

2024年4月24日 全13頁

バランスシート基準で株主還元を考えよう

目標配当性向にこだわる画一的な株主還元策は時代遅れ

コーポレート・アドバイザリー部 主席コンサルタント 太田 達之助

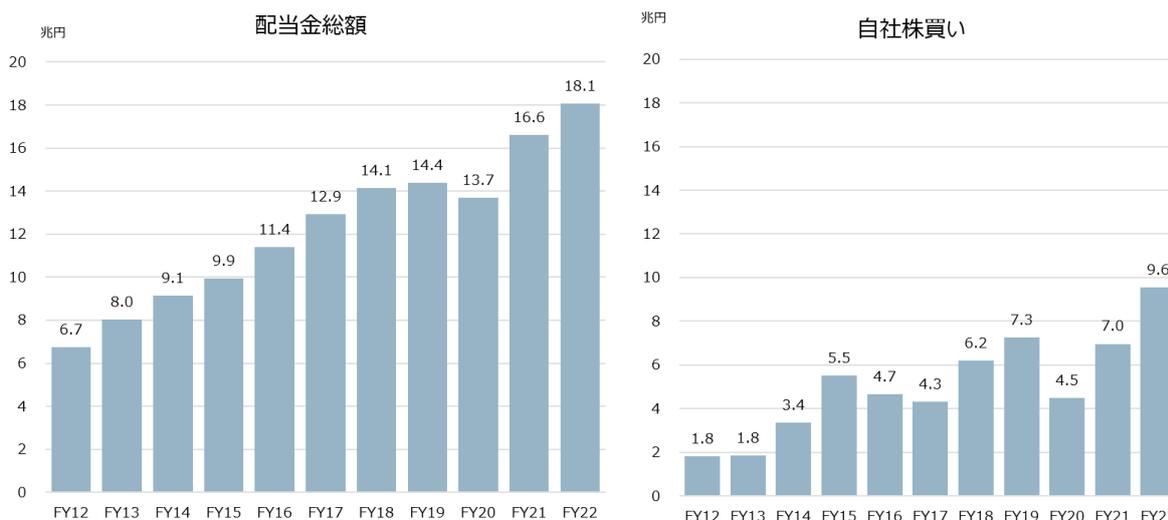
[要約]

- 多くの日本企業は、株主還元策の基本方針として目標配当性向を設定している。1,400社を超える企業が株主還元の数値目標を設定しているが、そのうち70%以上が配当性向を目標とし、目標配当性向を30~40%程度に置いている企業が圧倒的に多い。
- 米国企業は自社株買いを積極的に実施するため総還元性向が高い。配当性向の平均値は日本企業とほぼ同水準であるが、その内容は日米で大きく異なる。米国では成長企業は無配が多い一方で、歴史ある大企業の多くは継続的な増配にこだわっている。
- 企業の成長ステージに応じて株主還元の水準を考えるというのが本来あるべき姿であるが、日本企業は成長ステージに関係なく画一的な株主還元策を行う傾向が強い。
- 日本独自の基準ともいえる目標配当性向をベースとした配当政策には問題点が多い。「利益が減少した時に減配になること」、「株価がディスカウント評価されやすいこと」、「内部留保を前提としているため資本効率の低下につながりやすいこと」が主な問題点であり、投資家目線では優れた基準であるとはいえない。
- 株主還元策の策定にあたっては、企業価値向上を念頭に置くことが望ましい。具体的には、有利子負債と株主資本等で構成される資本構成の最適化を目指したバランスシートマネジメントとリンクさせた形で株主還元を実施するのが理想的である。
- 理想的な株主還元策を策定した事例として参考になるのが丸井グループだ。丸井グループは約10年かけて目指すべきバランスシートを実現した後に、新たな株主還元方針として、資本効率の向上と長期安定的な増配を実現するため、DOE（株主資本配当率）基準を導入し、目標DOEを8%と高い水準に設定した。
- 日本企業の稼ぐ力が高まる一方で、目標配当性向をベースとした株主還元策が未だに主流であるため、株主資本等が膨張して資本効率の向上を阻んでいる。今後、配当方針を目標配当性向30~40%という基準から、目標DOE4~5%とする基準に変更するといったようなバランスシートの最適化を見据えた株主還元策が拡がることを期待したい。

1. 日本企業の株主還元額の動向

企業業績が好調だ。好調な企業業績を受けて、配当と自社株買いの合計である株主還元額は過去最高水準となっている（図表 1）。企業の投資意欲は旺盛であるが、バランスシートには多額のキャッシュが蓄積しており、今後も高水準の株主還元が続くと予想される。

（図表 1）日本企業の株主還元額の推移



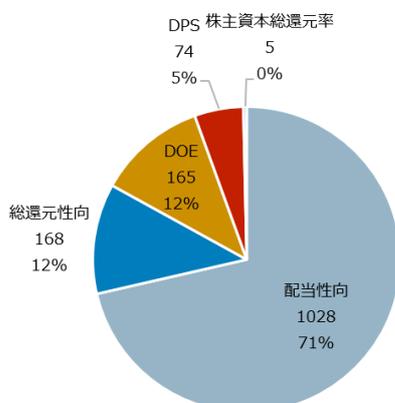
出所：東京証券取引所データより大和総研作成

多くの日本企業は、株主還元策の基本方針として目標配当性向を設定している（図表 2）。有価証券報告書において株主還元の数値目標を公表している企業数は年々増加して 1,400 社を超えているが、そのうち 70%以上が配当性向を目標としている。

