



# 配当政策を考える パースペクティブ

みさき投資株式会社

中神康議

## ◆ Summary ◆

「あるべき配当政策」については、ファイナンス理論の世界ではすでに一定の体系が確立されている。一方、企業の配当行動はこの体系から外れていることも多い。本稿では企業経営の現実を踏まえる一方で、より大きな複数の視点から（配当のみに限らない）株主還元のある方を考えていく。

## I 企業経営の現実からみた問題意識——アリの視点

企業経営は現実である。

企業にはそれを構成する生身の人間や取引先がいる。そこには過去の長い歴史や個々人の感情が介在し、ステークホルダーの行動は必ずしも象牙の塔で仮定されるような合理的行動であるとは限らない。

仮に企業経営者がファイナンスの最新理論に知悉していたとしよう。しかし、それでも下記のような現実はどう解を求めたらよいものか。下記は、経営コンサルタントとして、また企業改革応援型投資家として、長年企業経営者と議論してきた筆者が実際に見てきた現実である。

## 1 (過去の) 銀行行動の現実

かつてメインバンク制が機能していた時代には銀行が企業経営を深く理解し、事業に必要な資金を提供することで結果としてレバレッジの効いた経営となっていた。しかしながらバブル崩壊以降、一部で貸し剥がしがあった現実によって、企業と銀行との信頼関係は弱まった。「雨が降ったら傘を取り上げ」られた経験から、わが身はわが身で守るために、資金を貯め込む経営者の行動は心情的に理解できる。最適資本構成の理論がいくら正しいとしても、企業の存続を優先する彼らの思想を変えることは容易ではないだろう。

## 2 株式市場の現実

資本効率の観点からは、常に現預金は適正規模に留め、高いROEを維持しておき、資金が必要になった時に株式市場から調達すべきであろう。しかし最近の金融危機や過去のITバブル崩壊をみるまでもなく、短期性・投機性を増し変動性が高くなった株式市場からは、適正タイミングに適正株価で適正金額が調達できるとは限らない。

またわが国の株式市場参加者は、周りに同調するいわゆるハーディング（群衆）行動が

多いと聞く。一方向に流れがちな株価動向に頼った資金調達で経営上本当に正しいのか。

### 3 税金の現実

ファイナンスの世界では税金の存在は無視されることが多いが、これは現実的ではない。わが国の法人税率は決して低くない。なるべく多く配当を払い株主に報いたいのが、そのためには多額の税金を払う必要がある。それでも配当が株主に報いる最適な手段なのか。むしろ自社株買いで報いたほうが良いのではないか、という問いにも一定の答えを用意する必要があろう。配当政策をそれ単体として捉えるのではなく、広く株主還元の問題として捉えておく必要があるようだ。

### 4 その他の現実(株主総会の現実)

経営者が最も緊張するイベントの一つは株主総会である。株主総会の出席者は年配の個人投資家や、当該企業のOBも多いが、経営者は彼らから厳しい指摘や詰問を受けることを恐れるため減配を避けたい。したがって、多少余剰現金があったり、一時的に大きく利益が増えても極端に増配せず、安定配当もしくはゆるやかな増配に留めたいと考える経営者は多く、余剰現金を一度に株主に返すような還元政策を行うことは困難である。

### 5 その他の現実(オーナー企業経営者の場合)

日本企業は「共同体組織」としての色彩が強く、誰かが突出した報酬を受け取ることは憚られる。その観点から、一部のオーナー企業では、自分が多額の配当を受け取ることになる大幅増配を避け、低位安定配当としている経営者がいる。日常から「一体感のある経

営」を競争力の源泉と考えている経営者にとって、「自分だけ多額の配当をもらおうと企業の団結力・競争力を削ぐことにならないか」と懸念するのも理解できる。

企業経営者はこうした現実直面しながら配当政策を考えているのであり、ファイナンスの理論とかけ離れた配当行動となっていることにはそれなりの歴史的、経営環境的な背景がある。もちろん、企業経営者にファイナンスの知識・思考が不足している傾向が強いことは否めないが、彼らを取り巻くこのような現実を目を向けず、理論的立場からのみあるべき姿を押し付けても経営が変わっていくことは期待できない。

