

中央大学証券研究会

株主・企業双方にとって望ましい
株主還元のあり方

第7テーマ Aブロック

中央大学証券研究会
2015年11月2日

はじめに

私たち中央大学証券研究会は、株主・企業双方にとって望ましい株主還元の在り方について述べていきたいと思う。

- まず一章で我が国の株主還元策が変化した理由を我が国の株主構成の変化を
- 5 基に考察し、二章において企業が採るべき株主還元策を企業の成長段階と株主還元策の関係、株主還元策の決定プロセスから論ずる。三章ではプリンシパル・エージェント問題への対応を日本と各国のコーポレート・ガバナンスを比較しつつ述べ、四章にて株主の株主還元策に対する関わり方を株主が企業に対して持つ権利や CSR から論じていく。そして最後の五章では望ましい株主還元の
- 10 在り方について、各章をまとめていく。

目次

1 章	我が国の株主還元策が変化した理由	3
2 章	企業が採るべき株主還元策	6
3 章	プリンシパル・エージェント問題への対応	22
5 4 章	株主の株主還元策に対する関わり方	36
5 章	望ましい株主還元策の在り方とは	42
	〈参考文献〉	44

1 章 我が国の株主還元策が変化した理由

1-1. 株式持ち合い制の誕生とその崩壊

1-1-1. 株式持ち合い制とは

- 5 日本企業は 1960 年代あたりから、外資による企業買収に備えるため 2 つ以上の企業が互いの株式を持ち合うという株式持ち合い制がとられていた。株式持ち合いがもたらすメリットは
- ① 安定的経営権の取得
 - ② 敵対的買収の対策
 - 10 ③ 企業間取引の強化
 - ④ 安定株主の形成
 - ⑤ 企業の集団化
- などがあげられる。

- 15 持ち合い制によって、大株主を創出すると、株主総会で強い発言権を持つ“物言う株主”の誕生を抑えることができる。これは、経営陣が自分たちの裁量で経営を行うことができ、これによって企業の首脳陣が思った通りの経営を長期的に行うことができる。

- 20 また、冒頭でも書いた通り、外国資本が M&A などを用いて日本企業を買収、ほしい部門のみを吸収し再度売りに出すなど、外国資本の影響を恐れた日本企業は、互いに一定数の株式を持ち合うことによって、外国資本による M&A を回避する狙いがある。

他にも利益を増やさなくても株価を維持することができたり、時価発行額を増資することが可能などがある。

- 25 このように主として①と②のメリットが大きく、日本企業は 1960 年代から株式持ち合い制のもとに自社株を取り扱ってきた。

1-1-2. 株式持ち合い制の崩壊

- 30 株式持ち合い制のデメリットは、企業同士が持ち合うことにより、適切な企業統治ができなくなる恐れがあるという、コーポレートガバナンスの問題であった。一時期は外国資本や投資ファンドからの防衛策として扱われてい

た株式持ち合い制も、バブルが崩壊してから、長く低迷する景気の中で、持ち合いの株式を保有することで、自由に売却できないことによる資金繰りの悪化したことや、会計基準の変更による含み損の公開等により持ち合うことに対するメリットが次第に薄くなってきた。

- 5 これによって、株式持ち合いを解消する動きが徐々に目立ち始め、近年は三井住友銀行やみずほ銀行といった株式持ち合いの大手だった企業が株式持ち合いを解消している。

株式持ち合いの解消を加速させているのはアベノミクスである。「日本再興戦略 改訂 2014」のコーポレート・ガバナンス・コードの部分で、アベノ

- 10 ミクスは株式持ち合いについてこのように言及している。

『持ち合い株式の議決権行使の在り方についての検討を行うとともに、政策保有株式の保有目的の具体的な記載・説明が確保されるよう取組を進める』

- 15 つまり、ただ株価の維持や企業間取引の強化のために持つのではなく、なぜその株を持っているかに対して具体的な説明が要求されたのである。これによって、日本の株式市場特有の法人の所有割合を下げようとする狙いがある。

20 1-2. 外国人株主の増加

さらに特徴的なのが外国人株主の増加である。

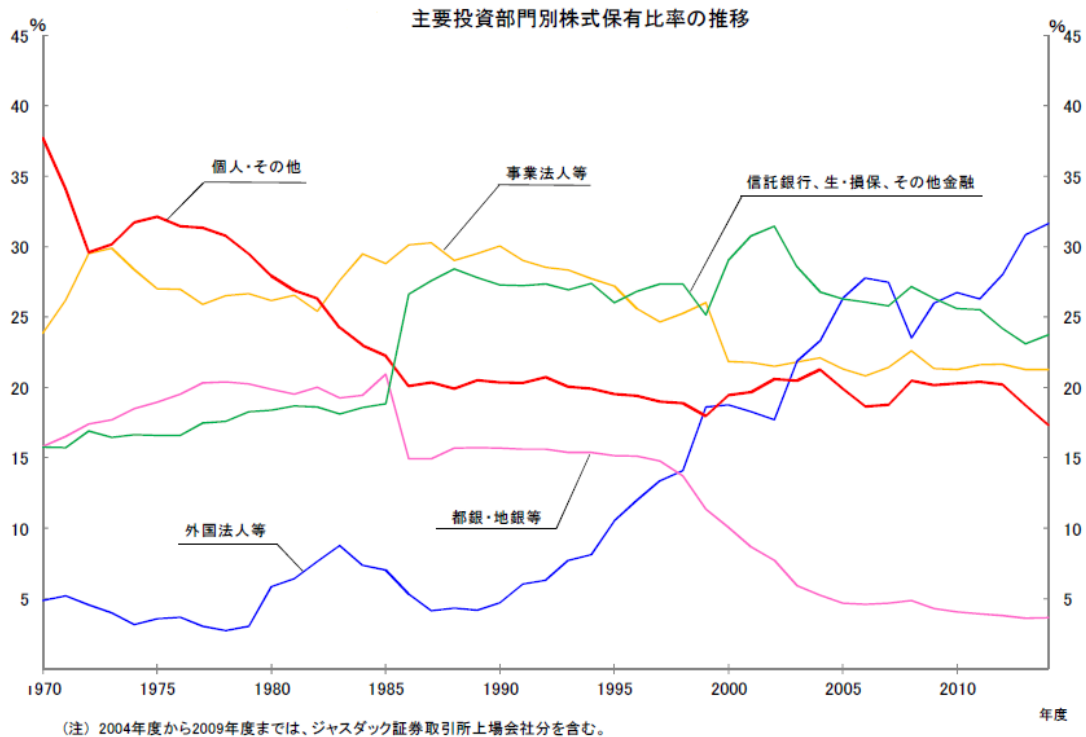
図1-1は東京証券取引所が発行した2014年度の株式分布状況調査の保有比率についてのグラフである。1970年代にはわずか5%ほどであったのが、1990年代に入った途端に上昇し、2000年には20%、2014年には30%を

- 25 超えている。

日本の株式持ち合いや安定配当などの仕組みができた1970年前後から、6倍ほどの増加を見せた外国人株主は、株主総会等で積極的に発言し日本がここ数十年機能を停滞させていた株主による企業統治機能を果たそうとしている。

- 30 大株主となりつつある外国人株主を企業は無視することができず、彼らの要求と付き合っていくことが求められている。

図 1 - 1



(東京証券取引所『2014年度株式分布状況調査の調査結果について』より引用)

5

1-3.我が国の株主還元策が変化した理由

以上から我が国の株主還元策が変化した理由として、2つ挙げる事ができる。

1つは、株式持ち合いが解消したことによる、企業の株主構成比率が変化したこと。このことにより、法人ではなく個人株主が増加し、企業としても対応
10 を変える必要があるということ。

もう1つは、外国人株主の増加により、彼らの要求が無視できないレベルにまで大きくなってきたということ。特に、企業の残余利益に対する配当金の上昇をはじめとした、配当重視の還元を求めている。

こうした理由から、我が国企業は従来通りの株主還元策を変化せざるを得なく
15 くなっていった。しかし、企業と株主を取り巻く状況が昔と大きく異なっている現代だからこそ、変化するのは半ば必然とも言える。次の章から、企業がいかに対応していくかを論じる。

2章 企業が採るべき株主還元策

2-1.株主還元策に関する理論

2-1-1.MM命題

5 企業が採るべき株主還元策についてこの章で考察していくが、まずは株主還元策に影響がある理論を、上野陽一・馬場直彦氏らの『我が国企業における株主還元策の決定要因』¹からいくつか取り上げて、考察する上で基礎としていきたい。

両氏が最初に取り上げたのはMM命題である。

10 MM命題とは、倒産可能性や情報の非対称性が存在しない完全市場を考えた時、企業の投資政策が配当や株主還元策と関係せずに決定される場合には、株主還元策は企業価値に影響を与えないというものである。

つまり、投資は将来において、例えば株券ならインカムゲインやキャピタルゲインという形で、設備投資なら生産の効率性の上昇など会社に利益をもたらすが、株主還元策は企業の将来の収益力には影響を与えない。ここから、収益力に影響がないということは、企業価値が下がることこそすれ、上がることは考えにくいということである。

例えば、両氏は例えばとして、株主還元策が実施された場合、その還元策に投じた資金を企業は新規株券発行により満たす可能性を指摘している。つまり、
20 投資家にもたらされた利益以上に新規株券発行により1株の利益が薄まった場合には、配当の増加分と希薄化された株主価値が相殺され、利益額は結局変化しないことを挙げている。

つまり、MM命題下の条件のもとでは企業は株主還元策を行うメリットが存在せず、両氏は株主還元策を実施する意義はこの市場の完全性を緩めることか
25 ら生まれるとしている。

