

## 【研究ノート】

# 日本企業におけるペイアウト政策についての考察

山田 仁志

## 1. はじめに

近年、日本企業の株主還元（ペイアウト）<sup>1)</sup>は大きく変化している。ペイアウトとは、株主に対する現金配分の総称であり、株主配分と訳されることもある（砂川ほか、2006, p.7）。後述するが、現在、日本企業のペイアウトの総額自体が増加傾向にあり、近年はとくに自社株買いの増加が目立つ。

企業は事業活動を通じて得た収益からその活動に必要な諸費用を差し引き、借入金や社債等の利息を支払い、租税等の納付額を差し引き、当期純利益が計算される。この当期純利益の一部は、将来のための投資資金として内部留保され、役員賞与が役員に支払われ、それ以外の部分が配当や自社株買いという形で株主還元される。山田（2020）では、日本企業の内部留保とその活用の有効性についての分析を行った。その結果、内部留保の増加傾向とその少くない部分が現預金として保有されていること、そのため投資効率を低下させている可能性があることを示した。

この点を踏まえて日本企業のペイアウト政策について考えてみると、Jensen（1986）の考え方が一つの答えを提示しているように思われる。それは、企業の手持ち資金（フリーキャッシュフロー）が少なくなれば、企業経営者は過剰投資ができず、企業価値を高めることができるという考え方である。この場合、フリーキャッシュフローを少なくするためにはペイアウトを行うことが合理的な判断となる。内部留保や現預金等の増加に対する関心が集まっている日本企業にとって、その批判を避けるためにペイアウトを増やす行動をとる

ことは、動機として十分に考えられることである。山田（2020）で検討した内容と合わせると、日本企業のペイアウト政策に大きな変更が生じていると考えられるだろう。

実際のところ、毎年企業の配当金の支払や自社株買いの動向は新聞・ニュース等でも取り上げられ、社会的に関心の高い情報のひとつになっている。また、のちに取り上げる研究や調査等からも明らかにされているように、企業のペイアウト政策やその情報提供への投資家の関心は高く、企業の側もその期待に応えようとする姿勢をみせている。そしてその傾向は近年とくに強まっているように思われる。その意味で、今日の企業にとって、ペイアウト政策は重要な意味を持つ意思決定のひとつとってよいだろう。

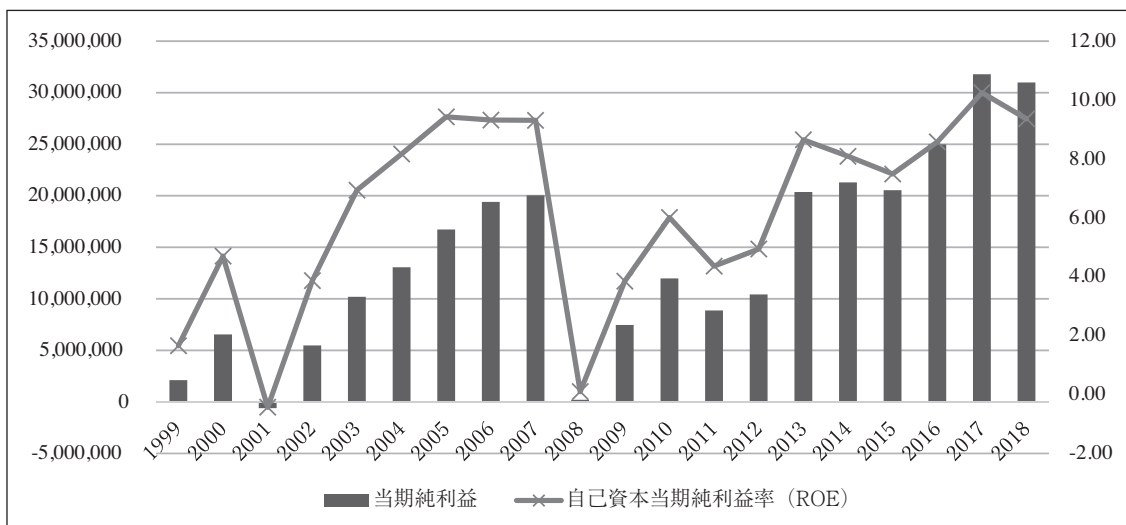
本稿ではこのような観点から、日本企業のペイアウト政策について検討を進めていきたい。具体的には次の点について分析を行う。①日本企業のペイアウト政策の現状を取り上げる。とくに実施額や企業の状況、利益とペイアウトとの関係について分析を行う。②日本企業のペイアウト政策の特徴についての問題である。とくに米国企業の状況との比較から、その検討を行いたい。③配当と自社株買いの関係についてである。自社株買いの増加は、増配につながるのか減配につながるのか、両者の関係について分析を行う。これらの分析を踏まえ、現代の日本企業のペイアウト政策の特徴を明らかにすることが本稿の目的である。

## 2. 企業の利益と利益率の動向

企業のペイアウトが当期純利益から内部留保を差し引いた残余分によって実施されるものと考え

図-1 上場事業会社の当期純利益と ROE の推移

(右軸単位：百万円, 左軸単位：%)



(出所) 日本取引所グループ『決算短信集計結果』長期統計より作成。

た場合、企業利益の状況は、配当金の支払いに影響を与えると考えられる。したがって、はじめにペイアウトの源泉の状況について確認する意味で、企業の利益の推移を確認しておきたい。

図-1は、金融業をのぞく全上場事業会社の当期純利益の合計値と自己資本当期純利益率の推移を表している。90年代おわりから2000年代ははじめにかけて、利益額・利益率ともに低水準で推移した。とくに2001年度は0.6兆円の赤字に転落した。その後は回復し、2007年度は2000年代では純利益の最高額である22.3兆円にまで増加した。

翌2008年度は、その年9月のリーマン・ショックの影響もあってか、1.2兆円と極めて低水準であった。その後2010年度は13.7兆円と急増したが、東日本大震災のあと2011年度は10.7兆円、12年度は12.6兆円とやや低水準で推移した。

その後、13年度から15年度は2000年代のピークである22兆円を超える水準で安定推移し、16年度には30兆円近くまで急増した。さらに17年度は37.5兆円と大幅に増加した。18年度は37.0兆円と前年に比べやや低下したが、過去と比べて高水準を維持している。利益額では2000年代の

ピークである2007年度の22兆円と比較して、1.69倍の金額に増加した。

つづいて、この間の利益獲得状況を利益率の観点から確認したい。ペイアウトの源泉としての利益について検討するため当期純利益をベースに考える。そのため、当期純利益を自己資本額で除した自己資本当期純利益率 (ROE: Return on Equity) を利用する。

図-1の当期純利益のグラフと同様、2001年度および2008年度が極めて低水準になっている。とくに2001年度は-0.4%とこの期間で唯一のマイナスである。2000年代のピークは2005年度の9.4%である。

09年以降は東日本大震災の影響もあってか、その後の利益率の回復に時間がかかっていたが、13年度以降は多少の上下変動はあるが上昇基調を続け、17年度には10.3%とこの期間の最高値となった。

一方、先にみた当期純利益額の推移と比較すると、近年についてみれば、純利益額の伸びほどROEの上昇がみられず、自己資本の増加に見合った利益額を確保することができていないと思われる。

る<sup>2)</sup>。

### 3. ペイアウトの動向①

つづいて、日本企業のペイアウトの状況を概観したい。まずは、企業のペイアウト行動について確認された特徴についてまとめておく。

米国企業の行動に関しては Allen・Michaely (2003) が、ペイアウト政策を議論する際に重要な六つの点として、次のことを指摘している。

- ① 大規模で安定している企業は、利益のかなりの部分を配当と自社株買いによってペイアウトしている。
- ② 歴史的には、配当がペイアウト政策の中心であり、80年代以降は、自社株買いが重要なペイアウト方法である。
- ③ 米国の株式上場企業では、1980年代以降配当ではなく自社株買いを採用している。
- ④ 高課税層の個人が多額の配当を受け取り、かなりの配当課税を支払っている。
- ⑤ 企業は利益の変動に比べて配当金額を平準化しようとする傾向をもつ。自社株買いの金額は、配当の金額より変動が大きい。
- ⑥ 自社株買いと増配のニュースは株価を上昇させる。(Allen・Michaely (2003) 邦訳書

