

# 経営財務研究

Japan Journal of Finance

わが国企業の配当行動のマクロ分析

佐々木寿記・花枝 英樹

Vol.29 / No.1・2

2010・3

日本経営財務研究学会

## わが国企業の配当行動のマクロ分析

佐々木寿記  
(一橋大学大学院)

花枝 英樹  
(一橋大学)

### 要 旨

本論文の目的は、過去 40 年間の長期にわたる全上場企業のデータを用いて、わが国企業の配当行動の変遷を分析することにある。アメリカとの比較によって、わが国企業の配当行動の特徴を浮き彫りにすると同時に、近年の制度改革（自社株買いの解禁、連結財務諸表を中心とした財務報告の義務化）の影響についても焦点をあてる。さらに、利益と配当の長期にわたる関係を、修正 1 株当たり指標でみた利益の増減に対する配当の変化と、リントナーモデルの実証分析より明らかにする。

キーワード：配当、有配・無配企業、配当の 2 極化現象、自社株買い、リントナーモデル

## 1 はじめに

近年、機関投資家や買収ファンドなど「もの言う株主」からの圧力の増大等を背景に、従来の安定配当政策を見直し、業績に応じて配当を増やすといった、株主に対する利益分配を強化する企業の動きが報道されるなど、わが国企業の間で配当政策に対する関心が高まっている。例えば、5 年間比較可能な全上場企業を対象にした調査で、2007 年度の配当総額が約 7 兆 6 千億円と前年度に比べ 14% 増え、5 年連続で過去最高を更新したことが報じられている（『日本経済新聞』朝刊、2008 年 5 月 26 日）。

一方、財務研究者の間では、配当政策は重要な研究課題のひとつとして従来から取り上げられており、日本企業の配当行動に関する最近の実証研究に限定しても、つぎのようなものがある。砂川他（2006）は、ペイアウト政策に関する最新の諸仮説を紹介した後、わが国企業の有配企業比率や有配企業と無配

\* 本論文は、日本学術振興会科学研究費補助金（基盤研究（B）、課題番号 20330080、研究代表者花枝英樹）の研究成果の一部である。草稿に対して、久保田敬一（中央大学）、蜂谷豊彦（一橋大学）、家森信善（名古屋大学）、清水克俊（名古屋大学）、安藤浩一（日本政策投資銀行）、及び上記補助金の研究分担者である、宮川公男（（財）統計研究会）、広田真人（首都大学東京）、須田一幸（早稲田大学）、胥鵬（法政大学）、芹田敏夫（青山学院大学）、鈴木健嗣（東京理科大学）の各氏から有益なコメントを頂いた。また、本誌の 2 人のレフリーからも本稿の改善に繋がる貴重なコメントを頂いた。以上の方々に感謝申し上げたい。

企業の時価簿価比率、及び配当プレミアムの推移を検討している。花枝・芹田（2008, 2009）は、上場企業を対象にしたサーベイ調査により、日本企業の財務担当者がペイアウト政策に関してどのような意識を持っているかを分析している。配当政策に関する代表的な仮説である、フリーキャッシュフロー仮説、ペッキングオーダー仮説、ライフサイクル仮説の、わが国での妥当性をパネルデータを用いて検証した研究には、上野・馬場（2005）、花枝・佐々木（2010）がある。米澤・松浦（2000）は、企業がバランズが配当政策に及ぼす影響を実証分析している。宮川（2008）は、エージェンシー理論のフレームワークのもとで、配当を経営者の自己抑制的な行動のひとつと見る視点からの実証分析を行っている。連結決算中心の会計制度改正が配当政策に及ぼす影響については加賀谷（2004）や石川（2007）が、自社株買いが配当行動に及ぼす影響については山口（2007）の分析がある。また、配当政策と株価・企業価値評価との関係に関する実証分析には石川（2007）がある。

このように様々な視点からの実証分析が行われてきた中で、本論文は過去 40 年間という長期にわたる全上場企業の集計データを用いて、わが国企業の配当行動の変遷を明らかにすることを目的にする。その意味で、配当行動のマクロ分析といってよい。なお、分析の際には、アメリカでの同様の分析から得られた結果との比較によって、わが国企業の配当行動の特徴を浮き彫りにすると同時に、近年の制度改革（自社株買いの解禁、連結財務諸表を中心とした財務報告の義務化）の影響についても焦点をあてる。このように、長期にわたる日本企業の配当行動の実態を明らかにする事実発見的な包括的実証研究に、本論文の特色がある。