現代では、後に説明するようにプリンシパルエージェント問題を始めとした「情報の非対称性」が株主還元策に関する大きな焦点となっている。ここから

¹ 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ 2005年4月

背理法的に MM 命題を用いると、市場の完全性は否定された時、株主還元策を行うメリットは存在しているということである。

2-1-2. 基礎的仮説

5 ① フリーキャッシュフロー仮説

フリーキャッシュフロー仮説とは、企業にとってプラスとなる投資案件を全て行ってなお手元に剰余資金²がある場合、経営者の判断によって自らの裁量で必ずしも有意義ではない投資案件や必要以上の福利厚生の実践に向けて支出を増やす傾向がある、という説である。

10 ここで、株主が企業に向けてフリーキャッシュフローを配当などの株主還元策に充てるよう求めることによって、必要以上の投資を抑制することができる。つまり、フリーキャッシュフロー仮説を用いた場合、フリーキャッシュフローが多く、株主などによって適切な企業統治ができていた企業であるほど、株主還元策を積極的に行う傾向にあるということである。

15

② 成熟性仮説

創業して間もない企業には、成長や収益力上昇にむけた投資案件が多く、成長性が高い一方で、企業体としての認知度や信頼が確立していないことから、資本市場に対するアクセスに強い制約が生じている。これらの企業が時を経て成熟し、総資産規模も拡大してくると、逆にアクセスできる市場には自身の成長を大きく促す投資案件がなかなか存在しない。

20

つまり、黎明期を脱出し成熟期に近づいた企業であるほど株主還元に関して強いインセンティブを持つというのが成熟性仮説である。成長機会が相対的にすくなく、資本市場にアクセスしやすい企業ほど、配当や自社株消却などによって株主還元策を実施しやすいということである。

25

③ 収益安定性仮説

収益安定性仮説は、自社株消却は短期的な収益状況を、配当は長期的な

² 本章では剰余利益と剰余資金を同義で取り扱っている

収益状況を反映しやすいというものである。両氏によると、Jagannathan et al.[2000]は、米国企業データを用いた実証分析の結果、営業外利益率に比べて営業利益率が高い企業ほど配当を優先して行い、営業外利益率が高い企業は自社株消却を選好する傾向があると報告している。³

5

④ シグナリング仮説

シグナリング仮説とは、株主と企業経営者の間に「情報の非対称性」が存在する場合、企業経営者は自社の収益状況に関するシグナリング効果⁴を求めて配当を実施するというものである。

10 つまり、企業経営者は自社の株価が過小評価されている時に、配当を実施することによって、将来安定的に収益を上げ続ける事のできるシグナルを株主に発する事ができる。

しかし、後述するが日本企業では伝統的に安定配当を行っていたので、自社の株価と配当が必ずしも正当な関係ではない可能性がある。

15

2-1-3. 指針

繰り返しになるが、この章では企業が採るべき株主還元策について考察を下行く。

20 まず、日本企業が長年半ば慣習のように行ってきた配当制作である安定配当に関して考察を行い、果たして適切であったかを示す。次に自社株消却、いわゆる自社株消却買いや総還元性向について近年の企業の動きを踏まえながら考察を行う。最後に、ここ最近話題になっている株主優待に関して、国外事情も踏まえながら考察を行う。

最後に企業が採るべき株主還元策について、まとめつつ論じる。

25

³ 注釈 1 論文 P.12

⁴

2-2.安定配当は果たして適切なのか

2-2-1.石高制と安定配当

株主還元において、安定配当と呼ばれるのは毎年一定の配当性向であったり、配当金を出資者である株主に還元することを指して言う。日本企業では安定的な配当を目指すと書面で発表している会社も少なくなく、安定配当が伝統となっていることが多い。

ヘッジファンド運用会社ネズ・アジア・キャピタル・マネジメンツの創業者兼会長である、デービッド・スノーディ氏は、『ジャパン・フォービズ』内の自身の記事⁵において、日本における安定配当が根付いた原因の主たるものとして、江戸時代の石高制を挙げている。

簡単に石高制を復習するのならば、石高とは石盛に面積を乗じて算出されるデータであり、石盛というのがその土地の生産力を示すものである。測量によって算出された石盛に、その土地の面積を乗じることで改めて、その土地の生産性を石高として示すことができる。この石高はその土地を納める領主の経済的な力を表す指標としても活躍し、豊臣期ではこの石高に応じた年貢を徴収していた。

徳川期に入ると、新田開発などの影響もあり、幕府から判じられた石高（表高）と実際に見込まれる石高（内高）の大きな乖離が見られるようになる。さらに表高は原則的に幕末まで変わることはなく、また検地によって表高と内高の整合をとられても、石高の変更により領主の格付けが変化し軋轢を生むことを避けたい幕府が表高の値付けを訂正しない時もあり、ほぼ結果として幕末まで一定の年貢を納めることを求めている。

話を合わせるならば、領主（企業）が納める年貢（配当）が一定というのがここから来ているとするのがスノーディ氏の説である。

というのも第二次世界大戦以後、日本企業が出した利益配当がこの安定配当であり、それは実際の企業業績に関係なく株主に一定額を還元するというものであったからである。もはや現実の石高とは関係ない一定の量の年貢を納めていた江戸時代と比較しても、比喩として無理のないことが感じられる。

⁵ http://forbesjapan.com/summary/2015-08/post_6961.html

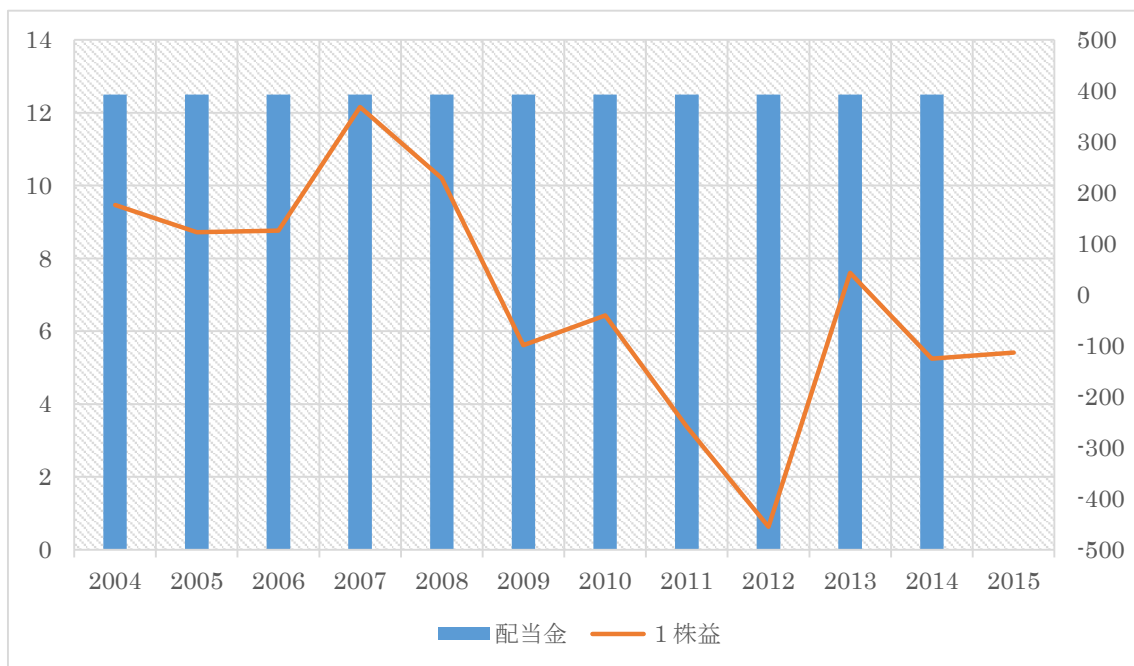
2-2-2.安定配当が孕む危険性

安定配当の問題とは一体何であるか。「安定配当の受け取り手は、自らが投資している企業の収益力への関心が低くなる」とスノーディ氏は発言している。

5

日本の企業の例を出すならば、ソニーがいい例だろう。

以下図は、2004年から2015年までの一株あたり配当金と、その年の1株あたりの純利益に関するグラフである。



10

(東洋経済新報社『四季報』より著者作成)

東洋経済新報社が発行している四季報によれば、ソニー(6758)は14年まで1株あたり12.5円の一定の配当を出している。しかし、2011年3月度、2012年3月度の決算ではそれぞれ赤字を計上しており、本来ならば剰余利益が存在しないので配当を出す余裕はないはずである。むしろ、投資家は赤字を計上している企業に関して利益改善を強く求めているので、11年~14年の間で少なくとも3回の赤字を出しているにも関わらず一定額の配当が出続けているのは財務的に負担が大きいと考えられる。

15

しかし、ソニーの配当が出続けたことから、投資している企業の収益力よ

りも配当金に関心が強かったということを示す1つの資料であることは明らかである。

- 5 このように安定配当を続けるというのは、株主が企業を監視するコーポレート・ガバナンスの機能が作用しないデメリットを孕んでいる。目先の利益を享受すると長期での大きな利益を逃すことになる、この判断を見難くさせるのが安定配当に潜んだ危険性である。

2-3.新しい企業の指針としての総還元性向

2-3-1.企業が打ち出す配当性向の引き上げ

5 前章で述べたとおり、株式持ち合い制の緩和や外国人投資家が日本の株のマーケットに進出してきたこと、またコーポレート・ガバナンスを重視するよう
10 にとの国の方針も手伝って、企業は投資家からの配当の引き上げの要求を受けている。そうした中、様々な企業が指針としての配当性向の引き上げを表明している。