## II マクロ経済観点からの問題意識 ——トンボの視点

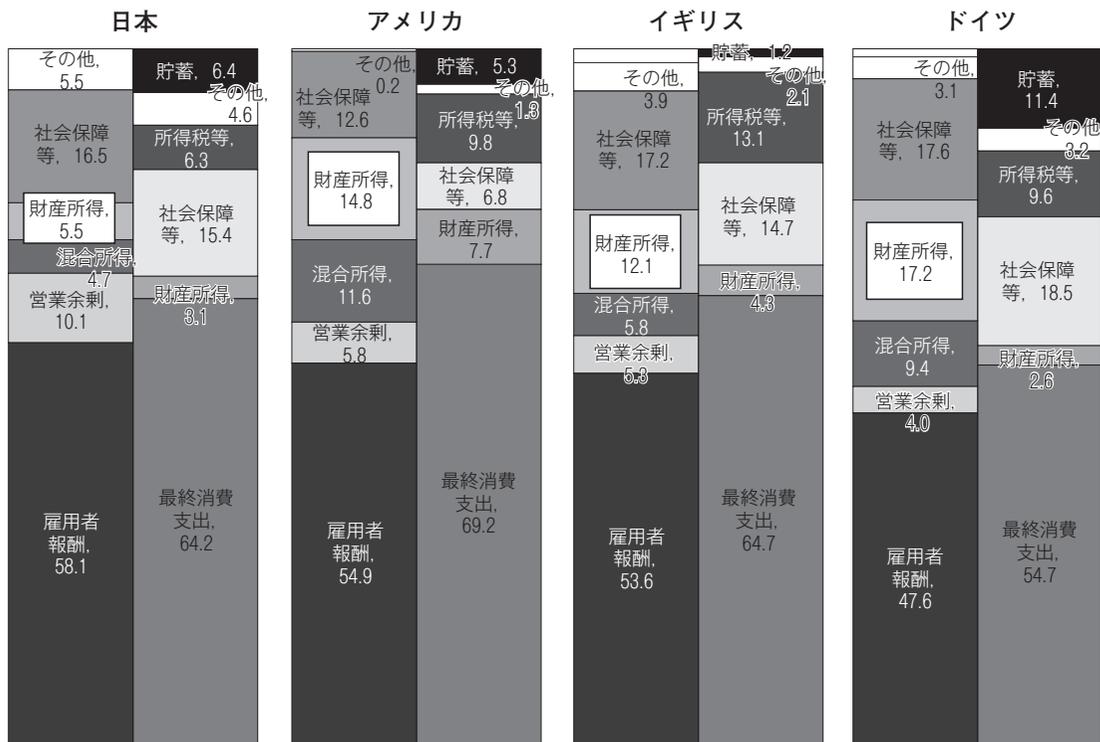
企業はマクロ経済のエンジンである。

従業員・取引先・銀行・国家・株主に富を産み出す主体は企業なのであり、その意味で企業は紛れもなく「社会の公器」である。一時期「会社は誰のものか」という課題設定が流行し、「株主主権か、ステークホルダー主権か」が大いに議論されたが、マクロ経済的な視点に立てば双方とも狭量な主張である。企業、とりわけ数多くの株主が株式市場でオープンに入れ替わる上場企業は、単に一企業

#### Profile

ながみ・やすのり◇慶應義塾大学経済学部卒、カリフォルニア大学バークレー校経営学修士。大学卒業直後から経営コンサルティング業界に入る。約20年のコンサルティング経験から「経営改革応援投資」の有効性を確信。2005年に投資業界に転身し大きな成果を上げてきた。近著に「経済学は何をすべきか」(岩井克人東京大学名誉教授らとの共著。日本経済新聞出版社)がある。

〔図表 1〕 先進主要国の家計収入構造



注) 対家計民間非営利団体 (NPISH) を含む  
出所: OECD みさき投資分析

の限られた現株主群や、一企業の限られた従業員・顧客・取引先等のために存在するのではない。上場企業はまさに Public Company なのであり、したがって上場企業経営者には、マクロ経済の課題を担っているという意識を大いに持っていただきたい。

