

# 2019年度 証券ゼミナール大会

## 第6テーマ

### 「増大する企業の内部留保と証券市場」

甲南大学 大塚ゼミ 北村班

北村 茉子      若林 健治      田中 未来

堤 海斗      山畑 良太

2019年10月

# <目次>

はじめに

## 第1章 証券市場とは

- 第1節 (1, 1) 「資金調達」と「資金運用」
- 第2節 (1, 2) 証券市場の役割
- 第3節 (1, 3) 取引所のあり方
- 第4節 (1, 4) 主な金融商品

## 第2章 内部留保の現状

- 第1節 (2, 1) 内部留保率と ROE の推移
  - 第1項 (2, 1, 1) 内部留保の推移
  - 第2項 (2, 1, 2) 海外比較
  - 第3項 (2, 1, 3) 内部留保額増加の影響

## 第3章 内部留保が証券市場に与える影響

- 第1節 (3, 1) 企業の内部留保増加は問題か
- 第2節 (3, 2) 配当政策
  - 第1項 (3, 2, 1) 配当政策に関する MM 理論
  - 第2項 (3, 2, 2) 配当政策が投資政策に及ぼす影響
  - 第3項 (3, 2, 3) エージェンシー理論

## 第4章 配当政策とコーポレートガバナンス

- 第1節 (4, 1) 株主還元策
  - 第1項 (4, 1, 1) コーポレートガバナンスとは
  - 第2項 (4, 1, 2) 日本型コーポレートガバナンス
  - 第3項 (4, 1, 3) アメリカ型コーポレートガバナンス
- 第2節 (4, 2) 配当政策そしてイディオシンクラティック・リスク
- 第3節 (4, 3) 先行研究と仮説設定
  - 第1項 (4, 3, 1) 先行研究

おわりに

参考文献

## はじめに

財務省による2017年度の「法人企業統計」で、企業が得た利益から株主への配当などを差し引いた内部留保額（金融業、保険業を除く）は前年度より40兆2496億円（9・9%）増えて446兆4844億円だった。これは6年連続で過去最高を更新している。第2次安倍政権が発足する直前の11年度末に比べ、約164兆円積み上がった。

世界的な景気回復で、経常利益は前年度比11・4%増の83兆5543億円。8年連続の増益で、比較が可能な1960年度以降で最大。国内の設備投資額も同5・8%増の45兆4475億円と、リーマン・ショック直前の2007年度の水準を上回り、01年度以降では過去最大となった。

設備投資は、人手不足を補う生産の自動化のための投資や賃貸用不動産の建設投資が増えた。ただ、利益の伸びに比べると、伸び率は小さく、企業が利益をため込む構図は続いている。

内部留保が積みあがったことにより、企業が設備投資や従業員への還元（賃上げ）にお金を回していないという意見も見受けられた。しかし、内部留保が増加すること自体は、企業の黒字を示すものであり増加自体が一概に悪いことではないだろう。

企業の内部留保額の増加の一因としては、株価暴落などによって引き起こされた1990年代初頭のバブル崩壊や2008年頃のリーマン・ショックが日本企業に大きな損害を与えたことから、日本企業は経済リスクを避ける要因となったといえる。そのため、リスク管理のために企業が内部留保を確保することも必要ではあると考えられるために、減少させることだけが良いとも言えないのではないかと。

内部留保は設備投資以外にも配当額の増加や株主優待への利用といった株主還元策としても利用が可能である。

様々な観点から、証券市場の活性化を達成するための内部留保額や内部留保の利用方法を理想的な状態を設定してそのための方策を研究していきたいと思う。

## ＜第1章＞証券市場とは

### ○証券市場とは

金融市場とは、貸し手である「資金余剰主体」と借り手である「資金不足主体」が資金の融通を行う場であり、仲介手段により「直接金融」と「間接金融」の二つに分類される。資金を必要とする企業や国などが、銀行などの第三者を介入させずに、社債・株式・公債を発行して、必要な資金を証券市場を通じ直接貸し手から調達することを直接金融、企業や政府が必要な資金を、銀行などの金融機関からの借入れで調達することを間接金融という。

### 第1節（1.1）「資金調達」と「資金運用」

証券市場は、経済活動の一つである「資金調達」と「資金運用」を行うために存在している。したがって、最初にそれらの意味とその機能について説明を行う。我々は、様々な経済活動を行って所得を得る。「資産運用」とは持っている資産、現金、不動産、株、債券などを管理・運用して、リターン・資産を増やすことである。このように将来における金銭的な見返りを期待して資金を活用することである。身近なところでも「資産運用」をしている人は少なくないだろう。資産を増やすという意味では、定期預金や保険なども資産運用といえる。定期預金は少ないながらも、預金をすることで金利を受け取ることができるので、資産運用の一つである。一方、「資金運用」主体から資金を融通してもらうことを「資金調達」と呼ぶ。なお、「資金運用」主体と「資金調達」主体を結び付けることには、様々な困難が伴う。最初に挙げられるのが、両者間の情報の非対称性である。つまり、お互いのことがわからなければ、資金を融通し合うことは難しい。次に両者の必要とする資金ニーズの違いがある。例えば、「資金運用」主体が安全な投資先を求めている一方、「資金調達」主体が一攫千金的なものばかりといった場合である。そして、最後に指摘されるのが換金性である。「資金運用」主体が即座に資金へと変えられることを望むのに対して、「資金調達」主体が長期間の融通を受けたがっているかもしれない。このような困難さを緩和するために、証券および証券市場を利用した「資金運用」および「資金調達」は有効な手段なのである。

## 第2節（1. 2） 証券市場の役割

証券市場は、その機能の違いによって発行市場と流通市場に分類される。発行市場は、国や企業などの資金調達主体が証券を発行し、それを資金と引き換えに資金運用主体が購入する市場である。流通市場は、ある資金運用主体が保有する証券を他の資金運用主体に売却するための市場である。

それぞれの市場における具体的な取引方法は、市場や取り扱う証券の種類の違いによって様々である。発行市場の場合は、資金調達主体との間で売り出し価格などの発行条件の取り決めを行った上で、証券会社が資金運用主体に対して販売を行う。一方、株式の流通市場の場合は、売買注文を取引所に集中させた上で、定められたルールに従って取引を行うことが多い。債券の流通市場については、証券会社を通じて取引を成立させるのが一般的である。いずれの場合においても、取引を行うコストについて低減しやすい方法を経済的に選択していると思われる。発行市場と流通市場は、お互いに無関係なのではなく、密接な関係がある。誰から取得するかという違いや申し込みの手順など取引形態に違いはあるが、価格形成においては相互に関係している。発行市場がなければ、流通市場に出回る証券はなくなり、流通市場がなければ、投資家は購入した証券を安心して換金する手段がなくなるため、活発な株式や債券の発行が行われなくなる。同時に、2つの市場が上手く機能することで、様々な証券の価格が正常に形成され、取引が円滑に行われるようになる。

### 第3節（1. 3）取引所のあり方

証券取引所は、投資家や証券会社自身の株式等の売買注文を、自ら開設する市場に集中させることにより、大量の需給を統合させ、株式等の市場流通性を高めるとともに公正な価格形成を図るという役割を担っている。我が国には、株式の売買を行う市場を持つ証券取引所が東京証券取引所と大阪証券取引所の現物市場が統合した日本証券取引所・名古屋・福岡・札幌の四か所に存在している。なかでも東京証券取引所は、日本最大の証券取引所となっている。

取引所における売買株と上場会社数

取引所	売買高（千株）	上場会社数（社）
第一部	28,196,119	2153
第二部	1,268,378	485
マザーズ	993,390	299
JASDAQ スタンダード	974,202	673
JASDAQ グロース	154,415	37
Tokyo Pro Market	82,900	32
合計	31,669,404	3679

売買高は2019年9月時点での累計値、上場会社数は2018年10月8日時点の累計値

図から、日本における証券取引は東証第一が占めていることがわかる。

## 第4節 主な金融商品

### ① 債券

債券とは、国をはじめ、地方公共団体・政府関係機関・事業会社・金融機関などが、資金調達のためにお金を借りた証拠として、元本の返済や利子の支払いなどを約束して発行する証券のことを言う。公社債と呼ばれることもある。