(2006) 370-371 ページ)

米国でのこのような状況は日本でもみられるのであろうか。これらの点について注目して、本章と次章で検討していきたい。

#### 3.1 日本企業のペイアウトの推移

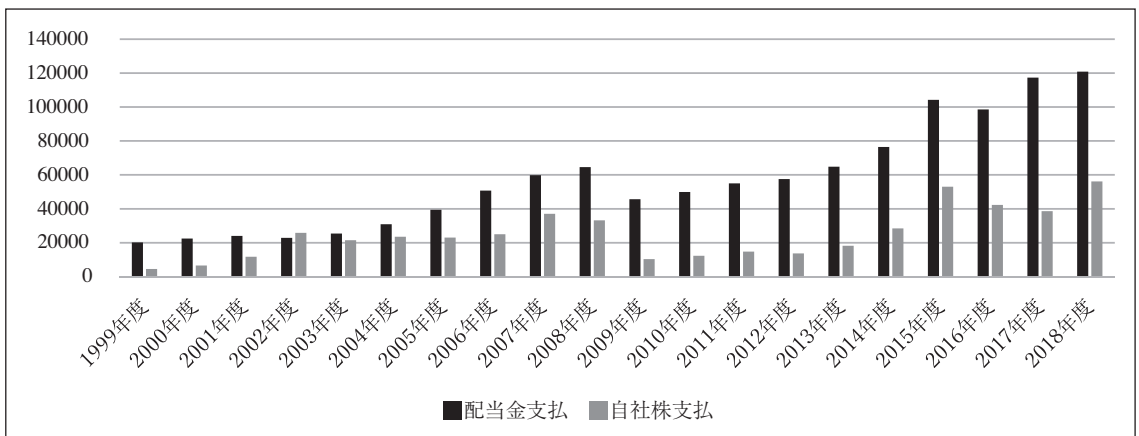
前節でみたように、日本企業の利益額は、増加傾向にあり、近年はそれが特に顕著であることがわかった。その増加に応じて、ペイアウトも増加しているのだろうか。まずはその状況を確認したい。

図-2は、上場企業（銀行、証券、保険業を除く）のペイアウトの状況を示している<sup>3)</sup>。2000年代のペイアウト総額は2008年度にピークを迎え、配当金総額が6.5兆円、自社株買い額が3.3兆円、ペイアウト合計は9.8兆円であり、ペイアウト全体に占める配当の割合は66.0%であった。

2010年代に入ると、2014年度にペイアウトは総額で10兆円（配当7.6兆円、自社株買い2.8兆円）を超え、翌15年度には配当額が10.4兆円、自社株買い額は5.3兆円とペイアウト総額で15.7兆円になった。直近の2018年度は、配当・自社株買いともさらに増加し、配当額は12.1兆円、自社株買い額は5.6兆円となり、ペイアウトは総

図-2 ペイアウトの推移

(単位：億円)



(出所) 日本経済新聞社『NEEDS Financial Quest』より作成。

額で17.7兆円と過去最高の水準に達している。09年度以降、ほぼ一貫して右肩上がりである。

2000年代のピーク(2008年度)と2010年代のピーク(2018年度)を比較すると、1.81倍に増加しており、利益の増加に対してペイアウトの増加が大きくなっている状況が確認できる。

先行研究からは、従来の日本企業の配当政策の特徴として、横並び意識が強く、配当を安定的に据え置く傾向が強いことなどが指摘されていた(広田(1992)、花枝(2002)、宮川(2013)など)。こうした特徴は、最近のペイアウト行動においてもみられるものなのであろうか。

### 3.2 配当の状況

ペイアウトの状況をより詳しく検討するため、本節ではとくに配当に焦点をあてて日本企業のペイアウトの状況を把握したい。

先述したとおり、安定配当が従来の日本企業の配当政策の特徴であるといわれていた。宮川(2013)では、『かつての日本企業では株式の額面に対する配当金額の比率を固定させる、もしくは配当金額そのものを固定させることが一つの慣習であった』と指摘している(宮川, 2013, p.87)。

また、「自己株取得が制度化された今でも日本企業の有配企業比率は80%に近い値を維持している。…このような有配企業比率の水準は米国を圧倒しており、また欧州でもあまり見られない現象である」との指摘もある(宮川, 2013, p.87)。実際、当期純損失が発生した2001年度であっても<sup>4)</sup>、その支払いが発生したと考えられる2002年度の配当金は約2.3兆円と、その前後の年度と比較してもそんな色のない水準の配当支払額であった。

それでは、近年における日本企業の配当状況を確認するため、有配企業の状況をみていく。

米国企業の配当状況を分析したFama・French(2001)によれば、米国では、現金配当を行う企業数の大幅な減少がみられたと指摘している。彼らの研究によれば、現金配当を支払う企業の割合

は1978年の66.5%から1999年には20.8%にまで減少したという。その理由としては、ペイアウトの手段として自社株買いが配当に代わって増加したと内部留保を必要とする新興成長企業が増加したことをあげている。

図-2のグラフから配当の支払いと自社株買いの実施状況をみても、日本企業においても米国でみられたような状況が発生しているとは考えにくい。その状況を確認するため、日本企業の有配企業の推移を確認してみる。

### 3.3 有配企業の状況

図-3はこの10年間の配当金の支払いを行った企業(有配企業)の状況を示したものである。このグラフをみると、宮川(2013)で指摘されている通り、近年においても日本企業の有配比率がかなり高い比率で推移していることが確認できる。

このグラフからは、有配企業数が一貫して増加していること、有配企業比率も増減はあるものの、80%を超える水準で推移していることがわかる。実際、80%を割ったのは09年度の79.7%のみである。後述するが、この間の自社株買い実施企業数(とくに自社株買いに1億円以上支出した企業)の数は、増加傾向にあった。

したがって、日本企業では、Fama・French(2001)が指摘しているような自社株買いが配当に置き換わり、配当の支払いを行わない企業が増加している状況は全くみられない。むしろ、配当がペイアウトの中心であり、その重要性が増しているといっていよいであろう。

### 3.4 近年の配当行動の特徴

つづいて、支払われる配当金額の妥当性について確認したい。配当金の支払額の推移については図-2で示したとおりである。この10年間に注目すれば、ほぼ一貫して右肩上がりな推移している。

企業による株主配分の大きさを表す指標として

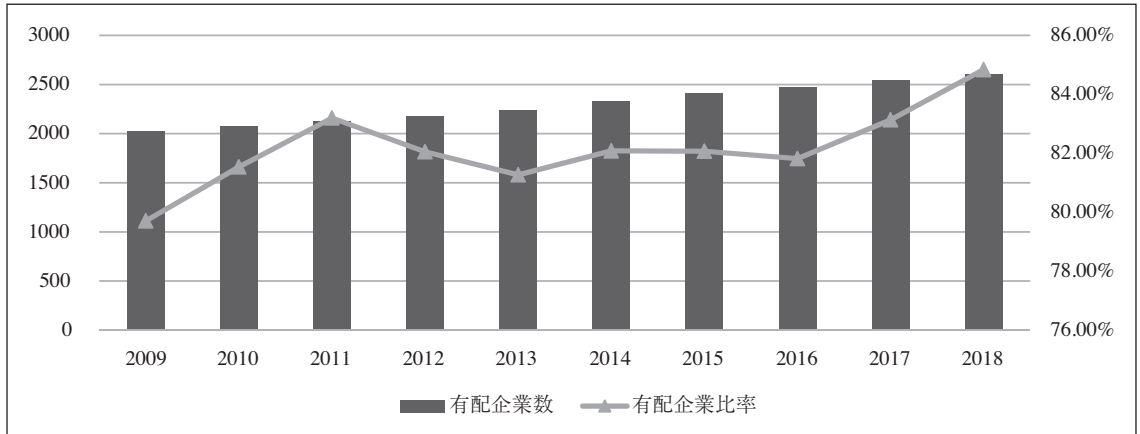
配当性向（＝配当額÷当期純利益）がある。これは利益に占める配当額の割合を意味する。これ以外にも DOE（株主資本配当率＝配当額÷株主資本：Dividend on equity ratio）などの指標もある。

