

平成27年度 証券ゼミナール大会

第7テーマ Aブロック

「株主・企業双方にとって望ましい株
主還元のあるあり方について」

明治大学 坂本ゼミナール 小林 班

目次		
序章		… p.3
第1章	我が国における株主還元策の変遷について	… p.4
	第1節 安定型配当政策とは	
	第2節 業績連動型配当政策とは	
第2章	企業・株主間におけるプリンシパル・エージェント問題について	… p.11
	第1節 プリンシパル・エージェント問題とは	
	第2節 プリンシパル・エージェント問題への対応策	
第3章	日本と米国企業における株主還元策の現状	… p.21
	第1節 日本企業における株主還元策	
	第2節 米国企業における株主還元策	
	第3節 両国企業の株主還元策における相違点について	
第4章	今後の日本企業がとるべき株主還元策について	… p.29
	第1節 配当や自社株買いといった既存の株主還元策への注力	
終章		… p.33
参考文献		

序章

上場企業が良くぶつかる問題として、どのような株主還元策を実施し、どの程度を株主還元へと回せば良いかといった問題がある。企業は、広く投資家から資金を集めて事業を行っている以上、配当や自社株買いなどの株主還元策を講じて、株主還元を行うべきというのが一般的な考え方である。しかし、実際に事業活動を行っている企業側の立場としては、将来のための投資や、もし何か危機的状況が発生した場合に備えて資金をできるだけ手元に残しておきたいと考えるのが世間一般的である。日本の企業を取り巻く環境としては、年々株主から株主還元の充実を求める声が高まっているのが現状であり、株主総会などにおいては、多くの企業で株主から株主還元充実の要求や株主還元策に関する質問というものが多くなされている。そのため、株主還元の充実化や株主価値の最大化を望む株主と、将来の投資や万が一の際のために出来るだけ潤沢な資金を確保したい企業の間には確執が生じているのだ。そこで、我々は本稿で、株主と企業の双方にとって望ましい株主還元のあり方を提案したいと思う。まず、第1章では、日本企業における株主還元策の変遷について述べていき、第2章では、企業と株主間における根幹的な問題について言及していきたいと思う。そして、第3章では、日米企業の株主還元策の現状を比較し、相違点を洗い出していきたい、第4章で今後日本企業がとるべき株主還元策について提言していく。

20

25

30

第1章 我が国における株主還元策の変遷について

本章では、まず日本企業の講ずる株主還元策の変遷について概観していく。

5 第1節 安定型配当政策とは

第二次世界大戦前より、わが国企業のほとんどは株式の額面金額（株式券面に付される金額、戦後は1株につき50円が標準的）の1割程度を基準に1株当たり配当金の額を決定していた。それゆえわが国固有の配当基準は、額面配当率基準のみであり、額面金額に基づく株式発行が下火となった1970年代以降であっても、この基準を踏襲した1株当たり配当金が配当総額を規定する最大の要因であり続けた。1株当たり配当金の水準は、株式の額面発行を前提としていた1950～60年代において、資金調達政策（増資）と投資政策からの影響を受けていた。リスクの高い株式を円滑に発行するためには、額面配当率を金利よりも高い水準に留める必要があった。このような理由で株式の発行は、他の資金調達よりも高コストであったことから、配当負担の軽減は経営者側の宿願でもあった。また同時に、1株当たり配当金は株式投資指標として重要視されていた。1950年代において、配当利回り（1株当たり配当金÷株価）が社債利回りや預金金利よりも高水準にあることが投資の際に重視されたことから、投資者側が高額配当を期待していたことは容易に理解できる。新株発行の増加による配当総額の大幅増加を避けたい経営者側の思惑から、1株当たり配当金が徐々に減少したものの、金利よりも高い額面配当率を望む投資者の影響によって、平均的な1株当たり配当金は額面比1割程度の水準に落ち着いた。この一連の経緯こそ、1株当たり配当金をベースとした安定配当政策の形成過程である。また先行研究によれば、この安定型配当政策の形成には2つの要因が考えられるとされている。諸井は、「戦時体制下の経済統制に用いられた手法が戦後処理を進める過程で援用され、法令・行政指導によって配当率の上限規制を実施したことによる」としている。（配当政策を通じてみたわが国企業財務の特質、諸井勝之助、1984年、p.113-128）一方、井出は、「戦後の金融システムにおいて中心的役割を担った金融機関の配当率に対する要求水準によるもの」としている。（日本の企業金融システムと国際競争、井出正介、

1994年、p.76-83) 諸井の先行研究は、政府の規制によって配当率が頭打ちになったことを示唆しており、井出の先行研究では、企業への資金提供者である金融機関の要求水準によって下方硬直したことを示唆していると整理することができる。これら2つの要因が相まってこの時期における安定型配当政策が

5 確立されたのである。

ところが1960年代以降、1株当たり配当金の重要性を低下させる状況が出現した。この背景には「配当利回りから株価利回り(1株当たり利益÷株価)へ」という株式投資指標のシフトとともに、「額面(発行)から時価(発行)へ」という有償増資における価格形態のシフトがあった。とりわけ1970年代

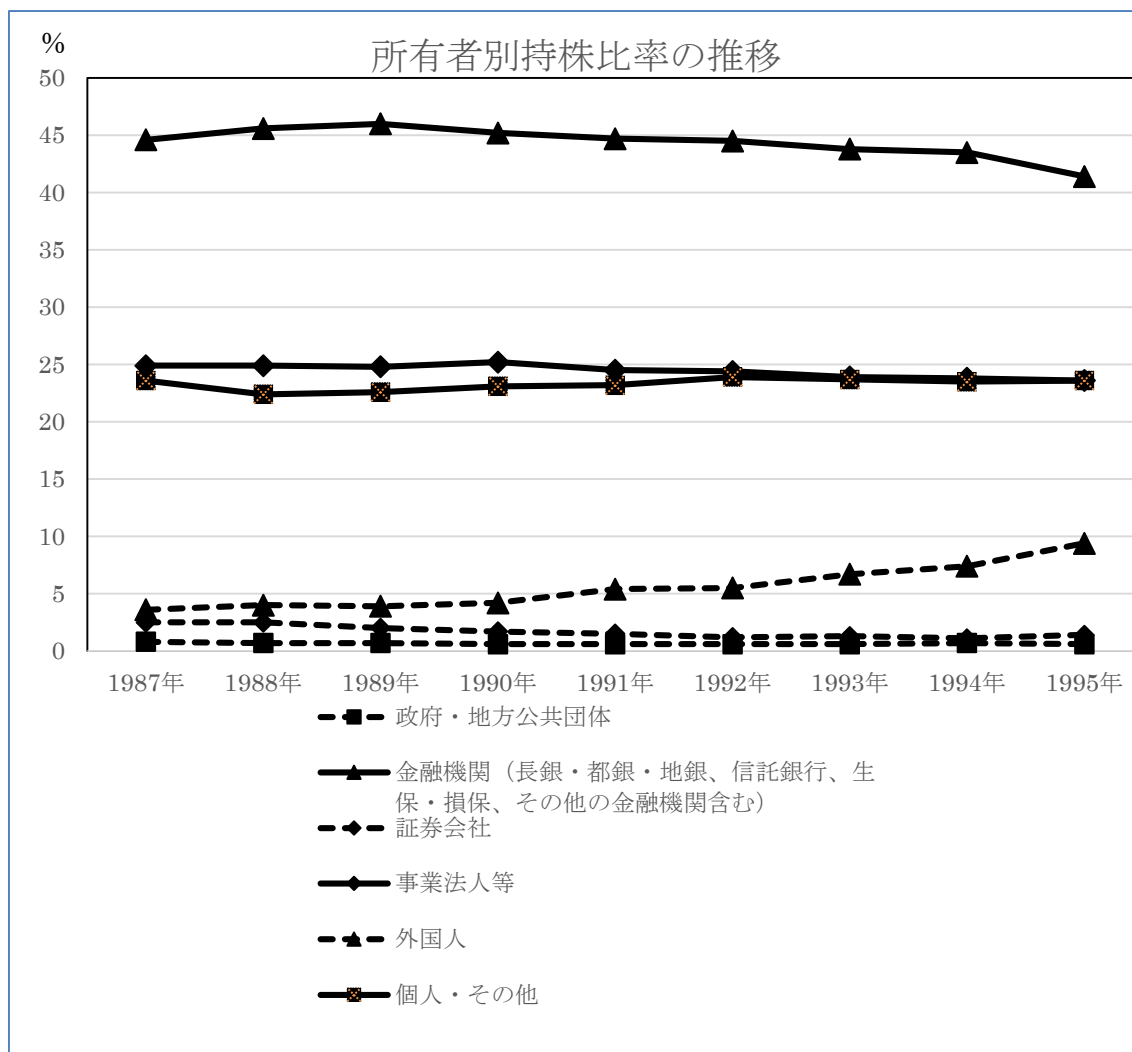
10 から増加する時価発行は、調達コストとしての配当金を増やすことなく、調達額が額面ベースから時価ベースへ拡大されたことで、額面発行の課題とされていた配当負担の軽減を実現するとともに、額面配当率基準にかわる配当基準の導入を促した。なぜなら、時価発行へシフトした企業が配当額を決定する際に額面配当率基準を採用する根拠も必要性もなくなったからである。このような

15 経緯で、欧米で用いられている配当性向基準を採用する企業が漸次増加することとなった。ただし、この基準が1980年代を通して定着したとは言いがたい。配当総額の決定において1株当たりを基準とする慣行が比較的強固であったこと、とりわけ1980年代後半の状況と資産価格の高騰により株式値上がり益が重視されたため、配当そのものへの関心がほとんどなかったことがその主たる

20 原因である。良好な経済環境を反映して1株当たり配当金は増加傾向にあったものの、利益成長が配当成長を上回ったため、配当性向は20～30%台の低水準を推移する結果となった。額面発行が主流の時期は配当指標への注目が比較的高かったものの、時価発行へのシフトが始まった1970年代以降における配当指標への注目度は徐々に低下していったといえよう。