例えば、テレビや電車内のコマーシャルなどで有名な日清紡 HD は年 15 円
10 を基準とした安定配当から、配当性向 30%を基準とする配当の指針を切り替えている。これは前述した安定配当から移行する傾向の 1つである。これにより、今期は 30 円の配当を予定していると言われている。

他にも、配当性向の引き上げを表明している企業は日清粉 G や明治 HD など多くの企業が配当性向の引き上げを表明している。

株主還元方針を変更した主な企業

●配当性向の引き上げ・目標値の新規設定	
日清粉G	「30%以上」から「40%以上」に引き上げ
ユニシス	25%程度を30%に引き上げ
日清紡HD	年15円を基準とした安定配当から配当性向30%を目安に
明治HD	30%を目安に（特殊要因を除く純利益ベース）
●一定期間の総還元性向	
ファナック	5年間の平均総還元性向で8割
青山商	3年間の総還元性向で130%
アズワン	3年間の平均総還元性向で7割
●DOEを採用	
松井	配当性向を引き上げ、DOEも基本指標に
中電工	DOE 2%の配当方針に切り替え（前期から適用）
ダイキン	DOE 2.5%から3%に引き上げ

15

（2015年6月13日 日経新聞朝刊より）

配当性向の上昇は以前から言及されていて、一番効果的な株主還元策とも言える。純粋に配当金を増やすので、投資家も直感的にその利益にあずかることができる。さらに固定的な配当金額の上昇ではなく、配当性向にすることによ

って、ある程度業績に関連付けて配当を出すことが可能である。これは企業の純利益が赤字の場合でも配当金を出すのとは違い、赤字の場合は配当金がゼロになるだけである。

5 さらに円ベースでの配当金上昇を示すより、配当性向を示したほうが他企業との比較が容易に行えるという点で、投資家にもメリットが存在する。純利益の額の桁数が大きく違う二社を比べても、配当性向を比べることにより、企業の現状と今後の経営方針のある程度の参考にすることができる。

10 最も、近年は配当性向だけではなく、自社株消却を行って株の価値を上げていく企業も多い。そうした企業が用いるのは、配当性向ではなくそれらを統合した総還元性向である。

15 2-3-2.総還元性向

総還元性向は、配当と自社株買いの割合が純利益のどれくらいかに相当するのかわを示したものである。

20 先述した4つの仮説のうちの②収益性仮説を利用するならば、営業外利益が高い企業ほど、配当を増やす傾向にある。つまり、企業が本業で継続的に利益が出ているわけでもなくとも、配当性向の引き上げは可能なのである。これは、定期的に自社の資産を切り売りするなど可能である。

25 その点で言うと、総還元性向を示して自社株買いも行う企業というのは、収益性仮説に基づけば、営業外利益に加え営業利益も堅調であることをしめす指標になる。表でいうと、例えばファナック（6954）はスマートフォンの金属加工に関する技術で営業利益をあげている企業である。ファナックは配当性向も引き上げたうえで、総還元性向に関して言及していることから、企業の順調な経営ぶりが伺うことができる。ファナックの例が示すように、総還元性向の提示というのは、長期的に見た企業の収益に関する自信と捉えることが可能である。

30

2-4.株主還元と株主優待

2-4-1.日本企業と株主優待

5 今や株主優待という言葉は投資家以外の人々でも知っているというくらいメジャーなものになった。株主優待に関する雑誌も発売され、日本国民にとって株は純粋な投資という枠を超えて認知をされ始めているといっても過言ではない。しかし、もちろんのことながら株主優待という制度はここ数年でできたものではない。長い年月の中で日本という風土の中で育まれた制度である。

10 日本では、株主優待は法的な根拠があるわけではなく、いわゆる企業からの「ギフト」の形で提供されることが多い。詳しくは、各株主優待制度を利用している企業の情報を見ていただくか、四季報の巻末ページを見ていただければ幸いである。株主優待で多い形態は「自社製品の提供」、「自社割引券の提供」、「関連金券の提供」であり、更にまとめるならば「モノの提供」と「金券の提供」に二分できる。

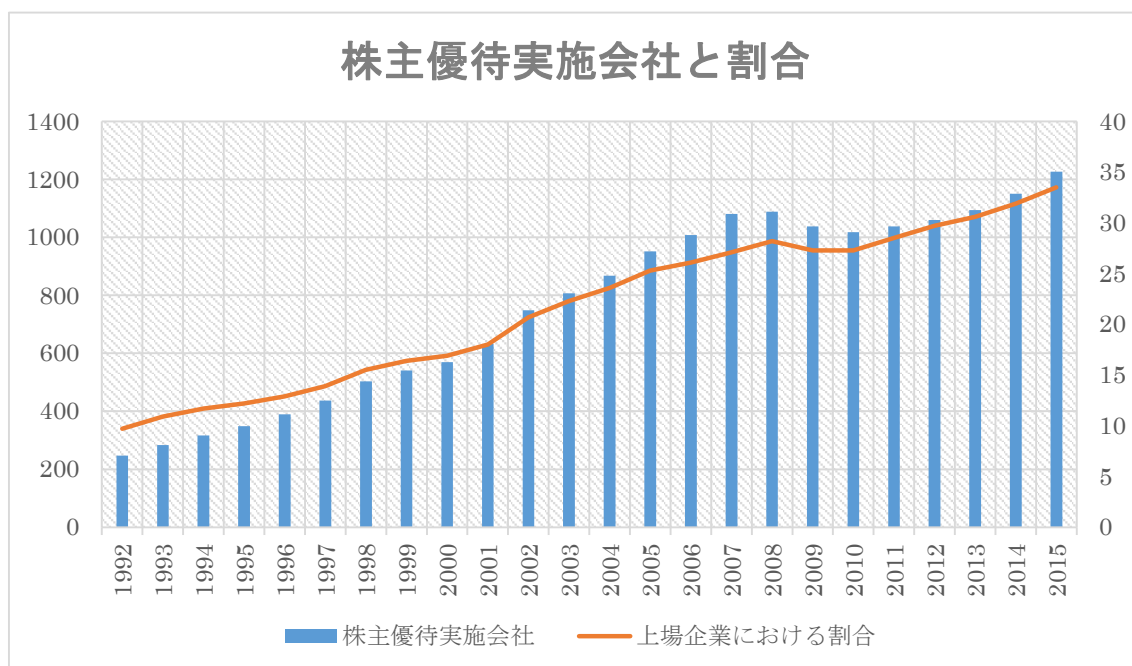
15 前者は例えばなとり（2922）なら、おつまみ等の自社製品詰め合わせセットであり、後者はブックオフコーポレーション（3313）の自社グループ商品券などである。

20 一方の海外は、アメリカのスターバックス社が発行するコーヒーのクーポンが例外的に株主優待ととることができるが、基本的に株主優待が存在しない。これは、海外の株主還元策は配当と自社株消却の2通りのみであり、日本のような自社製品・サービスを優待として投資家に贈呈するという文化がないことを意味する。

25 日経マネー2015年2月の記事によると、日本最古の株主優待は明治32年（1899年）の東武鉄道が挙げられている。当時はインフラの構築が急務になっていた時代として、多額の資金を集める際に株券を発行して資金を集めたことが想像に難くない。この頃の優待内容は把握できないが、おそらく運賃に関するもの、車両のサービス等に関わるものであったことだろう。

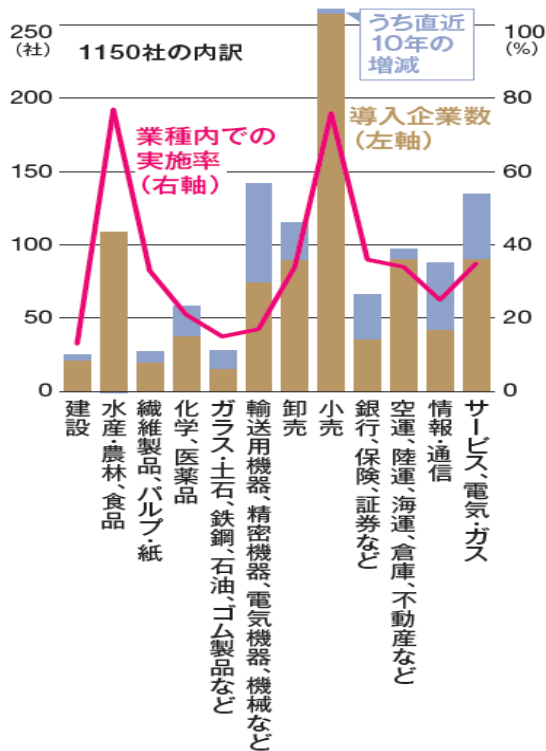
30 日本が高度経済成長期にはいると増えていく個人投資家を取り込もうと実施する会社が増えてきた。その後も順調な増加を見せ、バブル後期から現在までの株主優待実施会社の増加と上場企業に対する割合を表したのが次のグラフで

ある。



(大和 IR 資料を元に著者作成)

この10年では 小売・食品以外の導入が目立つ



出所：大和IR

5 (日経マネー2015年3月号より引用)

リーマン後に少しの減少を見せたものの、全体として増加傾向を見せていて、最新のデータによると、現在株主優待を実施している企業は 1227 社、日本国内で株式を上場している企業の 33.5%にあたる企業が優待を実施していることが明らかになっている。

前年度にはなるが、2014 年の株主優待実施会社の内訳を表したのが次の表である。小売・食品が業界の 8 割を超える企業が株主優待を実施しているが、近年の傾向として、それ以外の産業、特に情報通信、サービス業といった分野の企業が株主優待を実施している。

前述したとおり、株主優待の発端は東武鉄道がその株主保有者に向けたものであり、全体として富裕層に対する優待だったのに対し、現代では小売業や食品産業といった、比較的消費者に近い産業が株主優待を実施していることがわかる。