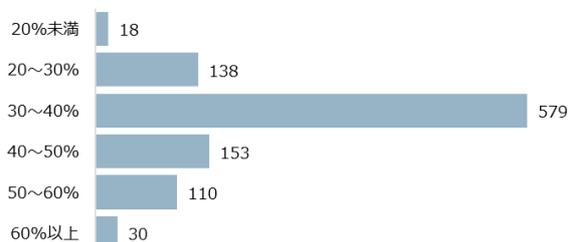
東証上場企業の配当性向の平均がここ数年 30%台で推移していることもあり、目標配当性向を 30~40%程度に置いている企業が圧倒的に多い。企業の成長ステージに応じて、株主還元の水準を考えるとというのが本来あるべき姿であるのだが、成長ステージに関係なく平均的な水準か平均値の少し上の水準を目指そうとするのが、多くの日本企業の特徴である。

(図表 2) 株主還元の目標設定状況と配当性向目標の数値分布

株主還元に関して、目標とする項目（社数）



配当性向目標値の分布（社数）



出所：上場企業を対象とした大和証券の調査より大和総研作成

自社株買いに関しても、高水準の利益による手元資金の増加や資本コスト意識の高まりから、2022年度に過去最高を記録し 2023年度も引き続き高水準で推移した。日本企業の自社株買いは、配当政策ほど画一的ではないが、発行済株式数の2%未満での実施が過半を占めており、過去数年間にわたり中央値は1.5%前後でほぼ安定的に推移している状況だ。

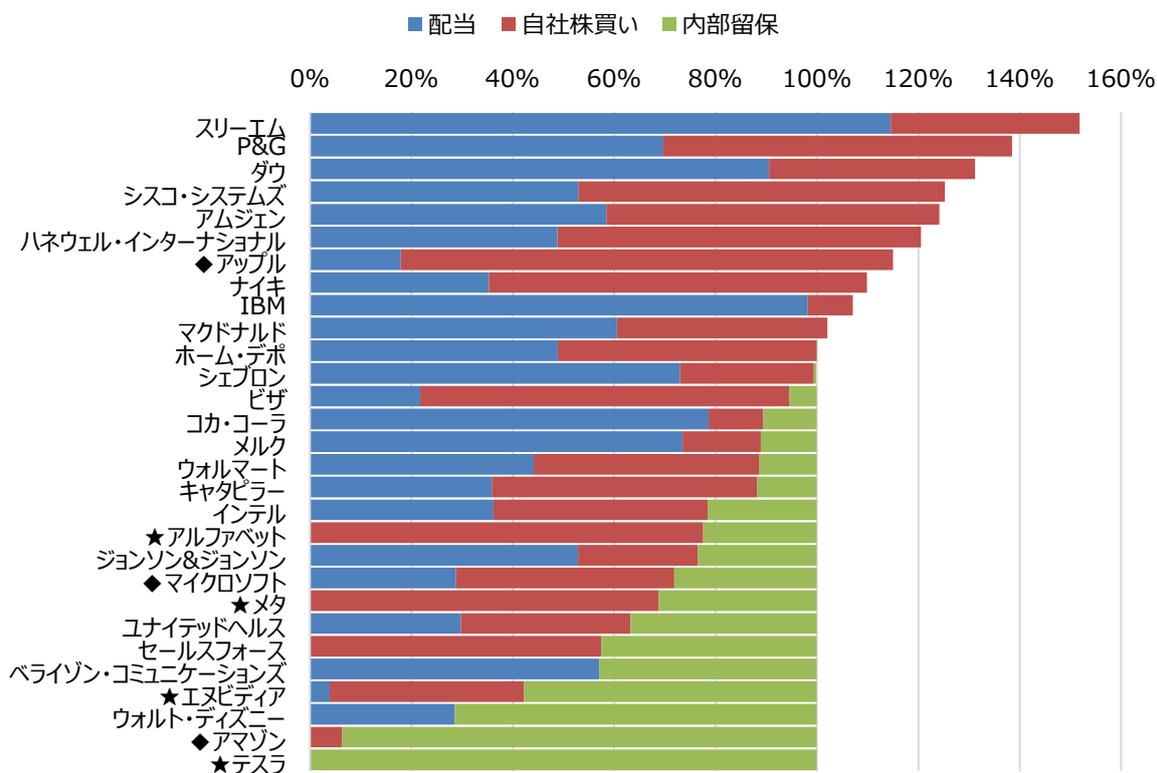
その結果、総還元性向（配当額に自社株買いを加えた金額と純利益の比率）は、わずかに増加傾向ではあるが、50%前後で推移している。したがって株主還元額が増加しているのは、利益の増加とそれに伴う株価の上昇が主因だといえる。

2. 米国主要企業の株主還元の状況

米国企業の株主還元の状況はどうであろうか。米国企業は自社株買いを積極的に実行するため総還元性向は高いが、配当性向の平均値は日本企業とほぼ同じ水準である。しかし、平均値は同水準であるが、内容は全く異なっている。その違いについて詳しく知るために、米国主要企業であるマグニフィセント7¹とNYダウ構成30社を対象に詳細な分析を実施した（図表3）。