たとえば、わが国のマクロ経済の課題のひとつとして、家計収入構造の脆弱性が挙げられる。図表 1 は先進各国の家計収入を比較したもののだが、わが国の家計収入の特徴は、「財産所得」の比率が極端に低いことである。

アメリカ・イギリス・ドイツなどの先進国では家計収入に占める財産所得は15%前後となっている一方、わが国は5%を超える程度

しかない。わが国の家計は雇用者報酬に依存しており、財産所得という「バッファー」が極端に薄い構造となっている。今後、製造業の生産拠点の海外移転や、サービス産業への雇用シフトが進めば、雇用者報酬への依存度が高い現在の収入構造は、より深刻なものとなる可能性が高い。

金利水準が、現在の超低金利から80年代の水準まで上昇すれば事態は大きく改善できるであろうが、量的緩和にともなって金利水準はむしろ低下傾向にある。また国家財政の観点からは、金利上昇はリスクが高い。

結局、マクロ経済的に見て、わが国の家計収入構造を強靱化するには、上場企業が配当

を増やすことを通じて家計の財産所得を増やすことをメインシナリオに置くしかないのではないか。これが本稿でマクロ経済の観点からあるべき配当政策を考える上での課題設定である。

### Ⅲ 株式市場の視点から見た問題意識

2012年秋以降、日本の株式市場は大きく上昇したものの、長期で見るとその低迷ぶりは際立っている。「急騰した」と喜んでいても、10年、20年といったスパンで見ると、欧米諸国は時価総額が数倍になっているのに対し、日本はほとんど上昇しておらず、いわゆるPIIGS国家群と同じレベルの上昇に留まって

いるのだ（図表2）。

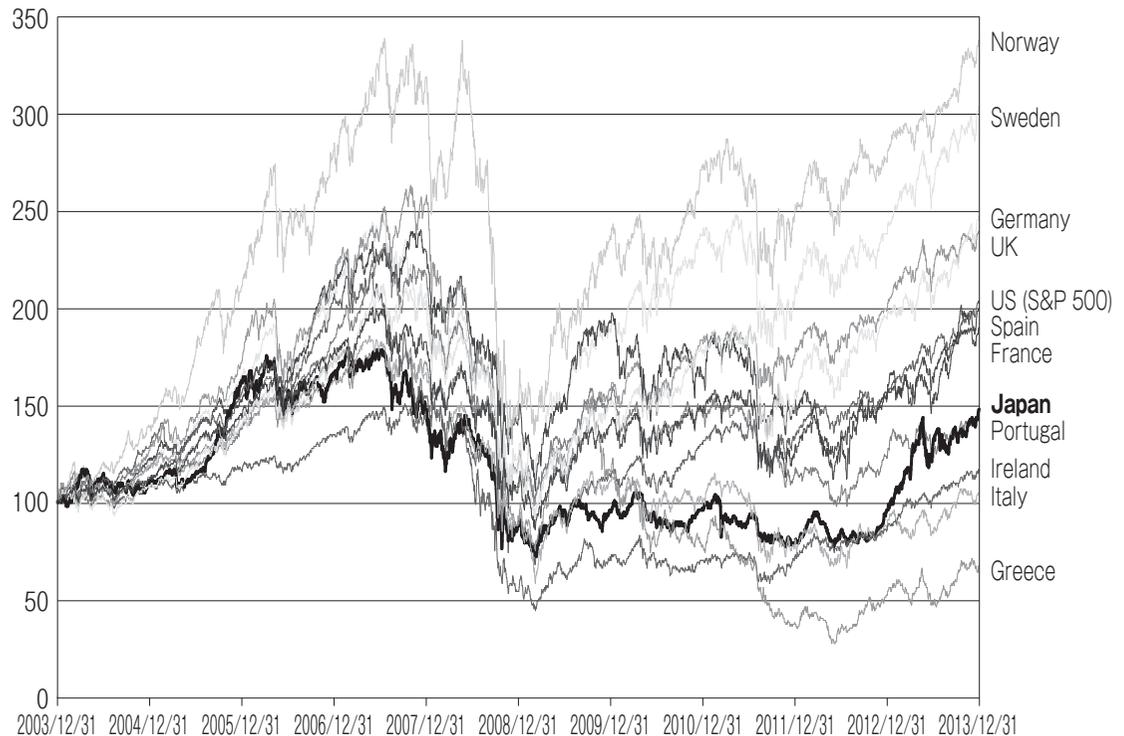
株式投資のリターンは長期的には企業の資本生産性（ROE）にほぼ等しくなることがよく知られているが、日本の上場企業の資本生産性は世界標準に比べて著しく低い。