保有期間中は定期的に利息（利子）を受け取ることができ、満期（償還時）になると元本（額面金額）が戻ってくるのが基本的な仕組みである。ただし債券には信用リスクがあります。発行体が財政破綻や経営破綻に陥ると、元本が戻らない可能性がある。

### ② 株式

株式とは、株式会社が資金調達のために、出資者（株主）に対して発行する証券のことである。原則として、株式会社が存続する限り払い戻されない。したがって、株式を換金する場合は、市場で売却する必要である。

購入時より株価が値上がりしたタイミングで売却すれば値上がり益を得られる。しかし、発行した企業が倒産すれば株式は無価値になり、投資元本が失われる危険性があることには注意が必要である。メリットとして、株主総会に出席して会社の運営に参加できる議決権を得られることがある。また、株主優待制度のある企業の株主になれば、株主優待の特典を受けられる。

### ③ 投資信託

投資信託とは、多くの投資家から資金を集めて大きな資金とし、株式や債券などで運用する金融商品である。。投資した成果は投資家に帰属する。

少額から投資が可能であり、多くの投資信託は1万円程度から購入を始めている。

さらに、個人では多くの時間と知識が必要となる金融取引ですが、投資信託は、運用のプロであるファンドマネージャーが各ファンドの運用方針に従って投資判断から取引までを投資家に代わって行ってくれる。そして、運用の基本は分散投資だが、投資信託では商品の選択肢が豊富で、投資信託内でも複数の銘柄で運用がなされているため、商品・銘柄、地域、通貨の分散が手軽に行える。さらに、投信積み立てを利用すれば、時間の分散も手軽に行える。

### ④ 年金保険

年金・保険には、主に年金保険、終身保険がある。年金保険には、主に、契約時に将来受け取る年金額が決まっている定額年金保険、運用実績に応じて将来受け取る年金額が変動する投資型年金保険がある。年金保険は、老後資金の準備として有効な選択肢の一つである



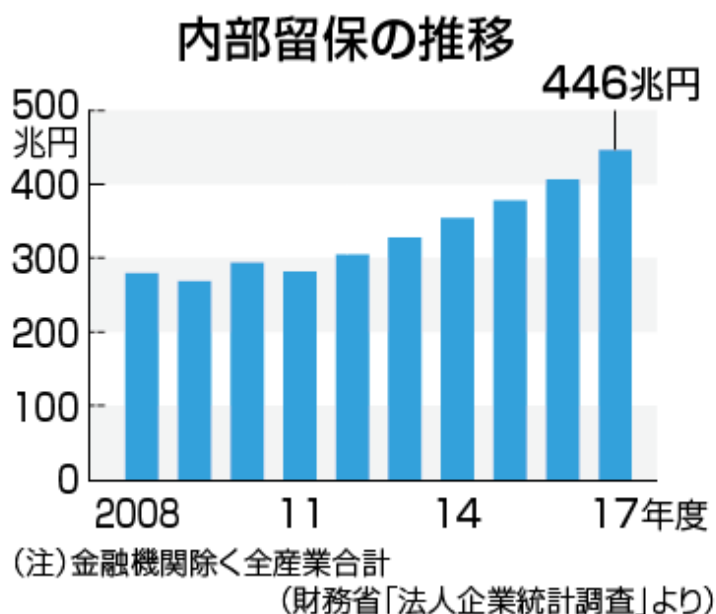
## ＜第2章＞内部留保の現状

### 第1節（2.1）内部留保率とROEの推移

#### 第1項（2.1.1）内部留保の推移

財務省が3日発表した法人企業統計調査によると、企業が利益から税金や配当を差し引いた上で積み立てた「内部留保」（金融機関を除く全産業）は、2017年度末で446兆4844億円となった。（図表1）景気回復を背景に企業業績が好調なため、前年度末から9.9%増え、6年連続で過去最高を更新した。設備投資も増えたが、内部留保の伸びの方が大きく、さらなる設備投資や賃上げを求める声が強まるとみられる。

設備投資は前年度比5.8%増の45兆4475億円で、比較可能な01年度以降の最高を更新した。ただ、内部留保が増える割には設備投資の伸びが小さいとの指摘がある。



(図表1)

・時事ドットコム

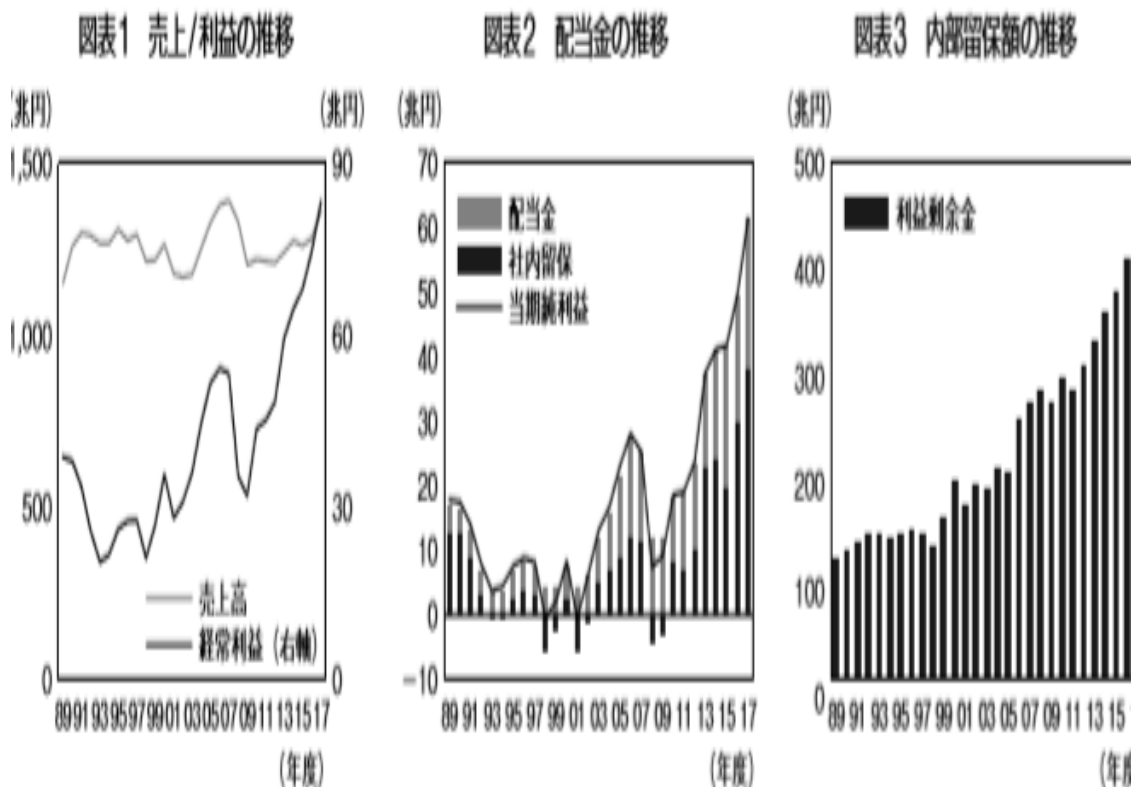
[https://www.jiji.com/jc/graphics?p=ve\\_eco\\_company20180903j-05-w390](https://www.jiji.com/jc/graphics?p=ve_eco_company20180903j-05-w390)

平成元年（1989年）以降の企業のバランスシート（貸借対照表）の長期推移について。

## 収益と内部保留

・まず日本企業の売上高及び企業収益（経常利益）を確認してみると、売上高はほぼ横ばいで推移している一方、経常利益は近年増加傾向にあり、2013年度以降過去最高を更新し続けている。（図表1）

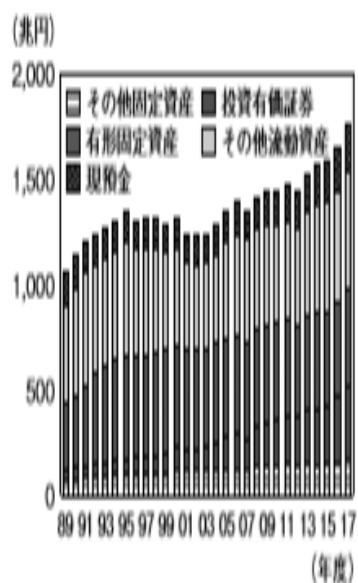
・コーポレートガバナンス改革等を背景に企業が株主還元を積極化しているなかで、株主への配当金は足下増加トレンドにあるが、企業収益の範囲内となっていることから、企業の内部留保（貸借対照表の利益剰余金）も増加している。（図表2・3）



