

〒133-0034

東京都文京区湯島 1-8-2

MK 御茶ノ水ビル

株式会社マツキヨココカラ&カンパニー

取締役会御中

代表取締役社長 松本 清雄 様

新年明けましておめでとうございます。貴社株式を、運用顧客口座にて保有しております、機関投資家のひびき・パス・アドバイザーズと申します。いつも IR の森様、高橋様、及び部署の皆さまに大変親切なご対応をいただいていることに感謝申し上げます。2023 年も何卒よろしくお願い申し上げます。

本日は、一少数株主として、貴社の今後への期待をお伝えしつつ、IR 等における戦略提示の方向性や方法、及び、配当の考え方に関して考察をし、それに基づいたご提言をさせていただきたく、大変不躰ではございますが、このような書簡を貴社取締役会にご送付させていただきました。何卒ご検討の程をよろしくお願い致します。

令和 5 年 1 月 5 日

39 Temple Street #02-01, Singapore 058584

Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.



ディレクター/チーフインベストメントオフィサー

清水雄也

株式会社マツキョココカラ&カンパニー御中 戦略開示の高度化、そして四半期配当のご提言

令和5年1月5日

Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.

目次：

1. はじめに.....	p.3
2. 統合シナジーの出現に関する考察.....	p.3
3. 戦略提示と投資家へのコミュニケーションに対する今後への期待.....	p.5
4. 貴社及び主要他社の配当政策の推移分析.....	p.11
5. 四半期配当実施企業7社の株価推移分析.....	p.14
6. 四半期配当が貴社の事業にとってもシナジーとなり得る理由.....	p.16
7. おわりに.....	p.17

図表集

図表1：貴社シナジー効果資料（2021年2月）
図表2：株主総利回り、ドラッグ大手6社と東証株価指数との比較
図表3：ドラッグストアの戦略イメージ
図表4：CVS vs WBA 主要指標過去3年及び5年比較
図表5：CVS vs WBA バリュエーション比較
図表6：WBAの提唱するヘルスバリューチェーン
図表7：OECD健康評価調査2019 – 主観的健康評価
図表8：OECD健康評価調査2019 – 国民一人当たり医療機関受診回数
図表9：貴社のDX、プラットフォーム戦略図
図表10：ドラッグ大手各社の配当政策及びデータ
図表11：2016年度の配当金を100と正規化した場合の各社配当推移比較
図表12：四半期配当企業の導入時期
図表13：四半期配当企業7社平均の東証株価指数との相対株価推移
図表14：四半期配当導入年度の配当額を100と正規化した年間配当額推移

1. はじめに

貴社株式を、運用顧客口座にて保有しております、機関投資家のひびき・パス・アドバイザーズと申します。いつも IR の森様、高橋様、及び部署の皆さまに大変真摯にご対応いただいております。感謝申し上げます。本日は、一少数株主として、貴社の今後への期待をお伝えしつつ、ドラッグストア最高レベルの顧客タッチポイントを誇る貴社の今後のドミナントポジションを十分に活用した事業戦略の打ち出し方、そして、配当の考え方に関して考察をし、それに基づいたご提言がありまして、このような書簡を貴社取締役会にご送付させていただきました。一株主の一つの見方ではありますが、貴社を長年拝見してきました上での見解ですので何卒経営会議体の方でご検討の程をよろしくお願い致します。

2. 統合シナジーの出現に関する考察

2021年10月1日にマツモトキヨシグループとココカラファイングループが経営統合したマツキヨココカラ&カンパニー（“貴社”及び“マツココ社”）の発足から1年余りとなりました。2019年から開始された長い道のりと準備を経て、晴れての統合となりましたが、経営陣及び従業員の皆さまの努力の賜物によって、コロナやインフレ環境といった混乱を乗り越えて着実にシナジー効果を出現させていることに、一株主としても感謝の意を表明致します。デジタルマーケティング戦略と効率店舗運営で業界をリードするマツモトキヨシグループと、調剤薬局併設型で業界を先行するココカラファイングループとの補完関係が融合し、11月14日に上方修正された貴社通期業績予想を拝見すると、2026年3月期の目標として掲げられていた営業利益率7%が既に射程圏となる営業利益率6.1%を達成する見込みであります。これは驚くべきスピードでこの統合企業体が進化を遂げていることを表しています。今後、少子高齢化が進む国内経済社会において、内需型企業は大型企業同士の連携、合従連衡が不可欠な時代に突入していると私どもは考えておりますが、本統合のケーススタディはドラッグストア業界のみならず、様々な産業の経営者にとっても大変参考になる事例と感じております。

数値面で言うと、統合前の両社の2019/3期と2020/3期（コロナ直前2期）の2年平均の「二社合算」の売上高は9,855億円で、営業利益は499億円でした（∴営業利益率は5.1%）。これに対し今期の売上予想は9,500億円と当時より4%程低いのですが、営業利益予想は578億円と、実に16%程も高く（営業利益率は6.1%）、まさに、各個社の地道な経営努力とシナジー出現の努力が顕在化しているものと存じます。図表1、2021年末の経営統合資料にて、「経営初年度で営業利益約200億円のシナジー発現」とありますが、経営統合前から特にココカラファイン側で顕在化している仕入れ共通化や共同販促、One to One Marketingの効果もあり、この初年度で200億円ペースのシナジー目標は概ね達成されていると理解しております。

図表 1 : 貴社シナジー効果資料 (2021 年 2 月)

経営統合によるシナジー効果

経営統合後 3 年目までを目途に 営業利益300億円規模の改善効果

そのうち

経営統合初年度で (2021年10月-2022年9月)

営業利益約200億円のシナジー発現

いずれも両社合算

出所 : 2021 年 2 月 26 日経営統合に関する概要資料

また、KPI の精度向上や、顧客基盤の統合など、販売マーケティングや顧客タッチポイントやインプレッションの改善など、今後 2-3 年でさらなる戦略面のシナジー効果が期待されております。特に、マツモトキヨシグループは、2012 年から LINE によるデジタルマーケティングを業界に先立ち開始し、2014 年にスマホ公式アプリも他社より素早く開始し、DX と顧客データ蓄積に関してはかなりの経験値を積み重ねていることと存じます。今後、日本社会全体が高齢化する上で、このタッチポイントと、ココカラファイングループの強味であった調剤機能を兼ね備えて 3 大都市圏を押さえる面展開の店舗により、おそらく業界内で最も国民一人一人に寄り添った健康と医療のオムニチャネルプラットフォームになるポテンシャルをお持ちかと存じます。人々に美と健康を届けるアジア No.1 のドラッグストアを目指し引き続き邁進いただきたくお願い申し上げます。

