

2017年3月22日

## 配当・自社株買い政策に関する企業の意識調査 基本集計結果

中央大学総合政策学部 教授 花枝英樹  
青山学院大学経済学部 教授 芹田敏夫  
一橋大学大学院国際企業戦略研究科 准教授 鈴木健嗣

### 概要

- ・質問票の発送：2017年1月上旬
- ・回答の締切：2017年1月末
- ・アンケート依頼先：国内全証券取引所上場企業・投資法人：3,702社
- ・回答企業：357社
- ・回収率： $357/3,702=9.64\%$

以下では、質問項目ごとの単純集計と、簡単なコメントを示しました。

### 回答企業業種別分布

	企業数	%	産業名	企業数	%
小売業	42	11.76%	ゴム製品	4	1.12%
サービス業	37	10.36%	金属製品	4	1.12%
卸売業	33	9.24%	証券、商品先物取引業	4	1.12%
情報・通信業	32	8.96%	精密機器	4	1.12%
電気機器	26	7.28%	保険業	4	1.12%
建設業	25	7.00%	その他金融業	3	0.84%
機械	24	6.72%	パルプ・紙	3	0.84%
化学	15	4.20%	鉄鋼	3	0.84%
輸送用機器	15	4.20%	非鉄金属	3	0.84%
その他製品	14	3.92%	繊維製品	2	0.56%
不動産業	10	2.80%	陸運業	2	0.56%
#N/A	10	2.80%	海運業	1	0.28%
その他	8	2.24%	鉱業	1	0.28%
医薬品	8	2.24%	水産・農林業	1	0.28%
食料品	7	1.96%	石油・石炭製品	1	0.28%
銀行業	5	1.40%	倉庫・運輸関連業	1	0.28%
ガラス・土石製品	4	1.12%	電気・ガス業	1	0.28%



## 利益分配政策

問1. 配当／自社株買いについての以下の命題について、どのように考えますか。配当と自社株買いで別々に該当する□にチェックを入れて下さい。

注) -2 : 全くそう思わない -1 : そう思わない 0 : どちらとも言えない  
+1 : そう思う +2 : 強くそう思う

命 題	配当						自社株買い					
	平均 点数	-2	-1	0	1	2	平均 点数	-2	-1	0	1	2
投資計画が決定された後に配当／自社株買いを決定すべきである	0.22	7.1%	20.3%	31.1%	26.0%	15.4%	0.48	5.7%	11.4%	32.1%	30.7%	20.2%
増配／自社株買いは、投資家に対して、将来の利益増大という経営者の持っている内部情報の伝達効果を持つ	0.36	3.7%	16.8%	29.3%	40.1%	10.2%	0.26	5.9%	13.8%	36.2%	36.4%	7.6%
必要な投資プロジェクトを行うために資金が必要なら減配／自社株買い減額をしてもよい	-0.25	12.2%	34.1%	27.3%	19.3%	7.1%	0.39	8.0%	16.2%	24.1%	32.1%	19.6%
増配／自社株買いは、投資家に対して、自社の投資機会が少ないと見られてしまう可能性がある	-0.54	14.8%	43.3%	27.1%	10.8%	4.0%	-0.19	11.0%	32.3%	27.8%	22.4%	6.5%
内部留保資金は最もコストが安い資金源泉なので、配当／自社株買いをできるだけ抑え、内部留保すべきである	-0.70	15.7%	49.9%	25.9%	6.0%	2.6%	-0.56	15.3%	41.4%	30.9%	9.3%	3.1%

- ・ 配当政策は投資政策と全く独立に決められるわけではなく、投資計画による資金需要との絡みで配当政策が決定されると答えた割合が 41.4%に達する。この傾向は、自社株買いでさらに強く、50%の企業が投資計画後に自社株買いを決定すると答えている。
- ・ 50%の企業が増配はプラスの情報伝達効果を持っていると答えている。自社株買いでも 44%の企業がプラスの情報効果を持っていると回答している。
- ・ 逆に、増配や自社株買いが自社内での投資機会の低下というマイナスの情報伝達効果を持っていると考える企業は少ない。
- ・ 投資に対する資金需要を満たすために、減配はやむを得ないと考えている企業は 26%と少ない。しかし、自社株買いでは 51.7%と高く、資金需要があれば、自社株買い削減で対応してもよいと考えている。
- ・ 内部留保資金にもコストがかかっているという意識が強く、66%の企業が配当よりも低コスト資金である内部留保を優先せよとは思っていない。同様の傾向は自社株買いについても見られる。