2-4-2.株主優待の経済的意味

株主優待の株価に与える影響について、宮川・野瀬・伊藤らは『株主優待制度がもたらす financial visibility と Breadth of ownership の影響』の中で次のように述べている。

「株主優待を実施する企業では権利落ちの影響が十分に株価に反映されていないことを示唆する。」

株主優待を実施する企業では、少数ではあるが、株主優待を目的とした投資家が存在する。そうした投資家は俗にいうノイズではあるが、適正な株価とは関係なく株を購入するために、企業の株価形成に関して投資とは無関係に影響をおよぼす。

さらには、宮川氏らは実証分析のもと、権利落ちによる適切な株価の変動が株主優待によって行われていないということを指摘している。

もっとも、株主優待は前述のとおり日本独自の文化であるところが大きく、その経済的な分析はまだまだされていない部分が多いとも言及している。さらには、大口株主である大企業や機関投資家、外国人株主にとっては株主優待を利用する機会がないということからも、批判の対象となることが多い。さら

には、株主優待制度を配当扱いとするにしても、純粹に配当を増額したほうが投資家にとってその効用は大きいはずであり、株主優待制度を採用するのは経済学的に考えると非合理的だ。

5 5 しかし、鈴木・砂川（2008）によれば、前述したシグナリング効果を株主優待制度に見出し、実証分析にかけている。検証結果によれば、株主優待制度を取り入れている会社は個人株主が増加し、したがって株式の流動性も向上したということである。株式の流動性の向上は適正な株価へ近づける効用が期待できる。

10 つまり、株主優待制度の経済的な意味とは、仕組み自体に非合理的な面が取り除けないものの、個人株主の増加による、株式の流動性という点では非常に重要な意味を持っているといえる。

2-4-3.株主優待のこれから

15 株主優待制度の問題は、先述したとおり、優待目当てで株式を購入する人が果たして望ましい株式市場のマーケットプレイヤーたるか、という点と外国人株主や機関投資家といった比較的大口の保有者に対する旨味が少ないことが挙げられる。

20 さらに、表の通り比較的消费者に近い産業では株主優待制度を取り入れていない方が少数派であり、これ以上の発展にはどうしても他産業の本格的な参入が欠かせなくなっている。しかし、株主優待制度として「ギフト」されるものが「自社製品」や「金券」が主なものである限り、小売業や食品産業以外が参入するのには壁が大きいだろう。

25 しかし、近年のテレビ番組などが株主優待を取り上げる回数も増え、それにNISAも手伝う形となり、株式市場に新規参入する個人投資家が増えたのも事実である。株主優待制度が大きく全産業に広がるとは思えないが、今後ますます内容の拡充、発展が行われ、株式取得に対するアドヴァンテージの1つになっていくことが考えられる。

2-5.企業が採るべき株主還元策

30 2-5-1.株主還元策の決定プロセス

株主還元策の決定は主として企業経営陣が行う。これには、残余利益の配
分を投資と還元はどう振り分けるかは企業戦略の一環として組み込まれてい
る。投資家はこの決定に関して、株主総会を通じて意見をすることが可能で
ある。特に近年は俗にいう、物言う株主こと大株主の要請が強くなっており、
5 特にアメリカをはじめとした世界で株主の要請で株主還元策を決める企業も
多くなっており、日本も株主からの要請が日に日に増加している。

アメリカでの代表的な例はゼネラル・モーターズやゼネラル・エレクトリ
ックであり、日本での代表的な例では先ほどのファナックがいい例である。

10

2-5-2.企業が採るべき株主還元策とは

2-5-2-1.①総還元性向の上昇

我々が最初に提案するのは、総還元性向の上昇である。

これにはいくつかの理由がある。まず1つは、日本の慣例的に行われて
15 いた安定配当と異なり、業績にある程度連動した配当が行えるということ
である。ソニーを例に上げて見たとおり、安定配当は本来配当に回すべき
残余利益が存在しなくても配当を出す可能性があるのに加え、収益性仮説
に基づく、営業外利益の増収にも反応して配当は出される傾向にある。

企業の安定的な成長という観点で見るとするのならば、良くも悪くも、
20 企業の経営に対し不適切な配当は避けるべきであり、なおかつそれをステ
ークホルダーにわかりやすく示す必要がある。この点において、総還元性
向という指標は業績に連動するので、業績が低迷している時に過度な配当
を出さずに企業経営を行えるのである。

もう1つの理由は指標としての統一性である。配当性向に関しても似た
25 ことが言えるが、総還元性向として企業が打ち出すことにより、企業間の
比較が用意になり、投資家としても投資対象の検討が行い易くなるという
メリットが存在する。

今までの安定配当では、企業本来の収益力を無視した配当を行うこと
により、企業そのものではなく配当金額で投資対象を比較する事ができた。
30 しかし、見てきたとおり安定配当は企業の正当な評価とはかけ離れたもの

であるため、安定配当を元に株を購入するのは合理的ではないという見方ができる。

しかし、総還元性向では業績連動型であり純利益に対する株主への還元率を提示しているので、企業規模や金額が異なる企業であっても優位な比較を行うことができる。

5

総還元性向の上昇にあたっての課題は、総還元性向の割合が果たしてその企業にとって適切な数値であるかということである。残余利益に対する数値であるから、企業の操業に関して影響の出ない範囲で総還元性向はいくらでも上昇することが可能である。

10

この問題に対して投資家は同じく総還元性向の数値を用いて対応することができると我々は考える。つまり、総還元性向が過剰に高い場合同じ企業群の中で突出した数値を出していることが考えられる。総還元性向のもともとの数値は純利益なのだから、過度に上昇している恐れのある企業の本来の業績と総還元性向が明らかなミスマッチを起こしている場合に、投資家は株の売買を通じて防衛策を採ることが可能なのである。

15

市場の合理性を考えるのならば、高くも低くも過度な総還元性向を示している企業はその負担により業績を大きく下方修正せざるを得ないか、または平均的な総還元性向に比率を落ち着かせることにより、適切な還元性に収束していくことが考えられる。

20

また、総還元性向というのは制度ではなく指標であるため、成熟性仮説とも相性が良いことが挙げられる。

成熟性仮説は、企業が成熟期に入れば入るほど株主還元に対する強いインセンティブを持つというものだった。つまり、総還元性向の数値を企業の成熟度に応じて上下することにより、企業の成長段階に応じた適切な株主還元を行うことができる。

25

2-5-2-2.②NISA に適応した株主優待制度の充実

2つ目に提案するのは、株主優待制度の充実である。

現在、株主優待制度の多くは100株単位での保有数に応じた優待特典を公表している。詳しくは四季報の巻末ページを参照してもらえれば幸いで

30

ある。

現在の投資の新たな流れとして小額投資非課税制度（NISA）が証券業界で叫ばれている。新たな投資のプレーヤーをマーケットに入れることにより、株式市場を活性化させようというものだ。もちろん、この流れには先述したとおり株主優待の知名度の向上も手伝って、比較的順調にプレーヤーの数は推移しているように思われる。

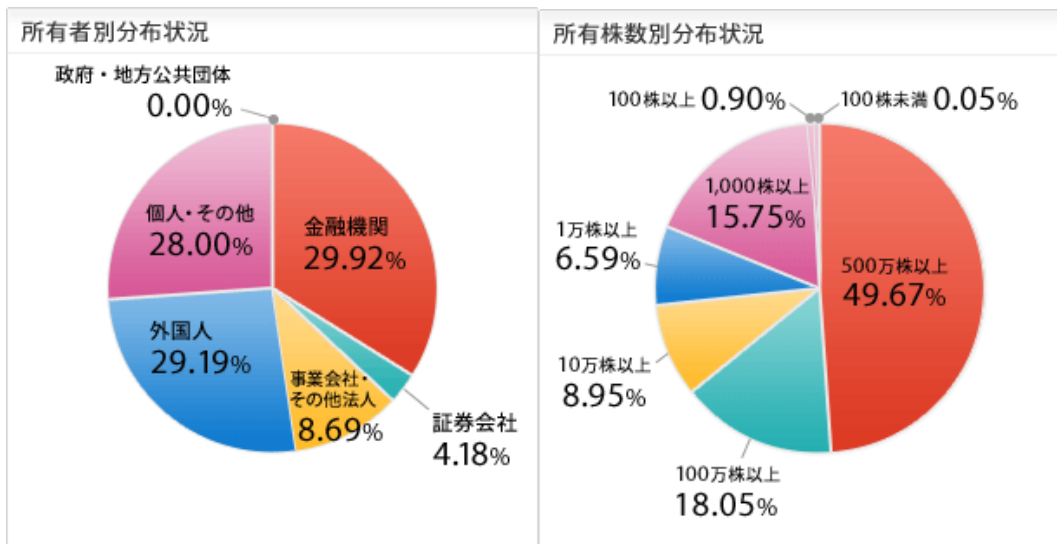
5

しかし、比較的まとまった株数で優待を出す株主優待と、まとまらない少数の株を組み合わせる投資を行う NISA では相性が良くない。株主優待目当てとまではいかないが、小額であっても株主であることに変わりはないのだから、もっと小額・細分化された株主優待の充実が必要だと考える。

10

たとえば、飲料業界大手のキリンホールディングス（2503）は NISA に向け、株式の小口化を行い、購入単位を 1000 株から 100 株へと引き下げた。これにより、NISA 内でも十分な投資が可能になったのはもちろんであるが、注目すべきはキリンホールディングスは 100 株から株主優待を提供することである。

15



（キリンホールディングス HP より引用）

これにより、2014 年 12 月段階での 1000 株未満を保有する株主は全体の 1%に迫っているのと、個人投資家が全体の約 4 分の 1 を超えていることがうかがえる。