尚、今後の成長戦略及びその戦略の情報開示の方向性に関して、2 点ほどご検討をお願いしたいことがございます。それは、(1) 水平戦略に加えた垂直の軸の顕在化、(2) 高齢化する日本人の健康・美意識へのデジタル戦略対応のご提示、です。次のセクションにて、触れていきたいと存じます。

3. 戦略提示と投資家へのコミュニケーションに対する今後への期待

図表 2：株主総利回り、ドラッグ大手 6 社と東証株価指数との比較

(2022/12/23付 TSR、%)	過去1年	過去3年	過去5年	過去10年
貴社	50.2	51.9	44.8	631.0
ドラッグ大手6社平均	7.0	9.4	12.6	376.0
東証株価指数	-2.1	17.9	16.8	183.9

※TSR = Total Shareholder Return (株主総利回り)

※大手6社=貴社、ウエルシア、ツルハ、コスモス、スギ、サンドラッグ (順不同)

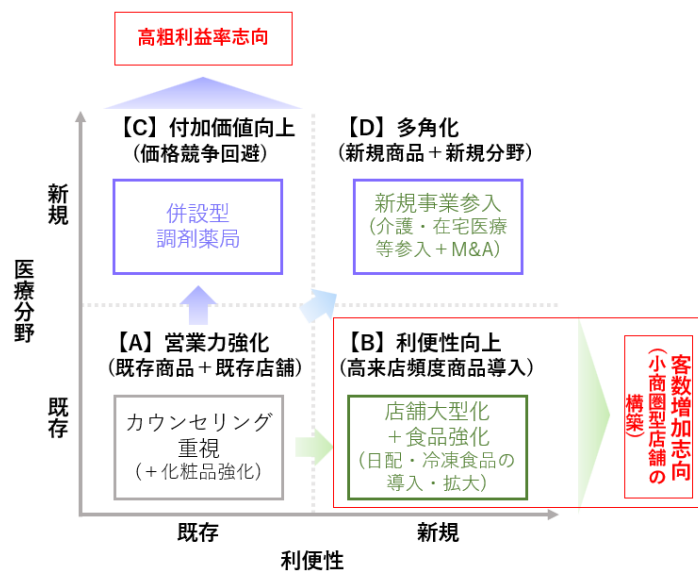
出所：ブルームバーグ

貴社の統合以降、IR資料もさらにブラッシュアップされ、好調なシナジー出現だけでなく、皆さまの地道で真摯な IR 活動にもより、直近 1 年間の株価推移は業界の平均を大きく上回ってきており、過去 3 年～10 年でも好調な実績が示されております (図表 2)。PER 倍率も今期予想ベースで 23.2 倍 (12 月 23 日株価ベース) と、業界大手 6 社平均の 22.1 倍を若干上回り、貴社の将来に関し漸く平均的な評価を得られていることかと存じます。しかし、であればこそ、さらに上を目指していただきたいとの気持ちがあり、このセクションにおいては、(1) 水平戦略に加えた垂直の軸の顕在化、(2) 高齢化する日本人の健康・美意識へのデジタル戦略対応のご提示、という提案をさせていただきます。

まず、(1) の垂直の軸の顕在化、という文脈ですが、ドラッグストア事業の成長戦略の軸は、いちよし経済研究所のレポート¹によりますと以下の図表 3 の通りに整理されています。釈迦に説法ではありますが、医療分野への事業高度化と利便性の追求です。その医療と利便性の追求の新交差点が多角化の部分となります。先日の[プレゼンテーション \(リンク\)](#)でもご提示させていただきましたが、本件においては米国のドラッグストアの戦略分析による示唆が興味深いと私どもは感じております。米国では調剤の処方、70%以上が CVS, Walgreen Boots Alliance, Cigna, UnitedHealth, Walmart, Kroger, Rite Aid で占められており既に寡占化が進行しました。その中でも店舗数で共に国内 9,000 店を超えるトップ 2 社の Walgreen Boots Alliance (WBA) 社と CVS 社の戦略の違いが参考になります。

¹ 2019 年 7 月 19 日付レポート 「嵐の前の静けさ?～ドラッグストア業界の再編加速の可能性」

図表 3 : ドラッグストアの戦略イメージ



出所：いちよし経済研究所資料を Hibiki 加工

米国ではご承知の通り、1990年代から薬局とドラッグの相乗り合従連衡が進み、さらに2000年代にはCVS社が医療クリニックチェーンの買収をするなど、面取り合戦がダイナミックに進行してきました。その中で過去20年を振り返ると、Walgreenは欧州Alliance Boots社の買収など、国際展開を含めた水平面展開を推進し、CVSは医療分野の方に進出する多角化、高度化を推し進めてきたと言えます。

先ず、WBA社は、極めて単純明快な横展開、面展開を推進してきた歴史があります。大型のものとしては2010年の都市型ドラッグの最大手Duane Reade社の10億ドル規模の買収がありますが、さらに2012年には英国Alliance Boots社の45%を取得、そして2014年には100%取得し企業統合を果たしました。2015年には同業大手のRiteAidの買収を発表しましたが、一部地域での市場占有率の問題を規制当局から問題視され、この買収が一部資産に限定されるといった想定外の結果になりましたが、その事業及びM&A戦略は面展開に集中する一貫したものでした。

翻って、CVS社は、1990年代は店舗数を拡大する面展開のM&Aを積極的に行ってきましたが、2000年代以降から横展開のみならず縦（医療）展開のM&Aも見られるようになりました。2006年に買収したMinuteClinic社が一つの分岐点となりますが、当社は看護師と薬剤師からなる小規模な診療所チェーンであり、主に予防接種や軽い医療行為を行う事業としてCVSに統合されました。2014年には、特殊調剤や在宅処方を行うCoram社の買収、2015年には、高齢者ホームや長期滞在医療センターに特化して調剤処方を行うOmnicare社も買収し、2018年には集大成として医療保険サービスの大手Actna社を690億ドルで買収し、その2,200万人の会員へのアクセスを可能とし、2022年9月に