本論文から得られた主な分析結果は以下のとおりである。まず初めに、日米での有配企業率の比較を行い、アメリカでは有配企業率の大きな低下が見られる一方で、日本では有配企業率に大きな変化がないことを明らかにした。そして、日米でこのような違いが見られた主な理由として、新規上場企業内での有配企業率の違いや、赤字企業内での有配企業率の違いによることが判明した。つぎに、アメリカでは多額の配当をする少数の企業と、無配もしくは少額の配当をする多数の企業に分かれる配当の 2 極化現象が報告されているが、本論文の分析により、わが国でも無配企業の数こそ少ないものの、一部の大企業に配当が徐々に集中しつつあることが、また、自社株買いでも 2 極化現象が見られることが明らかになった。さらに、わが国における配当と自社株買いとの間には、アメリカで見られるような代替関係ではなく、むしろ補完的關係が見られた。近年の制度改革に絡んだ議論として、連結決算報告の義務化により連結決算をもとに配当政策を決定する企業の割合が増えてきたのか否かについての分析も行ったが、連結利益をもとに配当政策を決める企業が増えてきているという断定的な結論は得られなかった。最後に、配当を安定的に維持する、いわゆる配当の保守性について、修正 1 株当たり利益と配当金の関係の長期にわたる変化を調べ、日本では利益の増減にかかわらず減配を選択する企業が増えてきていることが明らかとなった。また、リントナーモデルを日本企業にあてはめ、日米での当てはまり具合の長期にわたる変化の違いを調べたが、日本でのリントナーモデルの説明力は低下していないことや、自社株買いを含んだ総還元で見ると、利益に対するペイアウトの調整スピードが著しく上昇することが明らかとなった。

各節の概要は以下の通りである。第 2 節で、先行研究と本論文のリサーチデザインを述べる。第 3 節では、有配企業と無配企業の割合の変遷を調べる。第 4 節では、有配企業と無配企業の財務的特性の違いを明らかにする。さらに、無配企業を今までまったく配当をしてこなかった未配企業と、以前は配当をしていたが今期は無配の前配企業に分け、両者の財務的特徴の違いについても分析する。第 5 節では、配当の 2 極化現象と配当性向の日米比較を行う。続く 2 つの節では、1990 年代の制度改革が

配当行動に影響を及ぼしているか否かを調べる。第 6 節が自社株買い、第 7 節が連結決算制度の配当行動への影響分析である。第 8 節では、利益と配当の関係についてリントナーモデルを中心とした分析を行う。そして、最後の第 9 節では、全体のまとめと将来の課題を述べる。

## 2 先行研究とリサーチデザイン

### (1) アメリカにおける先行研究

まず初めに、本稿と関連するアメリカにおける先行研究を紹介する。アメリカ企業の配当行動の長期にわたる変遷については、Fama and French (2001) の分析が有名である。彼らによれば、1978 年に 66.5% だった米国の全上場企業（ただし、金融業・公益企業を除く）に占める有配企業の割合は、1999 年に 20.8% まで落ち込んでいる。この理由として彼らは、一度も配当を支払わない新興企業の増加と、黒字でも配当を実施しない企業の増加を挙げている。さらに、収益性、成長性、企業規模などの要因をコントロールしてもなお、以前に比べて配当を支払う企業の比率が大幅に低下していることを明らかにした。また、Denis and Osobov (2008) は、Fama らと同様の分析を、アメリカや日本など全 6 カ国で行い、アメリカでは実際の有配企業率が予想よりも大きく低下してきていることや、日本についても有配企業率に若干の低下が見られることを報告している。なお、最近のアメリカの有配企業率については、Julio and Ikenberry (2004) で、1999 年の 16% から、2004 年第 1 四半期には 20% にまで回復したことが報告されている。

また、アメリカにおいて有配企業率の低下が報告されている一方で、全体の配当額はむしろ増加しているという一見矛盾した報告が DeAngelo, DeAngelo and Skinner (2004) でなされている。彼らによると、アメリカでは一部の大企業に利益が集中した結果、これらの大企業が多額の配当を行い、その他多数の企業は全く配当を実施していないという配当の 2 極化現象が確認された。

さらに、アメリカで有配企業が急激に低下した理由として、自社株買いの影響を挙げる先行研究もいくつか存在する。Grullon and Michaely (2002) は、アメリカ企業では予測配当額と実際の配当額の差額は、自社株買いを多く実施している企業ほど大きいことを明らかにしている。また、Skinner (2008) は、ペイアウト政策と利益との関係を調べ、1980 年以降のアメリカ企業で有配企業数が大きく下落した原因は、新規上場企業が配当を行わずに自社株買いのみを行うようになったことや、以前は配当を実施してきた企業が配当ではなく自社株買いで利益分配を行うようになったことに理由があると結論づけている。

最後に、Lintner (1956) は、経営者は目標とする配当性向と当期利益から今期の目標配当額を決めるが、配当政策は保守的に決定されるため、配当の調整には時間がかかるというリントナーモデルを提唱した。Brav et al. (2005) は、COMPUSTAT 収録企業を対象にリントナーモデルを当てはめ、1950 年から 2002 年にかけてリントナーモデルの説明力の変化を調べた。その結果、リントナーモデルの説明力が低下してきていることが明らかとなり、彼らは最近の経営者は配当政策の決定の際に、配当性向を目標としなくなってきたことを原因としてあげている。また、Skinner (2008) は、配当額に自社株買い金額を加えた総還元額を用いてリントナーモデルの計測を行うと、パラメータの有意水準が上昇し、モデルの説明力も高まることを明らかにしている。

