

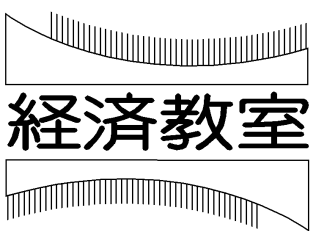
ポイント

- ・有配企業比率、日本以外は低下傾向続く
- ・R&D・設備投資は日本の減少率大きい
- ・経営者の役割、リスクをとり投資すること

野間 幹晴 一橋大学准教授

日本企業について、まことしやかに語られる2つの通説がある。一つは配当政策に関するものであり、いま一つは投資政策についてである。両者とも、米国企業との対比で議論されることが多いという共通項がある。

配当政策に関する通説とは「米国企業は株主還元を厚く行っている」というものである。たとえば「米国企業は株主への配当が多いのに対して、日本企業の配当性は低い。日本企業も配当を通じた株主還元を強化し、企業価値



経済教室

を高めるべきである」などといわれる。一方、投資政策に関する通説では「米国企業は短期的あるいは近視眼的な投資を行うのに対して、日本企業は長期的な視野に基づいて設備投資や研究開発投資を行っている」と論じられる。

しかし、筆者の研究によると、こうした通説は必ずしも正しくない。

図は、1985年から2009年において、日本、米国、英国、カナダ、ドイツの5カ国の上場企業のうち、配当を支払っている企業(有配企業)の比率を示している。これを見ると、日本以外の4カ国では、90年代前半から配当を支払う企業の比率が徐々に低下していることがわかる。特に米国ではこの間、配当を支払う企業の比率が73・2%から30・2%へと下落している。

一方、09年における日本企業の有配比率は86・5%であり、5カ国の中で突出して高い。図には挙げていないが、フランスや韓国の有配企業比率も日本より低いのである。

「通説」と異なる日本企業 有配企業の比率、高水準



以来、一度も株主に配当を支払ったことがない。その背景には、配当を行つべきなのは、収益性の高い投資を見いだすことができない場合だけだ、という考え方があつた。収益性の高い投資機会があれば、経営者は配当よりも投資を優先することで企業価値を高めることができる。

翻って、日本ではなぜ配当を支払う企業が多いのだろうか。日本企業は米国企業に比べて成長性が低く、また多額の現金を保有している。しか

ている企業では、配当を支払う必要はないのである。



次に、投資政策の通説の妥当性を検証するために、設備投資と研究開発(R&D)投資について、前年よりも投資額を削減した企業の比率を調べてみた。投資額を減らせばその期の利益は増加するので、投資の減少は経営者の短期的あるいは近視眼的行動の一面面ととらえることができる。R&D投資が多い医薬品業界の比重が米国で高いことなど、各国における産業構造の違いを考慮するため、設備投資あるいはR&D投資を行っている企業だけを対象に増減率で比較している。

設備投資の調査結果で、特筆すべきは次の2点である。一つは、85年から09年の間に前年より設備投資を減らした日本企業の比率は平均47・1%であり、先ほどの5カ国に

米国のほうが「長期経営」 競争力向上へ積極投資を

競争力向上へ積極投資を

仏、韓国を合わせた7カ国の中で最も高い。ただし、最も低いカナダでも42・1%あり、全期間を平均すると各国で設備投資額を減少させる傾向に大きな差はない。

もう一つは、日本企業が高い国際競争力を誇っていた85〜89年でも、日本企業で設備投資額を前年より削減したのは平均40・5%なのに対して、米国企業では39・0%で日本よりわずかながら低い。このことは、80年代に日本企業の競争力が強

についても同様の結果が確認された。まず、R&D投資を削減した企業の比率が最も高いのは日本であり、全期間を通じて41・5%に達している。一方、米国企業では22・5%しかない。85〜89年でも、日本企業でR&D投資を減らしたのは24・0%と、7カ国中で最も高い。この間、米国では14・9%の企業しか削減していない。