直近10年平均の日本のROEは6%。これは新興国を含む世界の40～50カ国の平均値（13%）の半分以下であり、ROEが一桁しかない国は日本以外にわずかしこ存在しない。日本は「資本生産性の世界最貧国」であり、すなわち「期待株式リターンの世界最貧国」なのである（図表3）。

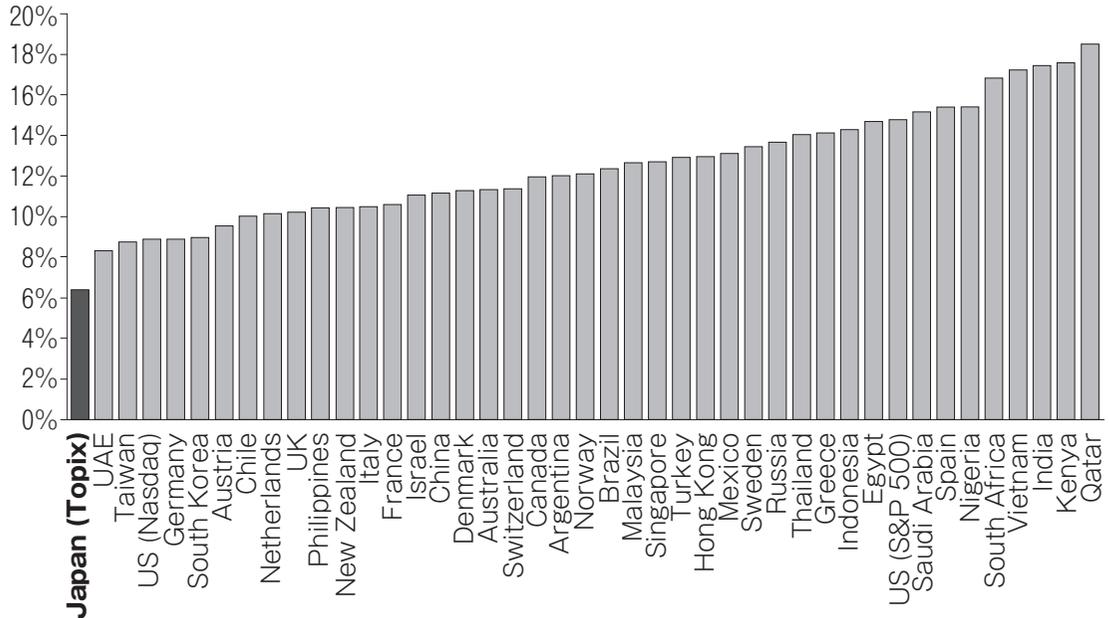
この構造をもう一段掘り下げてみる。図表4はわが国上場企業の資本生産性の長期分布である。