80億ドルで在宅ケアの Signify Health を買収し、Primary Care（初期診療）でファーストコンタクトの面積を増やす戦略も打ち出しております。

このように、二社の間でこのように「横」なのか「縦」なのか、の戦略に明白な違いがあったのですが、その結果が業績的にも市場からの評価の面でも現段階では CVS 社の方にプラスに働いていますが、過去3年及び5年の年率の連結売上高、営業利益、そしてEPSの伸長率は図表4の通り、CVS社に軍配があがっており、また、図表5の通り、PER、PBRで見てもCVS社の方が相対的にも、そして過去5年と現状の比較（足元のバリュエーションが過去5年平均に比べて高いか低い）ベースでも高く評価されております。

図表4：CVS vs WBA 主要指標過去3年及び5年比較

過去3年成長率(年率)	CVS社	WBA社	過去5年成長率(年率)	CVS社	WBA社
売上高成長率	14.5%	3.4%	売上高成長率	10.5%	2.3%
営業利益成長率	11.7%	-14.0%	営業利益成長率	7.2%	-12.2%
調整済EPS成長率	7.4%	0.6%	調整済EPS成長率	13.5%	2.2%
調整済BPS成長率	8.1%	3.6%	調整済BPS成長率	10.3%	1.7%

出所：ブルームバーグ数値を Hibiki 加工

図表5：CVS vs WBA バリュエーション比較

	PER指標		PBR指標	
	実績利益 PER倍率	過去5年平均 PER倍率	実績純資産 PBR倍率	過去5年平均 PBR倍率
CVS社	12.5x	12.1x	1.8x	1.6x
WBA社	9.6x	12.2x	1.3x	2.0x

出所：ブルームバーグ、実績は過去最新の実績利益及び純資産に対する2022年12月19日時点株価

しかしながら、まさに今、2022年にはWBA社に大きな変革が訪れています。2021年に新CEOに就任した Rosalind Brewer 氏²が、過去のWBA社の方向性を転換し一気に縦型のM&Aを推進しています。特殊処方事業で全米トップの Shields 社、そして在宅医療のプラットフォームである CareCentrix 社、両社の2021年の部分出資からの完全子会社化を推し進め、2020年に10億ドル出資し30%を取得したかかりつけ医大手の VillageMD 社持分を追加51億ドルで30%から63%に増やし Primary Care（初期診療）を完全掌握し、さらに付加価値とサービス深化のために VillageMD 社が89億ドルで

² Kimberly-Clark、Walmart を経て、2017年2月に Starbucks の取締役となり、同9月に COO に抜擢、2020年の WBA 前 CEO の辞任を受け、2021年3月に WBA の CEO に指名される *<https://www.linkedin.com/in/roz-brewer/>

初期診療及び救急診療を行う Signify Health 社を買収したのです。このような電光石火の M&A を経て、図表 6 のような人々のヘルスライフサイクルをカバーするフルバリューチェーンをたった二年程で構築してしまいました。株式市場は未だこの急転換に戸惑っており、様子見の様相ですが、今後のシナジーの創出が楽しみな状況ではあります。

図表 6 : WBA の提唱するヘルスバリューチェーン

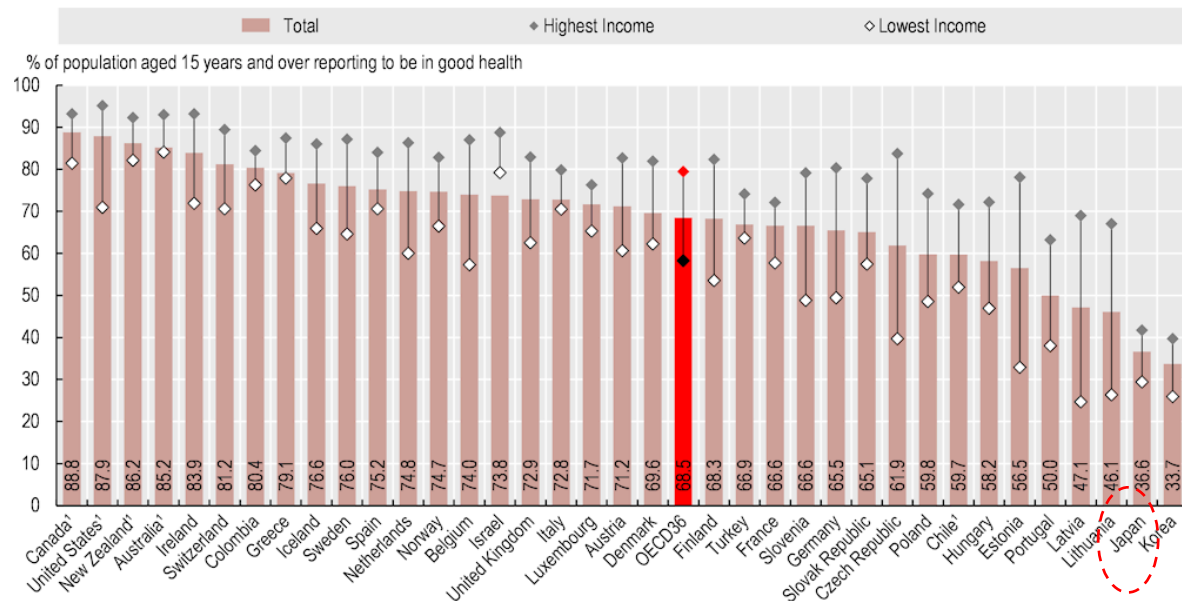


出所 : [WBA FY 2022 Results Presentation](#)