## (2) リサーチデザイン

本稿で用いるデータは、日経 NEEDS - Financial QUEST の企業財務データより入手した。対象とした企業は金融業・証券業を除いた全ての業種の上場企業で、今現在上場されている企業だけでなく、かつては上場されていたが今では消滅してしまった企業も含まれている。対象とした期間は、1966 年 4 月から 2006 年 3 月までである。配当額はすべて単独決算データより入手したが、それ以外の財務データについても、本分析では基本的に長期に入手可能な単独決算データを用いている。しかし、第 6 節の自社株買いについての分析では、自社株買い金額を手に入れるために、連結決算データが入手できる企業についてはそちらを優先させている<sup>1</sup>。また、第 7 節や第 8 節で連結利益が配当行動に及ぼす影響を調べる場合にも、連結利益を連結決算データから入手している。

なお、第 8 節で 1 株当たり利益と 1 株当たり配当の関係性の分析を行う際には、株式分割や有償株主割当増資により株式数が増減し、過去のデータとの比較可能性が失われるのを回避するために、東洋経済新報社の『株価調整係数データベース』を用いて過去にさかのぼって株式数の修正を行っている。このような修正によって、実質的な 1 株当たり利益の増減と実質的な 1 株当たり配当の増減の関係を調べることができる。

本稿では、有配企業率や配当性向、自社株買い実施企業率といった比率の推移を主に検証している。ただし、単に比率の推移を記述するだけでなく、第 4 節の有配企業と無配企業との間の財務的特徴の違いでは平均値の差の検定を、第 7 節の連結利益重視の配当政策をとる企業の割合の時系列的变化については比率の差の検定を用いた分析も行っている。さらに、第 3 節でロジットモデルを用いた有配企業率の予測誤差分析や、第 8 節で OLS によるリントナーモデルの検証も行った。

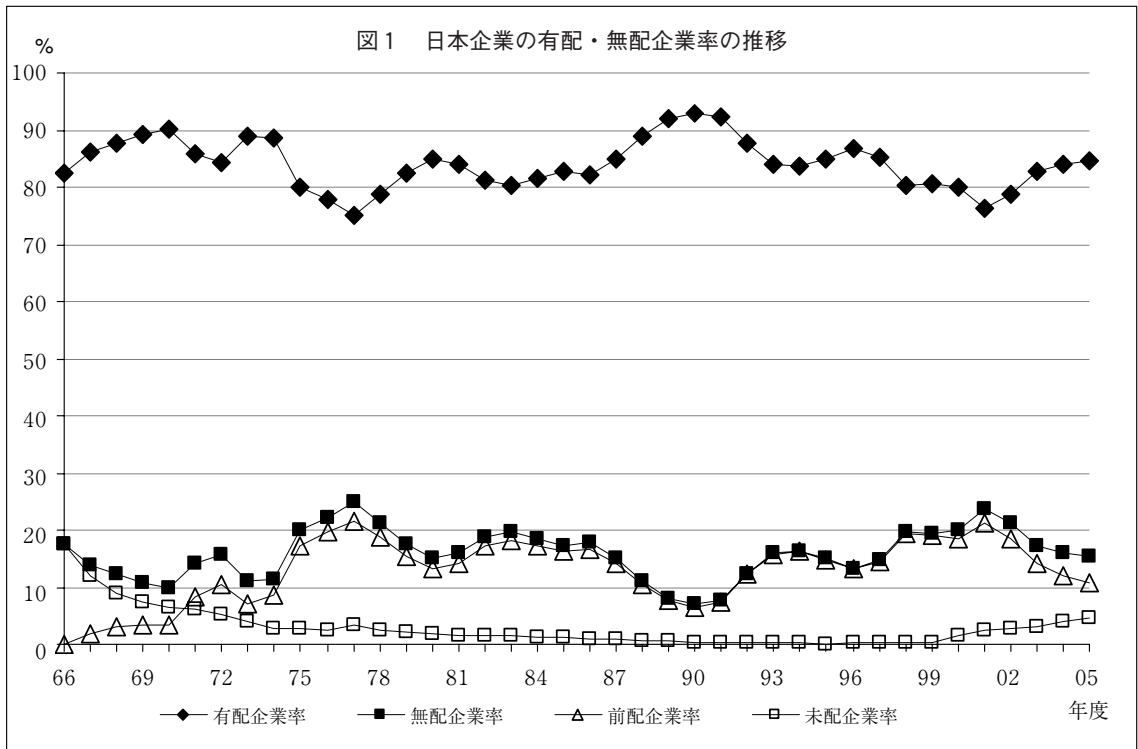
## 3 わが国の有配企業・無配企業の変遷

### (1) 有配・無配企業率

図 1 は、わが国全上場企業に占める、有配企業と無配企業の比率の推移を示したものである。各年度ごとに、その年に配当をした企業を有配企業、その年に配当してない企業を無配企業としている。さらに、無配企業については、前配企業と未配企業に細分化している。前配企業は、以前は配当をしていたが、今年度は配当をしていない企業である。未配企業は、今年度を含めてこれまで一度も配当をしていない企業である。