80年代後半、日本企業は短期的視野に立った投資を行っているから国際競争力が高いと評価されていたが、皮肉にも既にほかの国々よりR&D投資を減らす企業が多かったのである。90年以降に日本企業が衰退していった一つの原因は、80年代後半から競争力の源泉であるR&D投資を削減していったからだろう。



一連のデータは、日本企業をめぐる2つの通説とは相い

れず、経営者の意識改革が必要なことを物語る。先進国の中で、日本は配当を支払っている企業がきわめて多い。海外では、配当よりも投資を優先している。また日本企業は、海外企業よりも設備投資やR&D投資を削減する傾向が強い。むしろ、海外企業は競争力を強化するため、投資を安易に削減せず、長期的な投資を行っているのである。

さらに、日本企業が行った設備投資額あるいはR&D投資の総額を、株主に支払った配当総額で割った値の変遷を分析した。その結果、2000年以降、日本では配当に対する設備投資やR&D投資の比率が低下している。このことは、経営者が事業から得たキャッシュフローを、設備投資やR&D投資などよりも、配当に充当することに重きを置いてきたことを示唆する。

筆者は、増配や自社株買いなどの株主還元策を否定しているわけではない。株主にと

って、株主還元策は重要である。しかし、こうした株主還元策の実施は、経営者の本質的な役割ではない。株主還元によって一時的に株価が上昇することがあっても、企業の本質的な競争力が高まるわけではない。

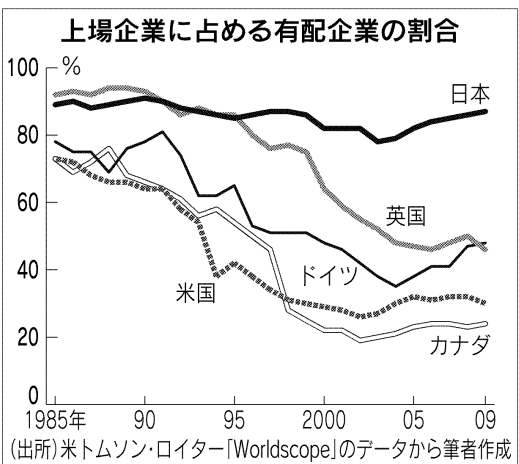
日本企業が投資より配当を優先するのは、産業の成熟化が進み、企業の新陳代謝が遅れ、有効な投資先を見つけれないからだ、という見方もあるだろう。しかし「投資先がないのだから株主に還元せよ」と株主が主張するのはもつとのだが、経営者が「投資先がない」というのは、責任放棄であると考えられる。経営者の最も重要な役割は、競争力を強化するために新たな投資先を見つけ、リスクをとって設備投資やR&D投資を行うことである。

企業価値の向上という観点からは、経営者を3つに分類することができる。まず、企業価値に対する意識が低い経営者である。こうした経営者の特徴は、株主を軽視し、投資家向け広報(IR)などにも熱心でないことが多い。ただし、こうした経営者は少なくなりつつある。

次に、企業価値向上の必要性を認識しているものの、リスクの高い投資には踏み切れず、配当や自社株買いを通じて株主還元を積極的な経営者である。最後に、競争力向上のために、積極的にリスクをとり投資を行う経営者であり、経営者が担うべき役割を果たしており、優れた経営者である。仮に配当や自社株買いに消極的だったとしても、株式市場はこうした企業を高く評価するだろう。

日本企業が国際競争力を回復するためには、長期的な視野に立ちリスクをとった投資を行う経営者が必要である。リスクのある投資が、競争力向上の必要条件である。日本企業が国際競争力を回復するためには、経営者の意識改革が喫緊の課題である。

のま・みきはる 74年生まれ。一橋大博士。専門は会計学、企業価値評価



競争力が強かったのは長期的な投資行動を行っていたからであり、米国企業が競争力を失ったのは長期的な投資をしなかったからである、という見解とは矛盾している。