたい企業は意欲的に実施している。先物取引では優待は貰えず通常取引でなければならない。

25 株式を多く保有する外国人投資家からは優待ではなく配当を求める意見や企業の予想以上に株主が増加した事で優待に掛かる対価が上昇してしまったので優待内容の質を低下あるいは廃止する企業が出てきている。

また、無配になった場合でも株主優待を実施する企業もあり優待目的で株式を購入する個人投資家も存在する。

30 中長期的に安定した株主を増やそうと優待に長期保有特典を採用している企業も増加してきている。

日本で最も古い株主優待は 1899 年に東武鉄道であるとされている。

だが、会社法によると株主優待は配当の一種とはされておらず、現物配当規制や配当財源規制など法の規制に抵触するおそれがある。

5 増配

今現在、我が国の企業では大きく分けて二つの株主還元策がとられている。

10 第一に配当がある。株主が利益配当請求権に基づいて利益を受け取る権利である。配当にはいくつかの種類がある。通常配当ともいい利益が出た際に株主へと払う一般的な配当のことを「普通配当」という。保険料に関わる予定率と実質率との差からなる契約者配当準備金を資金とし加入者に還元される配当金である。決算期末配当の他に事業年度の途中に行う配当のことを「中間配当」という。会社法で配当は株主総会の決議が必要だが、中間配当は定款を定めて例外的に取締役会の決議で行うことができる。また、以前は期末配当と中間配当の二回配当を行っていたが、会社法改正により株主総会の決議があればいつでも配当を行うことができるようになった。業績が良かった決算期に通常配当に付加される配当を「特別配当」という。利益は増加したが、今後が不透明な場合に「特別」という名目で増配されるものである。記念配当と似たものとされるが、原則として一定期間以上継続している契約（長期継続契約）に対して支払われる配当である。特別配当を外しても減配とはみなされない為、配当政策に取り入れる企業もある。また、会社の創立など記念として行う配当を「記念配当」という。1株あたりの配当額を維持するため、普通配当を基準にし、業績に応じて特別配当や記念配当を増減するのが一般的である。また、内部留保を厚くしたい企業は「無配」を行う場合もあり、この配当金額は株主総会によって決定されている。

25

自社株買い

3つ目は自社株買いである。企業が自社の株を自社の資金で買い戻すことである。

30 自社株買いには3つのメリットがある。一つ目は株主への還元対策で自社株買いによって買い戻した株式は自社が保有するので発行済株式総数から引かれ一株利益を引き上げることや株主資本利益率（ROE）を向上させる。二つ目、敵対的買収への防衛策として、自社が保有する持ち株の比率を高めることで敵対的買収を防ぐ役目。三つ目、株価の上昇により保有している株価が上がるので従業員のモチベーションの増加につながる。

94年以前の日本では自社株買いを行うことは企業の財産を減少させてしまう為、原則的に債権者保護の観点から禁止されていましたが94年に株主総会決議による自社株買いが認められる事となった。97年の商法改正ではストックオプションの行使の為に自己株式の事前保有が認められた。さらに01年以降、

5 自社株買いは原則自由となり、市場から自社株買いを行い保有する「金庫株」が認められた。03年には、株主総会での定款変更を前提として取締役会が自社株買いの時期や量を決定できるようになりました。また01年の商法改正で、自社株買いで得られた株式を企業が企業内に置いておける金庫株すなわち内部保留が認められるようになった。

10 かつて日本企業が行っていた自社株買いとは、バランスシートの圧縮、株主還元の実施、株式持ち合い解消などが目的であった。04年以降の株価が高騰した事で自社株買いを実行するコストが上昇し自社株買いを行う企業が減少した事もあったが、株主からの要望は根強い事もあり現在でも自社株買いが多くの企業で実施されている

15 自社株買いの留意点は企業が購入した自社株を償却することで自己資本が減少し負債比率が増加するが、その際に格付けの悪化を通じて負債コストが上昇を招かない程度の「資本構成の変化」となるよう注意することである。自己資本の潤沢な企業は自己資本比率が減少しても負債コストはあまり上昇しないが、資本の少ない企業は自己資本比率が大きく低下してしまうため危険である。

20 また、負債コストや株主資本コストを上昇させることなく、むしろ負債比率の増加によって節税効果のメリットを享受出来るような健全な規模でもって、資本コストの上昇を通じて企業価値や株式価値を損なわないようにすることである。