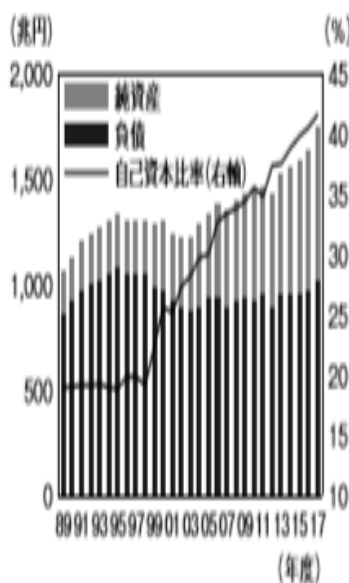
## 企業の財務構造の変遷

- ・バランスシートの変遷を確認すると、まず資産側では90年代後半以降やや縮小傾向にあったが、2003年度以降増加傾向にあり、特に現預金や投資有価証券が伸びている。
- ・一方、総資産の拡大に対応する資金調達サイドから見ると、高水準の企業収益を背景とした内部留保の増加が資産の増加に大きく寄与していることが分かる。収益の蓄積が進んだことで自己資本比率は改善しており、企業の財務基盤が強化されていることが分かる。
- ・借入残高の推移を詳しく確認してみると、総借入金額は1995年をピークに減少し2000年頃からはほぼ横ばい。構成をみると、長期金利の低下等を背景に徐々に負債の長期化が進んでおり、長期借入金の割合が上昇している。また、事情から得られるキャッシュフローの何倍の純借入（総借入金額から現預金額を除いた額）を行っているかを示す指標の一つである純借入金額／EBITDA倍率も、足下ピーク時の1／3程と大きく低下している。

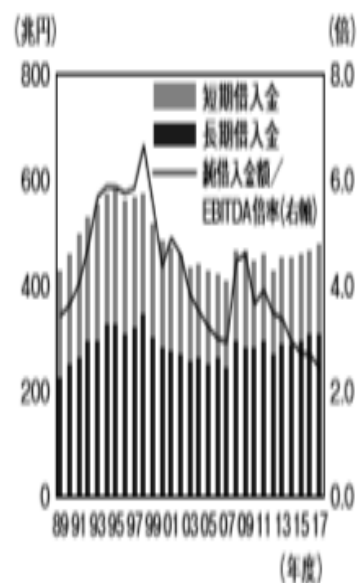
図表4 総資産の推移



図表5 負債/純資産の推移



図表6 借入残高の推移



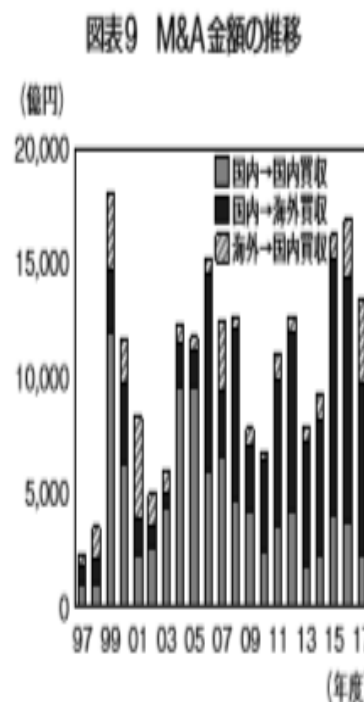
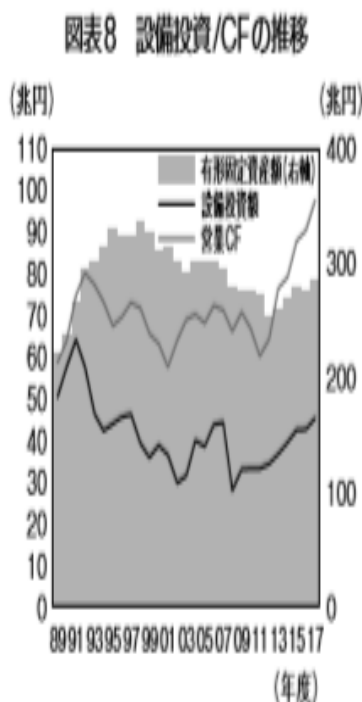
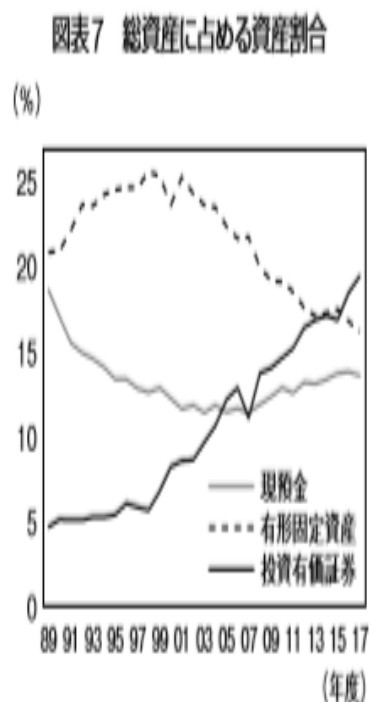
(注) 有形固定資産＝建設仮勘定の増加＋その他有形固定資産の増加－減価償却費、投資有価証券＝固定資産に計上された株式、公社債、その他の有価証券の合計、EBITDA＝営業利益＋減価償却費、自己資本比率＝(純資産－株予約権)／総資産

### 増加する投資有価証券

・資産部分について主要資産の構成比の推移を確認すると、2000年頃から有価固形資産の割合が低下する一方、投資有価証券の比率が大きく上昇しており、国内での設備投資から海外関係者等を通じた海外事業への投資やM&Aへ資金を振り向けてきた傾向がうかがえる。（図表7）

・設備投資の動向をみると、キャッシュフローの伸びと比べると緩やかな伸びとなっているが、近年増加基調にあり、リーマン・ショック前の水準まで回復している。ストック面でも、1998年度以降有形固形資産は減少しており、設備投資を減価償却の範囲内に留めてきた傾向がうかがえるが、近年は増加に転じている。（図表8）

・投資有価証券の増加の一部に寄与していると考えられる M&A の金額の推移をみてみると、1990年代末頃から企業の M&A が活発化していることが分かる。内訳をみると、2000年代中頃から海外企業への M&A が拡大してきたことがうかがえる。（図表9）



## 今後の展開

・足下の設備投資拡大の背景の一部として、規模拡大を目指す M&A 等の成長投資のみならず、労働生産性の向上や人手不足解消に向け、AI や IoT 等の技術革新への投資が加速していることがあげられる。(図表 10) こうした動きは従業員を雑務から解放し、より生産性の高い、高度な知識を持つ業務へシフトさせることができ、労働者還元にもつながるであろう。

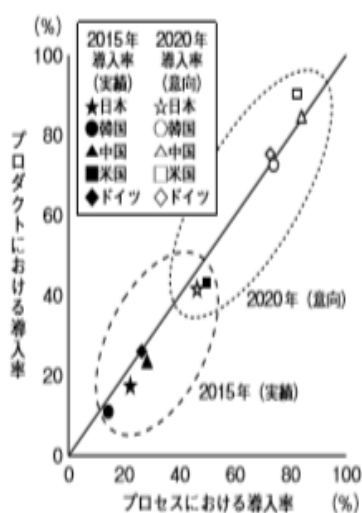
・他国と比べて日本企業ははまだ IoT 等の導入率・導入志向が低く、米国や中国等導入を進める国々の企業に対し効率性を高め競争力を維持するためにも、今後 AI や IoT 等の積極的な導入が期待される。(図表 11)

・更に、海外投資家を発端として ESG 投資といった概念が注目を浴びている。(図表 12) 企業は利益を生み出すだけでなく、社会・環境において重要な役割を果たすことが求められており、今後、資金の使い道が高いリターンをもたらす投資にだけ向かうとは限らなくなり、新しい分析指数が必要になる時代も来るかもしれない。