25 また、この時期において重要なことは、株式を所有している株主構成である。

図表 1



5

(注) 単位数ベースを基に作成

出所：全国証券取引所（平成 16 年度株式分布状況調査の調査結果について）を参考に坂本ゼミナール作成

- 10 図表 1 からわかるように、この時期の株式の主要な所有者は、金融機関や事業法人等などであり、いわゆる株式の持ち合いといったものであった。株式持ち合いとは、複数の事業会社同士で、あるいは事業会社と金融機関との間で、互いに相手の株式を持ち合うことを指す。このメリットは、長期的・安定的な

取引関係の構築に資するといったことや、買収の脅威が軽減される点などが挙げられるが、最大のメリットはそれらを通じ、互いが株主権の行使を放棄することによって、経営者の裁量性が増大する点にある。元来、この種の関係の構築は互いが敵対関係にないことを前提とするため、持ち合い株主は監視・牽制

5 といった行為と無関係であり、株主提案権を行使し企業側から提示される配当案に反対することもない。つまり、企業側主導の株主還元を行うことができ、一定基準を超えていれば低配当であっても問題がなかったのである。これにより、配当額の安定化が可能となり、さらに企業業績が良ければ内部留保の蓄積という形で自己資本は充実し、資金余裕度は高まる。しかし、バブル崩壊によりこの株式持ち合いも解消へと向かい、新たな株主が台頭してくることとなり、

10 企業側も今まで通りの株主還元策を改めなければならなくなった。このことについては、次節で詳しく概観していく。

第2節 業績連動型配当政策とは

15 前節の内容を受け、この節ではバブル経済崩壊後の企業の株主還元策と株主構成について見ていく。

いわゆるバブル経済の崩壊により株価水準が大幅に下落したことを受け、配当政策への積極的な再評価が試みられたのが 1990 年代前半における企業財務の特徴である。この再評価の主だった内容を整理すると次のようになる。

20 ① 株価の大幅下落は、効率性や株主利益を軽視し、量的拡大に走った企業経営の在り方に原因がある。

② よって株主の期待に応えるためには、効率性の向上を通して利益率を引き上げ、配当の成長性を高めることが肝要となる。

①の論調から ROE 重視、②の論調から利益の多くを株主に分配すべきという

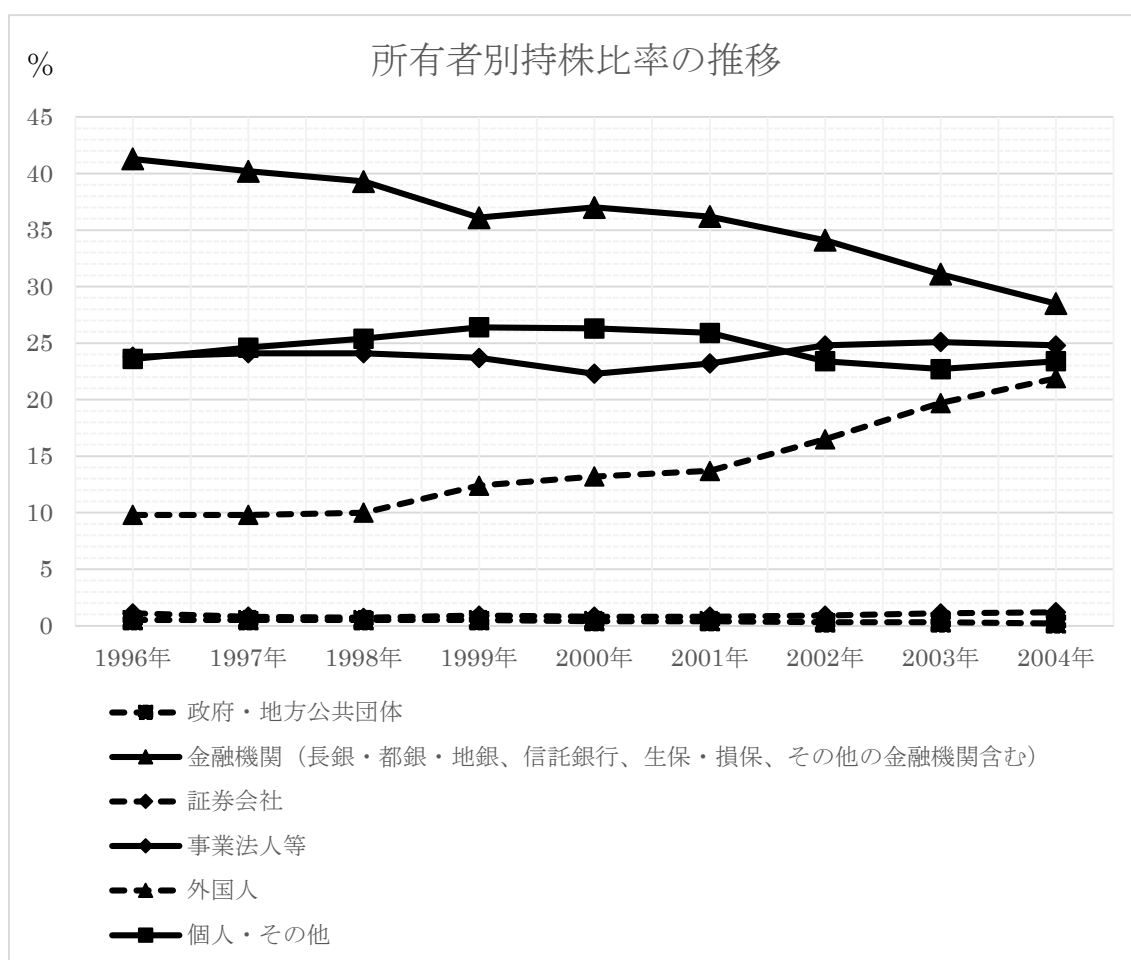
25 配当性向重視のトレンドが形成され、これらの引き上げが株主価値向上の条件として声高に叫ばれるようになった。1990 年代後半に日本企業は、深刻な業績低迷を経験したが、この時期以降に放出された持ち合い株式を外国人投資家が積極的に取得したことにより、株主構成における外国人の割合が大きく上昇した。（図表 2）投資収益の増大、企業経営への関与を望む外国人株主の増加

30 は「株主価値経営」推進の原動力となり、企業側は増収・増益、配当などにい

っそう注力せざるを得なくなった。2003年以降の業績回復及び、その伸長を基に「目標1株当たり配当金」や「目標配当性向」を掲げ業績に応じた配当額を支払う、いわゆる業績連動型配当政策を採用する日本企業の増加が顕著となった。これが業績連動型配当政策の形成過程である。

5

図表 2



(注) 1996年までは単位数ベース、2001年度から単元数ベースを基に作成
 10 出所：全国証券取引所（平成16年度株式分布状況調査の調査結果について）
 を参考に坂本ゼミナール作成

この業績連動型の配当政策は利益に応じた配当を支払うことを旨とするため、配当性向基準と比較的強く結びついている点に特徴がある。また、このタ

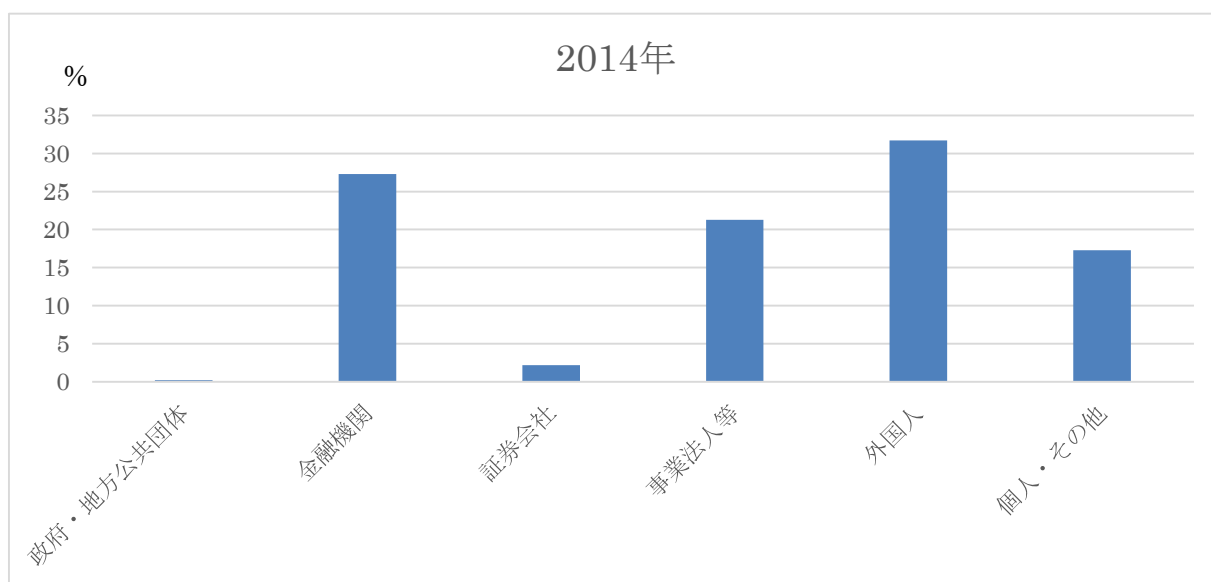
5 イブの配当政策が増加した主な理由としては2つのことが考えられる。まず第1に、経営者側が増配の持つ効果を再評価し始めた点が挙げられる。その背景には、増配が株価上昇につながったと推察されるケースがいくつか観察されたことで、買収防衛策として配当政策に多大な期待が寄せられるという状況があった。今回はもう一方の理由が重要であると捉えたため、この第1の理由に関する詳しい説明や事例は省く。

10 第2の理由は先に述べたように、株式所有構造の変化が指摘できる。かつてのわが国上場企業の株式所有構造は法人株主を中核とする株式相互所有や金融機関、親会社などが保有する安定保有（図表1）が特徴であったが、近年では外国人株主も有力な株式所有主体となり（図表3）、相互所有比率は長期的に低下傾向を示している。（図表4）