保守的で横断的な展開に対応していない医療制度の事情もあり、日本でこのような垣根を超えたサービスをダイナミックに展開していくには、米国と違って乗り越えないといけない様々な壁があり一朝一夕にはいかないと理解しておりますが、そのような日本においても、国民皆保険制度の財政問題もあり、「病院内での治療から病院の外で」という傾向、さらに「未病段階ケア」を行うというヘルスライフサイクルが注目されてきております。また、人々の健康意識、アンチエイジング及び健康寿命の捉え方、美容意識なども数年前に比べて格段に高まってきており、消費者とのタッチポイントの多いドラッグストアの事業オポチュニティが拡大しているよう私どもは感じております。しかしながら、それがどのようなオポチュニティなのか、私ども含めた投資家や株主全般には十分な理解は進んでおりません。少なくとも、一般的にはドラッグストアは小売業であるという過去からの先入観が強いと感じております。そこで、現在の説明会資料に加えて、そのような健康、医療方面での事業機会や貴社の戦略的アプローチなど、貴社内で考えておられることの開示も少しずつ増やしていただくと、今まであまり株式市場に意識されていなかった、ヘルスケアプラットフォーマーとしての貴社の立ち位置が評価されていくように考えます。

加えて、(2) 高齢化する日本人の健康・美意識へのデジタル戦略対応のご提示なのですが、これこそまさに顧客タッチポイントの多い貴社が先行して市場を切り開いていける部分であると私どもは感じておりまして、その取り組みを投資家に積極的に提示(開示) いただきたいということです。図表 7 に OECD Health Statistics 2021 から、OECD 加盟国の「主観的健康評価」の国際比較を引用させていただきました。既知のことかと存じますが、日本は常に最下位近傍をさまよっており、2019 年の調査でも 36 か国中 35 位となっております。

図表 7 : OECD 健康評価調査 2019 – 主観的健康評価



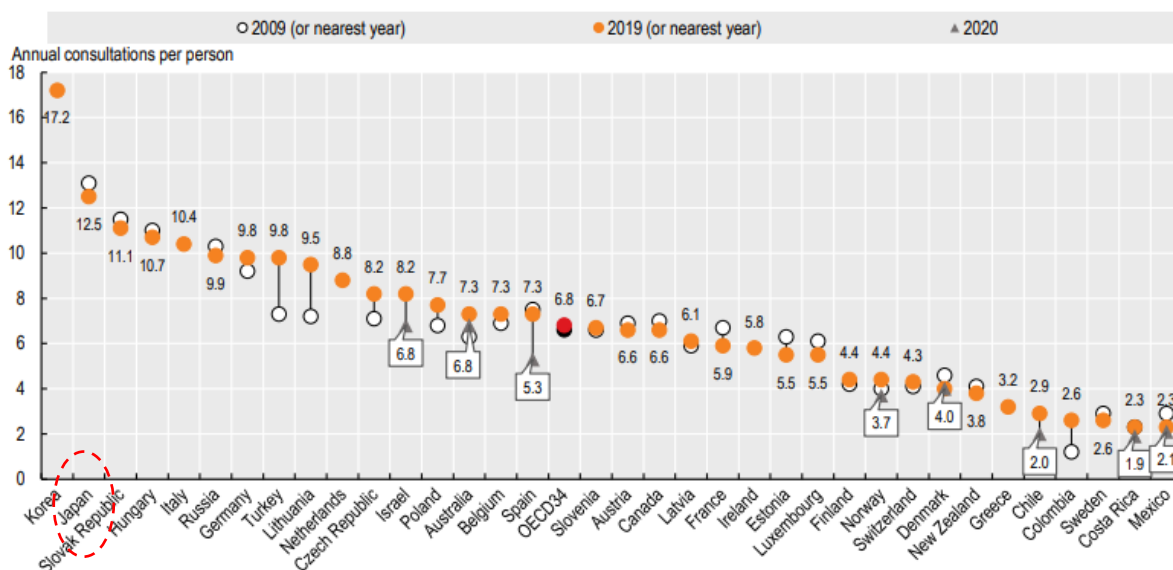
出所 : www.oecd-ilibrary.org

日本は世界有数の長寿国であるにも関わらず、自身を健康と感じる人が少ないこのいびつな健康意識の背景には様々な潜在的要因があると言われておりますが、その一つに 1961 年からスタートした国民皆保険制度により、セルフメディケーションの意識が他国ほど進化していないことがあると言われております。何等かの要因で健康を害してしまっても国家的制度として医療費の直接負担費の大部分が免除されるということ、さらに、それが支払い時点で既に免除されるという制度は、国民全体の安心と幸福度を高める効果が大きくあります。また、制度としてより効率的に運用する上で、「病気になるような不安が高い人のみが加入しようとする」逆選択を回避する上で皆保険制度が優位だとされています。

しかしながらその反面、「自身での健康維持行為をせず健康を害しても何とかなる」という安心感があることで健康を自ら管理する意識が低く、人々が必要以上に医療機関を利用しているという疑念も生じており³、事実、図表 8 の OECD データで年間の国民一人当たりの医療機関受診回数は、12.5 回と韓国に次いで二番目に多くなっています。

³ ISSP 国際比較調査 (2011 年)によると、「人々は医療を必要以上に利用している」、と感じている人の割合は、「どちらかと言えば」を含めると 50%を占め、広義の「そうは思わない」の 25%を大きく上回っている