ここでは配当性向を用いる。

図-4 は、日本の上場事業会社（銀行、証券、保険業を除く）の配当性向と当期純利益を示したグラフである<sup>5)</sup>。当期純利益の水準が極めて低い

図-3 日本の有配企業の状況

（左軸単位：社）

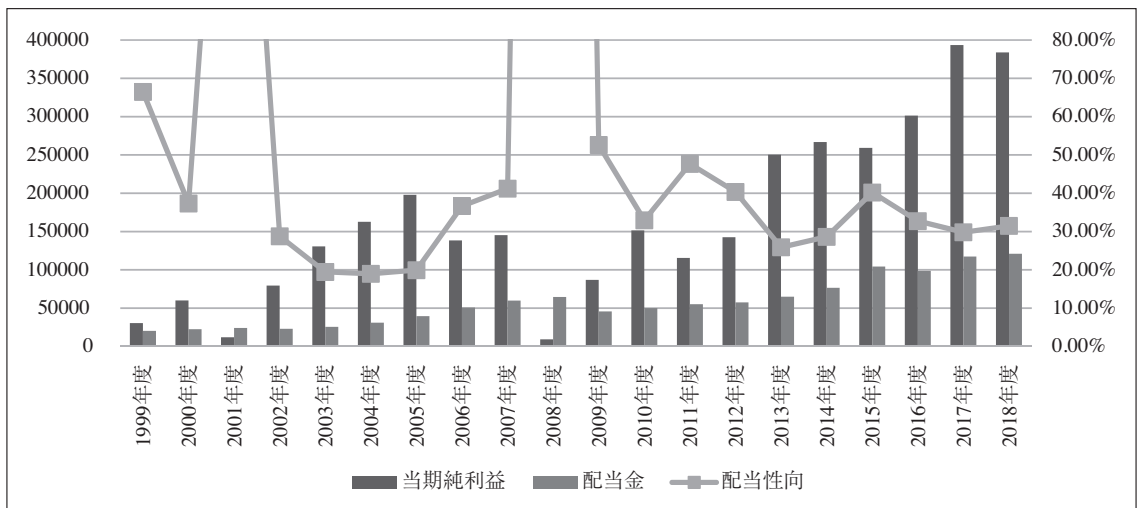


（注）全上場企業（銀行、証券、保険業は除く）を対象に、現金配当を支払った企業数を集計している。有配企業比率は全銘柄に占める有配企業数（＝有配企業÷全銘柄数）で計算した。

（出所）日本経済新聞社『NEEDS Financial Quest』より作成。

図-4 日本の上場事業会社の配当額と配当性向の推移

（左軸単位：億円）



（注）全上場企業（銀行、証券、保険業は除く）を対象に、現金配当を支払った企業数を集計している。なお、2001年度の配当性向は201.5%、2008年度は700.0%である。

（出所）日本経済新聞社『NEEDS Financial Quest』より作成。

2001年度やリーマン・ショックによる世界的な不況の影響を受けた08年度をのぞけば、日本企業の配当性向は20%から40%のあいだで推移している。

このグラフをみると、日本企業の配当支払いについてのいくつかの特徴がわかる。一つは、利益の増加に対して配当金の増額はかなり緩やかであることだ。例えば、02年度以降05年度にかけて当期純利益額はかなり急激に増加しているが、配当金の増加傾向はそれに見合っていない。同様の傾向は、09年度以降においても確認できる。

二つ目は、減益時の配当の支払である。当期純利益をベースとして配当の支払い額を決めることを前提とすれば、減益時は配当金の支払額も減少(減配)するはずである。しかし、08年度の大幅減益を受けた09年度の配当支払い額の減少をのぞけば、06年度や11年度の減益は、配当支払い額の減少にはつながっておらず、むしろ増額(増配)していることがわかる。つまり、日本企業では、安定配当維持指向が極めて強いことがわかる。この点は、生命保険業協会が実施した調査でも明らかにされており、株主還元の数値目標を公表していない企業(2017年度調査)の理由として、75.8%が安定配当を方針としていることをあげている(生命保険協会, 2018, p.32)。

この点については、企業の方針と投資家の期待とのミスマッチの存在が懸念される。生命保険協会による調査によれば、中期経営計画のなかで、配当性向を数値目標として公表している企業は27.7%であるが、経営目標として配当性向を重視すべき指標であると回答する投資家は42.2%と両者の考え方に乖離があることがわかる(生命保険協会, 2018, p.31)<sup>6)</sup>。また、この調査では株主還元の説明の適切性についても調査を行っているが、総還元性向・配当性向の安定性を重視する企業(77.8%)に対して、投資機会の有無を重視する投資家(56.0%)との間でのギャップが大きい。安定配当政策の維持やペイアウト政策の方針の説明についての状況から考えると、配当政策に関し

ては、投資家の期待にまだ十分に応えられていない可能性がある。配当政策の明確化やその合理性についての説明や、手持ち資金の使い方なども含めた投資家への説明を踏まえた配当政策の実施が求められているのではないだろうか。

### 3.5 配当性向の日米比較

前節の考察で日本企業の配当性向が30%前後で推移していることは分かったが、その水準が妥当であるかどうかは不明である。そこで、日本企業の配当水準の妥当性について考察するため、まずは米国企業の配当性向と比較したい。

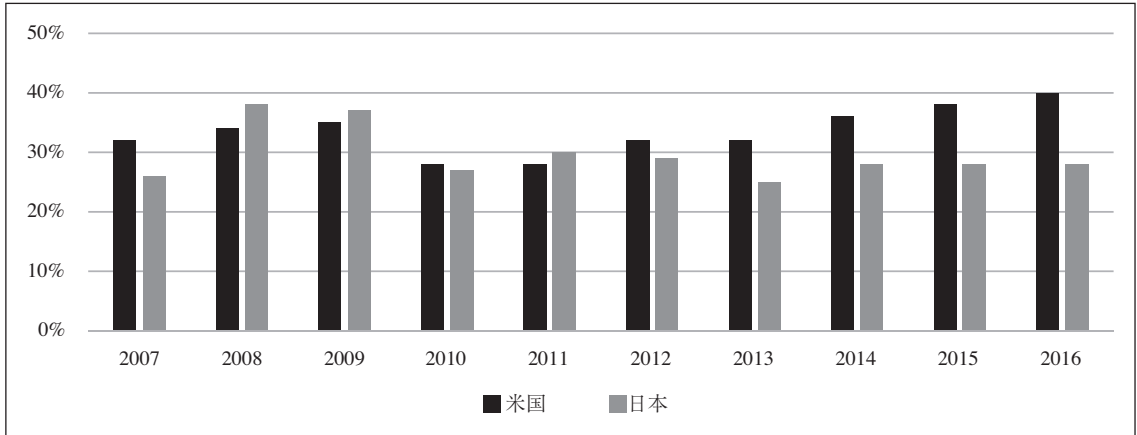
図-5は、日本のTOPIX構成企業と米国S&P500構成企業の配当性向の推移を示すグラフである。このグラフをみると、08年度から12年度までは、日本企業の配当性向は米国企業と比べてもそんな色ない水準で推移していることがわかる。この時期は、図-4のグラフで見ても日本企業の配当性向が比較的高い期間であった。その後、当期純利益が上昇した13年度以降は、米国企業との差が大きくなっていることがわかる。

前述したFama・French(2001)が指摘しているように、米国企業のペイアウトが自社株買い中心になっている状況がこの時期においても続いているとすれば<sup>7)</sup>、日米企業のペイアウト総額での差はかなり大きくなっている可能性がある。自社株買いについては、次章にて考察したい。