¹ 米国株式市場を牽引する巨大テック企業7社。具体的には、マイクロソフト、アップル、アマゾン、アルファベット、メタ・プラットフォーム、エヌビディア、特斯拉

(図表 3) NY ダウ構成銘柄+マグニフィセント7の株主還元状況



注：グラフの「★」はマグニフィセント7、「◆」はダウ構成銘柄かつマグニフィセント7

金融4社（JPMorgan Chase & Co.、American Express Co.、The Goldman Sachs Group Inc.、The Travelers Companies Inc.）は除く。また、ボーイングは5年累積の利益が赤字であるため除く

出所：SPEEDA より大和総研作成

米国主要企業の株主還元策が画一的でないことは一目瞭然である。5年累積ベースで配当性向が100%を超え、総還元性向が150%を超えているスリーエムから、5年間株主還元を全くやっていないテスラまで、非常にバラつきが大きい。

無配企業は、テスラのほか、アマゾン、セールスフォース、メタ、アルファベットと大手テック企業を中心だ。フェイスブックを運営するメタは、今年2月の決算発表において創業来初となる配当を実施することを公表したが、予想を上回る好決算であったこともあり、一日で時価総額が約2,000億ドル上昇した。これは上場企業の一日での時価総額上昇額として史上最高であった²。米テック業界では、利益は成長投資に回し、株主には株価の上昇で報いるといった姿勢が一般的である。しかし、アップル、マイクロソフトに続いてメタが配当を実施し、それを市場が好感したことから、今後はアルファベットの動向に注目が集まる。

一方、歴史のある大企業の多くは、継続的な増配にこだわっている。NYダウ構成30社のうち60年以上連続で増配している企業は、P&G（67年）、スリーエム（65年）、コカ・コーラ（61年）、ジョンソン&ジョンソン（61年）の4社である。米国では、25年以上連続で増配している企業

² その後、同月にエヌビディアが更新

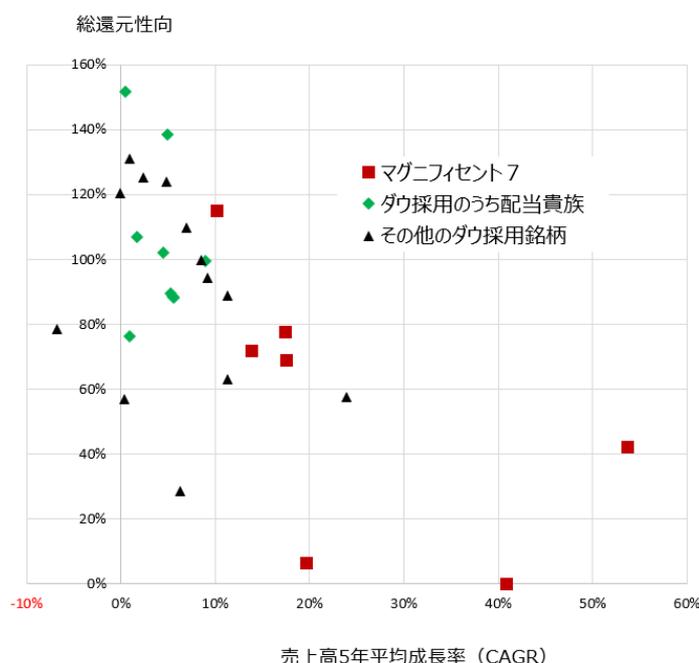
が「配当貴族」と称され、それらを対象とした「S&P500 配当貴族指数」も算出されている。これらの企業は少しずつ配当を増やすため、必ずしも配当の水準は高くないが、景気後退期や業績悪化時でも必ず増配するということが投資家の支持を集めている。

自社株買いに関しては、米国企業はきわめて積極的であり、S&P500 選定企業平均では利益の50%以上を自社株買いに充てている。中でもアップルの自社株買いのレベルは驚異的だ。2022年9月期の自社株買い実施額は894億ドルで、これは期初の株主資本等の約1.4倍である。配当も加えた総還元額は1,042億ドルで当期純利益998億ドルを上回る（総還元性向104%）こととなり、ROE175%となる利益を計上しても株主資本等が減少するという結果に至った。ちなみに、この年にアップルが実施した自社株買いの額894億ドルは、1ドル150円で換算すると13.4兆円となり、史上最高といわれた日本企業全体の2022年度の自社株買い総額9.6兆円を大きく上回っている。まさに桁違いの株主還元策だということができる。

米国主要企業の成長率と株主還元の関係を分析すると（図表4）、高成長企業の総還元性向が低く、安定成長企業の総還元性向が高い傾向にあることがわかる。高成長企業は事業への投資機会が多いため、株主還元を抑制した方が株主の利益につながるからである。