図表3

15

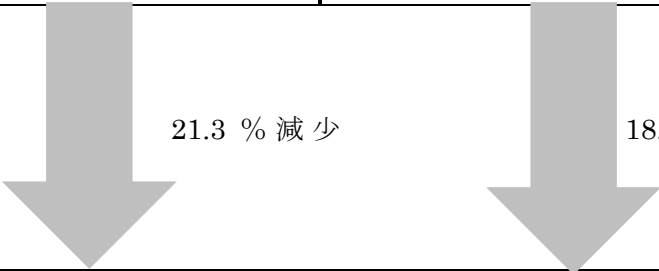
部門別株式保有比率の推移



出所：東証（株式分布状況調査 2014）を参考に坂本ゼミナール作成

20

図表 4

年 度	持ち株比率 (%)	
	金額ベース	株数ベース
1991 年	27.8	23.7
		
2009 年	6.5	4.9

- 5 出所：伊藤正晴「銀行を中心に、株式持ち合いの解消が進展 2010」を参考に坂本ゼミナール作成

上記の図表からもわかるように、株式の所有構造が変遷したことによって、今までは株式を発行する企業側と利害が一致していた企業や金融機関といった法人が主な株主であったため、一定の株主還元を講じていれば良かったが、

10 1990年代後半以降、法人株主にかわり、増益・増配を要求し、利害が必ずしも一致するとは限らない外国人株主が台頭してくるようになり、企業側も配当などを考慮せざるをえない状況が生まれた。つまり、今まで通りの安定した一定の配当ではなく、企業業績が向上した場合は、配当額なども上昇させなければならなくなったのだ。

15

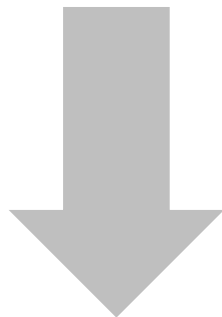
また、この株式の所有構造の変化にともない外国人株主が大幅に増加し、経営に関与してくることで、企業・株主間におけるプリンシパル・エージェント問題と呼ばれる問題が声高に叫ばれるようになったと考えられる。(図表 5)

次章では、このプリンシパル・エージェント問題について詳しく言及していく。

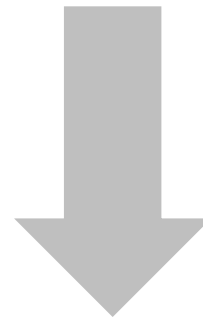
図表 5

	安定型配当時代	業績連動型時代
主要株主	金融機関	外国人株主

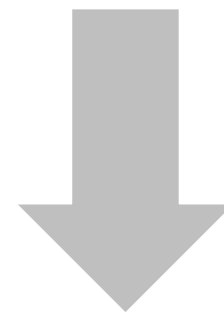
5 (注) ここでは、最も持株比率が高い所有者を主要株主としている



10 利害関係が一致
企業側の配当案を全面的に受け入
れる



利害の不一致が起こりうる
必要以上の配当要求をしてしまう
可能性も



20 プリンシパル・エー
ジェント問題

出所：坂本ゼミナール作成

25 **第2章** 企業・株主間におけるプリンシパル・エージェント問題について
上記でも述べたように、安定型配当政策時代は、金融機関や事業法人等が主

な株主であったため、株式の相互持ち合いを通じて、法人株主のプリンシパル権を相殺し、かくして全体としての株主のプリンシパル権は完全に消失していたため、企業・株主間における問題は生じなかった。しかし、バブル崩壊以降の外国人投資家が台頭してきた業績連動型配当時代になると、企業と株主の利害が一致しないといったことが起こったり、株主側が企業の財務状況を理解することなしに過剰に配当要求してしまったりする問題＝プリンシパル・エージェント間における問題が生じてきたのだ。企業が今後とるべき株主還元策を提言していく上で、この企業・株主間における根幹的な問題を改善していくことは不可避であると考えられる。そのため、まず第1節でプリンシパル・エージェント問題について説明し、第2節で具体的な改善策を提言していく。

第1節 プリンシパル・エージェント問題とは

この問題について論じるにあたり、プリンシパル・エージェント関係について説明していきたい。プリンシパル・エージェント関係とは、主たる経済主体とその主たる経済主体のために活動する代理人の間の契約関係のことである。経済学の観点でみると、この関係でいうプリンシパル（依頼人）は株主であり、エージェント（代理人）は企業のトップである経営者としてとらえられている。この関係において重要となってくるのは、プリンシパル（株主）がエージェント（経営者）に期待する利益をエージェント（経営者）が正しく理解し、その利益の最大化を目指していくことである。しかしながら、プリンシパル（株主）とエージェント（経営者）の両者の間には、利害の不一致（目的の違い）や情報の非対称性が存在する。利害の不一致とは、プリンシパルが依頼しようとしている目的が、エージェントの目的とは異なるというものである。そのため、業務を委託された経営者が株主の利益ではなく、自己の利益を優先させた経営を行ってしまうこともある。（図表6）さらに、通常はエージェントである経営者には一定の自由裁量権が与えられているため経営者のとる行動が、必ずしもプリンシパルである株主にとって望ましいとは限らなかつたり、利益の最大化に繋がらなかつたりする場合もある。Jensen/Mecklingは自身の論文の中で、経営者には便益をもたらすが、株主には何ら便益をもたらさない「非金銭的利益」の存在について指摘している。（Jensen, M. and W. Meckling, 1976.

“Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3, p.305-360)

具体例としては、経営者が名声を追求して贅沢なオフィスを設けたり、不必要に多くの従業員を雇用したり、部下にポストを与えるために非効率的な事業に投資することなどである。他にも、無意味な企業買収や拡大戦略などは経営者が自らの社会的地位を高めることを目的としたものであり、必ずしも株主の利益を優先した投資判断と言えないケースもあるだろう。これらは経営者が直接金銭的な利益を得るわけではないものの株主利益の拡大を忘れ、自らの便益を優先させる行動として「非金銭的利益」と呼ばれているわけである。

5
10
15
20

また、情報の非対称性とは、プリンシパル（株主）とエージェント（経営者）における情報量が非対称に偏在することである。つまり、株主と経営者間には情報格差が生じているということだ。通常、現場において実際の業務を行うエージェント（経営者）が所有する情報量は、プリンシパル（株主）が所有する情報量よりもはるかに豊富である。そのため、情報優位にあるエージェント（経営者）は機会主義的な行動をとることが可能である。例えば、本来であるならば、配当原資にすべき資金であったものを内部留保へと回すことで必要以上に経営の安定を図ろうとする行動をとる可能性も少なからず存在する。一方、プリンシパル（株主）はエージェント（経営者）の行動について、部分的にあるいは間接的には観察できるが、完全に正確に観察することはできなかつたり、株主側が企業の財務状況を理解することなしに過剰に配当要求してしまったりする問題もある。（図表7）

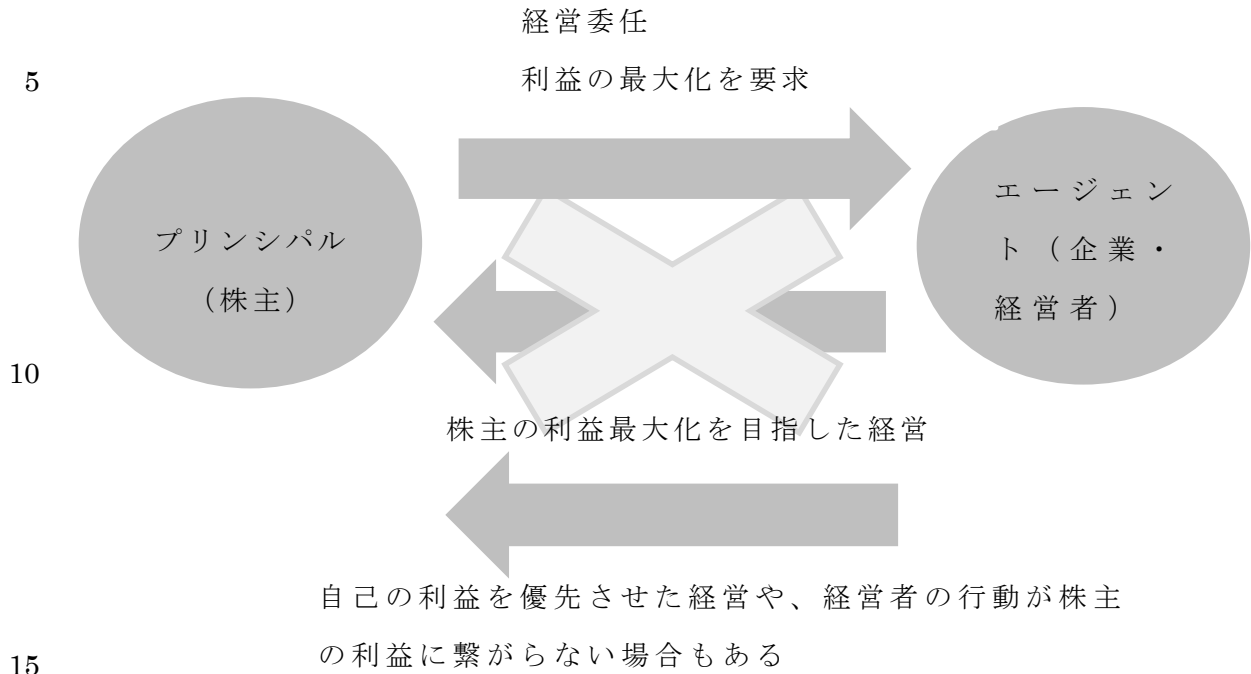
このような上記で取り上げた問題などを総じてプリンシパル・エージェント問題と呼ぶ。これらの問題を踏まえたうえで次節では、具体的な改善策を提言していく。