図表 8 : OECD 健康評価調査 2019 – 国民一人当たり医療機関受診回数

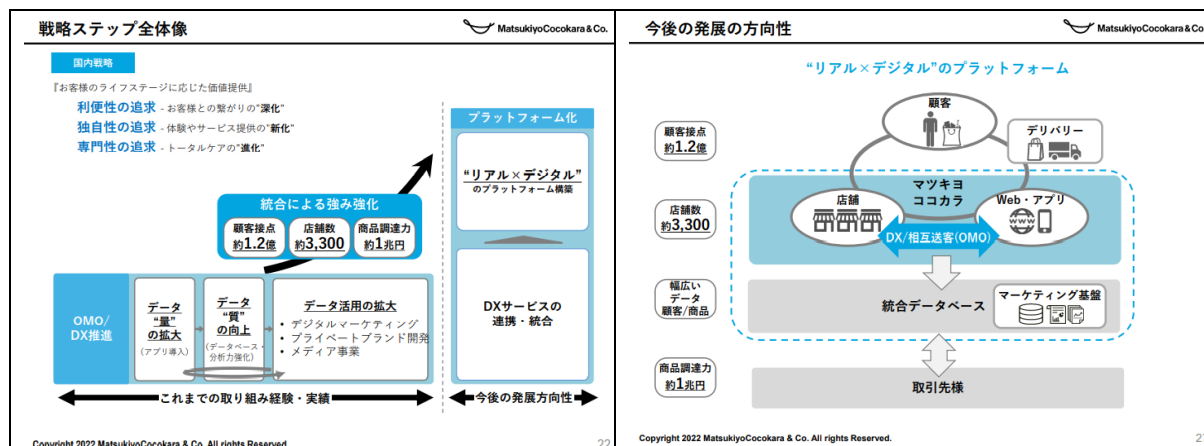


出所 : www.oecd-ilibrary.org

そのような環境において、若年人口減少や長寿高齢化の影響で保険財政の問題が指摘されており、まさに直近の 2022 年の 10 月から 75 歳以上の後期高齢者の自己負担比率が、一定所得のある人に限り、10%から 20%に引き上げられております。国民が、セルフメディケーションへ舵を切らざるを得ない状況になっていくことが今後想定される状況において、医療機関のみならず、面展開されたリアル店舗を通じ深く国民生活に関わっているドラッグストアの重要性は増し、さらに一人ひとりとデジタルでのタッチポイントを持っている貴社のような企業こそが、本質的な OMO 戦略を展開でき、さらにそこに国民の健康やアンチエイジング、美容意識の改善につながる付加価値及びサービスを差し込めるのではないかと感じております。

しかしながら、(1)でも申し上げた通り、まさに新しい分野であり、投資家にとっては想像するしかない分野となりますので、高齢化する日本人の健康・美意識へのデジタル戦略対応、という曖昧な表現ではありますが、貴社の今後の進む道筋の戦略イメージを既存の資料(例えば図表9)に加えて、さらに付加的に踏み込んだイメージを投資家に訴えかけていただきたいと存じます。当然戦術・戦略的に秘匿性が大事になる局面もあろうかと存じますが、貴社がそういった取り組みをされることを市場が認知するにつれ、企業価値評価に良い影響を与えてくるものと考えております。特に最近重要性が増す ESG 視点とこの「健康意識向上への OMO 的取り組み」の親和性は Social の面から極めて高く貴社の資本市場内での評価に直結するものであると感じております。

図表 9：貴社の DX、プラットフォーム戦略図



出所：貴社 2023 年 3 月期第二四半期決算説明会資料 p.22 及び p.27

ただ、ご承知の通り企業価値向上の取り組みというのは事業戦略だけで終わるべきものではなく、資本政策や資本コストをいかに適切にコントロールしていくか(=株式バリュエーションを適切なレベルに維持)という部分も極めて重要であるにも関わらず、多くの企業経営陣の皆さまがその資本政策対応に十分に検討時間を使っていないように感じております。しかしながら、人口減少社会において内需型の産業がさらに再編していくと仮定をすると、マツモトキヨシとココカラファインの統合の際もそうであったように、最終的にその優劣の評価を決するのは「株価」であります。

貴社におかれましては、その株式移転による統合の際に様々な議論を経験されたことで資本市場を味方につける本質的及び直感的理解は他社に比べ抜きんできていると、私どもは勝手に感じております故、さらに市場からの評価を引き上げる可能性のある施策についてご提言させていただきます。業界に先駆けて検討と実施を行っていただきたいのは実にシンプルな四半期配当政策です。まずは、そもそも現状の各社の配当政策の整理をさせていただきます。

4. 貴社及び主要他社の配当政策の推移分析

図表 10 に貴社や同業他社の現時点において発表されている配当水準や政策、そして図表 11 に過去の各社配当金推移を正規化したものをまとめてみました。各社概ねここ 5-6 年、傾向として配当を増やしてきていますが、配当性向や方針の表現方法に関しては各社各様の状況です。