問2. 以下の要因は、貴社の現金配当または自社株買いの決定にどの程度重要ですか。

配当と自社株買いで別々に該当する口にチェックを入れて下さい。

注) -2 : 全くそう思わない -1 : そう思わない 0 : どちらとも言えない

+1 : そう思う +2 : 強くそう思う

要 因	配 当						自 社 株 買 い					
	平均 点数	-2	-1	0	1	2	平均 点数	-2	-1	0	1	2
当期純利益の一時的な変化	0.16	4.8%	29.2%	23.6%	30.3%	12.1%	-0.17	9.4%	28.6%	38.3%	17.1%	6.6%
当期純利益の長期的に維持可能な変化	1.05	1.1%	4.2%	13.5%	50.8%	30.3%	0.44	4.6%	10.0%	36.8%	33.9%	14.8%
当面使途の決まっていない余剰資金	-0.08	7.6%	23.2%	42.7%	22.3%	4.2%	0.33	4.0%	12.6%	38.1%	36.7%	8.6%
同業他社の配当／自社株買い政策	-0.23	14.4%	24.2%	34.6%	23.9%	2.8%	-0.41	16.6%	26.0%	41.1%	14.9%	1.4%
配当およびキャピタルゲインに対する税制	-0.05	7.1%	20.6%	45.5%	23.7%	3.1%	-0.09	7.2%	18.7%	53.2%	18.4%	2.6%
既存株主の要求	0.50	2.5%	7.9%	33.1%	50.3%	6.2%	0.25	4.57%	10.86%	43.71%	36.29%	4.57%
機関投資家や外国人投資家を惹きつける	0.39	4.2%	11.5%	34.1%	41.1%	9.0%	0.29	5.16%	12.03%	37.82%	38.68%	6.30%
ROEの改善	0.17	4.5%	16.9%	41.3%	31.5%	5.9%	0.43	4.26%	10.23%	34.94%	39.77%	10.80%
外部資金調達コスト	-0.18	8.4%	23.0%	49.4%	16.0%	3.1%	-0.09	7.95%	18.75%	50.85%	18.75%	3.69%
過去の配当／自社株買い政策と整合性を維持	0.83	0.6%	7.3%	18.6%	56.1%	17.5%	0.37	4.27%	13.96%	29.91%	43.87%	7.98%
株主資本が過剰になるのを抑える	-0.12	6.0%	23.9%	48.6%	19.3%	2.3%	0.13	6.57%	13.71%	44.86%	30.00%	4.86%
自社内での有利な投資機会の存在	0.15	3.7%	19.2%	44.1%	24.9%	8.2%	0.32	4.58%	10.89%	43.84%	28.94%	11.75%
敵対的買収の対象企業になることの防止	-0.13	9.3%	23.0%	43.8%	19.7%	4.2%	0.14	7.95%	13.92%	42.61%	27.56%	7.95%
リーマンショックなどのマクロショック	0.24	5.3%	11.0%	47.2%	27.0%	9.6%	0.21	5.97%	9.94%	50.85%	23.86%	9.38%
コーポレートガバナンス・コードへの対応	0.28	4.5%	7.9%	46.6%	37.1%	3.7%	0.17	5.13%	9.97%	50.14%	32.19%	2.56%

- ・配当の決定に際して最も重視しているのは、「当期純利益の長期的に維持可能な変化」で、80%の企業が重要と答えている。つぎに重視しているのが、「過去の配当政策と整合性を維持」で、安定配当の意識が強いと考えられる。さらに、「既存株主の要求」で、重要と答えている企業は57%に達する。「機関投資家や外国人投資家を惹きつける」も50.1%が重要と答えている。
- ・それに対して、自社株買いの決定に際して重要と考えられているのは、「当期純利益の長期的に維持可能な変化」や「過去の自社株買い政策と整合性を維持」で、それぞれ48.7%、及び51.2%の企業が重要と答えている。
- ・配当と比べて特に自社株買いで重視されているのは、「当面使途の決まっていない余剰資金」、「ROEの改善」及び「自社内での有利な投資機会の存在」である。
- ・逆に、自社株買いに比べて配当で重要視されているのは、「既存株主の要求」や「コーポレートガバナンス・コードへの対応」である。

## 配当政策について

問 3. 配当支払いに用いることのできる貴社の資金のうち、別の用途として最も可能性が高いものを1つ選ぶとすればどれになりますか。

	回答数	%
1. 現金として保有	100	28.2%
2. 設備投資の増額	89	25.1%
3. M&A	69	19.5%
4. 自社株買い	26	7.3%
5. 負債返済	53	15.0%
6. 株主優待	6	1.7%
7. その他( )	11	3.1%

- ・「自社株買い」が7.3%と低い割合であり、配当の代わりに自社株買いを行うという代替性の意識は弱い。
- ・設備投資やM&Aなどの実物投資に振り向けると答えた割合が合計で45%ある一方で、現金保有も30%弱ある。