米国企業の配当の状況について分析を行ったDeAngelo, DeAngelo and Skinner(2004)では、米国の上場企業の配当総額が増加していると指摘している。これは配当企業の減少を指摘したFama・French(2001)の分析と矛盾するものではなく、少数の有配企業が多額の配当を行っている結果であるという<sup>8)</sup>。つまり、米国では無配企業が増加している一方で、配当の一部特定の企業への集中化が進み、配当の二極化現象の発生が観察されることを意味する。

この配当の二極化現象については、佐々木・花枝(2010)が日本企業の分析を行い、日米比較を

図-5 日米企業の配当性向の推移



(注) 日本：TOPIX 構成企業 米国：S&P500 構成企業 (過去 10 年間連続してデータ取得可能な企業、赤字企業を除く)  
(出所) 生命保険協会調査『株式価値向上に向けた取り組みについて』平成 25 年度、平成 29 年度を加工

行っている。佐々木らによると、日本における配当額上位 10% 以内の企業グループが全体に占める配当割合は、1966 年の 66.3% から 2005 年には 78.0% にまで増加していることを明らかにし、日本においても配当の二極化が進展していると指摘した (佐々木・花枝, 2010, p.16)。

また、米国以外の国との配当性向も確認しておく。G7 (先進 7 か国) の 2008-09 年の配当性向を比較したデータによれば (Damodaran, 2015, p.447), 日本の配当性向がおよそ 33% であるのに対し、米国 40%, ドイツ 50%, フランス 37%, イタリア 35%, 英国 53%, カナダ 50% と先進国のなかでは日本が最も低い水準であることが明らかにされている。配当がペイアウトの全てではないし、ペイアウトを高めることが直接株主の価値を高めることにつながるとは限らないが、海外の投資家からみた日本企業の評価には、少なからず影響を与えているのではないだろうか。

#### 4. ペイアウトの動向②

##### 4.1 自社株買いの動向

次に、もう一方のペイアウト手段である自社株買いについて取り上げる。

日本では従来、自己株式の取得が商法の規定に

より原則的に禁止されていた。そのためそれまでのペイアウトの実施は配当の支払に限られていた。その後、1994 年および 97 年の商法改正により自己株式取得の規制が徐々に緩和され、2001 年の商法改正によっていわゆる金庫株が解禁となった。さらに、03 年の商法改正により、あらかじめ定款に定めておけば、取締役会決議によって自社株買いができるようになり、自社株買いが自由に行えるようになった (太田, 2009, p.2)。

実際、図-2 の自社株買い支払額の推移をみても、その金額の増加がみられるのは、02 年度以降においてである。02 年度は、配当金の支払額 2.3 兆円に対し、自社株買い支払額は 2.6 兆円と金額ベースで配当を上回った。その後、07 年度まで増加し、3.7 兆円となった。09 年度から 12 年度までは 1 兆円超で推移し、配当金の 4 分の 1 から 5 分の 1 程度の割合で推移したが、その後再び増加傾向へ転じ、ペイアウト全体の 3 分の 1 を占める水準にまで回復し、18 年度には金額ベースで 5.6 兆円と過去最高の金額となった。

##### 4.2 自社株買い実施企業の状況

つづいて、日本企業の自社株買いの状況を実施企業数とその比率でみていくことにする。図-6

は、2009年度から18年度までの最近10年間の自社株買い実施企業についてまとめたものである。

この10年間の自社株買い実施企業数は、最も実施企業が少ないのは11年度で811社、最も多いのが16年度で1,096社である。直近5年間は1,000社を超える水準で推移している。

実施率でも、30%から40%程度である。14年度以降は35%を超えていたが、18年度は33.3%であり、この5年間で最低の実施率である。しかし、先ほど確認したように金額では18年度が過去最高であった。1社あたりの規模に大きな違いが表れた可能性がある。

その状況を確認するため、自社株取得支出額を1億円未満と1億円以上で区分し、企業数と割合を計算したものを図-6に合わせて示している。この推移をみると、この10年間で前半と後半で自社株買いの実施状況に違いがみられることがわかる。

09年度から14年度までは、支払額が1億円以上の自社株買い実施企業の比率は10%台の前半で推移しており、自社株買い実施企業全体に占め

る割合としては3割から4割程度の水準であった。

それに対して、15年度以降は自社株買いへの支出が1億円以上の企業が増加し、16年度・18年度では実施企業全体の半数以上を占め、18年度には実施企業数587社、実施企業の57.5%が1億円以上の自社株買いを実施している。全銘柄に占める割合でも19.1%と高水準となった。

図-2でみたようにこの年度は金額でも過去最高額となっており、こうした状況からもペイアウト手段としての自社株買いの重要性が高まっていることがわかる。

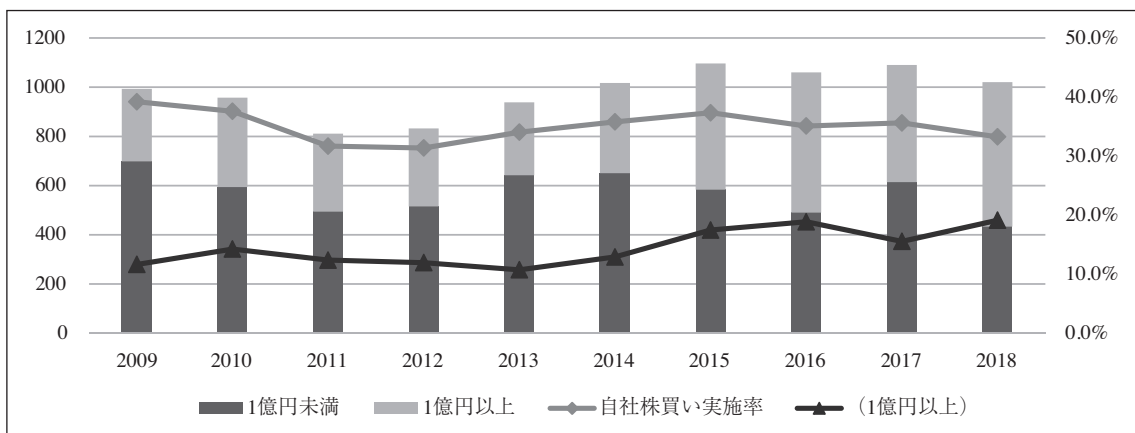
### 4.3 近年の自社株買いの特徴

つづいて、金額や利益との関係から自社株買いの動向を観察したい。図-7は、日本の全上場企業（銀行、証券、保険業は除く）を対象に、自社株買い取得額を計上した企業の金額を集計し、その合計額と当期純利益額の合計額の比率（自社株純利益比率）を計算したものである。

これは、配当額および配当性向についてまとめた図-4と比較して検討したい。2001年度および08年度が例外的に大きすぎる状況であるのは配

図-6 日本の上場会社の自社株買い実施企業数とその比率

(左軸単位：社)



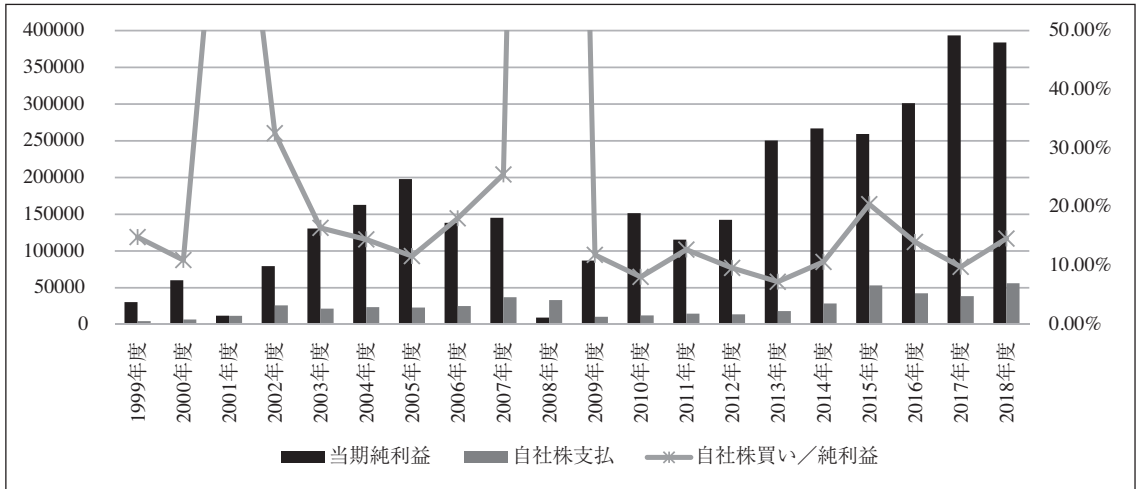
(注) 全上場企業（銀行、証券、保険業は除く）を対象に、自社株取得への支出を行った企業数を集計している。自社株買い実施率は全銘柄に占める自社株買い実施企業数で計算した。なお、支払額1億円未満と1億円以上で区分している。