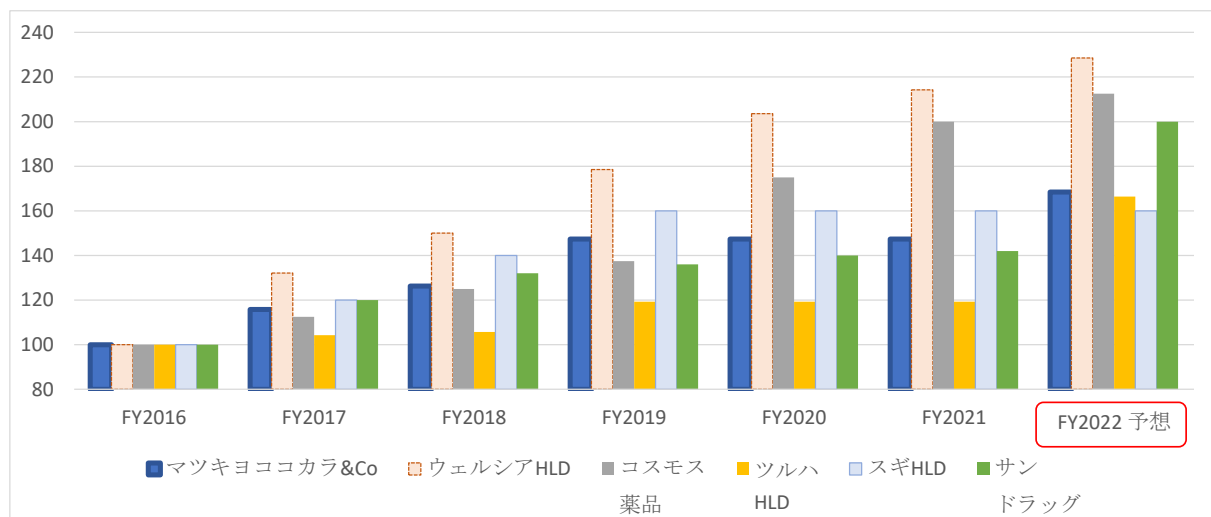
図表 10 : ドラッグ大手各社の配当政策及びデータ

コード	企業名	一株配当/年 (今期予)	配当性向 (今期予%)	DOE※1 (今期予%)	予想配当利回り (12/23株価)	配当方針コメント (2022年11月末時点)
3088	マツキョ ココカラ&Co	80円	30%	2.5%	1.3%	安定配当を重視しつつ、利益成長に応じた配分を行う。DOEも意識をしており、現状3%前後で推移。今期は、統合1周年と前身マツモトキヨシの90周年を記念し、昨年度比10円(14%)増配。
3141	ウェルシア HLD	32円	24%	3.3%	1.0%	安定配当の継続を基本方針とし、配当性向20%以上を目安とする。今期は昨年度比2円(6%)増配。
3349	コスモス 薬品	85円	15%	1.8%	0.6%	株主への安定的・継続的な配当による利益還元を行う。今期は昨年度比5円(6%)増配。
3391	ツルハ HLD	233円	50%	4.4%	2.4%	株主利益重視の見地から安定配当を行う。配当性向を考慮した利益配分を行っており、2023年5月期~2025年5月期にかけて、配当性向50%~70%を目途に配当を実施。今期は昨年度比66円(40%)増配。
7649	スギ HLD	80円	27%	2.3%	1.3%	連結業績、総還元性向及びフリーキャッシュ・フロー等を総合的に勘案し、安定的・継続的な配当を行う。今期の配当額は前期と同様。
9989	サン ドラッグ	100円	48%	5.3%	2.6%	継続的な企業価値の向上を最重要テーマとし、安定的・継続的な配当を行う。特に配当性向50%を目安とする。今期は昨年度比29円(41%)増配。

※1 DOE(純資産配当率)は、今期予想配当金を前期末の一株当り純資産で割った数値

出所：ブルームバーグ、各社資料

図表 11 : 2016年度の配当金を100と正規化した場合の各社配当推移比較



出所：ブルームバーグ、各社資料

興味深いのは、それまで概ね配当性向30%を掲げていたツルハHLDが2022年6月に発表された中期経営計画にて、2023年5月期~2025年5月期中計期間中の配当性向50%~70%をコミットしてきたこと、さらに、2022年5月の説明会資料の時点で配当性向30%以上と表明していたサンドラッグが11月に発表された最新の統合報告書にて50%以上に引き上げてきたことが挙げられましょう。このように配当性向を引き上げてきた2社は、バランスシートも強く、資金的な不安も小さいため、今後の

潜在的な大きな M&A の案件が出現した際に株価で優位に立つために、資本市場を味方につける色合いを濃くしているものと推測されます。これは、実は株主還元強化という名の、「将来の企業価値を高めるための“投資”」とも言える位置づけになっていると考えられ、私どもはその思考を高く評価します。

貴社の場合、今期は、統合一周年とマツモトキヨシ創業 90 周年の記念配で昨年度より 10 円 (14%) 高い、80 円を予想されています。実は財務バランスを横並びで比較しても、貴社は株主資本比率もネットキャッシュ比率も高く、強力な財務健全性を既に有されており、現金による買収を企図される場合においても、自社オーガニック成長を企図される場合においても十分な借入余力に基づいた実効性をお持ちです。であればこそ、資本市場への還元を強めていき、株式交換や株式移転の方式をとったとしても主導権を握れるようにする方向により意識を強く持たれるべきかと存じます。そういった場合に、他社が既に表明されているように配当レベルはもう一段高くしていくことは包括的な成長戦略に合致しているといえると考えます。

貴社はすでに 2022 年の統合報告書 p.60 において DOE も「意識して」検討されていると表明されておられ、その意識の中心に「3%前後」という数値が具体的に示されています。私どもとしてもその方向性には全面的に賛同致しますし、是非とも「意識」からさらに強いコミットメントに変更いただきたいと存じます。ご賢察の通り、DOE による配当政策を実行することにより、配当は「ROE 引く DOE」の持続的なペースで自動的に増加していきます。例えば ROE が 10% で DOE が 3% で一定と仮定すると、理論的には毎年 (10% - 3%) の 7% のペースで一株配当が増加していくのです。市場で配当による株価の下方硬直性が有意で生じるために必要な条件は、配当の予見性の高さ及び配当の下方硬直性と経験則上言われておりますが、DOE の導入をすることによって、多くの場合に文言上で「安定的・継続的な配当を行います」と曖昧に書かれているのに比べて、「赤字にならない限り (株主資本が何等かの形で減らない限り) 配当が年々増加していく」ことが事実上表明されることになり、大変強いコミットメントとして市場に受け止められるはずですが、しかし、このような受け止めは DOE の下限値を公表するなど、コミットメント数値として提示いただく場合に限られると私どもは考えます。

そして、配当の予見性を高める施策を実施するのであれば、業務上の追加コストが発生することに鑑みても、資本市場と株主をさらに味方につける施策として、株主が配当を頻繁に受領することを強く意識することになる四半期配当をご検討いただきたく、次セクションにてご提示させていただきます。

5. 四半期配当実施企業7社の株価推移分析

以前より、プレゼンテーションにてご提示させていただいておりました、四半期配当についてですが、結論から申し上げますと、現在四半期配当を実施されている9⁴社のうち、上場当初からではなく、上場後のある時期より四半期配当に変更した7社の株価推移を実施後3年の時間軸で見た場合に、平均してTopixの推移を大幅に上回っており、統計的に有意といえるサンプル数ではないものの、非常に示唆に富む結果となっております。弊社で行ったこの四半期配当企業の分析を共有させていただきます。まず、この7社のリストと四半期配当導入時期につき以下の図表12にまとめております。

図表12：四半期配当企業の導入時期

コード	会社名	四半期配当開始日 (配当落ち日)
3593	ホギメディカル	2006年06月27日
3844	コムチュア	2016年06月28日
4714	リソー教育	2017年05月29日
4748	構造計画研究所	2016年09月28日
8304	あおぞら銀行	2013年06月26日
9435	光通信	2012年06月28日
9449	GMOインターネットグループ	2011年03月29日

出所：当社による調査

この7社の、四半期配当導入日（配当権利落ち日）より前後3年間のTopixとの相対株価推移を比較したものが次ページの図表13となります。手法として、配当落ち日における各社のTopixとの相対株価を正規化して100とし、各社の配分を一定とするために、その前と後の3年の相対株価の日々の7社平均を綴りました。御覧いただける通り、導入前は相対株価にあまり特徴がないのですが、導入直前から相対株価が少しずつ上昇し（各社が導入のプレスリリースを行っていることに起因することが考えられます）、導入後は3年でTopixに対して50%あまりの超過リターンが“平均して”出現していることが確認されます。

⁴ リソー教育が2020年以降コロナ禍の事業環境を理由に年二回配当に変更し継続中

図表 1 3 : 四半期配当企業 7 社平均の Topix との相対株価推移 (最初の配当権利落ち日をゼロ)