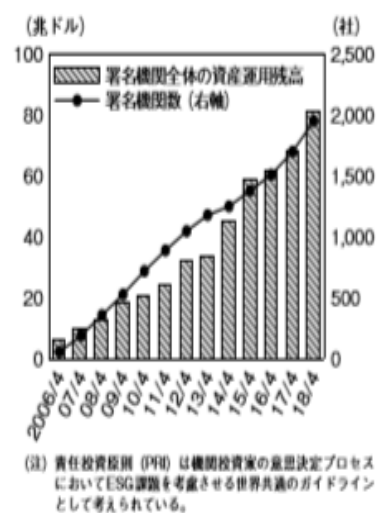
図表 10 IoT投資の推移



図表 11 IoT導入の国際比較



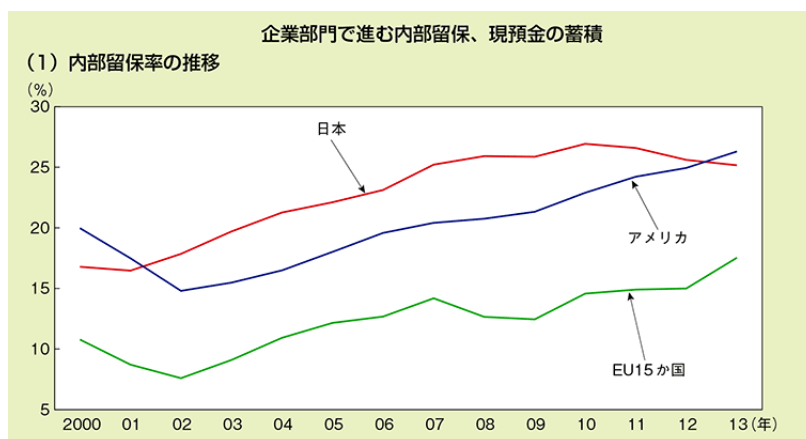
図表 12 PRIの署名機関数と資産運用残高の推移



(出所) 財務省「法人企業統計調査」、レコフ、独立行政法人情報処理推進機構「AI白書」、総務省「情報通信白書」、責任投資原則、各種報道等

## 第2項（2. 1. 2）海外比較

内部留保と言うのは日本だけで増えているわけではなく、世界共通で増加していることがわかる。（図表2）アメリカもEUもすべて右肩上がりが増えているといえるだろう。



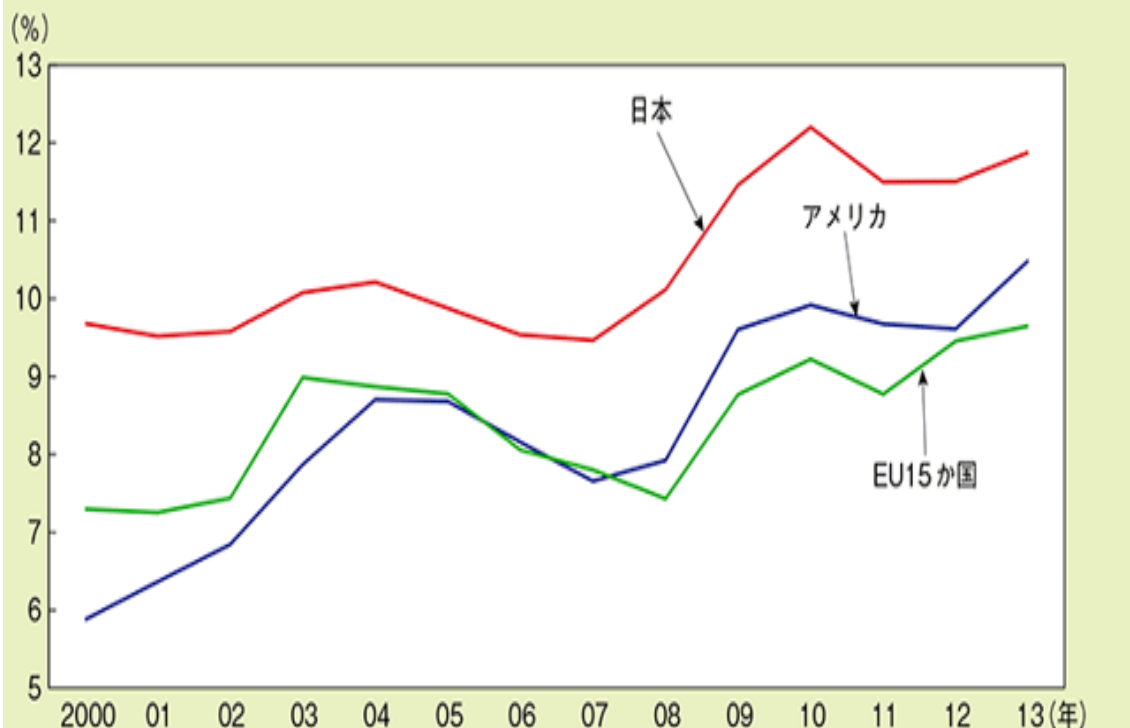
（図表2）[平成 27 年度 年次経済財政報告](#) より引用

つまり日本だけで企業が内部保留を蓄積しているわけではなく、世界の流れというわけである。また日本の企業が倅約家ということでもない。

### 日本は現金預金の割合が多い

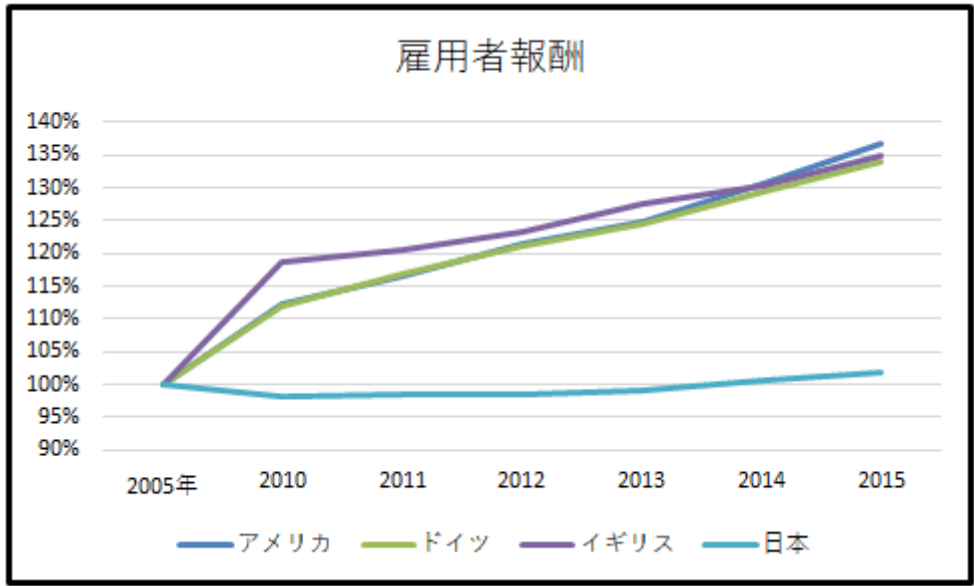
・日本の特徴として、内部保留の中でも現金預金の割合が多いという特徴がある。下記のグラフで分かるように、現金預金の割合がアメリカ・EUと比較して多いことが分かる。ただ、グラフをみて分かるように現在に至って現金預金の比率が増えたわけではなく、2000年頃から多く、過去から比率は高かったといえる。