(出所) 日本経済新聞社『NEEDS Financial Quest』より作成。



図-7 日本の上場事業会社の自社株買い支払額と自社株買い／純利益比率の推移

(左軸単位：億円)



(注) 全上場企業（銀行、証券、保険業は除く）を対象に、自社株買い取得額を計上した企業数を集計している。なお、2001年度は98.23%、2008年度は359.9%である。

(出所) 日本経済新聞社『NEEDS Financial Quest』より作成。

当も自社株買いも同じである。

配当性向と自社株純利益比率を比べると、配当性向が20%から50%とやや変動がある一方で、金額はほぼ一貫して増加傾向にあった。これに対して、自社株純利益比率は10%から20%の幅で推移しているが、金額・比率とも1999年度以降07・08年度まで増加したあと、2010年代に入ってから回復するまでにやや時間を要している。

この点から、日本企業の自社株買い行動の特徴として指摘できることは、配当金以上に自社株買いの当期純利益の変化との関係が小さいという点である。たとえば、利益が減少した06年度以降に自社株買いが増加し、その後当期純利益額が回復した後も、しばらくの間自社株買いの増額はみられない。この間、配当は一定水準から大幅に減額されることなく、一定水準を維持され続けたことを考えると、企業のペイアウト手段としての優先順位が配当のほうが自社株買いよりも高いのであろうことがうかがえる。その後15年度以降になると状況が一変して、自社株買い額の急増がみられる。とはいえ、配当の支払額との間には2倍

以上の差があり、自社株純利益率はこの10年間で最も高い15年度でも20.5%であり、18年度は14.6%に過ぎず、配当性向と比較して大きな差がある。

#### 4.4 自社株買いの日米比較

先述したように、米国企業のペイアウトは配当から自社株買いに移行しているといわれる。本節では、その状況を含めて日米比較をおこなう。

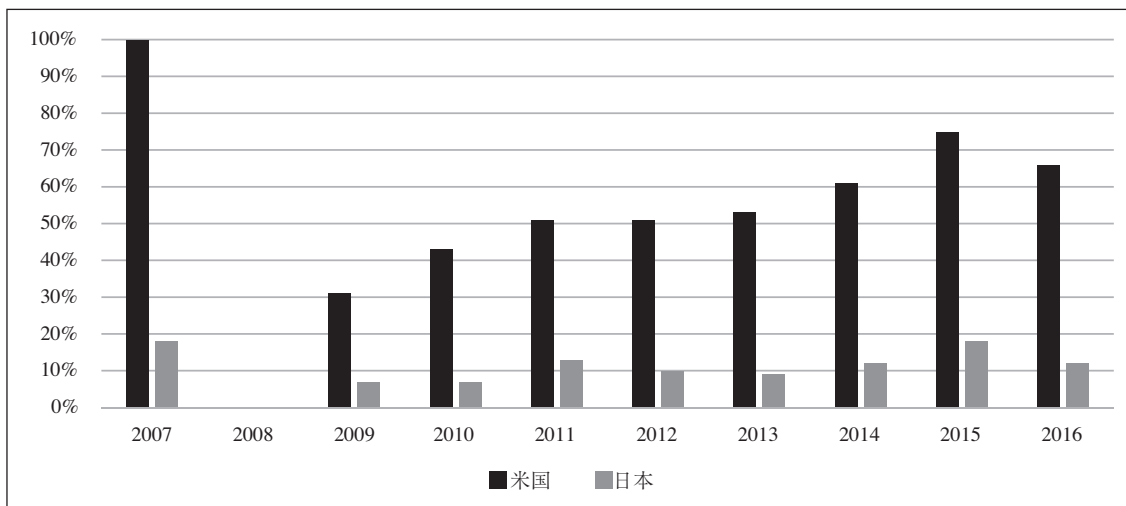
図-8は、生命保険協会調査による日本のTOPIX構成企業と米国S&P500構成企業の自社株純利益率の推移を示すグラフである。

このグラフをみると日米企業の自社株取得への支払額に大きな差があることがわかる。図-5で示された配当性向では日米ではっきりと示されなかった差が、顕著に表れている。

米国企業の場合、2009年こそ31%と低水準であるが、その後増加し、15年には75%、16年も66%と高水準を維持している。

一方、日本企業は09年の7%から10%前後で推移し、15年こそ18%にまで増加したが、16年

図-8 日米企業の自己株式取得額／当期純利益の推移 (自社株純利益率)



(注) 日本：TOPIX 構成企業 米国：S&P500 構成企業 (過去 10 年間連続してデータ取得可能な企業、赤字企業を除く)  
 なお、2008 年については、米国 255%、日本 1,026% である。

(出所) 生命保険協会調査『株式価値向上に向けた取り組みについて』平成 25 年度、平成 29 年度を加工

には 12% とそれほど大きな伸びはみられない。そのため図-5 と図-8 を合わせた総還元性向 (= 配当と自社株買いの合計額 / 当期純利益) でみると、米国が 100% を超えている (つまり、利益以上にペイアウトを行っている) のに対して、日本は 40% 程度と株主還元には大きな差が生じている (2016 年では、米国 106%、日本 40% である)。数字の上では、獲得した利益をこえるペイアウトを行う米国企業と総額でも利益の半分に満たない日本企業とまとめられる。

したがって、株主へのペイアウトに対して日米企業に大きな差が存在し、日本の場合、前述した Allen・Michaely (2003) が指摘しているような、利益のほとんどをペイアウトしているという状況ではないといっていよう。

そして、この自社株買いに対する行動の差が、日米企業のペイアウト政策の実施の違いを生み出す要因のひとつであることは明らかであろう。

### 5. ペイアウト実施企業の特徴

この章では、ペイアウト実施企業の業績との関

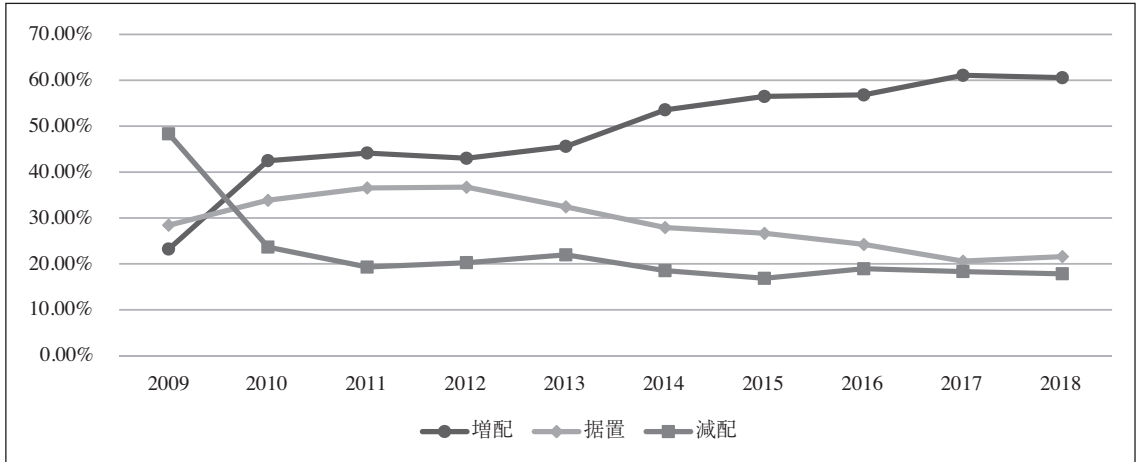
係に着目して検討を行いたい。具体的には、配当の増減やそれと利益の関係、配当と自社株買いの関係などである。