25

30

図表 6

利害の不一致

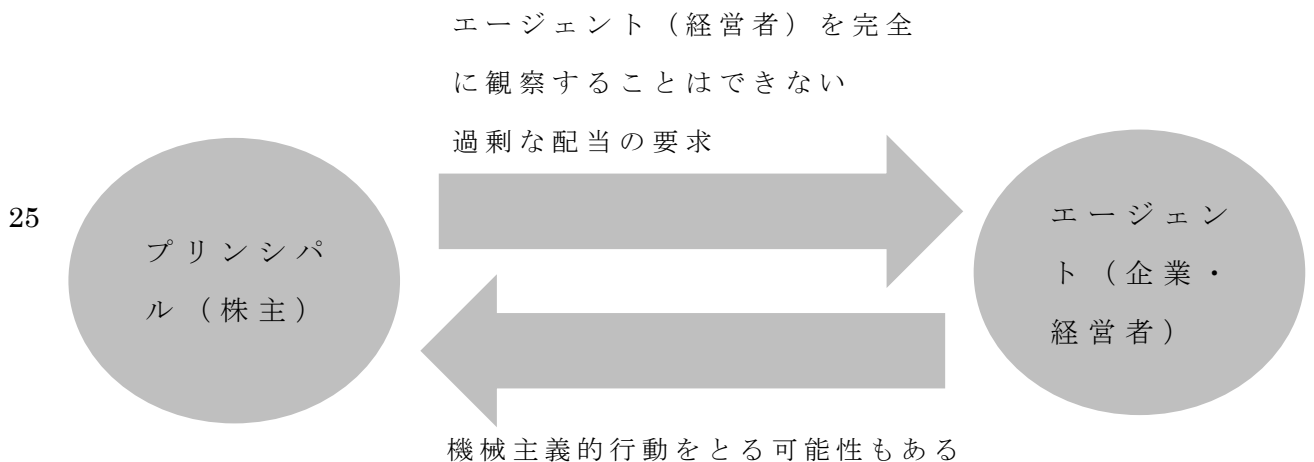


出所：坂本ゼミナール作成

図表 7

20

情報の非対称性



出所：坂本ゼミナール作成

第2節 プリンシパル・エージェント問題への対応策

5 本節では、上記で述べたプリンシパル・エージェント問題を受け、この問題に対する具体的な方策について論じていく。

プリンシパル・エージェント問題を防いでいくためには、利害の不一致と情報の非対称性といったこの2点を改善する必要があると考えられる。これらに関しては、今までに数多くの先行研究がなされており、具体的方策としては以下の3つが挙げられる。

- 10 ① 経営者に与える金銭を強く成果に連動させる。つまり業績連動型報酬を佐採用したインセンティブ・システムにする。このことで経営者を外発的に動機付け、高い努力水準を引き出そうというものである。
- ② モニタリング・コストをかけて、経営者の努力水準を直接観察する。これも外発的な動機付けを高める方策といってよいだろう。
- 15 ③ 仕事の面白さ、自己決定の感覚、有能感などを感じやすいような職務設計をする。このことで経営者を内発的に動機付け、高い努力水準を引き出そうというわけである。

本稿では、特に①について詳しく見ていきたいと思う。①の考えに基づくと、経営者の報酬を企業の業績と連動させることで、経営者と株主の利益を一致させることができると考えられており、これによって経営者を動機付け、高い努力水準を引き出すというものである。蟻川、黒木の先行研究によると、経営者報酬は企業のパフォーマンスと有意に正の相関をしていることが確認された。

（経営者インセンティブへのコーポレートガバナンスの影響、蟻川靖浩，黒木文明、2003年）これは、日本企業の経営者は役員賞与を通じて、株主と利益が一致するようにインセンティブ付与されているとする従来の研究結果と整合的であった。また、日本国内のみでなく、海外においても研究は活発に行われている。Zhou は、米国とカナダの経営者報酬と企業の業績における実証研究を行い、どちらの国も経営者報酬と企業のパフォーマンスは正の関係であることを示している。（Zhou, X. 1999. “Executive compensation and
30 managerial incentives: A comparison between Canada and the United

States, ” *Journal of Corporate Finance*, 5 (3), p.277-301)

さらに近年では、アジア諸国においても多くの実証研究が行われるようになってきている。韓国における経営者報酬と企業パフォーマンスの関係については、Kato et al.が実証研究を行い、正の業績連動型報酬であることが確認されている。(Kato, T. W. Kim and J. H. Lee 2007 “ Executive compensation, firm Performance, and Chaebols in Korea: Evidence from New Panel Data, ” *Pacific Basin Finance Journal*, 15(1), p.36-55)

こういった先行研究の結果から、業績連動型報酬には適切なインセンティブ構造が付与されていることが明らかになった。つまり、経営者の報酬を企業の業績と連動させることで、経営者と株主の利益を一致させることができるということである。これらの結果から、業績連動型報酬の採用が経営者にとっても、株主にとっても効率的であると考えられる。これらの取り組みがうまく機能すれば、経営者の企業利益拡大に対するモチベーションを高め、非効率的な経営活動を行うことを防ぐことができると考えられるのではないだろうか。

また一方で、上記で述べた蟻川、黒木の先行研究から機関投資家の株式保有比率が高い企業のほうが、経営者報酬の自社のパフォーマンスに対する連動性が高くなり、機関投資家の株式保有比率が低い場合には、自社のパフォーマンスへの報酬の連動性が低下するということが明らかとなった。(経営者インセンティブへのコーポレートガバナンスの影響、蟻川靖浩，黒木 文明、2003年) このことから、株主の利益となる効率的な報酬制度は、外部株主の圧力があって初めて採用されるのであり、経営者が外部の企業統治圧力から逃れられる環境では、報酬制度に関して裁量的権限をもつ経営者は必ずしも株主にとって望ましい業績連動型報酬を導入しないことが示唆される。つまり、外部からのモニタリング圧力の強さが強ければ強いほど比例して、業績連動型報酬が効果的なものになっていくということだ。そのためには、機関投資家などの外部株主が投資先企業の経営に積極的に参加し、投資先企業をしっかりとモニタリングする必要がある。このことに関しては、昨今導入されたばかりの日本版スチュワードシップ・コードが重要なカギになると考えられる。本稿では、このコードの策定背景など詳細な点に関しては言及しないが、特筆すべきは原則3、4、5についてである。

原則 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。

5

指針

(1) 機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、そ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ることが重要である。

10

(2) 機関投資家は、こうした投資先企業の状況の把握を継続的に行うべきであり、また、実効的な把握ができていないかについて適切に確認すべきである。

15

(3) 把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項が想定されるが、特にどのような事項に着目するかについては、機関投資家ごとに運用方針には違いがあり、また、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異なることから、機関投資家は、自らのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきである。その際、投資先企業の企業価値を毀損するおそれのある事項については、これを早期に把握することができるよう努めるべきである。

20

25

出所：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 平成 26 年度」を参考に坂本ゼミナール作成

30

原則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 指針

- 10 (1) 機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話を、投資先企業との間で建設的に行うことを通じて、当該企業と認識の共有を図るよう努めるべきである。なお、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、当該企業の企業価値が毀損されるおそれがあると考えられる場合には、より十分な説明を求めるなど、投資先企業と更なる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。
- 15 (2) 以上を踏まえ、機関投資家は、実際に起こり得る様々な局面に応じ、投資先企業との間でどのように対話を行うのかなどについて、あらかじめ明確な方針を持つべきである。
- 20 (3) 一般に、機関投資家は、未公表の重要事実を受領することなく、公表された情報をもとに、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を行うことが可能である。また、「OECDコーポレート・ガバナンス原則」や、これを踏まえて策定された東京証券取引所の「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」は、企業の未公表の重要事実の取扱いについて、株主間の平等を図ることを基本としている。投資先企業と対話を行う機関投資家は、企業がこうした基本原則の下に置かれていることを踏まえ、
- 25 当該対話において未公表の重要事実を受領することについては、基本的には慎重に考えるべきである。

30 出所：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 平成 26 年度」を参考に坂本ゼミナール作成

原則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

指針

- (1) 機関投資家は、すべての保有株式について議決権を行使するよう努めるべきであり、議決権の行使に当たっては、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえた上で、議案に対する賛否を判断すべきである。
- (2) 機関投資家は、議決権の行使についての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。当該方針は、できる限り明確なものとするべきであるが、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。
- (3) 機関投資家は、議決権の行使結果を、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。こうした公表は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権を行使しているか否かについての可視性を高める上で重要である。
- ただし、スチュワードシップ責任を果たすに当たり、どのような活動に重点を置くかは、自らのスチュワードシップ責任を果たすための方針、運用方針、顧客・受益者の特性等により様々に異なり得るものであるため、こうした点に照らし、前記の集計公表に代わる他の方法により議決権の行使結果を公表する方が、自らのスチュワードシップ活動全体についてよりの確な理解を得られると考えられる場合には、その理由を説明しつつ、当該他の方法により議決権行使結果の公表を行うことも考えられる。

30

- (4) 機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきである。仮に、議決権行使助言会社のサービスを利用して
- 5 議決権行使結果の公表に合わせ、その旨及び当該サービスをどのように活用したのかについても公表すべきである。

出所：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 平成 26 年度」を参考に坂本ゼミナール作成

10

- 以上が金融庁より公表された日本版スチュワードシップ・コードの一部である。原則 3、4 から分かることは、株主である機関投資家が、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）への対応など、非財務面の事項を含む様々な状況を的確に理解
- 15 する必要があり、その上で機関投資家は、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といったことである。つまりこれにより、企業と株主の積極的な対話や情報共有が実現され、企業・株主間における情報の非対称性が大いに改善される可能性があると考えられる。

- 20 また、原則 5 から分かることは、株主である機関投資家は、すべての保有株式について議決権を行使するよう努めるべきであり、議決権行使などを通じて投資先企業の経営に積極的に参加する必要があるということだ。また、議決権を行使する際には、投資先企業の状況を的確に把握し、しっかりとモニタリングなどをした上で、議案に対する賛否を判断する必要があるということである。
- 25 これは、機関投資家から企業への外部圧力となり、これによって業績連動型報酬がうまく機能し、利害の不一致を防ぐことに繋がるのである。

- 今まで述べてきたことを簡潔に整理すると、業績連動型の報酬を採用した上で、日本版スチュワードシップ・コードをうまく機能させることによって企業・株主間におけるプリンシパル・エージェント問題を改善していくことができる
- 30 ののではないかということである。日本版スチュワードシップ・コードの原則

3、4の実施により、企業・株主間における情報の非対称性を是正することができ、原則5によって、株主である機関投資家の投資先企業に対する外部圧力が生まれ、それにより業績連動型報酬が機能し、利害の不一致を改善することが出来るのではないだろうか。ここまで本章では、企業・株主間における根幹
5 的な問題であるプリンシパル・エージェント問題について概観し、その改善策を提言してきた。次章では、日本企業と米国企業における株主還元策の現状を比較し、相違点を明確にし、第4章の今後日本企業がとるべき株主還元策へと繋げていきたい。