図 1 によれば、有配企業の割合はおおむね 80% 台で推移しているが、1980 年代後半のいわゆるバブルのときには有配企業率が上昇し、1989 年度から 1991 年度にかけて 90% を超えている。一方で、第 1 次オイルショックがあった 1970 年代半ばやバブル崩壊後の 1990 年代には有配企業率の低下傾向が見られる。これらの期間で有配企業率の低下が起きた理由としては、オイルショックやバブル崩壊後の不況で企業の業績が悪化し、配当を行う余裕のある企業が減ったことが考えられる。どちらの年代もそれ以降は再び増加傾向に転じており、後述するアメリカのような有配企業の長期的かつ大幅な低下傾向はみられない。

1 これは、連結決算実施企業については、連結キャッシュ・フロー計算書内の「自己株式の取得による支出」項目を、自社株買いの取得金額として用いたためである。



一方、無配企業率については、有配企業率とは対照関係となっていることもあり、有配企業率とは逆の推移がみてとれる。さらに無配企業率の内訳についてみてみると、まず前配企業率については、サンプル期間の初期を除き、無配企業率とほぼ等しい。しかし、2000年度以降、未配企業率の増加に伴い、無配企業と前配企業の間には徐々に差がみられるようになってきている。近年の未配企業率の増加については本節の(3)で詳しく説明する。

## (2) アメリカでの有配・無配企業率

日本と比較すると、アメリカでは有配企業率の変遷に大きな違いがみられる。Fama and French (2001)によれば、米国の全上場企業（ただし、金融業・公益企業を除く）に占める有配企業の割合は、1978年に66.5%だったのがその後低下し続け、1999年には20.8%にまで落ち込んでいる。つまり、最近では米国企業の実に8割は無配企業ということになる。

この理由として彼らは2つの点を指摘している。第1は、未配の新興企業の急激な増加である。小規模、低利益率、豊富な投資機会という特徴を持つ新興企業は従来から無配企業の代表例であるが、1980年代以降における米国でのIPO（新規株式公開）の増大により、このような新興企業が急増した。Fama and French (2001)によれば、80年代以降、新規上場企業の増加で全体の企業数が40%も増加したが、新規上場企業が上場した年度に配当を支払う確率は、1963 - 77年までが50%だったのに対し、1999年にはわずか3.7%にまで下落した。しかも、これらの企業が上場後数年経過しても、相変わらず配当を支払わないまま未配企業であり続けた結果、1999年の未配企業率は70.1%にまで達している（表1参照）。

米国で無配企業が急増した第 2 の理由は、純利益がプラスなのに、まったく配当しない企業の割合が増加したことによる。つまり、配当しようとするれば可能な黒字企業の中でも配当しない企業の割合が高まったのである。これについては、本節(3)－B の黒字企業に占める有配企業率の変化に関する記述の中で詳しく説明する<sup>2</sup>。

### (3) 日米で有配企業率に差が生じた理由

#### (3)－A 新規上場企業の影響

上述したように、有配企業率について、わが国企業では一時的な景気の悪化により多少の変化があったものの、長期的には減少傾向はみられない。それに対して、アメリカ企業では 1980 年代・90 年代に大きな変化が起これ、無配企業が大多数を占めるようになってきた。本節の以下(3)－A、(3)－B では両国でこのような違いが生じた原因について、より詳しく検証する。まずは、新規上場企業の影響である。

最初に、アメリカのように未配の新規企業の急激な増加という現象が、日本でも確認できるか否かを検証する。本稿では日経 NEEDS - Financial QUEST から入手したデータを加工し、ジャスダックを含めた、いずれかの市場に上場もしくは登録された時点をもって新規上場企業として判別している<sup>3</sup>。なお、上場場部の変更があった場合や再上場があった場合は、新規上場企業としてはカウントしていない。

本稿では、ある年度の新規上場企業の発生数をその年度の全企業数で割った値を、その年度の「新規上場企業率」と呼ぶことにする。表 1 によれば、わが国では新規上場企業率は、1980 年代前半までは 1% から 2% 台であったのが、80 年代後半以降 4% 台と若干増加しているのがわかる。これは、新興企業向けの株式市場が整備されたことなどが影響しているものと考えられる。しかし、表 1 のアメリカでの新規上場企業率をみると、80 年代以降も日本の 3 倍以上の値で推移しており、日本よりも多くの新興企業が誕生したことがわかる<sup>4</sup>。