## (2) 現預金比率の推移

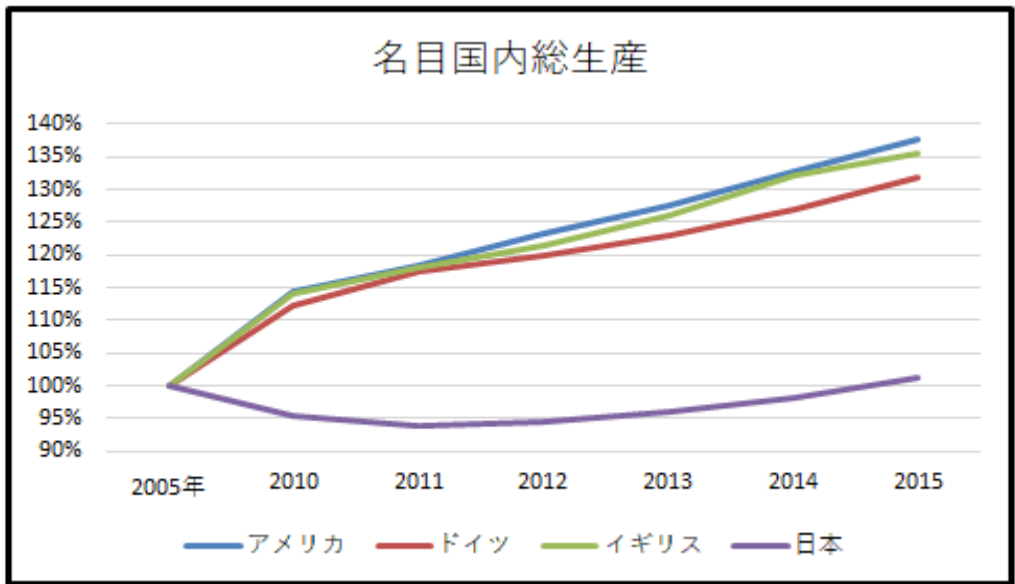


### 賃金を上げる前に経済成長が必要

・日本の労働者全員が一年に受け取る金額、雇用者報酬は2016年で約270兆円、400兆円あればおよそ1年半くらいの給与を一時的に手にはできるが、企業の貯めているお金を労働者に吐き出させたとしても、それが貯蓄に回っては意味がない。更に一時的なものだから、何度も労働者に配ることはできない。そこで賃金を上げる最適な方法としてそれが経済成長。下記のグラフを見ると雇用者報酬は、日本は2005年と比較して、ほとんど上がっていないが、それと比較してドイツ・イギリス・アメリカなどは雇用者報酬が2005年と比較して30%以上伸びている。2005年に年収300万円だった人が、2015年には年収400万円程度まで上がっている計算となる。



・下記のグラフをみると日本は経済成長していない。2005年を基準とした場合、経済が大きくなり、対する他国はおよそ30～40%近い経済成長を成し遂げている。つまり、賃金を上げるなら経済成長をするしかない。





### 第3項（2. 1. 3）内部留保額増加の影響

内部留保の増加を問題視する背景には、企業の現預金保有が増加する一方で、設備投資や人件費が伸び悩んでいることがあるようだ。しかし、設備投資や人件費の伸び悩みが問題になるとしても、例えば設備投資や人件費を大きく増やさず、生産性の向上などにより利益を増やせる企業は、優良企業として評価され得る。重要なのは、企業が現預金を有効に活用できているのか、手元資金の水準が適切であるか、という点だろう。現預金は現在ほとんど金利が付かず、保有しているだけでは収益を生み出せない状況にある。運転資金などある程度の現預金を保有することは必要だが、過剰に保有すると、相対的に収益を生まない資産を多く抱えることになる。

こうした内部留保の積み上げはROE（株主資本利益率）を引き下げ、企業の株価にとってのマイナス要因となる可能性があります。

ためた利益を企業が投資することによって利益の増加をもたらしているなら、問題はないのですが、内部留保の増大が利益増加に結びついていない場合は内部留保することでROEが低下してしまうわけです。

日本の経営者の多くは、「内部留保として資金を積み立てていくことで健全性が保たれる」と思っているのですが、これによってROEの低下（投資的価値の低下）をもたらす株価を下げてしまうわけです。

株価の下落は買取リスクの増大だけでなく、資金調達が必要になった時の資本コストの増大を意味します。確かにキャッシュを積み立てることは財務上の健全性にはつながりますが、過剰なキャッシュポジションを投資家が評価することはないでしょう。

## ＜第3章＞内部留保が証券市場に与える影響

### 第1節 企業の内部留保増加は問題か

2017年度の法人企業統計で、利益剰余金が446兆円と過去最高になったと報じられたが、企業の内部留保が増え続けている傾向は問題があるのか。最近、企業の内部留保が増加している理由はアベノミクスによって企業収益が好調だからであり、企業が不調よりも好調のほうが良いに決まっており、これを問題という企業は、その企業収益が労働者に分配されていないということになる。労働者に分配されていなかったのは、長引くデフレで失業者が多く、賃金が上昇しなかったからである。賃金上昇にはまず、金融緩和によって失業者を減少させる必要がある。賃金が上がらないと批判する人ほど、まず金融緩和というマクロ経済学の初歩すらわかっていないことに苦笑を禁じ得ない。アベノミクスで失業者は下限まで近づいてきたので、最近は賃金も上昇し始めている。今のマクロ経済政策をさらに強化すれば、有価証券への投資が人への投資となり、賃金が本格的に上昇し始め、同時に企業環境が好調であれば、有価証券投資よりも自社の設備投資のほうが収益が良くなるので、流れが転機するだろう。

このような意味では、内部留保の増加はことさら問題視する必要はなく、おのずと解決されるべき現象である。

### 第2節 配当政策

配当政策とは、企業が稼得した純利益のうち、どれだけを配当金として株主に支払いどれだせを企業内部に留保して再投資の原資とするかについての意思決定のことである。

この政策は投資政策や資金調達政策と並ぶ代表的な財務政策の一つとみなされているが、その理由は内部資金調達の側面もあるなど、単なる剰余金の分配政策にとどまらないからである。それに加えて、外部資金調達のための新株発行により不特定多数の外部株主に自社株が分散所有されている上場企業にとって、自社の配当政策に対する外部の大株主の皆さん意向を無視することはできない。株主との利害対立を回避してうる配当方針を決定することも当然必要となる。

## 第1項（3，2，1）配当政策に関するMM理論

配当政策が株主の利益にどのような影響を及ぼすかを考える出発点として、「投資計画が決まっており、資本構成も変えないとすれば、配当政策は株価に影響を与えない」という配当政策に関するMM理論を説明する。

必要な資金を内部留保でまかなう場合、企業は、利益のうち、投資に必要な資金を内部留保にまわすので、その分、配当を少なくしなければならない。もし配当を増やすなら、内部留保は減るので、その分を何らかの形で外部資金により調達することになる。この際、資本構成が変化しないためには、負債ではなく株主資本での調達、すなわち増資でおこなうことになる。すなわち、企業がある投資計画（投資政策）を決めており、資本構成も変えないとすると、配当と内部留保の割合を決めること（配当政策）は、株主資本調達のうちの内部留保と増資の割合を決めることと同じである。

### ①配当金額を増やすという配当政策をとった場合

投資政策（投資計画）を変えないなら、投資に必要な資金は、新たに株式を発行する増資でまかなわなければならない。増資をすれば株式数が増える。投資により、将来のキャッシュフローが拡大し、企業価値すなわち株式時価総額は増加するが、株式数が増えているので、株式時価総額を株式数で割った株価はあまり上昇しない。したがって、キャピタルゲインは②のケースより少なくなる。つまり、株主にとって、配当は増えるがキャピタルゲインはあまり増えない。

### ②配当金額を減らすという配当政策をとった場合

投資に必要な資金は、内部留保で十分まかなえるので、増資の必要はなくなり、株式数は変わらない。投資により、将来のキャッシュフローが拡大し、企業価値すなわち株式時価総額は増加するので、増加した株式時価総額を株式数で割った株価は、株式数が変わらない分、①のケースより上昇する。よって、株主にとって、配当は減るが、より多くのキャピタルゲインの受け取りが可能となる。株主が受け取る報酬は、配当だけではなくキャピタルゲインも含まれる。①と②のケースを考えると、配当金額を増やすという配当政策をとっても、配当金額を減らすという配当政策をとっても、配当とキャピタルゲインの合計金額は変わらないということになる。したがって、株主の利益は、配当政策によって影響を受けないことになる。すなわち、現在の株価は、配当の大小によっては変わらないという結論になる。以上の説明で、企業価値が増加するのは、プラスの正味現在価値をもつ投資を行ったからである。

## 第2項（3，2，2）配当政策が投資政策に及ぼす影響

前節で説明した配当政策に関するMM理論は、投資政策を含め、企業の実際の生産活動に違いがなければ、配当政策などの財務政策を変えても、企業価値を高めることはできないということを意味している。もしMM理論（の仮定）が成立せず、配当政策が異なる場合には企業の投資政策も異なる（投資計画が変わる）のであれば、配当政策は企業価値に大きな影響を及ぼすことになる。

(1)配当を押さえた方が望ましい場合—内部資金の有利性 MM理論は、配当を増やすことにより投資資金が不足したら、適正な株価で増資することより、投資資金を調達できることを仮定している。しかし、たとえば、増資などの外部資金調達コストが割高である場合に、配当を増やすという配当政策をとるために内部留保を減らすと、投資に必要な資金が不足してしまい、有利な投資を行えないという事態が発生する可能性がある。