20

個人投資家の増加は金融機関や証券会社、また外国人投資家などによる

投機的な投資家からの影響を抑えることができるというメリットがある。

つまり、株主優待を NISA に適応する形で提供している企業は、個人株主の増加を促し、より健全な企業運営の形態に近づけることができる。また、証券マーケット全体からしても、より多くの新規参入者を市場に迎えることになり、市場の活性化が促される。

5

では、どのような形の株主優待を企業は行うべきなのか。

先ほどは「自社製品」か「金券」の形で企業が株主優待を行うと述べた。この二つのうち、我々は企業規模に応じた選択をすべきと考える。特に中小企業では「金券」で、大企業は「自社製品」の形での株主優待の実施が適していると考ええる。

10

これにはいくつかの理由がある。1つは中小企業が自社製品を優待とすることの効果である。

中小企業は自社製品の市場シェアは、部分的なニッチの市場では占有率が高いかもしれないが、特に株式を購入する消費者の視点からすると極めて低い。こうした企業の製品を優待品として届けられても、消費者の多くの効用を満たすことはできない可能性が高い。

15

一方、中小企業が金券、特に出版業界なら図書カード、コメ産業ならお米券など、自身が属する業界の金券を優待として提供する場合、自社製品をその金券を通して購入する可能性が高くなる。また、もしその金券が不要であっても、金券ショップ等を通じて換金することが可能である。

20

大企業は消費者や市場に対して広い認知度があるため、自社製品を優待として消費者に届けることにより、より自社株を購入するインセンティブを提供することができる。また、企業内で抱えている在庫を優待として消費者に提供することにより、在庫整理を可能にする点もあるなど、大企業ならではの問題の解消の手段にも用いることが可能である。

25

3章 プリンシパル・エージェント問題への対応

3-1. プリンシパル・エージェント問題とは

5 さて、前章では企業が採るべき株主還元策を論じてきたが、株主還元策に関わるのはもちろん企業だけではない。先ほども少し触れたが、当然還元を受け
る立場である株主も重要な要素である。

株主還元策を企業・株主双方の点で考えた場合にどうしても生じてしまう問題がある。それがプリンシパル・エージェント問題である。

10 株主は企業の利益を配当や自社株還元などを通じて、企業が生み出した残余利益を受け取ることができるというのはすでに述べた。そして、この残余利益に対する、株主への還元の割合を示すのが配当性向や総還元性向という指標である。

15 ここで、純粹に株主にとって最善の株主還元とは何か、という観点で株主還元策を見ると、それは残余利益を全額配当に充てることに他ならない。株主にとって企業の存続を無視して還元されるのならば、毎年生み出される残余利益のすべてが配当に充てられることが最善の株主還元である。

20 しかし、企業も残余利益の中から新たな製品を作るための研究費や社員の福利厚生の上昇のためのサービスを提供するなど、実際は全額を配当に回すという
ことは減多にできない。投資、再投資を通じて企業をより持続発展させていくことが重要な課題だからである。

25 ここで残余利益における、企業の新たな投資と株主の還元率はトレードオフの関係にあるといえる。つまり、企業が新たな投資を行えば行うほど株主の還元率は低下し、反対に残余利益の配当が占める傾向が高ければ高いほど、企業が新たな投資に回す金額は減少するという
ことである。

株主は株券を通じて、企業の経営者として振る舞うが、基本的には株主総会を通じて株主によって承認された取締役がその任を負う。つまり、プリンシパル（株主）がエージェント（取締役）に経営を依頼し、エージェントが企業を運営しているのが株式会社である。

30 だが、本来プリンシパルの利益を目指して企業を運営しているエージェント

が、過度な役員報酬の獲得や福利厚生が必要以上の充実など、エージェント自身の利益を追求し始め、プリンシパルの利益に反した行動を行う可能性がある。このような問題をプリンシパル・エージェント問題と呼ぶ。

5 3-2.プリンシパル・エージェント問題はなぜ起こるのか

そもそも、プリンシパル・エージェント問題はなぜ起こるのか。それは投資家と経営者の距離が関係してくる。

資本主義社会の発展に伴い、特に先進国の企業はそれぞれの業種における専門分野に特化していくことで経済での生き残りをかけていきた。いわゆる分業制である。これが発展していき、大きく複雑化してくにつれ、株主が持つ企業を監視する力が適切に働かなくなってきた。つまり、巨大で複雑な会社経営には専門的な知識を持った人物が不可欠であるということであり、これは反対に企業を監視する立場にも、同等の知識を有することができなければ正確な企業監視ができないことを意味している。

更に企業はもちろん自身が持つ情報をすべて公開するわけではない。将来の経営戦略の詳細などの企業秘密は投資家であっても漏らすべきではない、というのは企業を運営していくうえで必要というのも想像に難くない。

つまり、ここで企業と株主の間には以下に代表される大きく2つの存在が横たわっているといえる。

①会社経営の専門的な知識の格差

②会社の戦略に関する情報の格差

こうした知識・情報の格差は「情報の非対称性」とよばれる。プリンシパル・エージェント問題の原因の1つはここに起因するものであるのだ。

しかし、「情報の非対称性」を解消とまではいかないまでも改善に向かわせるための方策は幾つかで提案や実行されているものがある。それはコーポレート・ガバナンスとスチュワードシップ・コードである。

3-3.コーポレート・ガバナンス

3-3-1.コーポレート・ガバナンスの主体、目的、方法

コーポレート・ガバナンスとは、誰かが、ある目的で、何らかの方法で企業を統治することである。では具体的にその統治の主体、目的、方法がどのようなものなのか、日本と各国のコーポレート・ガバナンスの経緯を比較してみる。

3-3-2.日本におけるコーポレート・ガバナンスの経緯

3-3-2-1.目的

10 日本では、1960年代に公害問題が各地で発生し、日本企業の企業統治システムの不完全性が露呈した。具体的にはイタイイタイ病、四日市ぜんそく、水俣病など生産工程から直接引き起こされた公害であり、これら企業行動をいかにして是正するかが当時のコーポレート・ガバナンスの目的であった。

15 このような環境問題と並行しバブル経済崩壊後の90年代、儲けるためや損失を隠すために不正を行う企業が出現したのである。日本の主要銀行ほとんどがバブル時代に不正な投資を行い、バブル崩壊とともに大量の不良債権を生み出した。また多くの日本企業が株主総会を機能させないために総会屋に利益提供してきた。

20 そのため日本企業に対して誰がどのように規律を与えるのかという企業倫理問題が問われた、また一方で企業行動の効率性を高めることもコーポレート・ガバナンスの目的となっている。

3-3-2-2.主体

25 コーポレート・ガバナンスの主体については、日本企業は伝統的に負債が圧倒的に多い財務構造であり、それゆえ銀行など金融機関が主要な債権者であり株主でもあった。しかし銀行などの金融機関は法律上株式の5%しか保有できず、また機関投資家もビジネスの延長上で株式を相互に持ち合いしていたため所有意識は弱く、サイレントパートナーあるいは安定株主として存在しているに過ぎなかった。

そのため日本企業は平時において経営者による自己統治が展開されてきた。しかし赤字決済や債務履行などの有事が発生した場合、メインバンクによって企業の清算処理を念頭に置いた債権者主権に基づく厳しいコーポレート・ガバナンスが展開された。

- 5 しかし第一章でも述べたように、近年の外国人株主の増加や、メインバンクの衰退によって、日本企業の財務構造も変化し、下図のように負債が圧倒的に多い状態からの脱却が進み、自己資本比率が徐々に上昇している企業もある。



図 1.富士重工株式会社の自己資本比率の推移

10

3-2-2-3.方法

また、コーポレート・ガバナンスの方法として、日本企業では伝統的な監査役会設置会社形態を選ぶ企業が多い。この形態では株主総会によって取締役会メンバーが任命されさらに監査役が任命される仕組みとなっている。

- 15 また、日本ではメインバンクがサイレントパートナーとして平時は積極的に経営に介入しないが、企業が経営不振に陥り、債務不履行が発生するなどの有事の際には貸し倒れを防ぐため監視を強める。特にメインバンクは企業の取引決済口座をメインバンクに集中させることで企業のキャッシュフローや経営内容を監視する。最悪の事態に陥った場合、メインバンクは企業に対し緊急融資

や人的支援等の明示的な経営への介入を行ったり、また積極的に債務の繰り延べや免除を行ったり、あるいは多大な救済費用を負担する用意もあった。

しかしバブル崩壊後、日本の銀行にはメインバンクとしての役割を果たす力はないといわれている。メインバンクや、株主総会や取締役会を利用した株主
5 などによるコーポレート・ガバナンスは実質的に機能していないといわれている。またそれによって後述のアメリカ型の内部統制システムの導入が法的に進みつつあるが、内部統制システムの導入に際して企業のコスト負担があまりに
10 大きいという問題がすでにアメリカで顕在化している。そのため、メインバンク制に代わる新しいコーポレート・ガバナンスのシステムが確立されておらず、
いまだ模索状態にあるといえる。

3-3-3.アメリカにおけるコーポレート・ガバナンスの経緯

3-3-3-1.目的

60年代アメリカではベトナム戦争で米軍が使用するナパーム弾を製造して
15 いたダウ・ケミカル社などや公害を引き起こしていた様々な企業が社会的批判の対象となっていた。アメリカではこうした企業に対してどのような行動が正しいのか、誰が企業に規律を与えるのかという企業の規律づけ問題がコーポレート・ガバナンスの目的であった。

70年代に入ると、鉄道会社ペン・セントラル社が倒産し、経営者が悪化した経営状態を隠すために粉飾決算、更にそれに基づく不当配当を行い、財務担当の常勤重役はインサイダー取引を行っていたことが発覚した。70年代では、
20 悪しき経営者の行動を是正し、経営者に規律を与えることが目的であった。