問 4. 貴社が配当を決定するとき、目標となる指標として1つだけあげるとすればどれになりますか。

	回答数	%
1. 1株当たり配当額	110	30.9%
2. 配当性向	188	52.8%
3. 1株当たり配当の成長率	5	1.4%
4. 配当利回り(=1株当たり配当額/現在株価)	14	3.9%
5. 株主資本配当率(=配当総額/株主資本)	9	2.5%
6. 目標となる指標は存在しない	18	5.1%
7. その他( )	12	3.4%

- ・配当政策の指標としては、配当性向と1株当たり配当額が重要視されている。

問 5. 1株当たり配当額を低下させないことは、どの程度重要だと考えますか。

	回答数	%
1. 全く重要ではない	1	0.3%
2. あまり重要ではない	15	4.2%
3. どちらとも言えない	48	13.5%
4. かなり重要	216	60.7%
5. 非常に重要	76	21.3%

平均点数 3.96

- ・1株当たり配当額を低下させないことを「かなり重要」、「非常に重要」と考えてい

る企業が 80%を超えており、減配を回避する傾向が強い。

- ・ 1株当たり配当額が参照点、基準点の役割を果たし、1株当たり配当額の維持が重視されている。

問 6. 業績が悪化して従業員給与の引き下げあるいは減配・無配を行わざるを得ない時、どちらを優先しますか。

	回答数	%
1. どちらかという給与引き下げを優先する	44	12.5%
2. どちらかという減配・無配を優先する	170	48.3%
3. 両方同程度に行う	138	39.2%

- ・ 従業員の給与引き下げを優先させる企業は少数で、減配・無配を優先させると答えた企業が半数弱に上る。「両方同程度に行う」という回答も 39%に達している。

### 自社株買いについて

次に、自社株買いについてお尋ねいたします。(問 7-問 9)

問 7. 自社株買いについての以下の命題について、どのように考えますか。該当する□にチェックを入れて下さい。

注) -2 : 全くそう思わない -1 : そう思わない 0 : どちらとも言えない  
+1 : そう思う +2 : 強くそう思う

命 題	平均 点数	-2	-1	0	1	2
自社株買いを行うのは、株主資本を減らし最適な資本構成を実現するためである	0.27	5.9%	13.3%	34.2%	40.7%	5.9%
自社株買いには、投資家に対して自社の現在の株価が割安であるとの情報を伝える効果がある	0.52	1.7%	11.5%	31.0%	44.2%	11.5%
自社株買いには、需給関係を改善させて株価を上昇させる効果がある	0.64	1.4%	6.5%	26.8%	57.2%	8.2%
自社株買いは、時期や金額の面で、配当に比べて柔軟性がある	0.45	4.2%	10.7%	30.4%	44.8%	9.9%
自社株買いを増やせば配当はその分少なくて良いという意味で、自社株買いと配当は代替関係にある	-0.56	14.1%	40.6%	33.8%	10.4%	1.1%

- ・ 株価が割安であるとの情報伝達効果、需給関係を改善する効果については、肯定的回答が 56%及び 65%と高い。同様に、「時期や金額の面で自社株買いは配当と比べて柔軟性がある」と考えている企業も 54.7%に達している。
- ・ 自社株買いと配当は代替関係にあるとは考えない回答が 55%に達している。

問 8. 以下の要因は、貴社の自社株買いの決定にどの程度重要ですか。該当する口にチェックを入れて下さい。

注) -2 : 全くそう思わない -1 : そう思わない 0 : どちらとも言えない  
+1 : そう思う +2 : 強くそう思う

要因	平均 点数	-2	-1	0	1	2
株式数減少による1株当たり利益の上昇	0.53	2.0%	8.5%	30.2%	52.8%	6.5%
自社株式の市場価格	0.79	1.4%	3.4%	25.8%	53.5%	15.9%
持合解消の受け皿	-0.03	12.4%	16.1%	38.0%	28.7%	4.8%
自社株式の浮動株比率や流動性	0.40	3.9%	8.2%	38.3%	43.4%	6.2%
株式交換によるM&Aや(完全)子会社化に使う	0.19	4.8%	16.1%	39.4%	34.4%	5.4%
ストックオプションの権利行使への備え	-0.03	10.1%	17.5%	40.6%	28.7%	3.1%
ROEなどの資本効率の改善	0.52	2.5%	7.3%	32.1%	51.5%	6.5%

・項目の中で重要視されていたのは、平均得点が高い順に挙げると、「自社株式の市場価格」、「株式数減少による1株当たり利益の上昇」、「ROEなどの資本効率の改善」、「自社株式の浮動株比率や流動性」である。