#### 5.1 配当の変化と利益との関係

「配当は、その『水準』はもちろんのこと、その『変化』も重要である」(石川, 2010, p.29) という。図-3 でみたように、毎年上場会社の 8 割以上が配当を実施しており、その比率は近年増加傾向にある。一方、配当性向は 30% を下回る水準で推移している。利益の変動ほど配当金の変動は見られない。これは Allen・Michaely の指摘の⑤とも合致している。それは、企業が配当を安定化させようとしていることと表れと考えるとよいのであろうか。このことを確認するため、日本企業の増配・据置・減配の様子をみていきたい。

図-9 はこの 10 年間の配当の支払をおこなった上場会社の一株あたり配当金額 (DPS: dividend per share) の変動の様子を時系列でまとめたグラフである。なおこの数値は、配当実施企業に占める増配・据置・減配企業の比率として計算してい

図-9 増配企業・据置企業・減配企業の比率とその推移



(注) 全上場企業（銀行、証券、保険業は除く）の配当の支払いを行った企業を対象にしている。

(出所) 日本経済新聞社『NEEDS Financial Quest』より作成。

る。前にも触れたが、日本企業はDPSを毎期一定に維持しようとする「安定配当政策」をとる企業が多くみられていた<sup>9)</sup>。

図-9をみると、近年は安定配当を維持する企業がそれほど多くないことがわかる。2009年度は前年のリーマン・ショックの影響を受けてであろうか、減配企業の割合が大きくなっていった。しかし、減配企業の割合は翌年から減少し、その後は20%前後で推移している。

一方、据置（安定配当）企業は、09年度の28.4%のあと、12年度の36.7%まで上昇するが、その後は緩やかに減少している。17年度には20.6%と近年で最も低い数値となり、翌18年度も21.6%と低水準を維持している。

それに代わって大きく上昇しているのが増配企業である。09年度こそ23.2%であったが、10年度には42.5%となり、その後一貫して上昇し17年度には61.1%となり、18年度も60.6%である。14年度から5年連続して増配企業の比率が5割を超えている。

図-4または図-7で示している当期純利益の推移からもわかるように、この間の上場会社の当期純利益は多少の減益の期間がみられるもののほ

ぼ増益傾向を示していたとあってよいだろう。この利益の増加に合わせて、各企業の配当額も増加していたと考えればよいのだろうか。この点を検討するため、企業のDPSの変化と利益の増減の関係についてみることにする。

表-1は、上場会社の利益の増減と企業のDPSの増減を関連付けてまとめた表である<sup>10)</sup>。直近の18年度とその前を3年ごとにまとめている。これをみると、増益・増配企業の割合が大きくなっていることがわかる。その背景としては、増益企業の増加がある。12年度の増益企業は1,282社（58.9%）であったが、15年度には1,580社（65.6%）、18年度には1,786社（68.6%）である。これらの増益企業のうち12年度は54.2%の企業が増配し、15年度は65.2%、18年度は68.7%の企業が増配した。注6で取り上げているが、企業の配当政策が配当性向の数値目標を設定する方向に進んでいるとすれば、当期純利益額の増加が配当金額の増加につながっていると推測される。

一方、増益企業の据置は12年度の18.6%から、15年度の13.9%、18年度には10.9%と低下している。またこの傾向は減益企業にもみられており、減益・据置企業の比率は、12年度の18.1%

表-1 上場会社の利益の増減と増配・据置・減配企業の関係

	2012		2015		2018	
増益・増配企業	695社	31.9%	1,030社	42.8%	1,227社	47.2%
減益・増配企業	240社	11.0%	330社	13.7%	350社	13.5%
増益・据置企業	405社	18.6%	335社	13.9%	283社	10.9%
減益・据置企業	394社	18.1%	306社	12.7%	277社	10.7%
増益・減配企業	182社	8.4%	215社	8.9%	276社	10.6%
減益・減配企業	260社	12.0%	192社	8.0%	189社	7.3%
有配企業合計	2,176社		2,408社		2,602社	

(注) 全上場企業(銀行, 証券, 保険業は除く)を対象に, 配当金を支払った企業数を集計している。

(出所) 日本経済新聞社『NEEDS Financial Quest』より作成。

から, 15年度は12.7%, 18年度は10.7%へ低下した。企業の利益動向に関係なく, 安定配当の企業が減少していることを示している。このような状況を見ると, 企業の配当政策がDPSの安定化を目標とするものから, 配当性向の安定化や目標数値の設定といった, 配当政策の合理性を考慮した, 投資家への説明可能な配当政策へシフトしつつあることを示しているのではないだろうか。ガバナンスの観点からいえば, このような変化は今後不可欠なものになってくるのではないだろうか。

しかし, この仮説にマッチしない状況もある。それは増益・減配企業の存在である。それらの企業の割合は12年度では8.4%, 15年度は8.9%, 18年度には10.6%に増加している。このような行動は安定配当の維持あるいは配当性向を目標に設定している場合のいずれにしても, うまく説明できない点であり, 今後の研究課題として記しておきたい。

## 5.2 配当と自社株買いの関係

つづいて, 配当と自社株買いをを行う企業の関係をみていくことにする。

表-2は, 自社株式の取得に対する支出のあった企業について, その年の配当が増配・据置・減配・無配のいずれであったのかという観点からまとめたものである。上段は自社株買い実施全企業

について, 下段は自社株買い支出額が1億円以上の企業についてである。有配自社株買いは, 配当金の支払も自社株買いもどちらも実施している企業を指している。自社株買い実施全企業で見ると, 両方実施している企業が9割以上を占めている。したがって, 米国企業でみられるような配当が自社株買いに置き換えられている状況はみられない。

また, 配当金の状況を考えても, 減配または無配の自社株買い実施企業の割合は, 全体では, 12年度で23.3%, 15年度は19.8%, 18年度20.4%とあまり多くなく, むしろ増配企業の自社株実施割合が12年度41.3%, 15年度57.0%, 18年度64.8%と増加している。

自社株買いに1億円以上を支出した企業で見ると, 配当に加えて多額の自社株買いをを行う企業が増えている様子がわかる。12年度の36.0%から, 18年度には55.6%にまで増加している。

また, そのうち無配・減配の企業は10%前後で推移している。それに対して増配企業の割合は12年度の17.7%から18年度には39.9%にまで増加している。つまり, 業績が好調な増配企業が追加のペイアウトを実施する手段として自社株買いを実施している可能性があり, そのような積極的にペイアウトを行う企業が増加していることを表しているのではないだろうか。

企業の配当政策として減配を避けたいという前

表-2 上場会社の配当政策と自社株買いの関係

	自社株買い実施企業全体					
	2012		2015		2018	
増配自社株買い	343社	41.3%	623社	57.0%	660社	64.8%
据置自社株買い	295社	35.5%	254社	23.2%	151社	14.8%
減配自社株買い	141社	17.0%	162社	14.8%	163社	16.0%
無配自社株買い	52社	6.3%	55社	5.0%	45社	4.4%
有配自社株買い	779社	93.7%	1,039社	95.0%	974社	95.6%
	(うち支払額1億円以上の企業)					
	2012		2015		2018	
増配自社株買い	147社	17.7%	326社	29.8%	407社	39.9%
据置自社株買い	89社	10.7%	91社	8.32%	73社	7.2%
減配自社株買い	63社	7.6%	73社	6.7%	87社	8.5%
無配自社株買い	18社	2.2%	23社	2.1%	20社	2.0%
有配自社株買い	299社	36.0%	490社	44.8%	567社	55.6%

(注) 全上場企業(銀行、証券、保険業は除く)を対象に、自社株取得額へ支出した企業数を集計している。

(出所) 日本経済新聞社『NEEDS Financial Quest』より作成。

提がある場合、必要以上の配当金の増額は将来の減配の可能性を高めることにつながる。その状況を避けるためには、ある程度の水準(目標とする配当性向など)までは増配を行い、その水準を超えるペイアウトを実施する必要がある状況では増配に代わって、自社株買いを実施するほうが合理的であるといえるだろう。