(注) 四半期配当実施の第一回目の配当落ち日をゼロ日とし、Topix との相対株価を 100 とし、前後 760 営業日 (およそ 3 年) の正規化された東証株価指数との相対株価を 7 社平均したものを表示


出所 : ブルームバーグより Hibiki 加工

各社のグラフは Appendix に提示致しますが、大きくアウトパフォームしている企業とそうでもない企業が存在している点は注意が必要かと存じます。しかしながら、3 年を経て 100 を下回っている企業 (つまり Topix の推移よりも悪い企業) は一社もなく、最も相対株価評価が低調であったあおぞら銀行 (3 年後に 100.76 とほぼ Topix 並み) は、実は同期間の東証銀行セクター株価指数の推移を 35% も上回っており、同業他社比では秀逸な結果を残しているのです。

図表 1 4 : 四半期配当導入年度の配当額を 100 と正規化した年間配当額推移

	9435 光通信	8304 あおぞら 銀行	9449 GMOイン ターネット	3593 ホギメディ カル	3844 コム チュア	4714 リソー 教育	4748 構造計画 研究所	7社単純 平均
導入-3年	63.8	13.8	58.3	30.0	53.3	0.0	58.3	39.7
導入-2年	63.8	62.1	50.0	45.0	63.0	36.2	66.7	55.3
導入-1年	74.5	95.9	58.3	60.0	91.3	90.2	91.7	80.3
導入年度	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
導入+1年	148.9	102.8	108.3	100.0	131.0	119.6	133.3	120.6
導入+2年	170.2	124.1	125.0	115.0	193.9	130.4	150.0	144.1
導入+3年	197.9	128.3	141.7	115.0	234.2	103.3	200.0	160.0

出所 : 各社資料を Hibiki 加工

尚、興味深い点が2点ございます。まず、図表14から御覧いただける通り、7社の平均の四半期配当の導入から3年後の配当増加率は60%（図表 ）で、同じく、導入以前から導入日までの3年間の7社平均増加率152%⁵よりも実は低くなっているにも関わらず株価評価が着実に高まっている点です。導入前の配当増加率が大きいのは、あおぞら銀行、そしてホギメディカルで、両社が夫々、四半期導入以前の3年で配当金を3~7倍に大きく引き上げている点が挙げられますが、経営の安定化と共に、より配当の予見性が高められたとの判断で四半期配当を導入したことが考えられます。

次に、各社事業年度も異なり、配当導入時期（年）も違うことから正確な比較は困難ですが、この配当増加率の60%を、同時期の東証全体の配当増加率と比較してみました。手法として、2013年~2016年の各年をスタート時点として3年間の配当増加率を平均した簡易なものですが、それらの時期の平均した3年間の配当増加率は35%でした。つまり、7社の配当増加率の方が高いですが、その差は19%程度⁶しかないこととなります⁷。

この2点によって、配当増加の変化率を過去から比べても、配当の増え方を東証全体と比べても、大きく突出している訳ではなく、これらの四半期配当を導入した企業の平均株価の超過リターン出現がうまく説明出来ないこととなります（業績変化率も実は配当変化とほぼ同様です）。この「説明できない部分」に四半期配当の効果が一定程度寄与しているという仮説を置いてもおかしくないと考えます。

6. 四半期配当が貴社の事業にとってもシナジーとなり得る理由

四半期配当は、実は米国では歴史的に古くから一般的であります（WBA社もCVS社もそうです）が、日本ではこのように依然として採用社数は限られております。過去からの慣行の問題、費用面、手続き面の煩雑さや四半期ごとに配当決定をすることの手間などが背景にあるのかもしれませんが、しかしながら、ご賢察の通り、個人投資家は特に配当（若しくは分配金）を愛好する傾向があります。例えば、「毎月分配型」の投資信託が1997年に日本で初めて設定されたのですが、2000年代に入り、団塊の世代が引退を迎える時期から退職金の運用の受け皿として大人気となり、その代表格であった三菱UFJ国際投信様が設定したグローバル・ソブリン・オープンは一時的に5兆円を超える運用資産を誇りました。分配金の額でなく、その支払い頻度を上げることで大人気化したことは記憶にも新しいかと存じます。

貴社の顧客層の内、高齢者、特にアクティブシニア層はある程度大きい割合を占めるものと存じますが、まさにこの配当の「頻度が高い」ことに2000年代に心を動かされたのが、アクティブシニア

⁵ 導入3年前に無配であったりソニー教育もゼロとして平均の計算に加えられております（計算式 $100/39.7-1$ ）

⁶ $160/135-1=0.185$ -- よって約19%

⁷ 尚、EPSの変化も同様に比較しましたが、7社平均で61%増、で同時期の東証全体で29%と、配当の変化とほぼ同様であります。

の方々でした。所謂 B2C ビジネスを行い、顧客リーチが幅広いことが貴社の特徴ですが、そういった顧客に、顧客としてだけでなく、さらに株主になっていただくという戦略の一環として、この四半期配当が一つのアピール手段となりうるのではないのでしょうか？同業他社が導入していない状況であればこそ尚更ではないのでしょうか。

概念として、非常に単純なことだと思います。日々顧客に接し、評価いただけた対価が貴社の売上となり利益となり資本となりますが、顧客が株主となることで、その顧客の支払った対価の一部を配当という形で顧客に還元し、さらに喜んでいただけるというエコシステムになっていくことは、ある意味顧客や社会と密接につながる B2C 企業の理想的な形ではないのでしょうか？資本市場を何か堅苦しい、事業とは別物として捉えずに、貴社のビジネス、ブランディング、顧客リーチの一環としてもとらえていただくことで、ファン（＝株主 AND/OR 顧客）が増え、市場での評価も高まり、今後も引き続き起こり得るさらなる大型の業界再編の波に対しても強く向き合えっていける立場になれるのではないのでしょうか。