問 9. 貴社が自社株買い決定、及び金額の判断材料として考慮に入れる指標として1つだけあげるとすればどれになりますか。該当する番号に○をして下さい。

	回答数	%
1. 自己資本比率	62	17.8%
2. 配当性向	27	7.8%
3. ROE	90	25.9%
4. 利益還元率(=(配当金+自社株買い金額)／当期純利益)	52	14.9%
5. 分配可能額に対する割合(=自社株買い金額／分配可能額)	17	4.9%
6. 1株当たり純利益	41	11.8%
7. 現金の保有割合(現金保有比率(=現預金／総資産)など)	27	7.8%
8. その他( )	32	9.2%

・回答結果は、ばらけているが、比較的割合が高かったのは、「ROE」、「自己資本比率」、「利益還元率」である。

## 株主優待について

問 10. 株主優待を増やせば配当はその分少なくて良いという意味で、株主優待と配当は代替関係にあると思いますか。

	回答数	%
1. 全く代替関係にない	95	26.7%
2. あまりない	156	43.8%
3. どちらともいえない	40	11.2%
4. 多少はある	56	15.7%
5. 大いにある	9	2.5%

平均点数：2.24

・「全く代替関係にない」、「あまりない」の回答が7割を占め、株主優待は配当とは異なる目的で行われる傾向にある。

問 11. 以下の要因は貴社の株主優待を行う理由としてどの程度重要ですか。該当する□にチェックを入れて下さい。

注) -2：全くそう思わない -1：そう思わない 0：どちらとも言えない  
+1：そう思う +2：強くそう思う

要 因	平均 点数	-2	-1	0	1	2
個人株主数の増加	0.89	3.4%	6.7%	13.8%	50.0%	26.1%
安定株主比率の増加	0.51	4.2%	11.8%	26.1%	44.4%	13.5%
個人投資家の注目を集めるため	0.75	2.8%	6.2%	17.4%	60.7%	12.9%
自社株の市場での売買を活性化するため	0.19	4.5%	16.3%	39.3%	35.7%	4.2%
節税効果があるため(優待の費用が損金算入される場合があるため)	-0.50	15.8%	26.2%	50.1%	7.6%	0.3%
自社商品の広告宣伝のため	-0.20	22.5%	17.1%	25.3%	28.1%	7.0%
株価の安定化	0.16	5.6%	14.3%	40.4%	37.6%	2.0%
現金配当よりも低コスト	-0.37	11.2%	29.8%	45.2%	12.1%	1.7%



- ・株主優待の理由に際して最も重視しているのは、「個人株主数の増加」で、76.1%の企業が重要と答えている。つぎに重視しているのが、「個人投資家の注目を集めるため」で、個人株主数に対する意識が強いと考えられる。
- ・「安定株主比率の増加」を重要と答えている企業は68%に達し、「自社株の市場での売買を活性化するため」を重要と答えている企業は39.9%であった。これは個人株主の増加に対し活発な売買というよりはむしろ安定株主化することが望んでいることを示唆している。
- ・それに対して、「節税効果があるため」や「自社商品の広告宣伝のため」が重要と答えた企業は7.9%、35.1%と低いことがわかった。
- ・「現金配当よりも低コスト」が重要と答えている企業は13.8%と低い値となっている。

## 自社の株価について

問 12. 貴社の株式は現在、市場でどのように評価されていると考えますか。

	回答数	%
1. かなり過小評価	37	10.5%
2. 少し過小評価	161	45.9%
3. 正しく評価	87	24.8%
4. 少し過大評価	32	9.1%
5. かなり過大評価	3	0.9%
6. わからない	31	8.8%

- ・現在自社の株価が「かなり過小評価」「少し過小評価」と答えている企業の割合は56.4%と「少し過大評価」「かなり過大評価」と答えている企業の割合10%と比べ大きく上回っている。

## 回答者の属性

最後に回答者の属性についてお尋ねいたします。該当する番号に○をして下さい。

問 13. あなたの所属部署は以下のどれに当てはまりますか。

	回答数	%
1. 財務・経理	96	29.5%
2. 経営企画	104	32.0%
3. IR・広報	94	28.9%
4. その他	31	9.5%

問 14. あなたの現在の職位は以下のどれに当てはまりますか。

	回答数	%
1. 役員クラス以上	69	19.5%
2. 部長・次長クラス	130	36.8%
3. 課長クラス	96	27.2%
4. 係長・主任	33	9.3%
5. その他	25	7.1%

問 15. あなたはこれまでに配当または自社株買い政策の決定に関わった経験がありますか。

	回答数	%
1. 配当のみあり	103	29.1%
2. 自社株買いのみあり	6	1.7%
3. 両方あり	139	39.3%
4. どちらもなし	106	29.9%

以上、ご協力ありがとうございました。