しかし80年代に入り、年金基金等の機関投資家が主要株主として台頭して
25 くと、企業に対し倫理的行動ではなく、むしろ短期利益や短期的業績の向上を求めてくるようになった。そしてこれら要求にこたえられず合理化できない企業は敵対的買収の標的になった。この敵対的買収に対して経営者は自社株を大量に発行し、株式の過半数取得を阻止しつつ、株価を下落させるなどといった行動（ポイズンピル）をとるなどして、買収を防ぎ自身の地位と報酬を守ろうとした。
30

このような経営者の行動が果たして正しいのだろうか、効率的なのだろうか。経営者の倫理を問うと共に企業の効率性を問うことが 80 年代以降の目的である。そして今日では企業の効率性を高めるために、いかにして経営者を規律づけるかということが主要な目的である。

5

3-3-3-2.主体

アメリカの財務構造は、伝統的に自己資本比率が高く、長く株主中心構造であり、特に所有権は創業者一族や機関投資家等に比較的明確に帰属されており、このような所有構造を基にアメリカではこれまで株主主権のコーポレート・ガバナンスが展開されてきたのである。そして株主主権のもとに、平時には株主はトップマネジメント組織制度を通して企業経営を監視し規律づけ、有事にはコーポレート・コントロール株式市場を利用して企業経営に規律を与えてきた。

しかし最近では敵対的買収を禁止する州が出てきたため、年金基金を中心に株主が株主総会や経営者との直接対話などを駆使し企業統治をする方法が行われ始めている。

3-3-3-3.方法

上でも述べたが、アメリカは伝統的に株主主導のコーポレート・ガバナンスが展開されており、平時において株主は企業のトップマネジメント組織に株主代表を送り込んで経営者を統治してきた。具体的には取締役会メンバーが株主総会で選出され、取締役会は常時開催することが困難なので一般的に計画業務や監査業務等は数名の取締役からなる報酬委員会、監査委員会、経営委員会などの各種委員会に委任されるのがアメリカ式のコーポレート・ガバナンスの方法の特徴である。更に業務執行も最高経営責任者（CEO）を中心に最高財務担当責任者（CFO）などの各オフィサーから構成される役員に委任される。

このような仕組みの中で株主は自分たちの利害を企業経営に実質的に反映させるために取締役会メンバーの半数以上を株主の息がかかった社外取締役から構成される。特に監査委員会、指名委員会、報酬委員会の委員長は社外取締役となることが株式上場の基準となっている。

30

しかし経営が悪化したり、株主がトップマネジメント組織を通して経営者をコントロールできなかつたりするような有事になった際、アメリカでは株式市場が積極的に利用される。つまり、企業経営に不信がある場合、株式は積極的に売りに出されることになる。これによって株価と信用が低下し、経営者は資金調達が難しくなることで、経営者に規律を与え続けてきた。また、この状態に陥ってもなお、経営者がこの状態を改善する動きを見せない場合はさらに株式が売られ、株価の急激な低下を招く。この時、株価総額が企業の実質的価値よりも一時的に安くなるので、企業は敵対的買収の危機にさらされる。もし買収された場合、臨時株主総会が開かれ経営陣は退陣させられる。

5

このような乗っ取りの脅威によっても経営者に規律を与えてきた。つまりアメリカにおいて株式市場がコーポレート・ガバナンスの役割を果たしていたといえる。

10

しかしこのような株式市場を利用したコーポレート・ガバナンスは経営者を短期的な株価重視志向、及び長期的投資の先送りに導いてきた。また、目的でも述べたように、敵対的買収の危機にさらされた際、経営者があらかじめ不利な措置を取り故意に株価を下げるポイズンピルや、多額の退職金をもらって退職するゴールデンパラシュート現象が多発しアメリカの企業経営を悪化させたともいわれている。

15

このような問題を解決するために、今日、経営者の報酬の一部として、一定数の自社株を割安価格で買い取ることができる権利、ストックオプションを経営者に与えることによって経営者の関心を株価に向けさせると共に株主が経営者と直接対話する場を持って利害調整するような方法が展開されている。

20

しかしこのような過度の株価重視もまた、不正な会計処理をして株価を高水準に維持したり、揚げたりする経営者の悪しき行動を助長しているのではないかとされている。そのような不正を抑止するため、今日アメリカにおいて、内部統制システムの確立とその報告を義務付けるサーベンス・オックスリー（SOX）法が施行されている。

25

3-3-4. ドイツにおけるコーポレート・ガバナンスの経緯

30 3-3-4-1. 目的

ドイツでも先の二国と同様、60年代に公害問題が発生した。ライン川水質汚染、酸性雨による森林被害や彫刻の溶解などである。これら公害を生み出す企業行動が果たして正しいのか、誰が企業を統治するのかがドイツにおけるコーポレート・ガバナンスの出発点であり、60年代以来ドイツ政府が一貫して法律を駆使して企業を統治してきた。

90年代も同様、公害環境問題が引き続き注目された。ここでは東西ドイツ統一後、東ドイツの環境汚染があまりにひどかったため、西ドイツの人々の関心を集めたからである。このようにドイツでは60年代~90年代まで一貫して公害環境問題をめぐる企業行動の正当性が問われていたのであり、いかにしてこのような企業に規律を与えるかが目的をなっていた。

しかし90年代、ドイツ企業を巡り環境問題以外にも別の問題が露呈した。東西ドイツ統一後、失業率が著しく増加する中で多くのドイツ企業で不祥事が発覚した。例えば不正な投機的不動産投資を行ったシュナイダー事件、詐欺取引事件であるバルザム株式会社事件などが挙げられる。

こうして、ドイツ企業は企業倫理性を求められる一方、資金調達の効率性を巡る効率性を高めるようなコーポレート・ガバナンスが必要になった。今日では、資金調達の効率性を高める方向性でコーポレート・ガバナンス問題が議論され、これによって結果的に企業倫理問題も解決するという方向で議論が展開されている。

20

3-3-4-2.主体

ドイツ企業の財務構造に注目すると、伝統的に負債中心の財務構造に特徴づけられる。そして中心的債務者は直接的・間接的の区別はあれユニバーサルバンクであった。

ユニバーサルバンクとは、一般的な預金・融資などの銀行業務のみならず、証券・損保・生保・信託業務、リース業務など、幅広い金融業務を行うことが認められている総合的金融機関のことである。

ユニバーサルバンクの持ち株比率は10%に過ぎず、多くは企業と家計が株式を保有しているが、これら企業や家計が保有している株式のほとんどはユニ

ユニバーサルバンクに寄託されている場合が多く、実質的にはユニバーサルバンクが代行して株主の権利を行使している。

上記の通り、ユニバーサルバンクはドイツ企業において主要な債権者であるとともに実質的な株主的存在でもある。この二面的性格を利用し、ユニバーサルバンクは状況に応じて主権を行使してコーポレート・ガバナンスを展開してきた。

平時において、ユニバーサルバンクは株主として株主代表をトップマネジメント組織に送り込み、株主主権のもとに企業を統治する。そして赤字決算や債務不履行などの有事が発生した場合、ユニバーサルバンクは債権主権に基づいて企業の清算処理すら念頭に置いた厳しいコーポレート・ガバナンスを展開する。

しかし近年、ドイツでは株式市場を活性化させるために様々な法改正が行われ、企業が上場しやすくなるとともに、外国人株主も急激に増加した。その結果、企業の財務構造も変化し、今日自己資本比率が上昇する傾向にある。これは今後ユニバーサルバンク以外に株主が統治の主権を強める可能性があるといえる。

3-3-4-3.方法

ドイツ型コーポレート・ガバナンスで注目されるのは、前述したユニバーサルバンク制度との関連である。この制度の下では銀行は預金・貸出業務、有価証券の引受・売却業務、有価証券の寄託及び議決権の行使といった寄託業務を行うことができる。それ故、ドイツのユニバーサルバンクは一方で債権者代表として企業を統治でき、他方で株主代表としても企業を統治することができる。

こうした立場から、ユニバーサルバンクは企業を巡って、それほど大きな問題は平時には株主代表としてトップマネジメント組織を利用し企業経営を監視し統治することができる。ドイツ型トップマネジメント組織はドイツの共同決定法に従い、経営の最高意思決定機関である監査役会のメンバーが資本家代表と労働者代表から構成され、その数は同等となる。これら代表の内資本家代表は株主総会によって任命され、労働者代表は労働者によって選出される。そし

てこの監査役会によって経営を執行する執行役員会メンバーが任命される。共同決定法によって監査役員は執行役員を兼任することはできない。

5 上記トップマネジメント組織を利用してユニバーサルバンクはこれまで多くの株主代表監査役や監査役議長を送り込み企業を統治してきた。有事の際、ユニバーサルバンクは債権者代表としてハードな企業統治を行うが、日本の銀行とは異なり債権放棄を行うことはまれであり、最悪の場合企業は清算処理されることもある。

10 しかし、ユニバーサルバンクと企業は株式の持ち合いを通して相互的に監査役を派遣しあい、持ちつ持たれつの関係にあるため、十分なガバナンスがなされていないという問題が内在している。

近年、この問題を解消するためにドイツではコーポレートガバナンス規範が政府公認のガバナンス委員会から提出され、その原則を守るかどうかを各企業が表明しなければならないようになっている。

15 3-3-5.日米独のコーポレート・ガバナンスのまとめ

コーポレート・ガバナンスの目的を巡り、日米独の歴史をたどってみると、いずれも企業行動の正当性を問うことが目的として始まったが、今日いずれの国も企業行動の効率性を高めることが主要な目的となっているといえる。