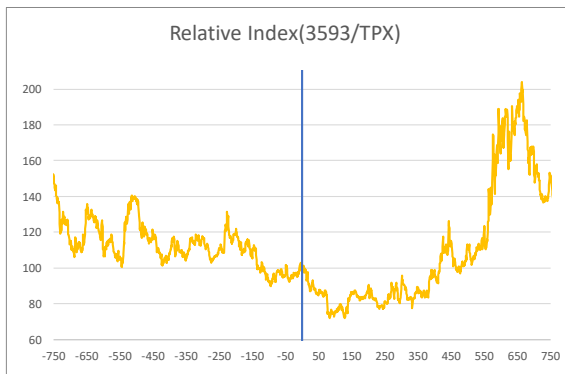
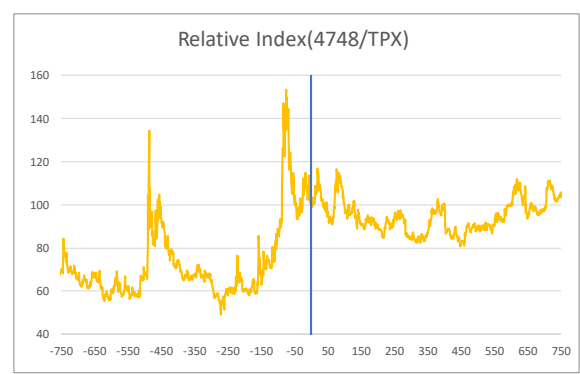
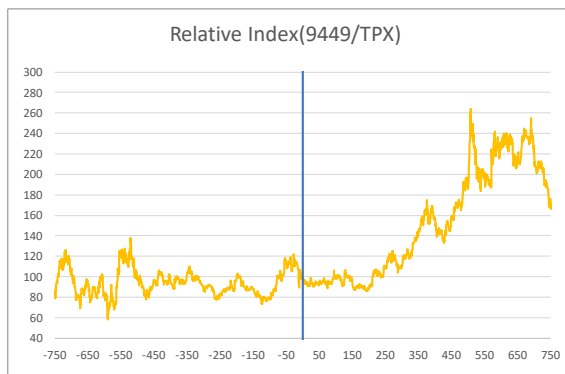
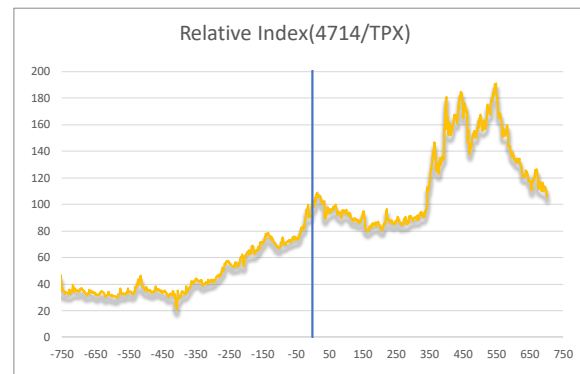
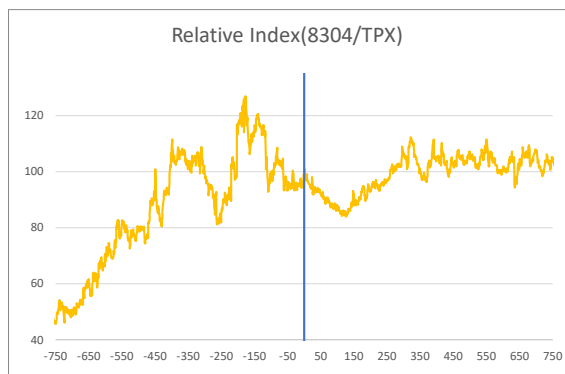
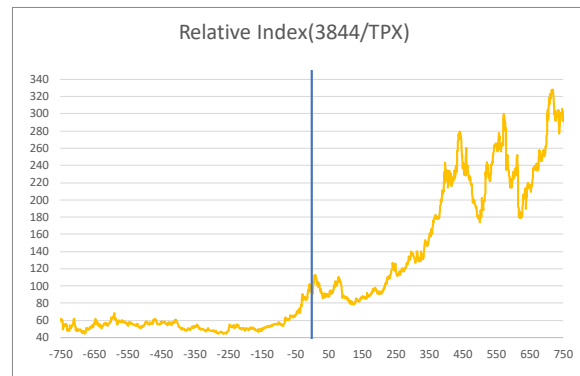
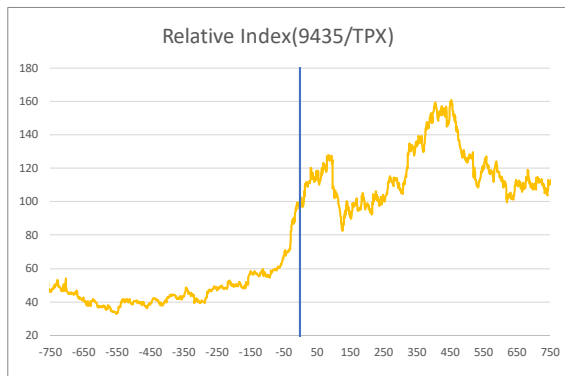
7. おわりに

以上、一少数株主として、私どもが考える貴社の価値をさらに改善させる施策について、主に、戦略表現の点と配当の考え方の点に関しご提言申し上げました。尚、私どもは、全ての株主に問うべきと判断した場合には株主提案も辞さない投資家ですが、資本主義の中心である崇高な株主総会の場合、不毛な言い争いに陥るような提案は原則しない方針を持っております。貴社とは、IR 面談の場で闊達に意見交換をさせていただけており、信頼関係を頂戴しているものと理解しております故、その意見交換の場で過去ご提示させていただいたことの根拠や背景を詳細に分析、展開をし、正式な書簡の形で改めての経営層への提言書とさせていただきます。貴社のことを真剣に考えている一株主よりこのような提言があったことを真摯に受け止めていただき、この提言を取締役会・及び各種経営会議体にてご検討いただき、その結果を、しかるべき時期に全ての株主に適時開示を頂きたい申し上げます。

以上

本書簡の作成に際してはデータ、情報の収集の際に内容の正確性につき細心の注意を払っておりますが、その正確性を保証するものではありません。また、本書簡は特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨または投資、法務、税務、会計などの助言を行うものではありません。尚、本書簡は私どものウェブサイト等より公開を予定しております。

Appendix : 四半期導入企業 7 社の東証株価指数との相対株価推移



出所 : ブルームバーグ、Hibiki 加工