10 第3章 日本と米国企業における株主還元策の現状

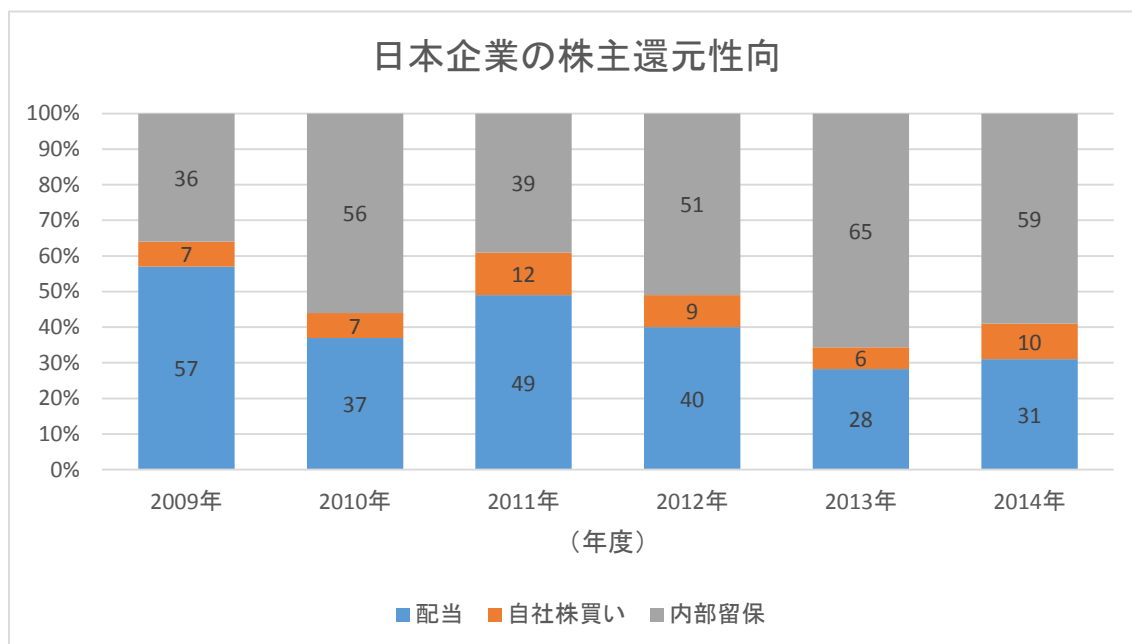
本章ではまず、第1節で日本企業における株主還元策の現状について概観し、第2節では、米国企業における株主還元策の現状を見ていく。そして、第3節で両国企業の株主還元策における相違点を明確にしていく。

15 第1節 日本企業における株主還元策

本節では、まず近年の日本企業における、株主還元性向を見ていき、その後配当総額、自社株買い総額の2点に着目し、それらを詳しく見ていきたい。

まず、株主還元性向を見ていく。日本企業の株主還元性向を見てみると、毎年平均的に利益の半分近くを内部留保へと回しているのが分かる。これは、将来のM&Aや企業が財政難などで危機的状況に陥った際のために蓄えているものと考えられる。一方、自社株買いは毎年利益の10%程度くらいの水準である。また、配当は、年次によってばらつきがあるが30%台の水準を記録している。これらのことから分かることは、日本企業は毎年得た利益を株主へと還元するというよりは、将来のために内部留保へと回す志向が強いということである。（図表8）
25

図表 8



(注) 日本の主要企業をベースに作成

出所：びとうファイナンシャルサービス株式会社 HP を参考に坂本ゼミナール

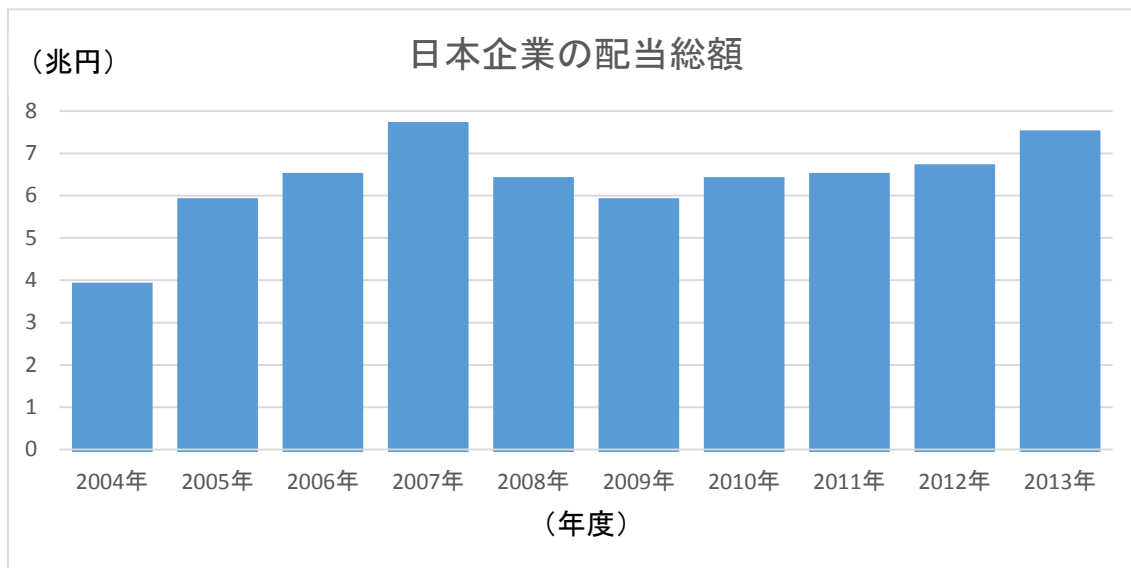
5 作成

次に、配当総額について見ていきたい。配当総額はその文字の通り、企業からなされる配当金の総額のことである。日本企業の配当総額を見てみると、

2004 年から 2007 年までは右肩上がりに上昇しており、2007 年には 8 兆円
 10 近くの配当総額があったものの、2008 年にはリーマン・ショックの影響を受け、今までの増配から一転し、減配へと転じて 2009 年にはさらに悪化し、5 兆円台後半にまで落ち込んだ。しかし、その後は次第に持ち直して行き、

2013 年には 7 兆円台にまで回復した。(図表 9) そして、その後も増配が続いており、2015 年は今までの配当総額を上回り、初めて 10 兆円を超える見
 15 通しとなっている。(株式配当、初の 10 兆円 消費を下支え、日本経済新聞、5 月 16 日号)

図表 9



(注) 全上場企業をベースに作成

出所：日興アセットマネジメント「株主還元で先行する米国とそれを追う日本」
5 を参考に坂本ゼミナール作成

そして最後に、自社株買い総額を見ていく。自社株買いとは、上場企業が自らの資金を用いて、株式市場から自社の株式を買い戻すことである。市場から自社の株式を買い入れて消却すれば、会社の発行済み株式総数が減少し、1株当たりの価値は高くなる。そうすることにより、1株当たりの利益の増加という形に繋がり、自社の利益の一部を株主に支払うという意味合いを持つため、配当と同様に株主還元策の一つとされている。日本企業の自社株買い総額に目を向けてみると、2004年から2005年にかけて大幅に増加しており、その後は2008年まで毎年4兆円台の自社株買いが見受けられたが、リーマン・ショックの影響を受け直後の2009年には、一気に自社株買い総額が落ち込み0.7兆円となり、1兆円にも満たなかったのである。そして、2010年以降は配当総額同様に徐々に回復はしているものの、2013年時点では、1.9兆円にとどまり、全盛期であった2007年には到底及ばない水準であった。(図表10)

10

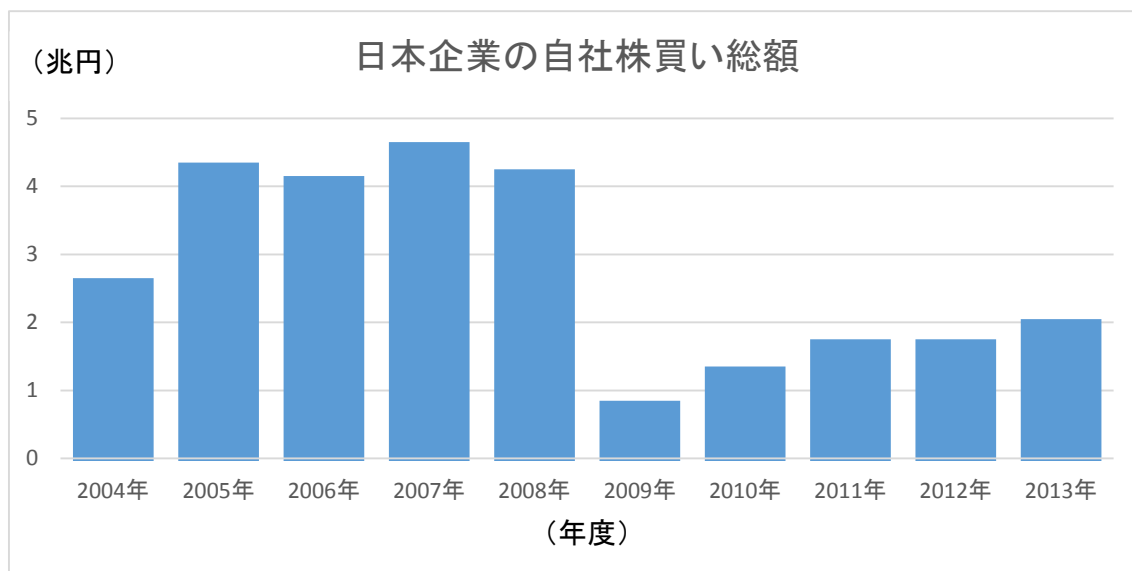
15

20

その後も次第に上昇していき、2014年度には、前年度から7割増え3兆円を超える水準にまで回復した。この背景には、企業が手元資金を有効活用しようと動き出したことが考えられるだろう。(増える自社株買い、株式投資にどう

生かす、日本経済新聞、8月9日号)