- 
- 2 Julio and Ikenberry (2004) によると、アメリカ全企業（金融・公益企業を除く）の有配企業率は 1984 年の 32% から 1999 年に最低レベルの 16% に低下したが、その後増加傾向を示し、2004 年第 1 四半期には 20% に達している。この理由として彼らは、マイクロソフトの 2002 年度からの配当開始に象徴されるように、80 年代・90 年代の新規公開企業の 2000 年代に入ってから配当開始を大きな理由のひとつにあげている。他の理由として、2000 年初めの IT バブル崩壊後の実物投資機会の低下や、エンロン等の企業不祥事に対する投資家への信認確保のための配当支払いの必要性をあげている。
  - 3 Financial QUEST のデータを使う際に気をつけなければならないのは、日経 NEEDS の企業財務データベースの都合上、新規上場の数年前から有価証券報告書を提出している企業の場合、上場される前の有価証券報告書を提出していた年度からデータベースに登録されてしまうことである。そのため、新規上場年度の判別の際には加工が必要となってくる。
  - 4 ただし、アメリカでは上場廃止となる企業数も多いため (Fama and French (2004)), 新規上場企業率の高さのわりには、全体の企業数の増加割合は日本よりも低くなっている。なお、今回の分析では上場廃止企業数の差が分析に影響することはない。

表 1 アメリカと日本の有配・無配企業率

アメリカ	63-67	68-72	73-77	78-82	83-87	88-92	93-98	99
有配企業率	71.6	64.6	60.3	58.2	36.1	29.4	23.5	20.8
無配企業率	28.4	35.4	39.7	41.8	63.9	70.6	76.5	79.2
未配企業率	20.9	23.7	31.6	31.8	51.7	58.7	66.6	70.1
前配企業率	7.4	11.7	8.2	10.0	12.1	11.9	9.8	9.1
新規上場企業率	5.6	7.2	2.7	7.5	11.7	8.2	11.2	6.3
有配企業率(新規)	72.1	47.3	33.1	15.7	8.8	7.9	5.2	3.7

日本	63-67	68-72	73-77	78-82	83-87	88-92	93-98	99-05
有配企業率	84.4	87.4	82.0	82.2	82.4	90.7	84.1	81.1
無配企業率	15.6	12.6	18.0	17.8	17.6	9.3	15.9	18.9
未配企業率	14.7	6.7	3.1	1.9	1.2	0.4	0.2	2.7
前配企業率	0.9	5.9	14.9	15.9	16.4	8.9	15.7	16.2
新規上場企業率	0.2	2.1	1.6	1.5	2.3	4.3	4.8	4.5
有配企業率(新規)	100.0	90.4	95.9	99.2	99.0	99.8	99.0	76.7

(注) アメリカのデータは Fama and French (2001) の Table1 より引用。日本のデータは日経NEEDSの財務データより筆者が作成。なお、新規上場企業率と有配企業率(新規)については70年度、77年度を除いている。これは、70年度から大阪、名古屋証券取引所のデータが、77年度からジャスダック、その他地方証券取引所のデータが日経NEEDS財務データに収録されるようになり、収録時にこれらの取引所に以前から上場されていた企業が、新規企業としてカウントされるのを防ぐためである。数値はすべてパーセント表示。