(2)配当を高めた方が望ましい場合—フリーキャッシュフローの株主への分配 企業が生み出したキャッシュフローのうち、企業内部でプラスの正味現在価値をもつすべての投資を実行するのに必要な資金を上回る資金を、フリーキャッシュフローという。経営者が配当を抑えて内部資金を必要以上に蓄積し、それを採算に合わないような投資や資産の獲得に使えば、資本効率は低下し、非効率的経営におちいってしまう可能性がある。このような場合は、利益を配当してしまう方が望ましい。現実には、配当政策はこうした問題を考慮して決定される。

## 第3項（3，2，3）エージェンシー理論

一人、あるいは複数人間が、自らのためにサービスを行ってくれるようにするために、他の人（エージェント）を雇い、なんらかの意思決定権限をエージェントに委譲したとき、そこには「エージェント関係が発生した」と呼ぶことができる。このような関係は、日常いたるところで見受けられるものであり、エージェンシー関係、あるいはプリンシパル＝エージェント関係というフレームワークで、さまざまな経済・経営問題を分析することができることから、特に注目を集めることとなってきている。

企業が外部資金を資本市場から導入して、それを利用した営業活動を行うとき、資本提供者と経営者の間には、いわゆるエージェンシー関係が成立していると考えられる。経営者は資本市場から導入した外部資金の使用に関する意思決定軽減を委譲され、営業活動を行う。ここでの外部資金の代表的なものとして、株式、および社債を考慮することができる。すなわち、そこには経営者と株主の間、および経営者と負債権者の間のエージェンシー関係が発生していることになる。そして、これらの利害関係者の出会う場にあた

るのが、資本市場である。ここで注意すべきことは、経営者が資金を必要とするごとに外部資金を導入するならば、それはそのたびごとに資本提供者との間にエージェンシー関係が発生するということが、資本提供者にとっては自らがさまざまなリスクにさらされることを意味するわけであり、例えば資金の元本の回収可能性にかかわるリスクとか、供給した資金に対する報酬の大きさにかかわるリスクなどは、その主なものとしてあげられる。これらのリスクを資本提供者に追わせるために、経営者はいろいろな形態で支払いを行わねばならなくなろうし資本提供者側でも経営者の行動を監視したり、あるいは彼ら自分たちのために首尾よく勤勉に働くように仕向けるために何らかの動機付けを行う必要も出てくるかもしれない。そしてこれらの支払いがエージェンシー関係を結ぶにあたって要するコストという意味からいわゆるエージェンシーコストと呼ばれるものである。

## ＜第4章＞コーポレートガバナンス

### 第1節（4，1）株主還元策

#### 第1項（4，1，1）コーポレートガバナンスとは

内部留保の効率的な利用方法として株主還元である配当政策の見直しを挙げたいと思う。そのためにも、コーポレートガバナンスの強化が必要だと考える。

コーポレートガバナンスとは、「企業統治」と訳されるが、「会社に投資をしている株主に利益が得られるように企業が経営されているかを監視するという考え方」という意味をもつ。その一方でコーポレートガバナンスは、株主の利害関係だけに注目するのではなく、「従業員、顧客、取引先の金融機関などの株主を含むステーク・ホルダーそれぞれの利害関係を守りながら企業を運営するために、企業が効率的に運営されているかどうかを監視する仕組み」という意味で解釈されることもある。

そして、リスクとリターンの配分はどうなっているかといった企業経営をめぐる一連の合意事項である。リスクとリターンの問題に関しては、「配分の管理体制」のなかで、重要な要素である。

#### 第2項（4，1，2）企業がとるべき株主還元策

① 総還元性向の上昇 株主還元には大きく分けて、配当と自社株買いがある。

## ○ 配当

配当とは、企業が利益を出したときに、その一部を株主に還元することである。年に1度や2度など決められた時期に、現金を受け取ることができる。特別に大きな利益が出た年や、創立20周年など企業の記念の年には、普通の配当とは別に特別配当や記念配当がある場合もある。一方で、業績が悪いなど企業の都合によって、配当が行われないこともある。

## ○ 自社株買い

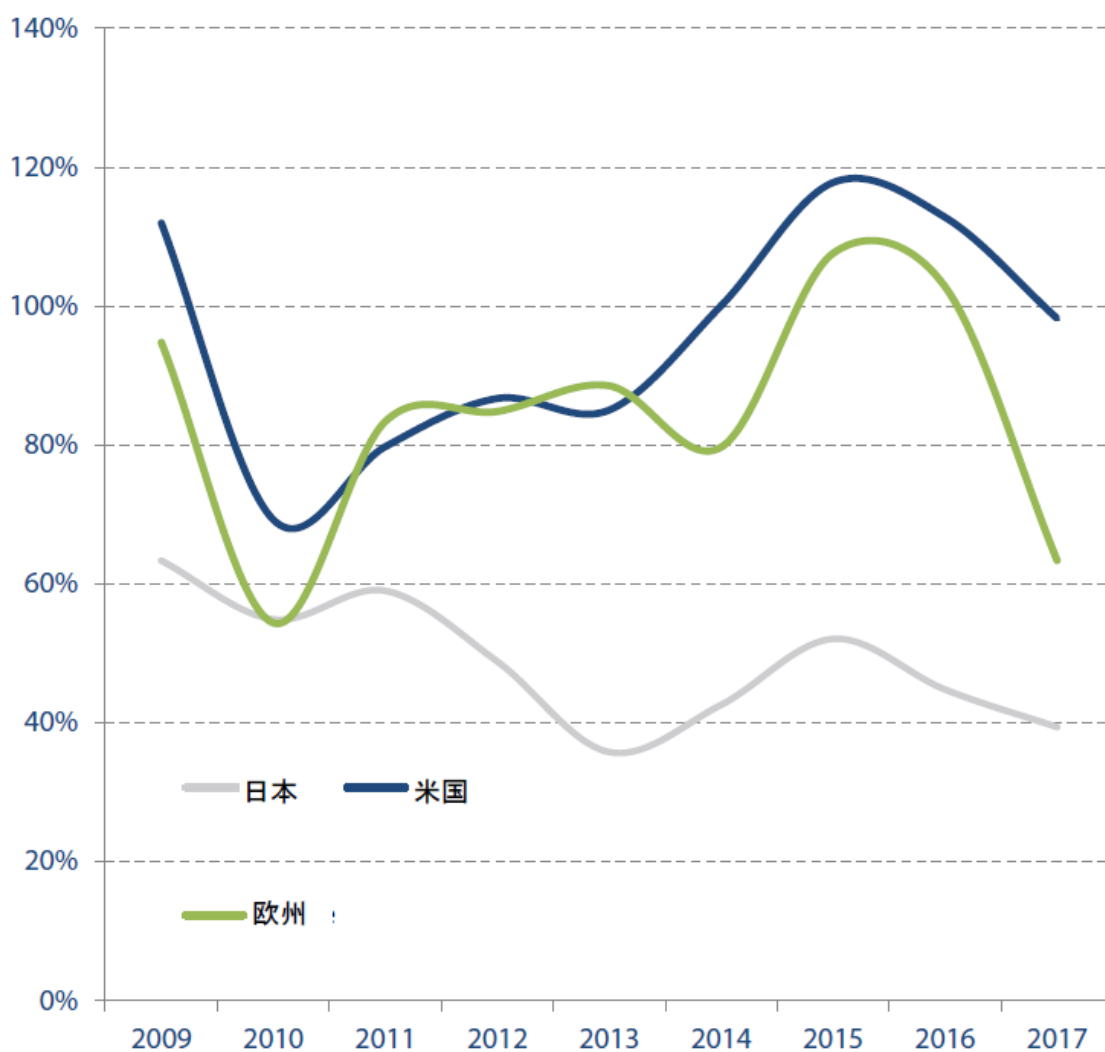
自社株買いとは、企業が利益の一部を使って、自社の株式を買うことである。買い取った株式を消却すると市場に流通する株式数が減るため、1株当たりの価値を高める効果がある。そうすると株価の上昇も期待できることから、自社株買いは株主還元になると考えられている。なお、企業が自社株買いをするときは、「自社の株価が安い」と考えている可能性がある。この動きを、経営陣が市場に「今が買い時ですよ」とメッセージを送っていると捉える人もいようだ。総還元性向を上昇する理由は、いくつかある。まず1つは、日本の慣例的に行われていた安定配当と異なり、業績にある程度連動した配当が行えるということである。安定配当は本来配当に回すべ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と、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、企業に対し、不適切な配当は避けるべきである。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。