図表 10



5 (注) 東証1部、2部上場企業をベースに作成

出所：平成25年度生命保険協会調査「株式向上に向けた取り組みについて」
を参考に坂本ゼミナール作成

10 以上が日本企業における、近年の株主還元性向と配当、自社株買い総額についてである。

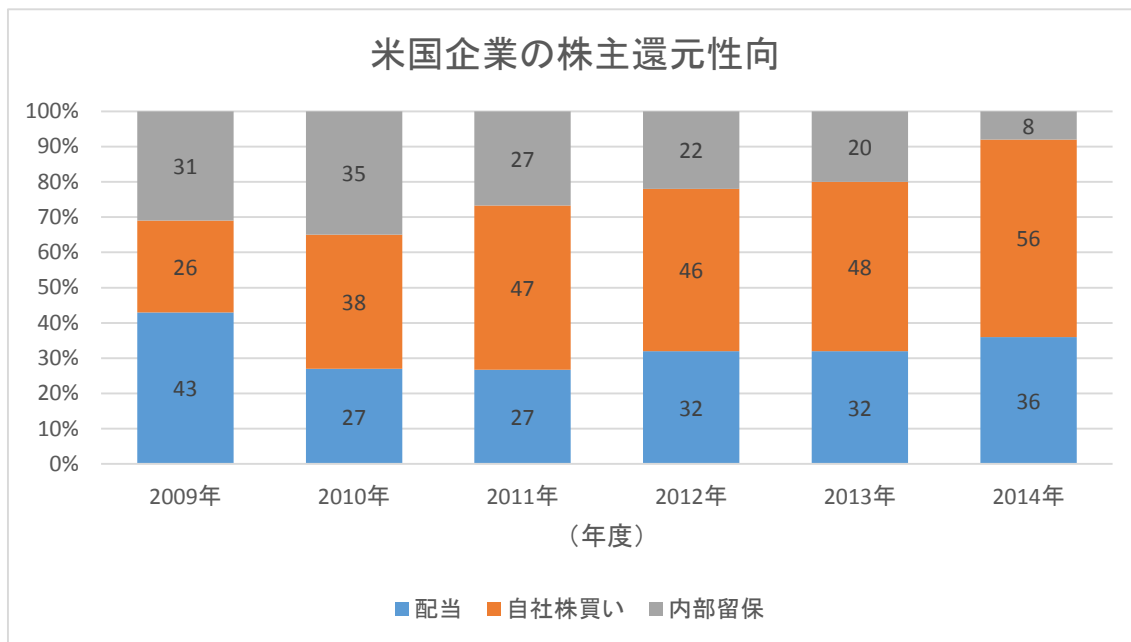
第2節 米国企業における株主還元策

本節でもまず、近年の米国企業における、株主還元性向を見ていき、その後配当総額、自社株買い総額の2点に着目し、それらを詳しく見ていきたい。

15 まず、株主還元性向を見ていく。米国企業の株主還元性向を見てみると、自社株買いの比率が最も高いことが分かる。2011年以降は、利益のほぼ半分近くを自社株買いへと回しており、2014年に至っては利益の56%をも自社株買いへと回している。配当の比率も合わせると、毎年70%～80%を株主還元へと当てているのが理解できる。(図表11)

20

図表 11



(注) 米国の主要企業をベースに作成

出所：びとろファイナンシャルサービス株式会社 HP を参考に坂本ゼミナール

5 作成

10

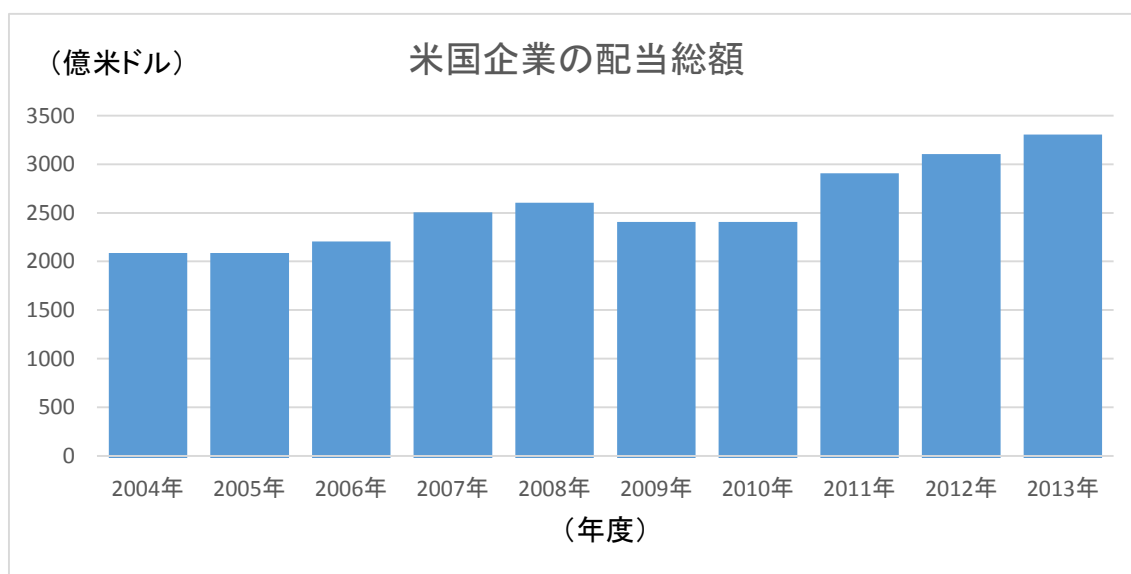
15

20

次に、配当総額について見ていきたい。配当総額は 2004 年から 2008 年まで右肩上がりです。上昇していたが、リーマン・ショックの直後の 2009 年には一時減少し 2010 年もそれを引きずったものの、2011 年からは再び上昇へと転じ 2013 年には 3000 億米ドルを上回る配当総額を行ったのである。（図表

5 12)

図表 12



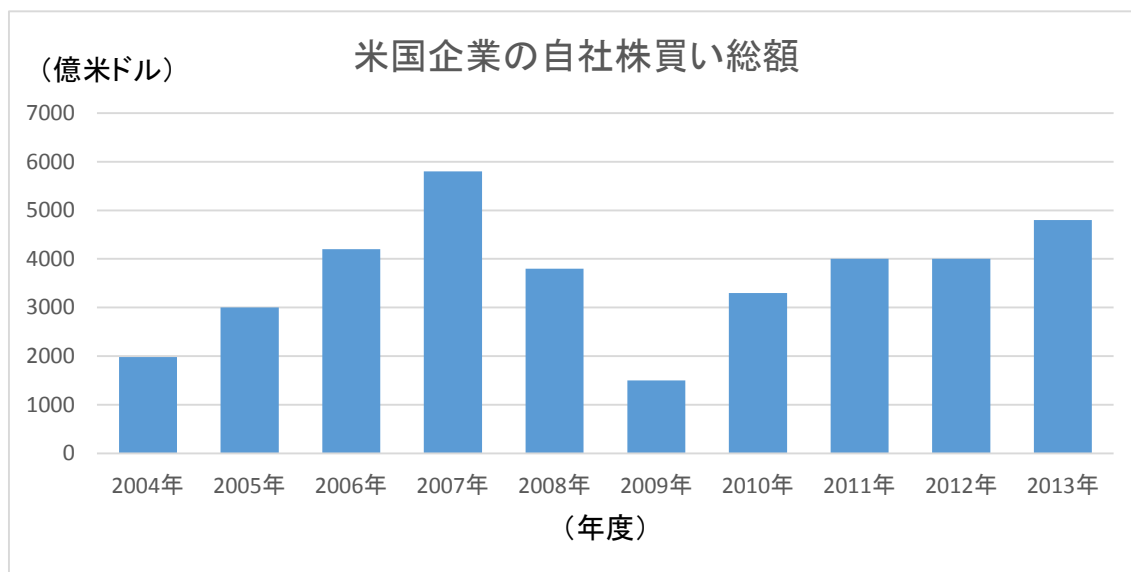
(注) S&P500 種指数構成企業をベースに作成

10 出所：日興アセットマネジメント「株主還元で先行する米国とそれを追う日本」を参考に坂本ゼミナール作成

最後に米国企業の自社株買い総額について見ていく。2004 年から 2007 年まではすさまじい増加を示しており、2007 年度の自社株買い総額は 2003 年度と比較すると 3 倍近くまで上昇しているのだ。しかしその後は、2008 年、2009 年と減少に転じ 2009 年には 2000 億米ドルにも満たない水準となってしまったのだ。2010 年以降は次第に回復していき、2013 年には 5000 億米ドル近い水準にまで達するが 2007 年の数値には劣っている。（図表 13）

20

図表 13



(注) S&P500種指数構成企業をベースに作成

出所：日興アセットマネジメント「株主還元で先行する米国とそれを追う日本」
 を参考に坂本ゼミナール作成

以上が米国企業における、近年の株主還元性向と配当、自社株買い総額についてである。

10

第3節 両国企業の株主還元策における相違点について

ここまで第1節と2節で日本企業と米国企業の近年の株主還元性向と株主還元策の推移を概観してきたが、本節では、両国企業の相違点を明らかにしていきたい。

15 両国企業を比較した際に一番顕著な相違点としては、日本企業は米国企業に比べて、内部留保に対しての、自社株買い総額の比率が低いということだ。

2014年には米国企業は利益のうちわずか8%しか内部留保へと回さず、残りの92%を配当や自社株買いへと回していたのに対して、日本企業は59%をも内部留保へと回し、残りの41%のみしか配当や自社株買いへと当てていないのだ。(図表8、11) こういった日本企業の内部留保の比率が米国企業より