長期の資本生産性の「平均値」は6%だが、

〔図表2〕 世界の主要株価指数の推移

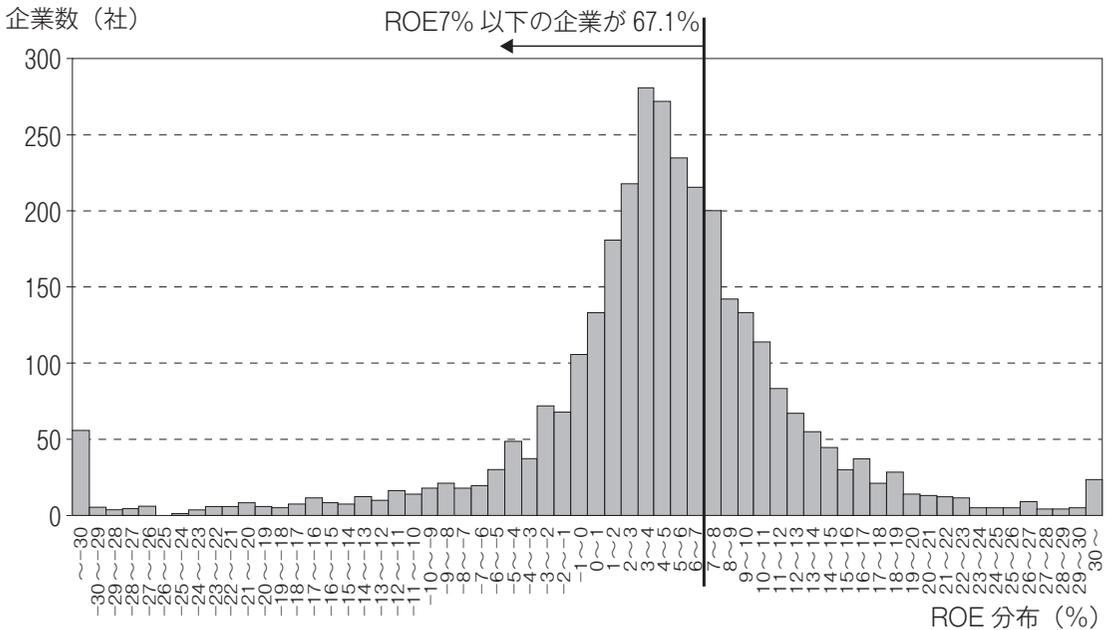


〔図表3〕 世界各国の資本生産性比較（過去10年平均）



出所：Bloomberg, みさき投資分析

〔図表4〕 日本企業のROE分布（過去10年平均）



注) 2013年3月期までの各社直近10決算期。経営統合等により証券コードが変更した企業を除く3,230社。

出所：SPEEDA, みさき投資分析

「最頻値」で見るとさらに低く、3～4%に過ぎない。株主資本コストが7%程度とすると、上場企業のうち資本コストを上回っていない「株主価値破壊企業」が約7割も存在するという結果になる。株式市場が長期リターンを産まず、家計の株式資産が実額でも構成比で見ても大きく縮小した本質的背景はここにある。

家計の財産所得を増やすためには、最頻値であるROE 3～4%の企業群を少なくとも世界標準の12～13%のところまで動かさねばならず、大量の企業群で構成されている「低資本生産性の山」そのものを10ポイントも右方に動かす必要があるのだ。

(蛇足ながら、この問題意識を有識者と共有し2012年秋から『山を動かす』研究会(略称：やまけん)を発起し各種提言活動を行っている。メンバーは小林慶一郎慶應大学教授、堀江貞之野村総合研究所主席研究員、杉浦秀徳みずほ証券上席研究員、上田亮子日本投資環境研究所主任研究員、柳良平エーザイ執行役である。順不同。)

もちろん本稿は配当政策、あるいは株主還元政策に関する論考であるが、低い資本生産性から産まれたわずかな収益を誰にどう配分すべきかという議論よりも前に、そもそもどうやったら日本企業が持続的に高い資本生産性を上げられるようになるか、ということを議論することに意味はあろう。