20 また、コーポレート・ガバナンスの主体は各国によって様々である。日本は平時には経営者による自己統治、有事はメインバンクによる債権者主権に基づくコーポレート・ガバナンスであり、アメリカは伝統的に株主主権のもとに展開され、ドイツではユニバーサルバンクが株主と債権者の二面性を持って平時、有事共にコーポレート・ガバナンスを展開してきた。

25 しかし近年、外国人株主の増加によって各国とも企業の財務構造が変化し、このような主権関係は変化しつつあると考えられる。

これより、各国のコーポレート・ガバナンスの目的、伝統的方法、伝統的主体を下の図にまとめた。

	目的	伝統的方法	伝統的主体
--	----	-------	-------

日本	倫理問題から 効率性問題へ	メインバンク制	平時＝経営者主権 有事＝債権者主権
アメリカ	倫理問題から 効率性問題へ	株式市場	平時＝株主主権 有事＝株主主権
ドイツ	倫理問題から 効率性問題へ	ユニバーサルバンク 制	平時＝株主主権 有事＝債権者主権

3-4. スチュワードシップ・コード

5 スチュワードシップ・コードとは、直訳すると「管理者の心がけ」というニュアンスの英語である。これは、英国発祥の、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のことである。

先ほどまでのコーポレート・ガバナンスが、経営者としてのエージェントの行動をいかに正していくかとするものならば、スチュワードシップ・コードは機関投資家としてのエージェントの行動を正していくこと読むことができる。

10 日本においては、先述したとおりコーポレート・ガバナンスの機能がうまく働いていないこともあり、日本版スチュワードシップ・コードの導入が安倍権によって提唱された。

- 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。
- 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。
- 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。
- 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。

上記7つの原則が、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による『「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」に掲載された原則である。

英国の本家スチュワードシップ・コードと比較すると、4条の「認識の共有」など、曖昧な表現が多く、断言しきれていないものが多い。とはいえ、今まで日本で存在していなかった規範を日本版スチュワードシップ・コードとして誕生させ、統制をはかろうとしている姿勢を見受けることができる。

3-5. 社外取締役設置の必要性

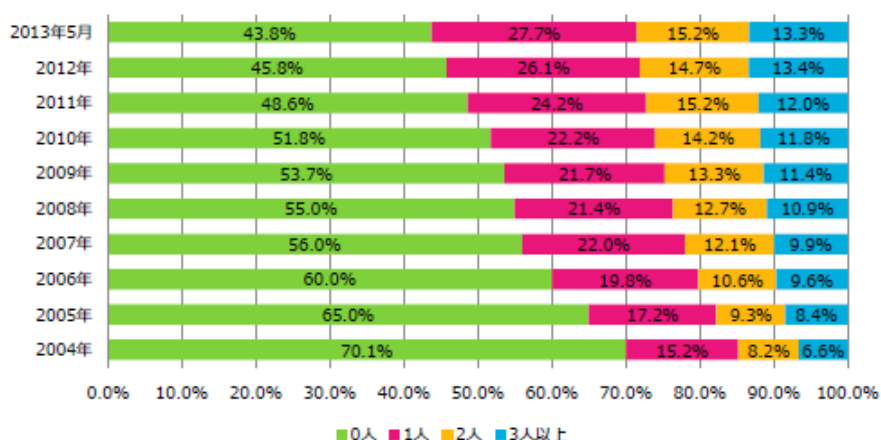
プリンシパル・エージェント問題は以上に見てきたとおり、企業では効率性という観点での企業の暴走を止めるコーポレート・ガバナンス、機関投資家ではスチュワードシップ・コードによる規制を通じて、情報の非対称性や問題そのものへの対応を図っている。

ここから日本がプリンシパル・エージェント問題に対して真っ先に取り組むことはコーポレート・ガバナンスの向上である。特に社外取締役を設置することは急務ではないかと考える。

コーポレート・ガバナンス先進国とも言えるアメリカでは、先述したとおり社外取締役の半数が外部の人間であるかが株式上場の1つの目安になるように、その存在が大きく評価されている。

しかし、日本では特に規定が設けられていないためにコーポレート・ガバナンスが弱いというのは先程述べたとおりである。

社外取締役選任人数別 企業比率 (東証1部)



20

(日本取締役協会「上場企業のコーポレート・ガバナンス調査」より引用)

特に日本経済の中心を成すと言われる東証一部上場企業における社外取締役の人数は約半数が 0 人と極めて閉鎖的な状態にあるといえる。日本取締役協会の同調査によると、ガバナンスが未熟であるブラジルやインドネシアでさえ、外部取締役が半数を超える企業が 20%を超えるなど、日本は大きく各国にガバナンスで遅れをとっているともいえる。

社外取締役の必要性は先に述べた。プリンシパル・エージェント問題の解決の一翼を担う今後の日本のコーポレート・ガバナンスの向上には、やはり社外取締役の増加は必要不可欠であると考えられる。

4章 株主の株主還元策に対する関わり方

4-1.株主が会社に対して有する権利

5 4-1-1.株式会社と株主

この章では、株主還元策の在り方ではなく、企業が採る還元策に対して受益者である株主がどのように関わっていくべきかについて考察していく。そのためにもまず株主とはどのような存在なのか、また株主は株式会社に対してどのような権利を持つのかについて述べていく。

10

4-1-2.所有者としての株主

まず株主とは、読んで字の如し株式を所有する人々のことである。株式とは株式会社に対する総会議決権、配当請求権、残余資産請求権などすべての権利を一括したものであり、これらをもってして株主は会社の所有者といわれる。

15 しかし会社の資産すべてがそのまま株主のものであるわけでない。なぜなら株主は出資の範囲内における責任を負う有限責任者であり、その責任範囲を明確にするために会社資産と株主個人の財産を明確に区分する必要があるからである。

20 4-1-3.会社資産と個人財産の区別

ここで会社資産と個人資産の区別について一つ例を挙げてみる。あるコンビニエンスストアをチェーン展開する企業の株式を所有する株主が、その企業の株主という理由のもとにコンビニの商品を勝手に持ち出すとしよう。その会社が極度な株主重視の会社方針を採用していない限り、株主は窃盗罪に問われ企業によって訴訟を起こされてしまうだろう。なぜならそのコンビニの商品、い

25

4-1-4.法人としての会社

では会社財産は誰のものであるかということ、法人としての会社である。法人とは、自然人ではないモノが法律上ヒトとして扱われるモノのことであり、他

30

から独立してそれ自身がモノを所有し、契約を締結し、訴訟を起こしたりされたりすることができる。このことから会社はモノとヒトの両義性を持つ存在であり、株主はモノとしての株式会社の所有者であり、ヒトとしての株式会社の所有物である会社資産の所有者ではない。

- 5 よって株主は負うべき責任の範囲を明確にするために、会社経営に直接関与することや会社が得た利益を直接処分することはできない。

4-1-5.株主の権利

10 それでは会社財産を直接処分できない株主は自身の利益を最大化させるために企業に対しどのような行動をとることができるか、という問題が発生する。そこで重要となるのは株主が株式会社に持つ諸権利である。株主が株式会社に對して持つ権利は①総会議決権②配当請求権③残余財産請求権などが挙げられる。これら説明をする前に一度、株式会社の経営について説明する必要がある。

15 株式会社の経営は、商法によって次の3つの機関によることが定められている。

- A. 最高意思決定機関としての株主総会
- B. 株主総会の意思を受け、業務執行について経営上の責任を持つ全般管理者としての取締役
- 20 C. 取締役の業務執行を総会のために監査する監査役

話を戻すと、総会議決権とは、上記のA.にあたる株主総会において提案された議案に対して賛成、あるいは反対を表明することで、株式会社の意思決定に直接関与することができる権利である。原則として一単元株式につき一票の議決権を有する。

配当請求権とは会社が出した利益を株主が配当として受け取る権利のことである。2章でも述べたようにソニーなど一定の額の配当を出す安定配当を行ってきた日本企業が存在するが、基本は会社の業績によって配当額を決定する。

30 残余請求権は会社が解散する際、会社が抱える負債を返済しその後会社に財産が残っていた場合、その財産を株主が持ち株に応じて分配することができる

権利である。

4-1-6.株主権利を用いた関与

5 これら権利を使い、株主は A.の株主総会によって総会議決権を行使し、自身の利益を最大化する取締役を選出し、B.において取締役が株主の意思を反映した経営を行い、その上で会社が出した利益を株主が配当請求権を行使し配当金として得ることが株主として会社に関与する方法といえる。

4-2.株主に対する経営者の戦略

10 4-2-1.株式会社自体の変化

しかし産業革命や資本主義が進展し、事業の大規模化などによって会社が必要とする資本が増大し、個人株主の大半が零細株主となっていった。このような大規模企業の誕生の背景として、多数の小規模企業が生産量を増やし、その後一時的な需要減に直面した折に互いに連携し、さらには経営を統合したことが⁶が挙げられる。

これら株式会社の大規模化により、巨大化、複雑化した会社の経営者、言い換えると取締役が零細化した株主の代理人から経営に関する専門的知識を持つ人（職能経営者）へと移行していった。

20 4-2-2.職能経営者の思考と株主のギャップ

こうして登場してきた職能経営者によって株主の意向を反映させるための取締役会が株主よりも内部経営陣の意向を重視するようになった。具体的な例を挙げるならば、会社が出した利益を全て株主への配当に回すのではなく、内部留保として会社内に蓄積させることで職能経営者自身が自由に運用することができるようにしてしまうことである。

なぜそのようなことが起こってしまったかという、年に一度か二度しか開かれない上、出席する株主すくないことや質疑応答時間が短いことなどによる株主総会自体の形骸化、空洞化、それに伴い職能経営者による取締役の形骸化