### 5.3 配当企業と自社株買い企業の集中度

最後に、配当金と自社株買いの実施企業のリストを確認したい。表-3は配当金の支払額の上位30社を、表-4は自社株買いの実施企業の上位30社を表している。

まず、配当金の方からみていきたい。どの年も同じような企業の名前が並んでいることがわかる。実際、12年度、15年度、18年度の3つともにリストアップされている企業は19社である。利益額の大きさと配当総額が決まると仮定すれば、ある意味当然のことであるのかもしれない。

上位30社の12年度の配当金の支払総額は2兆3,759億円である。上場会社の支払額が5兆7,461

億円なので、上位30社で41.4%を占めている。

15年度が金額・比率とも最も高く、5兆1,813億円、49.7%である。この年度の有配企業の総数が2,408社であるので、全体の1.2%ほどの企業で配当総額の半分近くを占めていることになる。

18年度は、金額・比率とも少し下がり、4兆8,390億円、40.1%である<sup>11)</sup>。

これに対して、表-4の自社株買い支払額上位30社は配当金の状況とはずいぶん異なっている。第一に、毎年のようにリストアップされる企業が違っている。事実、3年続けてリストに登場している企業は日本電信電話とアステラス製薬の2社のみである。

第二に、上位30社への集中度が非常に大きい。12年度の上位32社の自社株買い支払総額は1兆254億円である。これに対して、全体の支払総額は1兆3,700億円であり、上位30社への集中度は74.9%と極めて高くなっている。この年度の自社株買い実施企業は831社なので、わずか3.6%の企業で4分の3近くの自社株買いを行っていることになる。

表-3 配当金支払額上位30社

(単位: 億円)

2012		2015		2018	
会社名	配当額	会社名	配当額	会社名	配当額
NTT ドコモ	2,404	ソフトバンク	15,621	トヨタ自動車	6,448
トヨタ自動車	1,900	トヨタ自動車	7,060	NTT ドコモ	3,772
日本電信電話	1,834	NTT ドコモ	2,716	日本電信電話	3,136
キヤノン	1,424	日本電信電話	2,002	日本たばこ産業	2,597
武田薬品工業	1,421	日本たばこ産業	1,876	日本郵政	2,304
本田技研工業	1,298	キヤノン	1,747	KDDI	2,277
日本たばこ産業	1,142	KDDI	1,628	日産自動車	2,151
三菱商事	955	本田技研工業	1,586	三菱商事	1,983
日産自動車	943	日産自動車	1,572	本田技研工業	1,943
三井物産	913	ファナック	1,512	キヤノン	1,782
伊藤忠商事	751	武田薬品工業	1,415	ファナック	1,736
ソフトバンクグループ	665	三井物産	1,147	武田薬品工業	1,430
KDDI	650	デンソー	980	三井物産	1,390
住友商事	638	ブリヂストン	939	東京エレクトロン	1,248
アステラス製薬	601	三菱商事	882	ブリヂストン	1,202
セブン&アイ・ホールディングス	566	SUBARU	849	伊藤忠商事	1,164
日立製作所	466	オリックス	760	SUBARU	1,104
東日本旅客鉄道	455	伊藤忠商事	759	デンソー	1,053
コマツ	429	アステラス製薬	696	コマツ	935
ユーザイ	427	セブン&アイ・ホールディングス	663	住友商事	887
東芝	425	住友商事	624	オリックス	884
信越化学工業	425	日本製鉄	597	三菱電機	859
第一三共	422	三菱電機	580	セブン&アイ・ホールディングス	818
中部電力	416	日立製作所	579	パナソニック	816
デンソー	403	コマツ	547	任天堂	780
JXTG ホールディングス	398	Z ホールディングス	504	日立製作所	772
ファナック	394	日本郵政	501	信越化学工業	747
丸紅	382	大塚ホールディングス	492	大和ハウス工業	746
花王	312	東日本旅客鉄道	491	アステラス製薬	721
AGC	301	第一三共	485	日本製鉄	707
上位30社の合計	23,759		51,813		48,390
上場会社の支払い総額	57,461		104,188		120,824
上位30社/上場会社合計	41.4%		49.7%		40.1%

(出所) 日本経済新聞社『NEEDS Financial Quest』より作成。

表-4 自社株買い支払額上位 30 社

(単位：億円)

2012		2015		2018	
会社名	支払額	会社名	支払額	会社名	支払額
日本たばこ産業	2,500	トヨタ自動車	7,782	NTT ドコモ	6,000
日本電信電話	1,500	日本郵政	7,310	トヨタ自動車	5,496
キヤノン	1,500	スズキ	4,605	東芝	3,999
味の素	502	NTT ドコモ	3,075	ソフトバンクグループ	3,841
アステラス製薬	494	ソフトバンクグループ	2,692	日本電信電話	2,582
日本電産	313	富士フイルムホールディングス	1,500	Zホールディングス	2,210
SCSK	301	HOYA	1,302	アステラス製薬	1,604
日立製作所	284	アステラス製薬	1,201	KDDI	1,500
デンソー	275	東京エレクトロン	1,055	ソニー	1,002
Zホールディングス	201	日本たばこ産業	1,000	キリンホールディングス	1,001
大塚ホールディングス	200	三菱商事	988	富士フイルムホールディングス	1,000
ディー・エヌ・エー	200	日本電信電話	939	信越化学工業	895
セガサミーホールディングス	162	ガンホー・オンライン・エンター	800	シャープ	852
日本ハム	160	テルモ	610	いすゞ自動車	794
イオンフィナンシャルサービス	150	SUMCO	544	伊藤忠商事	687
参天製薬	138	第一三共	502	コカ・コーラ ボトラーズジャバ	680
イズミ	128	KDDI	500	本田技研工業	646
ユー・エス・エス	123	ヤマトホールディングス	500	出光興産	559
栗田工業	122	いすゞ自動車	495	JXTGホールディングス	550
ユニ・チャーム	110	クレディセゾン	478	塩野義製薬	503
都築電気	103	日本製鉄	419	花王	500
住友金属鉱山	101	デンソー	351	北海道電力	476
ヤマトホールディングス	100	丸井グループ	350	新明和工業	450
シャープ	100	東京ガス	339	東日本旅客鉄道	410
日本通運	90	味の素	302	大東建託	409
オービック	87	日産自動車	283	キョーリン製薬ホールディングス	408
メディカルホールディングス	82	大東建託	258	味の素	401
キリンホールディングス	78	スシローグローバルホールディン	250	京セラ	400
光通信	76	武田薬品工業	223	野村総合研究所	368
協和キリン	75	大日本印刷	201	大成建設	360
上位 30 社の合計	10,254		40,856		40,584
上場会社の支払い総額	13,700		52,998		56,102
上位 30 社/上場会社合計 (%)	74.9%		77.1%		72.3%

(出所) 日本経済新聞社『NEEDS Financial Quest』より作成。

この傾向はほかの年度も同じで、15年度の集中度は77.1%、18年度も72.4%と特定企業の自社株買い実施額が高い状況が続いている。

つまり、配当金は毎年同じような企業が比較的多額の支払いを行っているがその集中度はそれほど高いとはいえない。それに対して、自社株買いは毎年異なる企業がかなり大きな支払いを行っており、その継続性はみられない。また、上位の特定企業への集中度は極めて高い。

資金との関係からは『企業の経営者が、一時的な余剰資金を自社株買いでペイアウトし、安定的に得られる余剰資金を配当によりペイアウトする』(Allen・Michealy, 2003, 邦訳書 p.443) という指摘がある。日本企業の場合、企業の現預金等の金額が増加している現状を合わせて考えるとこのケースがあてはまっている可能性があるだろう。