（図表4）米国主要企業の売上高成長率と総還元性向の関係

	売上高5年CAGR	総還元性向
アップル	10%	115%
アマゾン	20%	6%
マイクロソフト	14%	72%
アルファベット	17%	78%
エヌビディア	54%	42%
テスラ	41%	0%
メタ	18%	69%
IBM	2%	107%
P&G	5%	139%
ウォルマート	5%	89%
キャタピラー	6%	88%
コカ・コーラ	5%	89%
シェブロン	9%	99%
ジョンソン&ジョンソン	1%	76%
スリーエム	0%	152%
マクドナルド	5%	102%
アムジェン	5%	124%
インテル	-7%	78%
ウォルト・ディズニ	6%	29%
シスコ・システムズ	2%	125%
セールスフォース	24%	57%
ダウ	1%	131%
ナイキ	7%	110%
ハネウェル・インターナショナル	-0%	121%
ピザ	9%	94%
パライゾン・コミュニケーションズ	0%	57%
ホーム・デポ	8%	100%
メルク	11%	89%
ユナイテッドヘルス	11%	63%



出所：SPEEDA より大和総研作成

5年間で売上を4.5倍にしたテスラは、配当も自社株買いも行わず総還元性向はゼロ、5年間

で売上を 5.2 倍にしたエヌビディアは、利益の 38%の自社株買いを行っているが配当性向はわずか 4%である。

逆に、売上高成長率がゼロ%のスリーエムの総還元性向が 159%と高いように、売上高成長率が低い企業は総じて株主還元を積極的だ。安定成長企業が高水準の ROE を維持するためには、高配当と自社株買いを行うことによって株主資本等をコントロールする必要があるからである。

3. 株主還元の意思決定プロセス

企業は成長段階に応じて資金需要が異なるのが一般的だ（図表 5）。

（図表 5）企業の成長ステージと財務戦略の関係

	急成長期	成長期	安定期	成熟期
	投資機会が豊富で資金需要が旺盛 投資の実行によってFCFはマイナス		キャッシュフローが潤沢 新規投資が必要なプロジェクトは少ない	
◆売上の伸び	高	←	→	低
◆投資水準	高	←	→	低
◆FCF	マイナス	←	→	プラス
◆事業環境	不安定	←	→	安定
◆調達資本	資本性		負債性	
投資家の期待	キャピタルゲイン中心		インカムゲイン中心	
企業の対応	利益配分抑制 資本の成長を上回る利益成長により ROE向上を目指す		資本膨張抑制 利益成長が鈍化するなかでも ROEを維持	
	内部留保の蓄積を優先		増配・自社株買いを積極化	

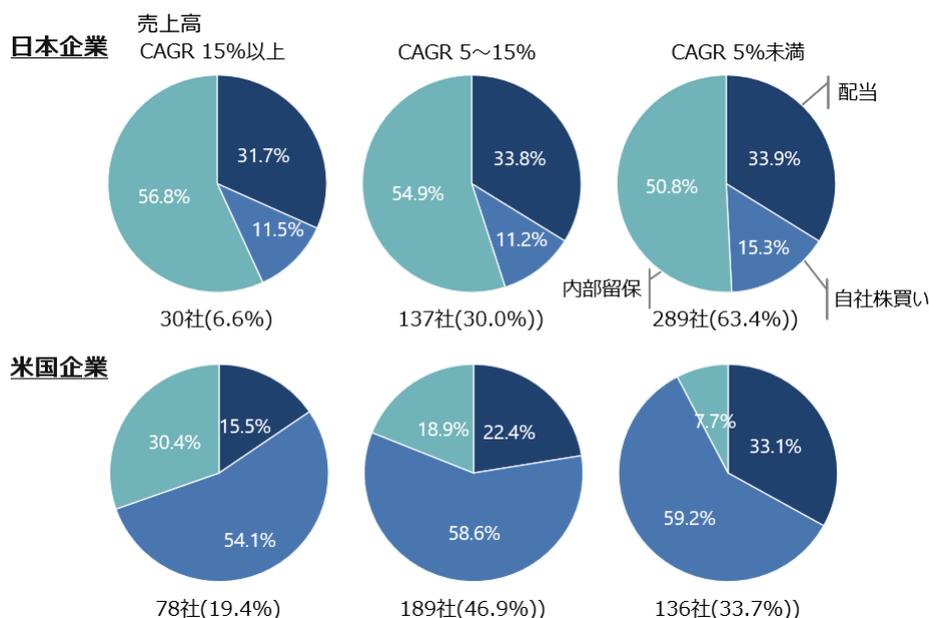
出所：大和総研作成

急成長期においては、投資機会が豊富で事業投資を実行するための資金需要が多いので、株主への利益還元を抑制すべきである。企業経営が安定期・成熟期になると、フリーキャッシュフローが潤沢になるので、株主還元を積極化する必要がある。

もう少し厳密に言うと、資本コストを上回る収益性が見込まれる投資機会、つまり投資から生み出されるキャッシュフローの正味現在価値がプラスの投資機会があれば投資を実行すべきということが、企業の投資行動の大原則である。その際に資金が不足すれば外部から調達して実行、正味現在価値がプラスの投資を全て実行しても資金に余裕がある場合は、財務の状況に応じて有利子負債の返済に充てるか株主還元を充てるかを検討するのがセオリーである。

売上高の成長率ごとに株主還元の状態を日米主要企業で比較すると、米国企業は売上成長率が低いほど株主還元率が高まるが、日本企業は売上成長率に関係なく株主還元率はほぼ一定である（図表 6）。財務の状況に応じて株主還元策を変更しないことが日本企業の財務運営上の問題点であり、改善が求められるポイントだといえる。