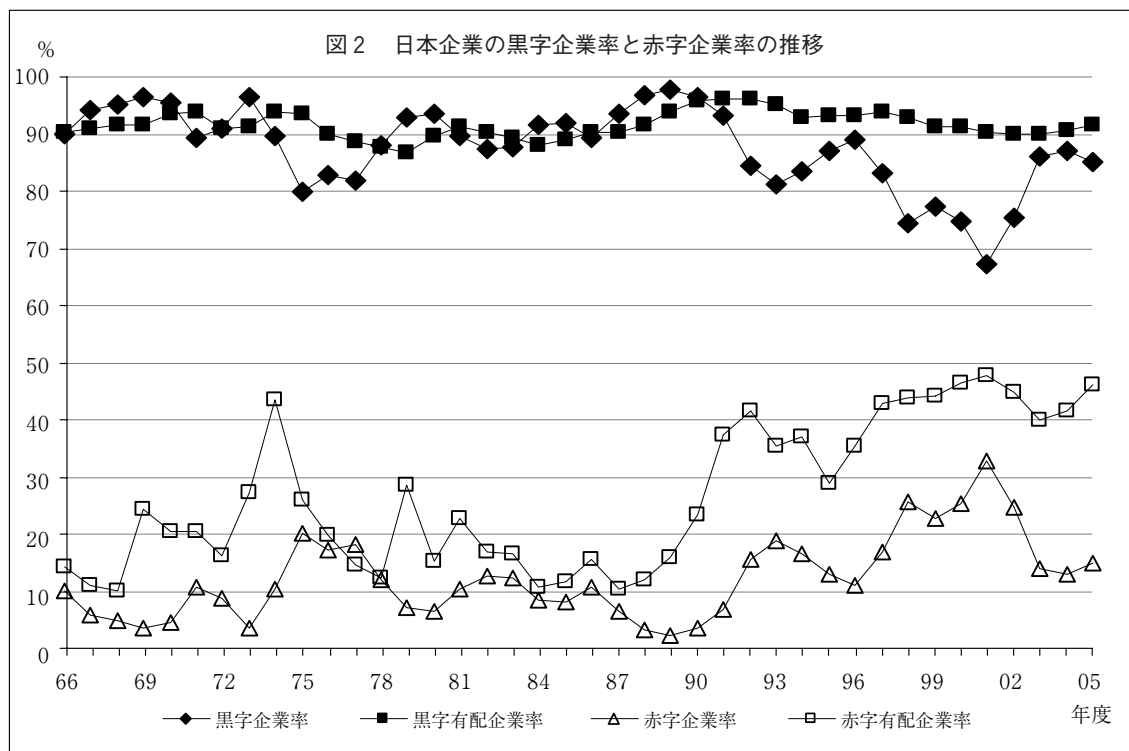
表 1 には新規上場企業が配当を行った割合も記載している。有配企業率(新規)は、新規上場企業の中で初年度に配当を行った企業の割合を表している。同表によれば、わが国の有配企業率(新規)は、1990年代の後半まで90%以上を安定的に維持していたのが、1999年度から2005年度の6年間平均で見ると76.7%と大きく低下している。有配企業率(新規)が高かったのは、以前の上場(店頭登録)基準では、上場(登録)直前での配当の実施や上場(登録)後の配当が求められていたためと考えられる。それに対して、1999年以降の低下は、1999年に赤字企業でも上場可能なマザーズが開設されるなど上場基準が緩和されたことが大きな理由と考えられる。

なお、図 1 で 2000 年度以降、未配企業率が増加してきているのが見てとれたが、この未配企業率の増加は、おもに上場 1 年目に配当を実施しなかった企業の増加が原因となっている。そのことは、表には載せていないが、99 年度以降の新規上場企業内での無配企業率を 1 年ごとに見た場合、その比率が増加傾向にあり、未配企業率の増加と一致していることからわかる。

### (3) - B 赤字企業と黒字企業の影響

日米で有配企業率に大きな違いが生じた他の理由として、(1)赤字企業率、(2)赤字有配企業率、(3)黒字有配企業率の違いがある。最初に、赤字企業率の違いについて述べる。一口に赤字企業といっても、どのレベルの利益に注目するかによって結果は異なるが、中野(2006)は、営業利益に注目した分析を行っている。中野(2006)によると、日米での営業赤字企業の比率を比較した場合、そこには大き





な違いが存在することが報告されている。全上場企業ベースで見た場合、日本企業よりもアメリカ企業のほうが、営業利益が赤字の企業の比率が高く、特に近年は急上昇している。日本企業は、過去 20 年平均でも、過去 5 年平均でも、営業赤字の企業は 8% 程度だったが、アメリカ企業では、過去 20 年平均で 20% 近い企業が営業赤字に陥っており、特に直近 5 年平均で見た場合は 33.9% の企業が営業赤字に陥っている。

一方、本稿では当期利益に注目したうえで、図 2 に日本の赤字企業率の推移を載せている。赤字企業率は全企業に占める、当期利益が赤字だった企業の割合を表している。図 2 によれば、赤字企業の割合は景気に連動して増減し、1998 年度から 2002 年度の 5 年間は 20% を超えているが、そのほかの期間では 20% を超える期間は存在していない。これに対し、Klein and Marquardt (2006) は、アメリカにおける当期利益が赤字の企業の割合は、1951 年から 2001 年までの平均でも 25.8%、特に 1999 年から 2001 年の 3 年間は 40% 以上の企業が当期純損失を計上していたと報告している。このように営業利益で見ても、当期利益で見ても日本企業のほうが赤字企業率は低いことがわかった。当然のことながら、赤字企業は黒字企業よりも配当を実施する可能性は低いため、このような赤字企業率の違いが日米での有配企業率の違いに影響を及ぼした理由の 1 つと考えられる。

つぎに、赤字でも配当を実施した企業の割合の時系列的推移について述べる。日米で赤字企業率の違いがあることは先ほど述べたとおりであるが、赤字企業の中での有配企業率に注目した場合にも、日米で違いが観察される。日本の赤字有配企業率の推移は、図 2 に載せている。ここでの赤字有配企業率とは、当期利益が赤字の企業の中で、配当を行った企業の割合である。図 2 によれば、わが国の赤字有配企業率は近年増加傾向にあることが示されており、1980 年代には 10% 台だった赤字有配企業率の割合は、