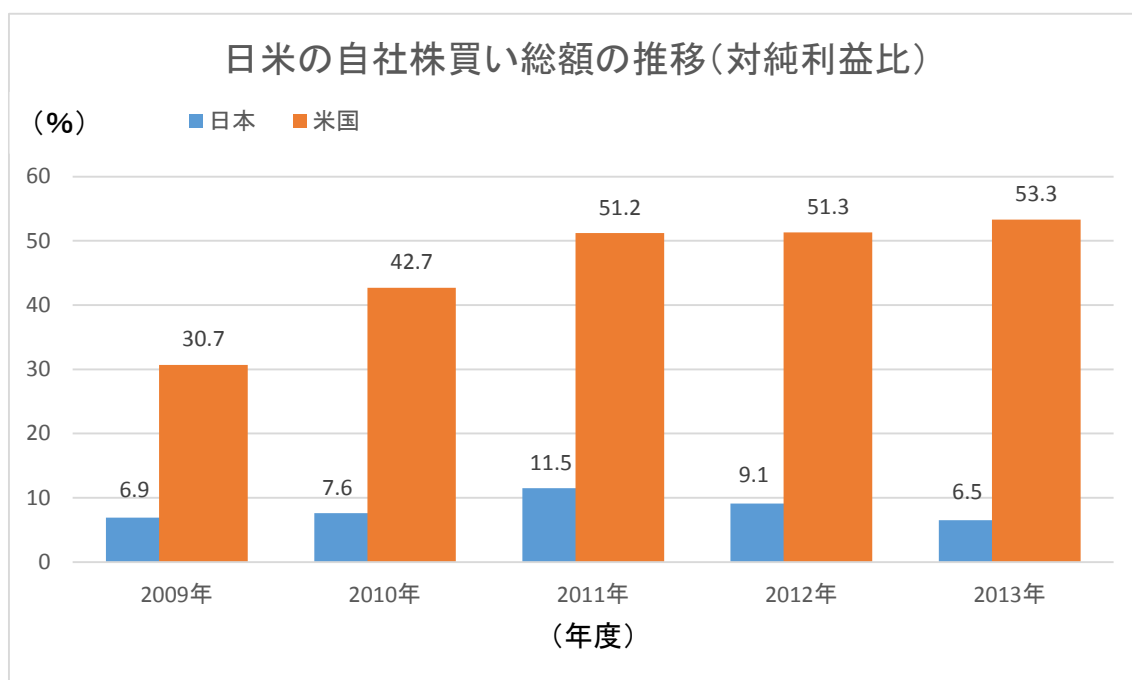
20

はるかに高いことから分かるのは、上記でも述べたように日本企業は比較

的株主へ積極的に還元するといった志向よりも、企業の将来のリスクに備えて蓄積へと回すといった志向の方が強く機能しているといったことである。また、日本企業と米国企業の自社株買い総額を対純利益比で比較してみるとその差は歴然である。（図表 14）

5

図表 14



(注) 日本： TOPIX 構成企業をベースに作成

米国： S&P500 種指数構成企業をベースに作成

- 10 出所：平成 26 年度生命保険協会調査「株式向上に向けた取り組みについて」を参考に坂本ゼミナール作成

図表 8、 11 とは分析する対象企業が異なるため、多少数値に違いが生じるが、この図表からも分かるように、米国企業は 2011 年から 2013 年まで純利益の半分以上を自社株買いへと回しているのだ。一方、日本企業は純利益の 10 分の 1 程度しか自社株買いへと回しておらず、 2013 年に至ってはわずか 6.5 % のみである。このように、日本企業は米国企業に比べてはるかに自社株買いの比率が少なく、利益の多くを内部留保へと回していることが指摘できる。以上が日本企業と米国企業における株主還元性向と還元策の相違点である。

第4章 今後の日本企業がとるべき株主還元策について

本章では、前章で明らかにした日本企業と米国企業の株主還元性向と還元策の相違点を踏まえ、今後日本企業がとるべき株主還元策について提言していく。

5 第1節 配当や自社株買いといった既存の株主還元策への注力

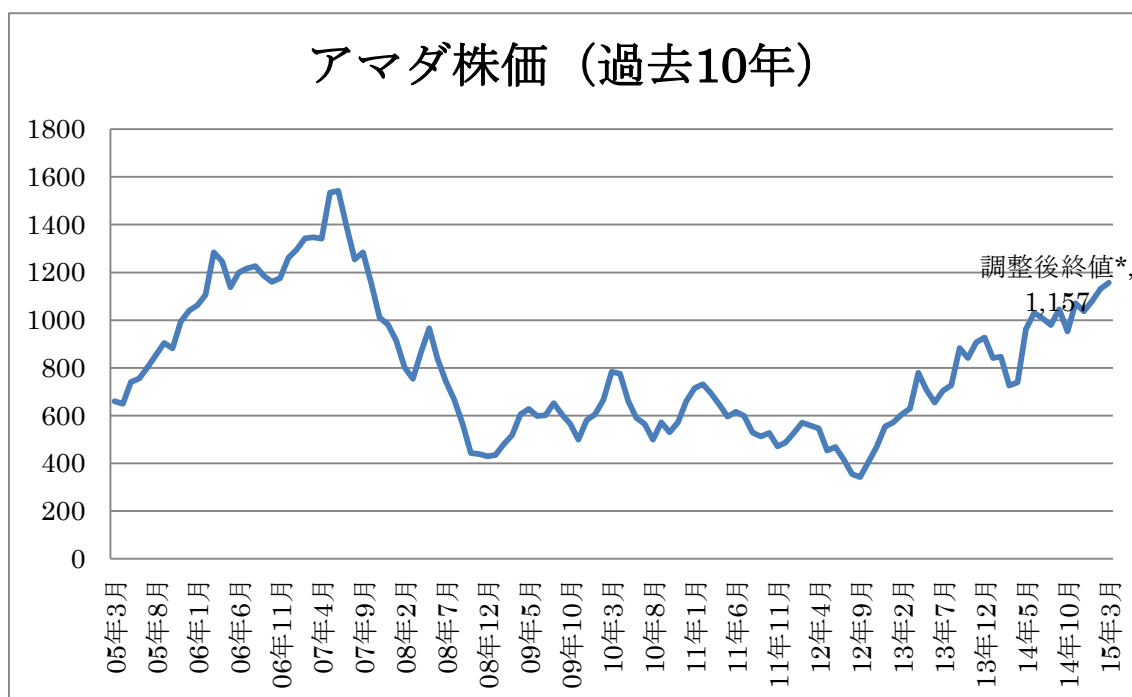
本節では、米国企業に比べると日本企業は配当や自社株買いといった株主還元性向が低水準であったことを受け、今後日本企業は、より一層配当や自社株買いなどの株主還元へと注力することが企業・株主双方にとって望ましい還元へと繋がるのではないかとといったことを述べていく。

- 10 まず、我々が提案することは、企業が得た利益を将来のためだと言って内部留保へ積極的に回すのではなく、より一層配当や自社株買いと言った株主還元へと注力していくということである。たしかに企業側としては、万が一の時のために潤沢な資金を蓄え、保有していただきたいのが実情である。しかし、企業の中長期的な維持・発展を望むのであれば、積極的に株主還元を行い、ROE や株
- 15 価を向上させ、投資家に魅力ある企業だと思わることが重要であり、そうすることにより、企業側にとっては中長期的な安定資金の調達ができるといったメリットがあり、株主側にとっても株価の値上がり益や配当といった利益を直接享受することができ、企業・株主双方にとって望ましい形になるのではないだろうか。実際にこうした積極的な株主還元策を講じた事例として、株式会社アマダを見ていきたい。同社は 1948 年に設立、神奈川県伊勢原市に本社を置き、
- 20 金属加工機械・器具の製造・販売・賃貸・修理・保守・点検・検査などを主要な事業内容としている金属加工機械の総合メーカーである。アマダは、2014 年 5 月に新たな株主還元を打ち出した。具体的には、今後 2 年間の利益のうち 50 %を配当へと回し、残った利益の 50 %で自社株買いを行うというものである。つまり、利益を内部留保へと一切回さず、配当と自社株買いへすべてを
- 25 回すといった 100 %株主還元を発表したのである。このような積極的な自社株買いや配当を打ち出した背景には、同業他社に劣る株価のパフォーマンスがあった。東証 1 部上場企業の機械セクター 124 社で構成される TOPIX 機械指数は 2014 年 3 月末までの過去 10 年間で 71%上昇したが、アマダ株はわずか
- 30 8.4% の上昇しかなかった。(図表 15) また、ROE は機械指数が 9.4%

であるのに対し、アマダは 3.1% と 3分の1 程度となっていた。この ROE の低さから PBR も 0.7 倍となっていた。こういった、株価や ROE が低水準であることを受け、アマダは積極的な株主還元策を講じることで、これらの水準を改善し、企業価値を向上させようとしたのだ。

5

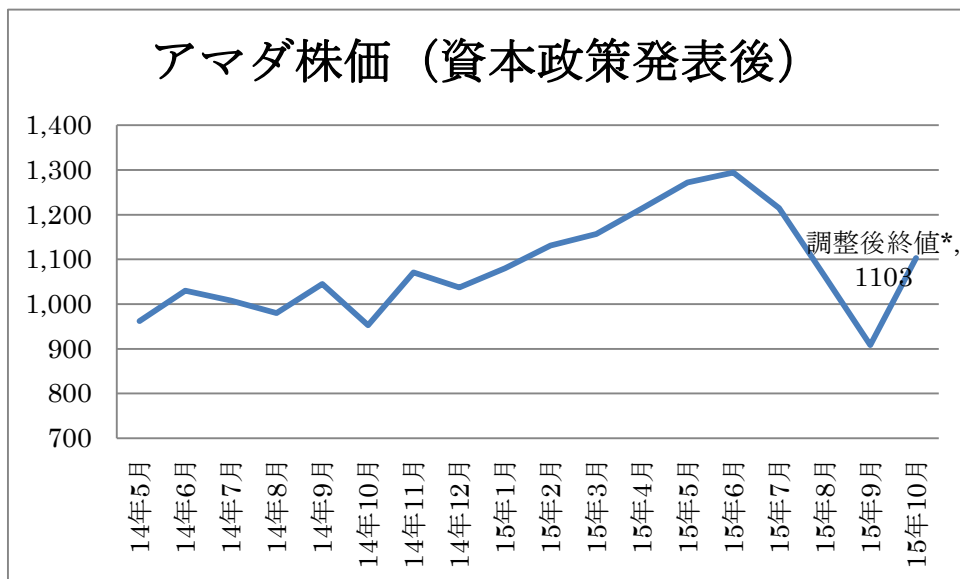
図表 15



出所：（株）アマダホールディングス株価を参考に坂本ゼミナール作成

- 10 この積極的な株主還元策によって、アマダの株価は株主還元策発表前の 2014 年 5 月 14 日時点では 774 円であったが、発表後の翌日 15 日には 843 円まで上昇した。その後も株価は上昇を続け、2015 年 6 月 25 日には 1361 円を記録した。わずか 1 ヶ月余りで同社の株価は、587 円も上昇したのである。
- 15 その後は、中国経済の影響などによって株価は多少下落したものの 2015 年 10 月 1 日の終値は 1103 円で資本政策の発表前と比べると 1.42 倍となっている。（図表 16） ROE は 2013 年 3 月期で 1.10%、2014 年 3 月期が 3.06% であったのが、2015 年 3 月期には 4.40% となり、4 倍上昇したのだ。