## ② 株主優待制度の充実

株主優待とは、株式を発行している企業が自社の株式を一定数以上持つ株主に、自社の商品やサービスなどを贈ることである。企業の株を購入することは人気投票のようなものである。企業からすると株主優待は、自社に投票してくれたことへの感謝の気持ちを表し、自社の情報を届ける良い機会になっている。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。新たな投資のプレイ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している。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、比較的順調にプレイヤーの数は推移してい

るように思われる。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、より多くの新規参加者を市場に迎えることになり、市場の活性化が促される。

【図 1】日米欧の株主還元性向(配当および自社株買い)の推移



<https://www.nikkoam.com/institutional/articles/2018/06/where-are-we-with-corporate-governance-in-japan> より引用

### **第1項（4， 1， 1）コーポレートガバナンスとは**

内部留保の効率的な利用方法として株主還元である配当政策の見直しを挙げたいと思う。そのためにも、コーポレートガバナンスの強化が必要だと考える。

コーポレートガバナンスとは、「企業統治」と訳されるが、「会社に投資をしている株主に利益が得られるように企業が経営されているかを監視するという考え方」という意味をもつ。その一方でコーポレートガバナンスは、株主の利害関係だけに注目するのではなく、「従業員、顧客、取引先の金融機関などの株主を含むステーク・ホルダーそれぞれの利害関係を守りながら企業を運営するために、企業が効率的に運営されているかどうかを監視する仕組み」という意味で解釈されることもある。

そして、リスクとリターンの配分はどうなっているかといった企業経営をめぐる一連の合意事項である。リスクとリターンの問題に関しては、「配分の管理体制」のなかで、重要な要素である。

### **第2項（4， 1， 2）日本型コーポレートガバナンス**

日本型コーポレートガバナンスの特徴は、終身雇用制とあいまって「従業員主権」の色彩が濃いことがまず挙げられる。そして、経営者の任免が経営者自身によって行われることが多い。その他にも、経営者が社内から選ばれることが多いこと、株主以外のステーク・ホルダー、特に取引先や銀行（中でもメインバンク）が経営に対する発言権を持つことが多いこと、株主の持ち合いが行われ、株式の分散化が抑えられてきたために、特定の大株主の意向が経営に大きく反映されることが挙げられる。

### **第3項（4， 1， 3）アメリカ型コーポレートガバナンス**



アメリカ型コーポレートガバナンスの特徴は、株主至上主義であり、株主の利益を代表する取締役会が経営者を選ぶこと。そして、経営者が外部から招聘されるケースが比較的多いこと、株主の利益を代表する取締役会と企業の執行部門の分離が明確であることが挙げられる。日米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。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。しかし近年、外国人株主の増加によって各国とも企業の構造が変化し、このような主権関係は変化しつつあると考えられる。

## 第2節 配当政策そしてイデオシンクラティック

経営者の自社株主保有は経営者と株主の利害を一致させエージェンシーコストを削減するガバナンスの役割をする。一方、配当にもエージェンシー問題を緩和するメカニズムが存在する。配当を通じて企業の余剰資金（フリーキャッシュフロー）を株主へ還元することによって経営者自身の便益のために使われる可能性のある現金を減らせることができるからである。このようにエージェンシー理論の枠組みで経営者の自社株式保有と配当は類似したガバナンスのメカニズムを有している。その故先行研究で報告されている、ガバナンスと配当の関係は、La Porta et al. (2000)（詳しくは後述する）が提示したように2つの仮説 Outcome model と Substitute model で説明されるケースが多い。類似した2つの仕組みが共存することによって片方の仕組みがもう一方を補完・強化（complement）するという complement [ (Outcome) model と、逆に代替するという Substitute model である。従って両者の関係において、もし Outcome model が成立しているとしたら製の関係が、Substitute model が成立しているとしたら負の関係が想定されることになる。どの仮説がより適切であるかどうかは実証的な問題であるが、先行研究の結果は混在しているように見受けられる。

Bhattacharya, Li and Rhee (2016) はこのような先行研究の結果を受けてイデオシンクラティック・リスクという新しい変数を分析モデルに取り入れ、両者の関係で提示されている上記の2つの仮説は当該企業のイデオシンクラティック・リスクの水準に依存しているという分析結果を報告している。彼らはイデオシンクラティックリスクと企業の投資活動の関係について理論モデルを構築し実証分析を行った Panousi and Papanikolaou (2012)、DeMarzo, Fishman, He, and Wang (2012) の分析結果を参考とし、次のような仮説を設定し分析を行った。仮説は、過剰投資（overinvestment）のコストが高いとき（イ

ディオシンクラティック・リスクが低いとき) いいガバナンスは配当を奨励し、企業価値の棄損をもたらす投資に経営者が自由に使える現金を減らす方向に働くというものである。すなわちガバナンスが配当を促すという complement model を検証する仮説となっている。一方、過少投資 (underinvestment) のコストが高まる時 (イデオシンクラティック・リスクが増加する時) は、いいガバナンスは外部への現金流出 (配当) を抑え将来の投資案に備える方向に働くというものである。すなわち、いいガバナンスは配当政策を代替するという

Substitute model を検証する仮説となっている。検証の結果は、仮説を支持するもので、ガバナンスと配当の関係はイデオシンクラティック・リスクのレベルにも依存していることを主張した。

本稿では Bhattacharya, Li and Rhee (2016) を参考にし、日本の上場企業を対象にガバナンス変数の一つとして経営者の持株を用いて配当との関係をイデオシンクラティックリスクとの関連性から考察する。経営者の持株と配当の関係については多くの先行研究がなされているが、イデオシンクラティックリスクとの関係から調べているのは、筆者の知る限り、存在しない。参考にしている Bhattacharya, Li, and Rhee (2016) でもガバナンス変数としての経営者の持株は用いてないので、この点は本研究が追加的に貢献できる部分だろう。

そして、上述したように経営者の自社株式保有には経営者の利害を外部株主のそれに合わせる役割をする (アラインメント効果) 「いいガバナンス」のみではなく、エージェンシー問題を悪化させる「悪いガバナンス」の側面も存在する。経営者の自社株の持株比率がある範囲を超えて経営者のコントロール力が外部からの圧力を遮断できるほど大きくなった時は、アラインメント効果とは逆のエントレンチメント効果 (悪いガバナンスの側面) が生じることが知られている (代表的な先行研究としては Morck et al (1988) 、 McConnell and Servaes (1990) などがある)。このように経営者の自社株主保有がガバナンスの役割を果たし、またアメリカの企業を対象とし行った Panousi and Papanikolaou (2012) の分析結果のように、日本企業においてもイデオシンクラティック・リスクによって企業の投資活動が影響を受けているとすれば、経営者の自社株式保有と配当政策との関係にも Bhattacharya, Li and Rhee (2016) の結果が示唆するのと同様にイデオシンクラティック・リスクの影響が観察される可能性は十分に考えられる。そこで、本稿ではまず経営者の持株比率と配当の関係を確認し、両社におけるイデオシンクラティック・リスク (以下、イデオリスクとする) の影響を明らかにすることを目的とする。

本稿の構成は以下の通りである。第2章では先行研究を概観した後、本研究で検証する仮説を提示する。第3章では、使用データ及び分析で用いたデータの基本統計量を報告し、第4章では分析結果を示し、第5章では全体のまとめを行う。

### 第3節 先行研究と仮説設定

#### 第1項(4.3.1) 先行研究

コーポレートガバナンスと配当の関係について行われた先行研究の中、代表的なものとしてはLa Porta et al(2000)がある。彼らは、コーポレートガバナンスと配当政策との関係において二つの説明仮説(Outcome model&Substitute model)を提示している。彼らはコーポレートファイナンスにおけるエージェンシー問題を投資家保護という法制度の側面から考察している。投資家(株主)保護をエージェンシー問題の代理変数とし、33カ国のクロスカントリーデータ(4000社以上)を対象に、投資家保護がきちんと守られている国(common law countries)と不十分である国(civil law countries)間における配当の違いについて実証分析を行っている。Outcome modelは、コーポレートガバナンスがしっかり機能している結果(Outcome)として配当がなされるというものである。したがってこの仮説が成立していればコーポレートガバナンスと配当は正の関係が予想される。一方Substitute modelは、配当がガバナンス機能を代替(Substitute)するというもので投資家保護が不十分であるほど、エージェンシー問題を緩和するための配当を代替的に用いる結果、配当水準は高くなる。よってこの仮説が成立していれば、コーポレートガバナンスと配当は負の関係が予想される。La Porta et al. (2000)は分析結果から企業の配当政策の説明にはOutcome modelがより適切であると結論付けている。La Porta et al. (2000)と同様に、クロスカントリーデータを対象として行い、Outcome modelを支持する結果を報