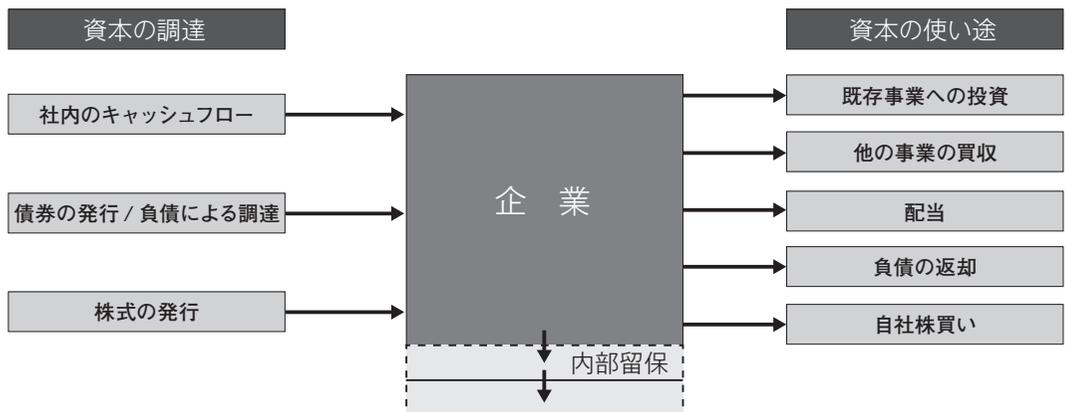
#### Ⅳ 資本生産性向上を考える上でのツールキット

日本企業が資本生産性を上げていくために何が必要か？経営戦略論の文脈で議論すべき論点も多々あるが、本稿ではテーマである企業財務の観点に絞り、以下の枠組みで検討したい(図表5)。

企業経営には投資、M&A、配当、負債の返済、自社株買いという5つの資本用途オプションがある。また、キャッシュフロー、負債、エクイティファイナンスという3つの資本調達オプションがある。

企業経営とは、これらのオプションを並べ

〔図表5〕資本生産性向上のツールキット



てみて、どのオプションが現在最もリターンが上がるのか、また、リターン実現のためにどのオプションで調達するのが最も安価なのかを比較検討しながら選択実行していくことに他ならない。そしてすべてのオプション選択に共通する判断基準は自社の資本コストであり、それに基づく自社内のハードルレート設定である。既存事業への投資でも、企業買収でも、自社株買いでも、それがどの程度投資機会として魅力的かを判断する評価基準を設けることなしに、資本生産性を上げることはできない。資本の調達サイドでもそれぞれの資本コストを評価する視点が欠かせない。

\* \* \*

日本企業の資本生産性が極端に低い理由のひとつは、このようなツールキットをはっきりと意識しないまま投資や配当を行い、結果として、世界的に見ても資本調達・使途が稚拙になっているということではないか。

たとえば、法人企業統計の長期推移を見ると、投資から産み出される粗付加価値額は、バブル崩壊前の昭和55年から低下しはじめている。一方で、企業の固定資産額は着実に増加しており、投資回収率は急激に低下しているにもかかわらず企業が発表する中期計画では多くが「右肩上がり」の成長計画となっており、(収益が薄くても)売上を限界的に獲得するために設備投資を積極化するものが多い。「お客様は神様です」とのスローガンの下、顧客に要請されるがまま設備の増強を行っているケースも散見される。

また、最近では成長戦略としてM&Aを公言する経営者も多いが、過去の歴史を見ると高額な価格で買収した後、大きな特別損失を出してきた企業が多い。

経営者は常なる成長を求める傾向が強く、キャッシュを株主に返すよりも設備投資やM&Aに使いがちなバイアスが強い。しかしその判断には常に資本コストを念頭に置き、「資本コストを上回る投資機会なのか」、「このM&Aは資本コストを上回るリターンが得られるのか」、「設備投資よりも、今はむしろ自社株買いの方が投資機会としては魅力的なのではないか」といった判断を積み重ねていくことが、日本企業の資本生産性向上のためには必要であろう。

## V 「モデル株主還元方針」を考える上での事例紹介

以上、これまで企業経営の現実、マクロ経済の視点、株式市場の視点から問題意識を温めてきたが、今度はここで筆者が実際に見てきた配当(および株主還元)の事例をいくつか紹介したい。

### 1 株式会社 SHOEI

SHOEIはプレミアムヘルメットの世界で圧倒的なシェアを誇るグローバルNo.1企業である。今でこそ、SHOEIはこの世界的ポジションを不動のものとしているものの、約20年前には会社更生法を申請し現在の山田勝代表取締役会長が事業管財人に就任、その後数々の経営改革を実践した結果、現在の地位を築くことになった。企業経営の最も厳しい時期を乗り越えられてきた経営者らしく、山田会長は企業のお金の使い方については規律の利いた思想を持っている。設備投資の基準は厳格であり、本社も製品の華やかさとは正反対に質素である。「会社の金は株主のもの」