(1) 自社株買い効果

25 自社株買いは株主還元の充実、資本効率向上、株式価値の向上などメリットが大きい。

自己資本率が減少し、バランスシートが悪化する。結果、企業の財務レバレッジが拡大し、リスクに備え(株主資本)が相対的に低下することになる。

また、自己資本比率の低下によって、格付け機関から格下げされ、株価を悪化させる要因となる。

5

内部留保

企業の純利益から配当金や役員賞与などの社外流出分以外のものを内部へ保留することで蓄積された部分のことである。呼び名は社内分配や社内留保とも呼ばれることもある。

10 貸借対照表の純資産の部分に繰越利益剰余金、法律上で定められた利益準備金、企業の自由意思による任意積立金、などの項目で表記される

日本企業は外需拡大によって特に輸出産業の内部留保は欧米企業に比べて多いものとなっている。

15 内部留保を切り崩す事で従業員の報酬に当てるべきという考えもあるが、内部留保を用いて設備投資を行い更なる利益を獲得し企業価値を高めることでより株主に多くの配当、従業員の雇用保護や報酬の増加を見込める為、株主配当や従業員報酬に内部留保を用いる事はほとんど無いといえる

20 内部留保がもたらす役割としては、前述した銀行からの融資を受ける際の信用。さらに、B to Bすなわち企業間取引においてである。企業間取引では日本企業の多くの場合で長期的取引を前提としている。売掛金、買掛金などの勘定科目を用いた手形取引などで成り立つきは企業間同士の信用があって初めて成立するのである。企業の信用性を高める重要な要因の一つが内部留保の有無や厚さにあります。企業に何か問題点が発生したりした場合に内部留保がしっかりとあればその問題に応じた対処や設備投資が迅速にかつ容易に行うことができ、損害を最小限に抑えるまたは成長出来る可能性が高いことにある。

25 逆に内部留保が薄い企業では設備投資を行う際に多くの資金を集めるために多額の負債比率の増加を招く可能性が高く、財務リスクの増加を抑える事が出来ません。

30 このような事から企業間取引において信用性を高める為に内部留保が必要なのである。

内部留保は企業が銀行から融資を受ける際には重要な部分となる。潤沢な内部留保が有るという事は倒産リスクが低く必要な時には有利な条件で融資を受けることが可能となるのである。さらに、投資家からの信用性も得ることが出来るため、株式会社では株式価値が上昇し企業価値をより高める事が可能となる。

35

内部留保というのは単純な企業の余剰金という理由ではなく、企業の信用性を高め企業が成長する為には必要不可欠なのである。

リーマンショック以降では財務リスクの管理がより厳しくなり内部留保の割合は大きく増加傾向にあった。2013年には内部留保は328兆円、2015年3月
5 現在では過去最高の354兆円を記録し4月～6月の設備投資も1年前に比べ、5.6%の上昇が見られた。この事にたいし麻生財務大臣は評価しながらも、より積極的な設備投資を求める考えを示していた。

規模別では大企業が6割を締め、業種別では非製造業が増加傾向に転じている。

10 配当は外部への流出ですから、その部分だけ内部留保が減り、資本の蓄積が少なくなります。利益を内部留保にして、つぎの投資に充当することと比べると、配当による流出はその分、資本の調達が必要ですから、支払利子の発生と資本利用にかかる利益の減少により、将来の利益が減ることとなる。

15 株主としては、今配当で貰うこと、将来期待利益とどちらがよいかということになる。

自社株買いが企業の資本コストに与える影響

(1) 負債コストの上昇。自社株買いを実施後、自己資本が充実していれば問題がない。しかし、格下げに影響がある場合、社債発行ないし銀行借入れ
20 での資金調達コスト(負債コスト)の上昇を引き起こす。

(2) 負債節税の効果。一般に負債コストは株主資本コストよりもはるかな
安い。よって、自社株買いにより負債比率が増加すると、この負債の節税効果を通じて、資本コストを減少させる要因となる。

自己資本が十分に厚い企業であれば、自社株買いにより幾らか自己資本比率
25 が減少しても、負債コストはさほど上がらない。しかし、過小資本企業の場合は、自己資本比率が大きく低下し、リスクが顕在化する危険があるため、自社株買いは不適切と言えよう。

負債比率の増加による節税効果のメリットを享受できるような健全な規模で
持って、自社株買いを行うことが大切である。

30

株高局面の対応

資本コストに見合う有望な事業を持つ企業においては、自社株買いでなく、むしろ逆に資金調達で持って設備投資を行ない将来に備えるのが有効であろう。

5 一方、収益性の高いビジネスを見出すのが困難な企業においては、負債コストの上昇を招かない程度の規模での自社株買いが望ましい。

自己株式の保有と消却

発行時のコスト、事務手続き、増加する資本(利益剰余金と資本金、資本準備金)の違いを鑑みれば、自己株式の再放出は新株発行に比べ、企業にとって
10 の利便性、動機性が高い。したがって将来における自己株式の活用の可能性があるならば、消却せずに、保有しておくことが合理的と考えられる。保有の場合の管理、税務面でのコストも勘案した上でスタンスは判断されよう。