1990 年代以降は 30% を超えるようになり、特に 90 年代末からは 40% を超える年も現れている。一方、アメリカの赤字有配企業率については、DeAngelo, DeAngelo and Skinner (2004) の中で触れられており、1978 年には 17% だった赤字有配企業率が、2000 年には 4% と大きく低下していることが示されている<sup>5</sup>。このように、日米の赤字企業を比較した場合に、赤字企業内での有配企業率という面でも違いが存在する。

最後に、黒字有配企業率の違いについて述べる。黒字有配企業率は、当期利益が黒字の企業の中での有配企業の割合である。図 2 によると、黒字企業率（全企業に占める当期利益が黒字の企業の割合）には変動が見られる一方で、黒字有配企業率については特に変化が見られず、時期によって多少の増減はあるものの 90% 前後で推移している。

これに対し、アメリカの黒字有配企業率は、日本と異なり 1978 年の 70% が 2000 年には 31% まで半減している（DeAngelo, DeAngelo and Skinner (2004)）。アメリカでは利益があがっているにもかかわらず、配当をしない企業が急増しているのである。

このように、赤字企業と黒字企業の影響という点から、日米での有配企業比率が異なる理由をまとめるとつぎのようになる。(1) 日本企業ではそもそも赤字企業がアメリカに比べて少ないうえに、赤字企業でも配当する傾向が高まってきている。(2) アメリカでは赤字企業だけでなく、黒字企業でも有配企業率が低下している。

#### (4) ロジットモデルによる予測誤差分析

つぎに、収益性や成長性、企業規模といった配当政策に影響を及ぼすと考えられる要因をコントロールしたうえで、わが国企業の有配企業比率に変化が見られるか否かについて分析を行う。Fama and French (2001) は、1963 年から 1977 年までのデータを用いて収益性、成長性、企業規模を説明変数、有配か無配かを被説明変数とするロジット分析を行い、そこから得られたパラメータの推定値を用いて、その後(1978 年から 1998 年)の各年における有配比率の実際の比率と予測値との差を調べた。その結果、収益性、成長性、企業規模などの要因をコントロールした場合、1978 年には 1% 程度だった有配企業率の予測誤差が 1998 年には 23.3% と大きく広がっており、実際に配当を支払う企業の比率は予想よりも大幅に低下していることが明らかとなった。また、Denis and Osobov (2008) は、Fama らと同様の分析を、アメリカや日本など全 6 カ国で行い、アメリカでは実際の有配企業率が予想よりも大きく低下してきていることを、日本については若干の低下が見られることを報告している。

本節では、彼らの分析を参考に、1976～85 年の全企業のデータを用いて、収益性や成長性、企業規模、および利益剰余金比率を説明変数、有配か無配かを被説明変数とするロジットモデルを推定し、得られた係数の値をもとに、1986 年以降の 1 年ごとの予測誤差を求めた<sup>6</sup>。その結果が表 2 のパネル A である。これによれば、86～90 年ごろまでは、予想値が実績値を若干上回っており、予想よりも少ない企業しか配当を実施していなかったが、91 年以降は逆に予測よりも多くの企業が配当を実施するようになった。

5 DeAngelo et al. (2004) での“赤字企業”とは特別損益前利益 (earnings before extraordinary items) が赤字の企業を意味し、赤字有配企業率とは、特別損益前利益が赤字でも配当を行う企業の割合を指している。

6 収益性には総資産営業利益率、成長性は総資産成長率、企業規模は総資産の自然対数、利益剰余金比率は利益剰余金/株主資本の値を用いている。

表 2 有配企業率の予測誤差

パネル A：全有配企業率の予測誤差				パネル B：赤字有配企業率の予測誤差				パネル C：黒字有配企業率の予測誤差			
年度	実績値	予測値	予測誤差	年度	実績値	予測値	予測誤差	年度	実績値	予測値	予測誤差
1986	82.4	85.7	3.3	1986	16.0	10.1	-5.9	1986	90.1	92.8	2.6
1987	85.0	88.6	3.7	1987	10.9	5.9	-5.0	1987	90.1	93.3	3.2
1988	88.6	92.3	3.8	1988	12.7	11.1	-1.6	1988	91.1	94.6	3.4
1989	91.8	94.1	2.4	1989	17.4	10.9	-6.5	1989	93.5	95.3	1.8
1990	93.0	93.9	1.0	1990	25.3	18.7	-6.7	1990	95.5	96.1	0.6
1991	92.3	91.3	-1.0	1991	39.3	9.3	-30.0	1991	96.2	95.5	-0.7
1992	87.9	84.1	-3.8	1992	43.2	11.4	-31.8	1992	95.9	93.9	-2.0
1993	83.8	81.1	-2.7	1993	36.3	13.3	-23.0	1993	95.0	92.6	-2.4
1994	83.1	81.7	-1.4	1994	37.7	14.7	-23.0	1994	92.4	91.1	-1.3
1995	84.5	83.1	-1.5	1995	30.1	12.2	-17.9	1995	92.7	90.9	-1.8
1996	86.7	84.1	-2.6	1996	37.1	12.6	-24.5	1996	92.8	90.9	-2.0
1997	85.0	82.0	-3.0	1997	43.9	13.1	-30.7	1997	93.5	91.2	-2.4
1998	80.3	76.7	-3.6	1998	44.8	15.6	-29.3	1998	92.6	89.8	-2.9
1999	80.6	78.8	-1.8	1999	45.9	17.6	-28.3	1999	90.9	90.3	-0.6
2000	80.7	78.6	-2.1	2000	48.2	16.8	-31.5	2000	92.0	90.3	-1.7
2001	77.0	71.8	-5.2	2001	49.9	14.4	-35.5	2001	90.8	87.0	-3.8
2002	79.2	73.2	-6.0	2002	45.9	13.6	-32.3	2002	90.1	85.5	-4.6
2003	83.6	76.9	-6.7	2003	42.1	9.7	-32.4	2003	90.3	84.4	-5.9
2004	85.5	78.2	-7.3	2004	44.3	10.0	-34.3	2004	91.6	86.0	-5.6
2005	85.8	79.3	-6.5	2005	47.1	10.3	-36.8	2005	92.8	87.3	-5.5