## 6. おわりに

以上、日本企業のペイアウトの状況についてみてきた。本研究ではとくに、近年のペイアウトの実施状況や配当と利益との関係、配当と自社株買いとの関係に焦点をあてて検討を行った。Allen・Michealy にならい、日本企業のペイアウト政策の特徴をまとめると次のようになるだろう。

- ① 日本企業のペイアウトは、当期純利益の40%前後で推移しており、利益のほとんどをペイアウトしているとはいいがたい。
- ② ペイアウトの中心は配当であるが、金額の面では自社株買いも増加している。
- ③ ほとんどの企業が配当を実施しており、米国で見られるような無配企業の増加は見られず、自社株買いが配当に置き換えられる状況も観察されない。
- ④ 近年は増配する企業が多くみられる。とくに減益企業であっても据置・増配する行がほとんどであり、従来の安定配当政策から変化している状況が確認できる。

今回は税の問題や株価との関係は取り扱ってお

らず、以上の4点を指摘しておく。

一方、ペイアウトは企業から株主への現金の配分とみることもできる。この観点に立つと、フリーキャッシュフロー仮説の観点に立った分析などペイアウトと現金保有との関係も検討する必要がある。また、これと関連してペイアウトとガバナンスの問題も課題として残されている。本稿でも少し触れたが、配当目標の設定やその説明などは投資家の評価につながる問題である。したがって、ペイアウトの実施と株価の関係についても分析を行うべきであろう。

また、砂川(2010)が指摘するように、現金保有とペイアウトは表裏の関係にある(p.241)。ガバナンスの観点からもペイアウトと現金保有の関係は検討しておく必要のある課題の一つである。これらを今後の研究課題として指摘しておきたい。

## 注

- 1) 株主還元には、現金による配当と自社株買いのほかに株主優待も含まれる。本稿では、株主優待については取り扱っておらず、配当と自社株買いをもってペイアウトしている。
- 2) 自己資本利益率の増加については、当期純利益額の上昇だけでなく、自己資本比率の低下の影響も大きいと思われる。日本取引所グループ『決算短信集計結果』によれば、上場企業の自己資本比率は、2014年度は39.11%であるのに対し、2015年度には30.99%に急落している。直近の2018年度も32.66%と低水準である。
- 3) このデータは、『NEEDS Financial Quest』の上場会社事業会社の配当の支払および自社株取得の支払を合計した金額である。
- 4) 2001年度の利益に対する配当の支払いを考えた場合、実際に支出されるのは2002年度と考える方が妥当だと思われる。
- 5) 当期純利益の数値については、全上場会社のデータである図-1のものとは異なっている。またこのグラフの配当金は、図-3の配当金支払額と同



じである。

- 6) しかし、株主還元に関する数値目標の公表割合は、07年度の26%から16年度は46%に上昇しており、配当政策に対する企業の意識に変化が表れていることがうかがわれる。また、公表企業のうち64%の企業が30%以上の配当性向を数値目標として公表していると回答している。(生命保険協会, 2018, p.31)
- 7) Floyd, Li and Skinner (2015)によれば、2002年に15.2%にまで減少した米国の有配企業率は2012年には28.1%にまで回復していることを示している。しかし、同時期の日本企業の有配比率(図-3参照)と比較すると、かなり低い水準であることがわかる。
- 8) 米国企業の配当総額に占める配当総額ランキング上位100社の割合は、1978年は67.3%、2000年は81.8%に増加している(DeAngelo et al. 2004, p.432)。
- 9) たとえば、石川(2010)によれば、70年代の終わりから90年代の半ばまで、半数以上の企業が安定配当政策を採用していたことを示唆している。しかし、その後比率は減少傾向を見せ、2000年代の終わりには4割を切る水準となった(pp.29-30)。
- 10) なお、利益の増減は「各年度の前年度の利益－前々年度の利益」の金額から計算している。
- 11) ちなみに、上位100社への集中度を18年度について計算すると、61.4%である。

## 参考文献

Allen, F. and R. Michaely. (2003). Payout Policy. 著: Constantinides R. Stulz and M. Harris G., Handbook of the Economics of Finance 1A (ページ: 483-527). Elsevier. (加藤英明監訳. 金融経済ハンドブック1 (ページ370-457). 丸善.

Brav, A., J. Graham, C. Harvey and R. Michaely. (2005). Payout Policy in the 21st Century. Journal of Financial Economics 77 (3), 483-527.

Damodaran, A. (2015). Applied Corporate Finance 4th

edition. Wiley.

DeAngelo, H., L. DeAngelo and D. J. Skinner. (2004). Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings. Journal of Financial Economics 72, 425-456.

Fama, E. F. and K. R. French. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? Journal of Financial Economics 60, 3-43.

Floyd, E., N. Li and D. J. Skinner. (2015). Payout policy through the Financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. Journal of Financial Economics Vol.118 (2), 299-316.

Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers., American Economic Review, 323-329.

Lintner, J. (1956). Distribution of Income of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. The American Economic Review, Vol.46, No.2, 97-113.

Miller, M. H. and F. Modigliani. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. The Journal of Business, Vol.34, No.4, 411-433.

安田賢治. (1997). 我が国企業の配当政策. 著: 財団法人 日本証券経済研究所, 現代企業と配当政策 (ページ: 171-181). 財団法人 日本証券経済研究所.

岡田依里. (1997). コーポレート・ガバナンスと配当政策. 著: 財団法人 日本証券経済研究所, 現代企業と配当政策 (ページ: 113-128). 財団法人 日本証券経済研究所.

花枝英樹. (2002). 戦略的企業財務論. 東洋経済新報社.

花枝英樹, 芹田敏夫. (2008). 日本企業の配当政策・自社株買い—サーベイ・データによる検証—. 現代ファイナンス 24, 129-160.

宮川壽夫. (2013). 配当政策とコーポレート・ガバナンス. 中央経済社.

芹田敏夫. (2009). 配当政策. 著: 花枝英樹, 榊原茂樹, 資本調達・ペイアウト政策 (ページ: 225-

- 252). 中央経済社.
- 古山徹. (1997). 赤字企業の配当政策. 著: 現代企業と配当政策, 財団法人 日本証券経済研究所 (ページ: 183-196). 財団法人 日本証券経済研究所.
- 広田真人. (1992). 配当政策の現状. 著: 森脇彬, 日本企業の配当政策 (ページ: 13-43). 中央経済社.
- 佐々木寿記. (2016). ペイアウト政策にコーポレート・ガバナンスと余剰資金が与える影響. 経営論集 87, 105-120.
- 佐々木寿記. (2018). 我が国企業のペイアウト政策の推移—2001年以降の最新データによる分析—. 経営論集 91, 25-36.
- 佐々木寿記, 花枝英樹. (2010). わが国企業の配当行動のマクロ分析. 経営財務研究 Vol.29 No.1.2., 2-31.
- 砂川伸幸. (2010). コーポレート・ガバナンスと資本政策. 著: 加護野忠男, 砂川伸幸, 吉村典久, コーポレート・ガバナンスの経営学 (ページ: 225-249). 有斐閣.
- 砂川伸幸, 畠田敬, 山口聖. (2006). ペイアウトと現金保有. 証券アナリストジャーナル, 6-20.
- 石川博行. (2007). 配当政策の実証分析. 中央経済社.
- 石川博行. (2010). 株価を動かす配当政策. 中央経済社.
- 石川博行. (2019). 会社を伸ばす株主還元. 中央経済社.
- 太田浩司. (2009). ペイアウト政策と資本市場 解題. 証券アナリストジャーナル, 2-10.
- 畠田敬. (2009). 自社株買い. 著: 花枝英樹, 榊原茂樹, 資本調達・ペイアウト政策 (ページ: 253-276). 中央経済社.
- 畠田敬. (2013). 日本における配当の硬直性. 国民経済雑誌, 207 (6), 81-92.
- 鈴木健嗣, 芦田敏夫, 花枝英樹. (2018). 企業のペイアウト政策: 再サーベイ調査による分析. 経営財務研究 Vol.38 No.1・2, 49-74.
- 山田仁志. (2020). 日本企業の内部留保の現状とその活用についての考察. 経営行動研究年報. 第29号 (掲載予定).