と考える山田会長は、株主のお金を無駄に使うことを嫌って上場記念パーティーも開かなかった。しかし企業再生の経験から、いざというときには銀行には頼れないと考える山田会長はレバレッジをかけることも好まない。配当に関しても独自の考えを持つ山田会長は、必ずしもファイナンスの教科書どおりの方針ではないが、会社の保有キャッシュや株主還元について明確な方針を持っている。

「人件費の二年分だけのキャッシュは会社に備えておきたい。会社経営には不確実性がつきもので、売上が突然大きく落ち込むことはあり得る。その時も二年間の人件費が確保されていれば大事なスキルを持った人員を無闇にリストラすることなく、時間的猶予を持って再生に立ち向かえる。逆に、二年間で事業を再生できない経営者は失格である。」

「株主は企業のリスクとリターンを全てシェアするわけだから、配当性向は（日本企業としては平均以上の）50%とし、利益が増えても減ってもリターンの半分を株主に返すこととしたい。そして二年分のキャッシュが会社に溜まったら株主への還元を増やすことも考えている。」（SHOEI 山田会長）

事業再生という最も厳しい局面で、銀行行動や他のステークホルダー行動の現実と向き合いながら、見事に再生を果たし世界的な競争力を築いてきた経営者の言葉には独特の重みと説得力を感じる。ある程度余裕のある現金を持ちながらも高い資産効率と収益性により、同社は長期平均で高いROEを実現している。リーマンショック後には欧州低迷の影響で赤字寸前にまで陥った後、再び立て直しに成功して現在は再成長軌道にあるが、この

間一貫して配当性向50%の公約を守り続けている。

## 2 旭ダイヤモンド工業株式会社

旭ダイヤモンド工業は国内シェアトップの工業用ダイヤモンド工具メーカーである。高い競争力と参入障壁から営業利益率二桁以上の高い収益性を有し、過去に蓄積した内部留保で株主資本比率8割、年間売上より株主資本のほうが厚いという状況であった。しかし、2008年に発表した中期経営計画内で、「総還元性向100%」を打ち出す。

「グローバル企業」への進化を目指す同社は、事業面だけでなく資本効率でもグローバル水準を目指し、いま以上に株主資本を積み増さないことを基本方針として決定した。

同社は70年以上の歴史を有する企業であり、OB株主や個人株主が多いことから配当を大きく変動させることは好ましくないとの経営陣の考えがあった。したがって株主還元は自社株買いを中心とする方針とし、利益の3割程度を配当、残りは株価動向を見ながらの自社株買いというバランスを想定した。

その後、大型の設備投資などの資金需要や、株価高騰により自社株買いを行わない時期があったため100%還元を徹底したわけではないが、5年間で160億円弱の当期純利益のうち、110億円を株主還元に充てている。

## 3 ピジョン株式会社

ピジョンは国内ベビー用品メーカーのトップ企業である。堅実な経営で強固な財務基盤を有していた同社であるが、少子化により国内での成長余地は多くなく、収益性、資本効率とも平均的であった。しかし、2008年に今

後の成長の目を海外に向け、積極的な海外投資により一株利益 ROE を 2 倍、配当を 3 倍とする意欲的な第三次中期計画を発表し、株式市場からも大きな注目を集めた。

資本効率の観点から設備投資や M&A についても厳格な基準を設け、当社独自の算出による資本コストをもとに地域別にハードルレートを設定し、NPV ポジティブな案件しか投資しないとの意思決定プロセスを導入した。また、積極的に投資を行うものの比較的設備投資の軽い事業特性から、「稼いだ利益の半分は成長投資、半分は株主に返す」との方針を打ち出し、総還元性向 50% を目標とした(その後、2014年には45～50%目標に変更)。

第三次中計を発表した大越社長(当時。現在は会長)の就任以降、7年間でEPSは3.6倍、一株あたり配当は4倍となり、株価は約5倍となっている。

## VI みさき投資が考える 「モデル株主還元方針」

前述のような事例や、多くの企業経営者と対話してきた経験から、筆者らは以下のような「株主還元方針」を基本軸として考えている。(実際の対話では、個々の企業ごとにカスタマイズして提案している)