（図表 6）企業の成長ステージごとの株主還元状況の日米比較



出所：大和証券作成

以前から日本企業は資本コストに対する意識が希薄で、財務安全性を偏重して資本効率を軽視する傾向が強かった。本来であれば、有利子負債と株主資本等のバランスを考えて有利子負債の返済か自社株買いなどの株主還元かのどちらを優先するかを決めるべきである。しかし、多くの日本企業では無借金経営を是として、有利子負債より数倍から十数倍資本コストの高い株主資本等の返済（＝株主還元）に消極的である。その結果、米国企業と比べて成長力が低いにもかかわらず総還元性向が低く、それが ROE 水準の格差の一因になっている。

株主還元の手法のうち、配当と自社株買いの組み合わせはどのようにすべきであろうか。配当は安定的・継続的に行うことが求められるが、自社株買いは機動的・非連続的に行うことが可能といった特徴がある。したがって、利益目標の一定割合や株主資本等の一定割合を基準に安定的・継続的に配当を行い、戦略投資額が想定を下回ってキャッシュに余裕ができた場合や株価が想定を下回っている場合などに自社株買いを増額して実施するといった方法が合理的と考えられる。

4. 目標配当性向による配当の問題点

日本企業の大半が、株主還元策の基本方針として目標配当性向を設定している。ところが、配当性向を目標に掲げている欧米企業はほとんどない。なぜなら、固定的な目標配当性向による配当政策には大きな問題があるからだ。

一番大きな問題点は、目標配当性向を固定していると、利益が減少した時に減配となることである。日本企業は減益時に当たり前のように減配することが多いが、これは海外の機関投資家からはきわめて不評である。欧米企業はよほどのことがない限り減配しないので、それとの比較で減配を重大なネガティブメッセージと捉えてしまうからである。

米国では配当貴族といわれる 25 年以上連続で増配している企業が S&P500 に 67 社存在するなど配当の継続性が重視されている。欧州企業も日本や米国の企業よりも配当水準が高く配当へのこだわりが強い。NY ダウ構成 30 社を対象に過去 10 年間で減配した企業の事例を調べると、コロナ禍の 2019 年・2020 年にボーイングとウォルト・ディズニーがそれぞれ減配→無配にしたケースと 2023 年にインテルが減配を行ったケースの 5 つの事例しかなかった。ボーイングは次期主力機の 737MAX の相次ぐ墜落とコロナ禍が重なり、一時は経営危機に陥った。ディズニーはコロナ禍で一時パーク閉園に追い込まれ、インテルは 2022 年以降急速に業績が悪化して様々な事業リストラの途上にある。

欧米企業にとって減配は、現状の収益モデルが維持できないような重大な局面でやむを得なく実施するものであり、コロナ禍の 2020 年度に業績の落ち込みが少なかった業種も含め 29% の企業が減配を実施した日本とは様相が全く異なっている。

次に問題点として挙げられるのは、株価がディスカウント評価されやすいということだ。株価は基本的には将来の利益やキャッシュフロー予想に基づいて形成される。ところが、稼いだ利益のうち 30% しか株主に与えられない（配当性向 30% を永続）のであれば、極端に言うとも株価が 70% ディスカウントされてもしかたがない。

総合商社の株価形成をみると、配当政策の影響が大きいことがわかる。総合商社は資源価格の変動によって業績が大きく左右される。2015 年頃まで総合商社各社は、配当性向 20~30% を目標とする配当政策を実施しており、2006~2015 年度の 10 年間に三菱商事の 4 度を筆頭に五大総合商社合計で 15 度の減配を実行した。業績変動リスクに加えて、低配当性向でかつ減配リスクも高かったことから、当時の総合商社の株価評価は低く、PER は 5~9 倍程度と市場平均を大きく下回る状況が続いていた。

その後、三菱商事が 2016 年度開始の中期経営計画において、「持続的な利益成長に合わせて増配していく累進配当を基本方針」とすることを公表したのを皮切りに、各社も概ねそれに追従した累進配当や高水準の下限配当の設定など、下方硬直性のある配当政策に方針を転換していった。その結果、市場の評価も徐々に高まっていき、特に伝説の投資家といわれるウォーレン・バフェット氏が 2020 年に五大商社株に投資してからは、市場のディスカウント評価はほぼなく

なった。ウォーレン・バフェット氏は、長年コカ・コーラなどの配当貴族銘柄を好んで投資対象としており、日本の総合商社がそのお眼鏡にかなったのは、配当政策の変更によるところも一つの要因であると考えられる。

もう一つの問題点は、配当性向を基準とした配当が、内部留保を前提としていることだ。例えば、配当性向 30%で仮に自社株買いを実施しなければ、利益の 70%が内部留保に回ることになる。利益成長力の乏しい安定成長企業が利益の 70%を内部留保し続けると、株主資本等が膨張を続けて ROE（株主資本利益率）の向上が難しくなる。

日本の上場企業の ROE は 2017 年度に 10.3%まで上昇したが、その後は 10%の壁を越えられていない。2022 年度は 2017 年度比で利益が約 17%増加したが、株主資本等が約 30%増加したため、ROE は 9.1%にとどまった。2023 年度も最高益更新が予想されているが ROE は 10%に届かない見通しだ。高水準の内部留保による株主資本等の膨張が ROE の上昇を阻んでいるからである。個々の企業が資本効率を意識して、自社株買いや配当の水準を高めないと ROE の持続的な上昇は困難になる。