⁶ A.D.Chandler 著『組織は戦略に従う』2004年ダイヤモンド社 p485

が挙げられる。

5 それでは彼ら職能経営者は会社の業績を伸ばしつつ、内部留保の拡大、言い換えると株主配当を減らすこと、そしてどれだけ長く取締役として勤めるかを株主の反対なしにどのように行うのかということが問題となってくる。職能経営者は専門知識を有するために知識を活かし、自身に有意な戦略を立てることが可能である。そこで職能経営者が考えるのは、失敗する確率の低い、長期間持続する、既存の経営資源を効率的に活用する戦略である。具体的にどのような戦略か説明するために、アメリカの大規模企業の拡大の経緯を見てみるとする。

10 アメリカの大規模企業の歴史は四つの段階に分類される

第一段階：最初の事業拡大とそれに伴う経営資源の拡大

第二段階：資源活用の合理化

第三段階：経営資源を活かしし続けるために、新市場、新製品ラインに進出

15 第四段階：短期の需要、長期の市場トレンドの両方に対応しながら経営資源を

活かすために、組織改編を実施⁷

20 上記各段階から、アメリカの大規模企業の職能経営者は事業の拡大戦略や、関連多角化戦略をとってきたことがわかる。それは企業の利益を最大化させ、株主に分配するためでなく、企業における職能経営者自身の地位や報酬を守るためである。

4-2-3.情報の非対称性

25 しかし株主はこれら戦略を実行するための専門的知識を持たないため、職能経営者が行う経営戦略の是非の判断ができないという情報の非対称性が生じる。

万が一、職能経営者が自身の地位を守るために株主の利益に反する戦略を採ったとしても株主がそれに気づかず、損失を被ってしまう状況が発生してしまう恐れがある。

⁷ 同上 P486

例えば会社が敵対的買収の危機に陥った際、自社株を大量に発行し株式の過半数買い占めを阻止したり、あるいは自社の財務状況を悪化させたりすることで、株価を下げ買収陣営に損失を与える「ポイズン・ピル（毒薬）」の行使や、会社が買収され経営者が退陣させられる際多額の退職金を得て退職するゴールデン・パラシュート現象が挙げられる。

4-2-4.株主のとるべき行動

情報の非対称性を利用したこれら職能経営者の反逆ともいえる行為に対し株主は、投資先の多様化、いわゆる投資のリスクヘッジという選択を採ることが可能である。

株主自身が利益を還元されていると思う複数の会社に対し投資し、逆に株主が利益を還元されていないと判断すればその会社の株を売却する。これらが繰り返されることで株主に利益を還元しない企業の淘汰が行われ、より株主に利益を還元する、あるいは株主を含む外部に対しより内部情報を提供する企業が生き残ることになっていくのである。

この過程で重要となるもの、企業に求められるものがコーポレート・ガバナンスや企業の社会的責任である。コーポレート・バナンスについては第三章を参考にしていきたい。

20 4-3.企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility：CSR）

4-3-1.CSRとは

米国における CSR とは、社会的存在としての企業の果たすべき役割のことであり、企業と社会が健全に成長しあうことを目的としている。一方日本における CSR とは、社会の目的や価値に照らして望ましい政策を立て、それを実行に移すことをいう。CSR は大きく①経営的責任（利益追求、利益分配、債務支払い等）、②法的責任（刑事責任、民事責任、法令遵守等）、③倫理的責任（道徳の堅持、倫理憲章の実施等）、④裁量的責任（地域貢献、文化活動支援等）の四つに整理される。⁸

⁸ 大平浩二編著『ステークホルダーの経営学』2009年 p178

4-3-2.CSR としてのコンプライアンス

なぜ CSR が企業にとって重要なのか、それは CSR の内の一つ、法令遵守（コンプライアンス）にある。企業が事業を通じて社会に価値を提供する、かつ、
5 事業活動に際して法令を遵守することは社会的責任であり、最低条件である。

高経済成長から低経済成長へシフトし、雇用の流動化、賃金の弾力化、株式
持合の低下や系列の弱体化、護送船団方式から自己責任原則への移行などの経
済のグローバル化が進行したことによって、規則に基づく公正な競争が志向さ
れ、規則違反に対する厳しい制裁が課せられるようになるとともに、企業の自
10 浄能力に対する期待が高まった。

つまりコンプライアンスをはじめとする CSR は、企業の社会的責任の遂行
や企業不祥事を防止だけでなく、競争優位性の強化による企業価値の向上とい
う経営戦略の視点、そしてこれらを包括した戦略経営の志向といえる。

15 4-4.株主の株主還元策に対する関わり方

よって直接会社の利益を処分することができない株主は、専門的知識の不足
や情報の非対称性から、経営者と比べ会社の経営戦略の決定において不利であ
ることは明確である。それ故、株主は企業の株主還元策に対し、配当請求権を
積極的に行使し直接的に利益を要求するのではなく、CSR の徹底やコンプライ
20 アンスの遵守などを求めることによって、経営者に外部へ業績等の正確な情報
を発信させたり、また適切な経営戦略を採用させたりすることで、その結果企
業がコンプライアンスに基づいた株主のための株主還元策を行うよう、間接的
に関与すべきでないかと考える。

具体的な例として挙げるとすると第三章のアメリカのコーポレート・ガバナ
25 ンスの経緯でも述べたような、社外取締役の数を増やしたり、経営者に対して
ストックオプションを与えたり、経営者と株主が対話する機会を設けたりする
ことによって経営者の暴走を抑制し、経営者の行動に規律づけを行うなどで
ある。またそれに付随して、株主が企業を統治するために、株式市場がコーポ
レート・ガバナンスの主体になるための SOX 法の様な法整備や内部統制システ
30 ムの構築が求められるのではないかと考える。

第5章望ましい株主還元策の在り方とは

第一章から第四章まで、企業による株主還元策についての様々な問題を考察してきた。これらを総括し、株主にとって望ましい株主還元策の在り方についてまとめていくとする。

これまでで述べてきたことより、我々が考える望ましい株主還元策の在り方とは、まず還元策そのものに関しては、外国人株主の上昇に対して成熟性仮説を基にした総還元性向の上昇を図ること、そして国内の個人株主に対し株主優待制度を充実させることである。

2章でも述べた通り、安定配当は株主に安定した配当をもたらす反面、株主による企業の監視、規律づけなどのコーポレート・ガバナンスの機能を作用させなくなるというデメリットがある。

また、経営に関する専門的な知識を持たない外国人株主含め株主は、目先の利益を追求しがちであり企業の安定的な成長のための経営資源すら、配当として利益を請求してしまう恐れがある。これら問題を解決するための還元策が総還元性向の上昇、つまり企業の業績によって配当額を変動させることである。

また、NISA等を利用し個人で株を所有する零細株主に対しては、株主優待の拡充を図ることが望ましいと考える。

元来株式会社がここまで発展した理由として、大航海時代高いリスクを伴ったアジアやアメリカ大陸への航海に対し、個人が持つ小額の資金を大多数の人たちから集めることで多額の資本を獲得でき、更に出資者は出資分の額の責任のみを負うという、有限責任制と出資持分の小口化であることが挙げられる。その原点に立ち返るならば、零細株主こそ資本主義、株式制度の最も重要な基盤であり、零細株主の増加と保護は必要であると考ええる。

そのため彼ら小口出資者、零細株主に対する還元策をしては、株主優待制度の充実が必要ではないかと考える。

5-2.望ましい株主還元を行うための企業のあるべき姿

上記は株主に対する還元策の内容についての話であり、同時にそれら還元策を実行するための企業のあるべき姿が求められる。

そのため企業は更なるCSRの徹底、そして株式市場がコーポレート・ガバ

ナンスの主体として成り立つための SOX 法のような法整備や、社外取締役の増員や委員会中心の内部統制システムの構築、これらの要素の拡充を日本企業自体が行うべきであると考える。

- 5 これら上記の発展により、企業、株主双方が企業の規律づけを行い、経営者の企業経営を監視することで、経営者の暴走を未然に防止し、経営者と株主の間にある情報の非対称性が株主の利益の損失に繋がらないための経営と株主還元策の実施が可能になるのではないかと考える。

〈参考文献〉

- ・東京証券取引所『2014年度株式分布状況調査の調査結果について』
- ・フォービズ・ジャパン『徳川時代からの伝統、日本の「安定配当経済」は変え時だ』(http://forbesjapan.com/summary/2015-08/post_6961.html)

5 最終閲覧日：2015年11月2日

- ・経済産業省『通商白書2015』
- ・東洋経済新報社『四季報』
- ・日本経済新聞朝刊

『大還元時代(1)～(4)』2015年4月15日～18日

10 『企業統治でどう変わる(1)～(8)』2015年7月20日～28日

『多様化する株主還元策』2015年6月13日

- ・日本銀行ワーキングペーパーシリーズ

『わが国企業による株主還元策の決定要因』2005年4月

- ・日本経営財務研究学会

15 『株主優待制度がもたらす financialvisibility と Breadth ofownership の影響』

- ・キリンホールディングス

『株式の状況』(<http://www.kirinholdings.co.jp/irinfo/stock/stock.html>)

最終閲覧日：2015年11月2日

20 ・大和 IR

『個人投資家も企業も注目!今年の株主優待のトレンドは?!『株主優待ガイド2016年版』発刊』

- ・日本取締役協会

『上場企業のコーポレート・ガバナンス調査』2013年5月

25 ・金融庁

『「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～』2014年2月

- ・富士重工株式会社財務ハイライト

URL：<http://www.fhi.co.jp/ir/finance/highlight.html>