図表 16



出所：（株）アマダホールディングス株価を参考に坂本ゼミナール作成

- 5 このように同社は、積極的な株主還元策を講じたことにより、ROE や株価が大幅に上昇し、株主とくに外国人投資家から魅力ある企業として受け入れられるようになったのだ。そうすることにより、アマダにさらなる投資や新たに投資をしてみようといった株主が増加し、企業側は安定的な資金調達を行うことができ、株主側としても企業が行う積極的な株主還元により、増配などの恩恵を受けることが出来るのである。つまり、企業がより一層株主還元を注ぐことが将来的には企業・株主双方にとって望ましいものになるのではないかと
- 10 いうことである。たしかに企業は積極的に株主還元を行うことにより、利益を内部留保へと回せないといったデメリットも生じるが、中長期的な視点で考えるのであれば、積極的に株主還元を講じた方が将来それ以上のメリットが
- 15 み出されるのではないだろうか。このアマダのように積極的な株主還元策を打ち出している企業が続々と出てきており、富士フイルムホールディングスは、2017年3月期までに自社株買いと配当によって、2,000億円強を株主還元
- 20 に充てるという方針を打ち出し、カシオ計算機は当期純利益の9割を自社株買いと配当に充てるといったことを発表している。それ以外にも、日本ユニシス、日清紡ホールディングス、明治ホールディングスなどが相次いで株主還元を積極化することを表明している。今後、日本企業全体が米国企業のように積極的

に株主還元を講じることが企業・株主双方にとって望ましいだけでなく、日本企業全体の ROE のボトムアップや企業価値の向上に繋がり、日本経済がより発展するのではないかと考える。

5

10

15

20

25

30

終章

我々は、企業・株主双方にとって望ましい株主還元とは何かということ念頭に置きながら、今後企業がとるべき株主還元策について米国企業との比較を交えながら述べてきた。まず第1章では、日本企業におけるバブル崩壊以前と崩壊後の株主還元策の変遷を概観してきた。そこでは、今までの安定型配当政策から業績連動型配当政策への転換があった。その背景には、今までの金融機関や事業法人同士の株式持ち合いが崩壊し、外国人株主が流入してきたことなどがあった。第2章では、外国人株主が台頭してきたことにより、声高に叫ばれるようになってきた、プリンシパル・エージェント問題について触れ、その改善策を述べてきた。このプリンシパル・エージェント問題は企業・株主間における根幹的な問題であり、今後企業がとるべき還元策について提言するうえで改善しなければならない課題であると考えられた。第3章では、日本企業と米国企業における株主還元性向、配当総額、自社株買い総額の推移を比較し、両国企業の相違点を明らかにしてきた。第4章では、第3章の両国企業の比較から日本企業は、米国企業に比べると配当や自社株買いといった株主還元性向が低水準であったことが明らかとなり、その内容を受け、今後日本企業は米国企業のように、より一層配当や自社株買いなどの株主還元注力していくことが、企業・株主双方にとって望ましい株主還元になるのではないかと考え、実際に積極的な株主還元策を講じている、株式会社アマダを事例に提言してきた。企業側は、積極的に株主還元を行うことにより、短期的な視点で見れば、利益の多くを内部留保へと回せないといったデメリットも生じるが、中長期的な視点で考えるのであれば、企業のROEや株価が大幅に上昇し、株主から魅力ある企業として受け入れられるようになる。そうすることにより、新規株主の獲得や既存の株主からさらに投資してもらえる可能性も大いに考えられ、将来的には安定した資金調達を行うことができ、株主側としても企業が行う積極的な株主還元により、増配などの直接的な利益といった恩恵を受けることが出来るのである。

今後、日本企業全体が意欲的に株主還元を講じることが企業・株主双方にとって望ましいだけでなく、日本企業全体のROEの底上げや企業価値の向上に繋がり、日本経済がより良いものになるのではないだろうか。

参考文献

- ・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
- ・坂本恒夫、文堂弘之(2006)「図解 M&A のすべて」税務経理協会
- 5 ・諸井勝之助(1984)「配当政策を通じてみたわが国企業財務の特質」中央経済社
- ・井出正介(1994)「日本の企業金融システムと国際競争」東洋経済新報社
- ・ Jensen, M. and W. Meckling, (1976) “ Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, ” Journal of
10 Financial Economics
- ・ Zhou, X. (1999) “ Executive compensation and managerial incentives: A comparison between Canada and the United States, ” Journal of Corporate Finance
- ・ Kato, T. W. Kim and J. H. Lee (2007) “ Executive compensation, firm
15 Performance, and Chaebols in Korea: Evidence from New Panel Data, ” Pacific Basin Finance Journal
- ・坂和秀晃、渡辺直樹(2010)「経営者報酬と企業パフォーマンスに関するサーベイ」証券アナリストジャーナル
- ・全国証券取引所(2005)「平成16年度株式分布状況調査の調査結果について」
20 http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/tvdivq00000pd4n-att/distribute_h16b.pdf
- ・ニッセイ基礎研究所(2004)「株式持ち合い状況調査 2003 年度版」
25 <http://www.nli-research.co.jp/consulting/misc/mochiai03.pdf#search='%E3%83%8B%E3%83%83%E3%82%BB%E3%82%A4%E5%9F%BA%E7%A4%8E%E7%A0%94%E7%A9%B6%E6%89%80+%E6%A0%AA%E5%BC%8F%E6%8C%81%E3%81%A1%E5%90%88%E3%81%84%E6%AF%94%E7%8E%87'>
- ・米山秀隆(2001)「コーポレートガバナンスの改革」
30 <http://jp.fujitsu.com/group/fri/downloads/report/economic-review/200110/04yoneyama.pdf>

- ・宮島英昭、新田敬祐(2011)「株式所有構造の多様化とその帰結：株式持ち合いの解消・復活と海外投資家の役割」

<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/11j011.pdf>
- ・日本証券業協会「時価発行増資とは」

5 http://www.jsda.or.jp/manabu/qa/qa_stock03.html
- ・伊藤正晴(2011)「銀行を中心に、株式持ち合いの解消が進展」

http://www.dir.co.jp/souken/research/report/capital-mkt/cho1101_04all.pdf
- ・蟻川靖浩、黒木文明(2003)「経営者インセンティブへのコーポレートガバナンスの影響」

10 http://www.waseda.jp/wnfs/pdf/labo3_2003/WIFS-03-001.pdf
- ・松村良平(2010)「モニタリング・コスト決定問題についての分析」

<http://id.nii.ac.jp/1060/00000008/>
- ・小山明宏(2007)「日本的経営とエージェンシー・コストの削減—エージェンシー理論による、日本的経営の再考察の試み—」

15 http://www.gakushuin.ac.jp/univ/eco/gakkai/pdf_files/keizai_ronsyuu/contents/4403/4403koyama.pdf
- ・柳川範之、藤田友敬、杉浦秀徳、上田亮子「コーポレート・ガバナンス」

<http://www.saa.or.jp/saaj/gentei/dl13/z4.pdf#search='%E7%B5%8C%E5%96%B6%E8%80%85+%E6%A0%AA%E4%B8%BB+%E3%83%97%E3%83%AA%E3%83%B3%E3%82%B7%E3%83%91%E3%83%AB%E3%83%BB%E3%82%A8%E3%83%BC%E3%82%B8%E3%82%A7%E3%83%B3%E3%83%88%E5%95%8F%E9%A1%8C'>

20
- ・岡村俊一郎(2014)「企業組織を超えて形成されるプリンシパル・エージェント関係」

25 <http://kgur.kwansei.ac.jp/dspace/bitstream/10236/12112/1/68-1.pdf#search='%E3%83%97%E3%83%AA%E3%83%B3%E3%82%B7%E3%83%91%E3%83%AB%E3%83%BB%E3%82%A8%E3%83%BC%E3%82%B8%E3%82%A7%E3%83%B3%E3%83%88%E5%95%8F%E9%A1%8C+%E8%83%8C%E6%99%AF'>

30

- ・金融庁(2014)「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>
- 5

・生命保険協会(2015)「株式価値向上に向けた取り組みについて」

http://www.seiho.or.jp/info/news/2014/pdf/20150323_2.pdf
- ・日興アセットマネジメント(2014)「株主還元で先行する米国とそれを追う日本」

<https://www.nikkoam.com/files/fund-academy/rakuyomi/pdf/raku14012301.pdf#search='%E7%B1%B3%E5%9B%BD%E4%BC%81%E6%A5%AD+%E6%A0%AA%E4%B8%BB%E9%82%84%E5%85%83'>
- 10

・日本経済新聞(2015)「株式配当、初の 10 兆円消費を下支え」

<http://www.nikkei.com/article/DGKKZO86883550W5A510C1MM8000/>
- ・日本経済新聞(2015)「増える自社株買い、株式投資にどう生かす」

<http://www.nikkei.com/money/features/37.aspx?g=DGXMZO8998912031072015PPD001>
- 15

・びどうファイナンシャルサービス株式会社(2015)「B F S ニュースレター」

<http://www.bfsc.jp/wordpress/wp-content/uploads/2015/07/no75-bfs-news-letter.pdf#search='%E6%97%A5%E6%9C%AC%E4%BC%81%E6%A5%AD+%E6%A0%AA%E4%B8%BB%E9%82%84%E5%85%83'>
- 20

・ヤフーファイナンス「(株)アマダホールディングス株価」

<http://info.finance.yahoo.co.jp/history/?code=6113.T&sy=2014&sm=5&sd=14&ey=2015&em=10&ed=27&tm=d&p=8>

・アマダ HP

<http://www.amada.co.jp/>
- 25

・ブルームバーグ(2014)「アマダの決断に海外勢注目、株主還元強化ー J P X 400 入り狙う」

<http://www.bloomberg.co.jp/news/123-N6W1T16K50YD01.html>
- ・JP モルガン・アセット・マネジメント(2014)「株主還元注目」

<https://www.jpmorganasset.co.jp/jpec/ja/column/pdf/MikataVol.58.pdf#search='%E3%82%A2%E3%83%9E%E3%83%80+%E6%A0%AA%E4%B8%BB'>
- 30

[%E9%82%84%E5%85%83](#)

(上記 URL はすべて 2015 年 11 月 1 日にアクセス確認済み)