欧米企業で事例が少なく、問題点の多い目標配当性向を基準とした配当政策が日本に定着した理由は何なのであろうか。それは 1980 年代後半のバブル期の企業行動と、その後の株価下落への対策として証券業界が定めた自主規制ルールが発端になっている。

バブル絶頂期だった 1989 年に日本企業は 25 兆円を超えるエクイティファイナンス（時価発行増資など新株発行を伴う資金調達）を実施した。増資形態が額面発行³から時価発行に変わったのに、配当は額面ベース⁴であり株主から不評であった。そこで 1992 年 3 月に日本証券業協会が発表した時価発行増資後の利益配分ルールでは、公募増資など資本市場から資金調達を行う企業は、資金調達後 3 年間の平均で配当性向を 30%以上にすることが求められることになった。本来、エクイティ調達をするような企業は、資本コストを上回る投資機会があるはずだから、そのような企業に株主還元を求めるのは理論的に間違っている。しかし、当時は株主資本コストに対する正しい理解もなく、例えば資金運用目的等で増資が行われるような時代であった。

この利益配分ルール自体は 1996 年に撤廃されたが、業績が上がっても配当を出し渋る企業に対して、業績向上に応じた配当の増額を求める投資家からの支持を受け、額面 1 割配当に代わる指標として配当性向 30%が日本企業の一般的な基準となっていたのである。

その後、日本企業のバランスシートには空前のキャッシュが積み上がってきているが、依然として目標配当性向にこだわり、時には減配もしながら内部留保を積み上げる日本流の配当政策が主流のままである。資本コストを意識した経営が定着しつつある今こそ、問題点の多い目標配当性向基準から、より合理的な基準による配当政策に切り替えるべきではないだろうか。

³ 1980 年頃までは株式の額面である 50 円での増資が主流であった、株式の額面は 2001 年に廃止

⁴ かつては額面 50 円の 1 割である 5 円の配当が目安とされた

5. 望ましい株主還元策の事例

「完全市場⁵の下では、企業の資本構成および配当政策は企業価値に影響を与えない」。ともにノーベル経済学賞を受賞したモディリアーニとミラーが1958年に提唱したMM理論である。

ところが実際の市場では、資本構成や配当政策は企業価値に大きな影響を与える。負債利子に節税効果があるために有利子負債の活用が企業価値にプラスにはたらくこと、企業経営者が必ずしも企業価値最大化を目的とせず安定的な経営を志向することなどがあるからだ。

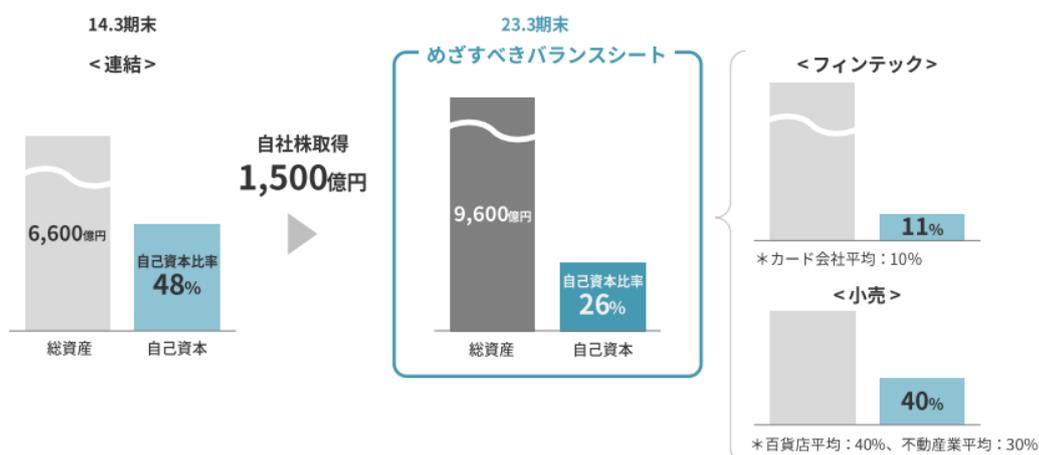
株主還元策の策定にあたっては、企業価値向上を念頭に置くことが望ましい。具体的には、有利子負債と株主資本等で構成される資本構成の最適化を目指したバランスシートマネジメントとリンクさせた形で株主還元を実施するのが理想的である。

丸井グループは、10年前からバランスシートマネジメントに取り組んでおり、10年間に約1,500億円の自社株買いを実行した。その結果、自己資本比率が48%から26%となり、主な事業であるフィンテック事業と小売事業を行うのに適した目指すべきバランスシートを実現した。(図表7)

(図表7) 丸井グループのバランスシートマネジメント

めざすべきバランスシートの実現

フィンテック・小売の資本最適化により、めざすべきバランスシートが実現



出所：丸井グループ 2023年3月期決算説明資料

2024年3月期からは新たな株主還元方針として、資本効率の向上と長期安定的な増配を実現するため、DOE⁶基準を導入した(図表8)。具体的には、目標DOEを8%という株主資本コストと