告している他の先行研究には Faccio et al. (2001)、Mitton(2004)、Bae et al. (2012)、Bartram et al. (2012) などがある。

日本企業を対象とした関連先行研究に目を向けると、例えば Aoki (2014) は 2004 年から 2011 年までの期間で東京証券取引所上場企業を対象とし、上述の二つの仮設のうち、どちらが妥当であるかを、株式所有集中 (ownership concentration) と配当政策の関係から検証している。日本の会社法で、経営者の信託義務 (fiduciary duties) に関しては規定なされているのに対して外部の支配株主のそれに関しては触れられていない法制度に注目し、分析対象を支配構造の違う二つのタイプの企業 (M0 企業 & C0 企業) に分けて仮説の検証を行っている (最大株主が内部経営者である企業を M0 企業、最大株主が外部の法人である企業を C0 企業と定義)。信任義務が課され、かつ経営者自身が最大株主である M0 企業が C0 企業より、コーポレートガバナンスの面でより優れているだろうという前提が暗黙に置かれている。分析の結果は、Outcome model を示唆するもの—M0 企業のほうが統計的に有意に多くの配当を支払う—である。さらに、最大株主のタイプ (M0 か C0) によって最大株主の持株比率の配当へ影響のパターンは著しく異なっており、M0 企業において両者の関係は逆 U 字型であることを報告している。すなわち、経営者の持株が少ない時にはアラインメント効果によって経営者の持株と配当間には正の関係が見られるが、持株が十分多い時は経営者のエンタレチメントによって両者の関係は負に転換する結果、逆 U 字型を見せていると解釈している。一方、C0 企業に関しては U 字型で、これは大株主の法人株主の持株が少ない時にはトンネリングが発生し両者には負の関係に、持株が増えていくと当核株主のモニタリングが活発になり、より多くの配当を促すことを示唆しているという。

分析対象が日本企業でない点、そして経営者の定義が異なり、単純に比較することはできないが、経営者の持株と配当の関係について行った実証分析の中に、Aoki (2014) での M0 企業における分析結果 (逆 U 字型) とは反対の結果を報告している先行研究も存在する (Schooley and Barney (1994), Farinha (2003))。Schooley and Barney (1994) ・ Farinha (2003) はそれぞれアメリカと UK の企業を分析対象とし実証を行い、経営者の持株と配当の間に U 字型の関係があることを報告し、その解釈は次の通りである。経営者の自社株式保有によっ

てエージェンシー問題が緩和されるのであれば、アラインメント効果が存在する範囲においてはモニタリングの役割としての配当の必要性は弱まる (経営者の持株比率と配当は「負」の関係) が、経営者の持株が大きくなりある水準を超えると経営者のエンタレチメントによるエージェンシー問題の解決策として配当の必要性は高まる (経営者の持株比率と配当は「正」の関係) 結果、U 字型の関係を見せているという。他に Chen and Steiner (1999) があるが、彼らは、経営者の持株比率、リスク、負債そして配当を内生変数とした非線形同時方程式を用いた推定を行い、経営者の持株比率変数とその他変数間と

の関係を調べた。その結果、本稿の関心事である経営者の持株比率と配当に関しては負の関係があることを報告し、これはエージェンシー問題緩和において両変数は互いに代替の関係(substitution-monitoring effect)にあることを示唆するという。

久保・齋藤(2009)は1990年末に東京・大阪・名古屋証券取引所に上場していた1818社(金融・電気ガス除く)についての1990年から1996年までの延べ12606社を対象に、上述の先行研究とは異なって経営者の持株比率と配当の関係から、エントレンチメント仮説を検証している。ここでエントレンチメント仮説とは、経営者の持株比率が高い場合、経営者は配当の支払いが株主価値最大化という目的達成のためには、最適ではない時でも(経営者自身の現金収入の確保のために)配当を支払う傾向が強くなるというものである。分析結果は、エントレンチメント仮説に整合するもので、配当として現金を流出することが望ましくない可能性が高いと考えられる、(純利益が)赤字でかつ投資機会が多いサンプルにおいて経営者の持株比率と配当の間に統計的に有意な正の関係があることを報告している。

以上、ガバナンス関連変数と配当政策の関係に関する先行研究をみてみた。先行研究の結果からわかるように、コーポレートガバナンスと配当の間にはエージェンシー理論の枠組みで用いられる代表的な説明仮説としては **Outcome&Substitution** 仮説の二つが掲示されているがどの仮説がより適切であるかについては支配的な見解はなく先行研究によって支持される仮説は混在していることが分かる。

Bhattacharya, Li and Rhee(2016)は、コーポレートガバナンスと配当の関係において掲示されている上記の二つの対立している仮説を、企業のイディオリスク変数を分析モデルに取り入れることによってより適切に説明できるとし実証分析を行った。彼らは、イディオリスクが経営者の意思決定(投資活動)に与える影響を分析した Panousi and Papanikolaou(2012)の研究結果をベースに、コーポレートガバナンス(ガバナンス・インデックス)と配当の関係におけるイディオリスクの影響について以下のような仮説を設定し分析を行っている。コーポレートガバナンスが十分に機能していれば、①過剰投資のコストが高い時は、企業価値の棄損につながる過剰投資の実行を防ぐため、配当を実施する傾向が高くなるのでコーポレートガバナンスと配当は正の関係を、②過小投資のコストが高い時には、配当支払いより将来の有望な投資チャンスに備え現金を内部留保に回すメカニズムが働くのでコーポレートガバナンスと配当は負の関係を見せるというものである。ここで、過剰(過少)投資のコストはイディオリスクの値で代理しているが、それはイディオリスクが低い(高い)

時に投資が拡大（萎縮）するという Panousi and Papanikolaou(2012)の研究結果に起因している。

彼らは 2003 年から 2009 年までを分析期間とし、コーポレートガバナンスのランキングメジャーなど分析に必要なデータが取れる（電気ガスや金融業を除く）米国上場企業 18037 社（firm-year）を対象に分析を行った結果、コーポレートガバナンスはイデリオリスクが低くなるほど（すなわち、過剰投資のコストが高くなる時）、配当を実施する傾向を高める一方、イデリオリスクが高くなるほど（すなわち、過少投資のコストが高くなる時）配当実施を弱める傾向があるという。

おわりに

様々な研究考察の結果、内部留保の増加は経済状況やリスク管理に危機感を持つ企業の動向などが要因であると考えられる。だがしかし、内部留保の増加を一概に減らすことが良いとは限らないと考える。内部留保といっても、有価証券や設備投資に回しているのであれば内部留保が増加しても株主還元が出来ているとも考えられるので、証券市場の活性化に結びつけられるのではないか。一方、企業が現金を内部留保として溜め込んでいるのであれば、それはフリーキャッシュフロー問題に引っかかってくるのではないか。その問題を回避するためにも、コーポレートガバナンスの強化をすることも重要だと考える。内部留保の活用次第で企業の発展につながるのではないだろうか。

## 参考文献

グラフィック経営財務 境 睦・落合考彦

経営財務論 ——不確実性、エージェンシー・コスト および日本的経営——  
三訂版 小山明宏 著 創成社

日本のコーポレートガバナンスの現状

<https://www.nikkoam.com/institutional/articles/2018/06/where-are-we-with-corporate-governance-in-japan>

日本取引所グループ

<https://www.jpx.co.jp/>

内部留保をわかっていない人に教えたい超基本

<https://toyokeizai.net/articles/-/193444>

コーポレート・ガバナンス

<https://bizhint.jp/keyword/160040>

内部留保を溜めて株価が上がらない日本企業

<https://wedge.ismedia.jp/articles/-/2409>