### ① 一定の現預金保有は許容する。その代わり明確な保有方針を設定する。

現在の銀行と企業との関係からは、企業が借入に頼らず非常時のためのキャッシュを保有したいという行動は止むを得ないものとする。一方で無尽蔵にキャッシュを増やし続けることも許容されるべきでない。

どのような考えに基づきどの程度のキャッシュを持つか、そしてそれを超えたらどう還元するのか、前述のSHOEIのように明示的に説明できる方針を考えてもらう。

言うまでもないが、こうしたキャッシュ保有が許容される条件として、資本コストを十分上回る資本生産性を維持できていること、そしてキャッシュは無駄な運用(有価証券等)に使わないことが必要条件である。効率性と安全性は車の両輪であり、十分な資本生産性を生み出せていない企業が、「安全」のためだけにキャッシュを溜め込むことは許容されるべきではなからう。

### ② 資本コストを踏まえた経営指標の設定 (ROE, ROIC 等)

次に、「資本生産性」の経営指標を設定する。全社レベルではROEでも構わないが、個別事業や投資案件の投資判断にも使いやすいROICを推奨するケースが多い。そしてこの経営指標をすべての資本使途オプションの判断基準とする。また、資本生産性が資本コストを下回っている企業の場合は、還元を議論するよりも、まずはどうやって資本生産性を上げられるかを議論することが株主の責任として重要であると考えている。

### ③ 安定配当と自社株買いを組み合わせた「総還元性向」目標をベースとして導入

個人投資家やOB株主の生活基盤を配当が支えているというリアリティを考慮すれば、利益水準で大きく増減する「配当性向」は実は日本企業、特に創業歴の長い企業には適さない。配当そのものは安定配当、も

しくは「ゆるやかな増配」を方針として提示するに留め、利益水準に応じて自社株買いを機軸に株主還元を設計した方が望ましい。

#### ④ 「機動的な自社株買いプログラム」の設計・導入

自社株買いは「資本生産性のツールキット」の習熟にとって、有効な練習機会を提供してくれる。

市場価格が理論株価より大きく下方に乖離した場合には、自社の株式購入は設備投資やM&Aよりも有利な投資対象になることがある。自社の理論株価を常に把握し、一定以上の乖離が生じた際には（ほぼ自動的に）自社株買いを発動するといった行動をとることにより、資本生産性を上げることが可能だ。

確かに自社の理論株価算出は容易なことではない。しかしながら、自社の今後のキャッシュフローや事業リスクを最も正確に予想できるのは経営者なのであり、自社の理論時価総額・株価を最も適格に把握できるのは経営者である。自社の適正時価総額・株価を算出できない経営者に、他社の適切な買収価格がわかるはずがない。他社のM&Aで成功を収めるためにも、自社株買いは恰好の思考実験の機会を提供してくれるのである。

## VII 最後に

「私は経営者だからこそ、より良い投資家だといえる。また、投資家だからこそ、より良い経営者でもある。」

長期投資家として名高いウォーレンバフェットの含蓄のある言葉である。投資家として常に厳しい投資判断を行ってきたからこそ、事業経営の厳しい局面でも最善の投資判断ができるという意味であろう。

日本の上場企業経営者が、自社の資本コストを把握し合理的な分析を行うことで、他の資本の使い道と比較しつつ株主還元政策を突き詰めて考えること。そのプロセスを通じて多くの企業の資源配分力が向上し、「世界最貧国の資本生産性」問題の解消に向かうこと。結果として、わが国の脆弱な家計収入構造が強靱化していくこと。

われわれは経営進化応援型投資家として、その道のりをサポートしていきたいと考えている。

#### 【参考文献・資料】

「資本生産性は倍増できる」（月間資本市場、中神・小林）

「経済学は何をすべきか」（日本経済新聞出版社、岩井・鶴・小林・中神・矢野・大橋）

「破天荒な経営者たち」（パンローリング株式会社）