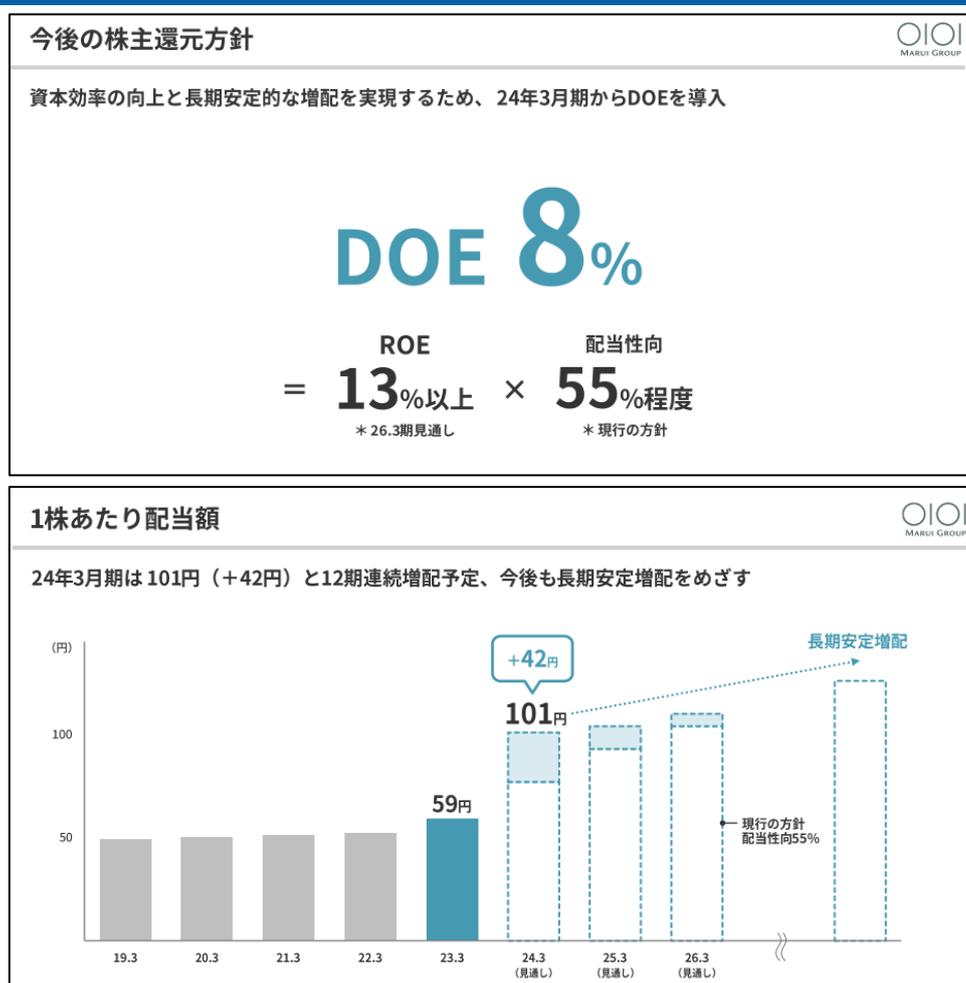
⁵ 税金や取引手数料がなく、全ての情報が市場参加者に共有されており、市場の需給不均衡は瞬時に解消されるという前提。ファイナンス理論では完全市場がベンチマークと位置付けられている

⁶ DOE (Dividend on equity ratio) の略で「株主資本配当率」のこと。企業が株主資本等に対してどの程度の配当を支払っているかを示す指標

同等の高い水準に設定したため、前期比で70%以上の増配が行われることになった。DOEはROEと配当性向の積に分解できるが、丸井は目標ROEである13%以上と、従来の配当方針だった配当性向55%を掛け合わせて8%の目標DOEを設定したということである。

加えて、機動的な自社株買いができるように発行済株数の10%相当、金額ベースで最大400億円の自社株取得枠を設定した。今回の丸井グループの自社株買いの特徴は、計画的・機械的に実施するのではなく、将来の収益性が株価に十分に織り込まれない場合に実施するという方針に変更したことである。株価が比較的堅調に推移した結果、自社株買いの実施額は金額ベースで決議額の8%にとどまった。

(図表8) 丸井グループの株主還元方針



出所：丸井グループ 2023年3月期決算説明資料

企業価値を向上させて資本市場の評価を高める株主還元策を考えるにあたって、丸井グループの株主還元方針は大いに参考になる好事例だ。特に評価できるポイントは以下の3点である。

- ① 最適資本構成を意識したバランスシート基準で株主還元を実行していること
- ② 長期安定的な増配を目指してDOE基準の配当政策としたこと

③ 自社株買いを割安な株価で実行しようとしていること

丸井グループは、新しい株主還元方針を設定する前に目指すべきバランスシートを実現しているが、その実現のために積極的な自社株買い（＝株主資本等の返済）を実行してきた。DOE8%とする配当政策も、まさにバランスシート基準であり、株主還元方針全体が資本効率を意識した内容になっている。