15

第三節 還元策の関連性

配当と自社株買い関係

(1) 配当が安定的、継続的な株主還元であるのに対して、自社株買いはキャッシュフローの状況に応じて動機的に行う株主還元策として位置づけられる。
20

(2) キャッシュフローの変動が大きい企業では配当による固定的なキャッシュアウトは抑え、自社株買いにより動機的に還元するスタイルが適していると言えよう。しかし、投資家からすれば、自社株買いはその実施の有無、規模
25 について企業の裁量が大きく、配当に比べると流動的で不確実性の高い還元策と映る。また、配当がインカムゲインという明確なリターンで認識されるのに対して、自社株買いはどのようにリターンにつながるが(理論的に将来における一株当たり価値の増加を通じたキャピタルゲイン)が明確に認識しづらい。原則的には、安定的、継続的に供給しづらい部分は配当にて還元し、自社株買
30 いはこれを補完する還元策と考えるべきであろう。

(3) 自社株買いは配当に比べ、機動的な実施が可能なことや、流通株数の減少を通じEPSなど一株当たり指標の向上が期待できること、資本、負債構

成の戦略的な変更といった資本政策と結びつけられる点がその特性と考えられる。また、自社株買いは、株価に対する経営者の意見表明という側面もある。

取締役との関連

- 5 取締役会において、経営者に対しモニタリング効果のある独立のある独立した社外取締役の比率が高い企業が、配当、自社株買いや総還元をより多く行っていることが明らかになった。
- また、取締役の意識が向上する効果のある、執行役員制度が未導入で小規模な取締役会を持つ企業が、より多くの配当を行っていることがわかる。

10

15

第四節 他の要素

EPS

一株あたりの儲けの大きさ。自社株買いなどで株式の数が減ればEPSは上がり、逆に増資などで株式の数が増えればEPSは下がる。

- 20 一株あたりの儲けの大きさという言葉からも推察できるがEPSが上昇し続けている会社ほど株主に対して利益の貢献ができていているということになり、これがしっかり増えているか否かというのは会社の評価を推し量るうえで重要な尺度となりうる。

25 配当性向

配当性向の公約を行えば、減益時に減配するのか否か、一時的多額の特別利益も配当水準に反映させるか、という問題が出てくる。配当性向などのガイドラインについては、毎期の厳格な基準ではなく、中期的な目安、目標値として提示することが考えられよう。

30

DOE

自己資本配当率(DOE)は配当総額を自己資本で割って算出される。配当性向に比べ短期的な業績に左右されにくい特徴という性格がある。(配当性向は分母が当期純利益なので、各期の利益によって比率が左右される。) DOE とは企業が株主の預託した資本に対して配当としてどの程度利益を分配しているかを表す。

EFA

株主還元の新指標 EFA。EF を一言で言えば、企業が一年間に外から調達したお金。株式と社債の発行額から、自社株買いと社債の償還、支払った配当の合計を引いたものだ。ここでは、上図のように算出しているが、意味するところは同じである。この EF を総資産で割った投資尺度としたものが EFA で、EFA の高い企業は株主還元姿勢が悪い企業ということになる。「低 PBR\$低 EFA 銘柄」が注目である。

コーポレートガバナンスとスチュワードシップ

コーポレートガバナンスコードの導入などにより、企業には株主の利益を毀損していないか、明確な説明が求められるようになった。機関投資家はキャッシュリッチな企業に対し、成長につながるような投資か、もしくは、増配や自社株買いなどによる株主還元の強化を求めている。

両コードにおいては、建設的な会話を行うことが、企業の持続的な成長や企業価値の向上を促す上で有用であるとの共通認識が示されており、企業と投資家の会話の一層の活性化が望まれる。