DOE 基準の配当政策について解説すると、DOE は分母が比較的ブレの少ない株主資本等の額なので、変動の大きい当期利益を分母とする配当性向と異なり安定した配当が実施できる。また、 $DOE = ROE \times \text{配当性向}$ に分解できるが、DOE 基準での配当政策は、経営のパフォーマンスが高い高 ROE 企業は株主への分配より投資を優先（低配当性向）し、経営のパフォーマンスの低い低 ROE 企業は株主に資金を多く返還（高配当性向）することになるので、理にかなっている。さらに、DOE は株主資本等に対する一定のキャッシュアウトということになるので、日本企業で軽視されがちな株主資本コストを意識させるための有効な施策になる。

2022 年度の日本企業の平均的な DOE の水準は約 3% である（ROE 平均が 9.1%・配当性向平均が約 35%）。欧米企業の平均的な DOE 水準は約 6%（米国企業が平均 ROE 約 20%・平均配当性向約 30%、欧州企業が平均 ROE 約 15%・平均配当性向約 40%）であり、日本企業の DOE 水準は国際比較でみるとかなり低い。

ここ数年で DOE 基準を採用する企業が増加傾向にある。しかし、現行の配当水準ありきで逆算して DOE 目標を設定する企業も少なからず存在している。丸井グループのように目指すべき資本構成を意識したうえで、ROE の目標とそれを継続的に実現するための株主還元策として DOE 基準を設定するのが望ましい形である。

自社株買いには、資本の圧縮による ROE 引き上げや株数の減少による 1 株当たり利益の向上などの効果がある。配当と違って継続性が求められるわけではないので、機動的に行えるという特徴もある。ひとつ自社株買いを行ううえでの留意点として考慮すべきことは株価水準である。割安な株価で自社株買いを実施すれば、企業価値が高まることになる。割安な株価で自社株買いに応募した株主から、保有を継続した株主に対して、フェアバリューと割安株価の差額分だけ富が移転することになるからだ。したがって、本来は割安な株価で実施するのが望ましい。ここでいう割高・割安の判断は、PBR 水準に関係なく将来の収益力その他で決まることになる。丸井グループの「将来の収益性が株価に十分に織り込まれない場合に実施する」という新しい自社株買いの方針は、まさにその判断基準に則ったものである。

6. 求められるのは株主資本等のコントロールを意識した株主還元策

多くの日本企業では、中長期の利益計画と ROE 目標と株主還元策がリンクしないでバラバラに設定されている。典型的なパターンは、売上高・利益を現行水準から大きく伸ばす経営目標を

立てて、ROE 目標は 8%未満の企業は 8%に、それ以上の企業は 10%など控えめな数値を置き⁷、株主還元策はそれらの目標とは独立して配当性向 30%にするといった状況だ。

本来は、売上高・利益の目標と同様に高いレベルの ROE 目標を設定し、目標 ROE 達成のための株主資本等の目標額を試算し、目標株主資本等に到達するための株主還元策を策定するといったプロセスで経営計画を立案するのが望ましい。つまり、株主資本等は ROE 目標を達成するためにコントロールすべきものであり、株主還元策はそのための手段だという関係である。

日本企業の稼ぐ力が高まる一方で、目標配当性向をベースとした株主還元策が未だに主流であるため、株主資本等が膨張して資本効率の向上を阻んでいる。「株主還元＝フローの利益の一部還元」と捉えずに、バランスシートの最適化を見据えた「企業価値を高める株主還元策」が求められている。

企業価値を高めるための株主還元策として、配当と自社株買いをどのレベルでどう組み合わせしていくのがベストだろうか。もちろん、各企業の状況によりケースバイケースではあるが、よほどの高成長企業や財務が脆弱な企業でなければ、配当と自社株買いの両方をバランス良く増やして総還元性向を引き上げる余地は十分にあると考えられる。日本の主要企業の過去 5 年累計の総還元性向は約 47%で、米国企業の約 83%を大きく下回っている（図表 6 参照）。売上高成長率が高い企業の比率が圧倒的に米国企業を下回っているにもかかわらずだ。総還元性向の平均値が 60~70%に高まれば、企業の資本効率と投資対象としての株式の魅力度がともに高まっていくと考えられる。

具体的な目標設定としては、例えば配当方針を目標配当性向 30~40%という基準から、目標 DOE4~5%とする基準に変更することが望ましい。DOE4%というのは、ROE8%の企業が配当性向 50%とした場合、または ROE10%の企業が配当性向 40%とした場合に達成される。ROE が 8%に満たない企業は、配当性向 50%を超えることになるが、そもそも ROE が低い企業は株主資本等が過剰なケースが多い。そのような企業は更なる内部留保が企業価値を毀損することになるため、株主還元を積極的に行うべきである。

自社株買いに関しても、アクティビスト投資家等からの強いプレッシャーがない限り、さしたる根拠もなく発行済株式数の 1.5%程度を実施している企業が多い。機動的・ダイナミックに行えるという自社株買いの特徴を考えると、株主資本等が過剰な企業が最適資本構成に近づけるべく資本を圧縮するような目的で大胆な自社株買いを行えば、企業価値向上につながる。

企業価値を高めていくためには、資本コストを上回る資本収益性を確保することが必要である。そのためには、バランスシート上の資本構成をコントロールすることが不可欠だ。株主還元策を考えるにあたっては、いかに将来のバランスシートを構築していくかといった視点が欠かせない。

—以上—

⁷ 大和総研コンサルティングレポート「ROE 目標の不思議」（太田 達之助 2023 年 12 月）