8割強 CG、企業経営に適度な緊張感を生み出し、両方の課題意識の共有化につながる。

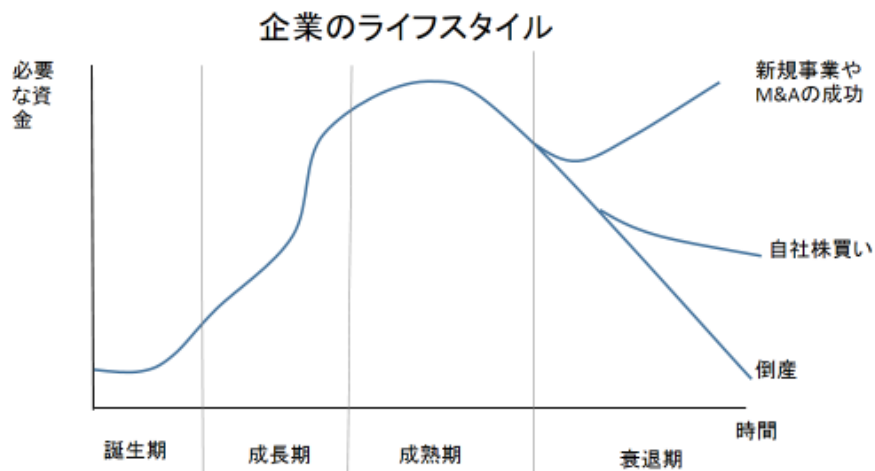
7割投資家スチュワードシップも踏まえ、会話内部充実を望まれる。企業、投資家共に決算、業績だけでなく、経営計画や経営方針や持続的な成長に向けた取り組み内容といった中長期的な観点から企業価値向上に向けた意見交換を行うことを重視している。

5

10

第四章 望ましい株主還元のあり方

- 15 (1) 商法上は配分可能利益がない場合、配当もしくは自己株式取得による株主還元は不可能である。そこで、資本の減少及び資本準備金の取り崩しを実施することにより配当可能利益を創出し、できるだけ早期に株主への還元ができるようにしたものと思われる。
- (2) 余剰金、高格付けの企業が資本コスト低減の観点から戦略的にレバレッジを引き上げる際には、自社株買いが有効な手段となる。
- 20 (3) 今後は設備投資などの資金需要を当面見込まない時には株主還元を積極的に行って、企業価値を高め、株価が割安に放置されることを防ぎ、実際に



(5) 生保協会では、配当性向などの具体的な数値目標を伴う株主還元方針の公表、説明の充実を実施することを要望している。株主還元方法の設定、公表及び内部留保や投資の必要性などを含めた説明の充実が必要である。

- 5 投資家は投下した資本利益率 (ROI) を投資の意思決定における適切な判断基準であるのに対して、企業は投資資金の回収期間や売り上げ、利益の増加額を重要しており、評価軸が異なる。企業は ROI など示される投資効率をより意識した投資を推進することで、ROE を高め、株式価値向上を実現していくことが重要である。また、企業には投資がいかに効果的に企業価値向上につながる
- 10 かを十分に説明することが望まれる。

- 企業業績が回復する中、多くの投資家は企業が自己資本や手元資金を余剰に抱えているとの考えを強めている。一方、企業の大半は現在の自己資本、手元資金は適切な水準にあると考えており、企業と投資家との認識に依然として大きな隔りがある。企業には手元資金を成長投資や内部留保、株主還元などに有効活用するとともに、投資家に対して具体的な活用方法を十分に説明する
- 15 必要がある。

参考文献

- インシュアランス 2015/05/28
- 5 旬刊経理情報 2006/02/20
- 旬刊経理情報 2003/11/20
- 週間東洋経済 2015/08/15
- 10 金融財政事業 2015/02/09
- 金融財政事業 2007/02/05
- 経営会計研究 2009/10
- 15 三田商学研究 2007/01
- 証券アナリストジャーナル 2015/06
- 20 財界観測 2005/04
- スタッフアドバイザー 2010/03
- 週間東洋経済 2008/06/21
- 25 週間東洋経済 2014/07/12
- 週間東洋経済 2014/06/14
- 30 エコノミスト 2014/07/08
- FACTA 2014/07
- 商事法務 2013/07
- 35

ニューリーダー 2015

経済経営論集 2014

5 最新企業価値評価の基本と仕組みがよくわかる本

投資家から見た日本企業と株主価値向上の課題 2013/03

SMBC 日興証券

10

わが国企業の株主還元策の決定要因 2005/04

公益財団法人 日本証券経済研究所 「図説 日本の証券市場 2014 版」

15

平田潤 弘文堂 「プレステップ金融学」

川北英隆 中央経済社 「テキスト株式・債券投資」

奥島孝康 監修 金融財政事情研究会 「OECD のコーポレートガバナンス原則」

20

日本のメインバンク関係：モニタリングからリスクヘッジへ 2009/08

内閣府 HP <http://www.cao.go.jp/>

25

経済産業省 HP <http://www.meti.go.jp/>

日本銀行 HP <http://www.boj.or.jp/>

日本証券業協会 HP <http://www.jsda.or.jp/>

30

金融庁 HP <http://www.fsa.go.jp/>

35