(注) 1976-1985年度までのデータを用いて、収益性、成長性、企業規模を説明変数、有配か無配かを被説明変数とするロジット分析を行い、得られたパラメータの推定値を用いて、1986-2005年度までの各年における有配企業率の予測値を求めた。実績値は各年度における実際の有配企業比率。予測誤差は予測値-実績値。パネルAは全上場企業、パネルBは赤字企業、パネルCは黒字企業を対象にしたロジット分析からの予測誤差を計測。数値はすべて%表示。

たことが示されている。

また、表2のパネルBとパネルCでは、赤字企業や黒字企業に限定したうえで、赤字有配企業率や黒字有配企業率の予測誤差についてパネルAと同様の分析を行った。赤字有配企業率については全ての期間で予想よりも多くの赤字企業が配当を行っていたが、特に91年以降に予測誤差が急拡大し、常時、-30%を上回っている(表2パネルB参照)。これは予測よりもかなり多くの企業が赤字でも配当を行うようになったことを意味している<sup>7</sup>。一方で、黒字有配企業率については、90年以前は予測誤差が若干プラスだったものが、91年以降は一貫して若干のマイナスとなっており、赤字有配企業率と比べると数値の変化は小さいものの、やはりここでも90年を境に、有配企業の特徴に変化があったことが示されている(表2パネルC参照)。

結論をまとめると、わが国では全上場企業に占める有配企業率は、過去40年にわたり大きな変化は見られなかったが、有配企業の内訳は90年ごろを境に大きく変わっており、それまでは配当をしていなかった赤字企業の多くが配当を実施するようになったために、有配企業率が維持されていたことが分

7 1991年以降、赤字有配企業の特徴が著しく変化した理由については、例えばバブルの崩壊による業績悪化後も、配当の保守主義的性格が反映され、企業が配当をやめることをためらったことなどが考えられる。しかし、表10でも述べられている通り、減配に対する保守性はむしろ弱まっており、今までのところ確定的な理由は得られていない。

かった。

#### 4 有配企業と無配企業の財務的特性

つぎに、有配企業と無配企業で、収益性や成長性などに違いが存在するのか否かを調べることにする。表 3 は全企業について、有配か無配か、または未配か前配かで、収益性（営業利益／総資産）、成長性（（当期末総資産－前期末総資産）／前期末総資産）、規模（総資産）、利益剰余金比率（利益剰余金／株主資本）の 4 つの項目について違いがあるか否かを調べたものである<sup>8</sup>。表 3 の各指標の値は、5 年ごとに該当する企業の値を合計し、平均したものである。平均の差は、各指標について、有配企業の平均値から無配企業の平均値を、あるいは、未配企業の平均値から前配企業の平均値を引いた値である。\*、\*\*、\*\*\* はそれぞれ、有意水準 10%、5%、1% で平均の差が有意にゼロと異なることを意味している。なお、収益性、成長性、利益剰余金比率については上下 1% 以内に位置する値を異常値として除いてある。

##### (1) 有配企業と無配企業の比較

Fama and French (2001) でも同様の分析を行っているが、彼らによれば有配企業は無配企業よりも収益性が高く、規模が大きい、成長性は低いという特徴があった<sup>9</sup>。一方、日本企業では全期間を通じて、有配企業のほうが収益性、成長性、規模の 3 つ全てで無配企業を上回っていた。例えば、収益性については平均の差を見てもわかるように、すべての期間で有配企業のほうが有意水準 1% 未満で有意に大きな値をとっている。

有配企業と無配企業の比較は表 3 のパネル A である。興味深いのが成長性に関する項目で、アメリカでは常に 10% を超えていた無配企業の成長率が日本ではせいぜい 5%、全 40 年中 15 年間でマイナスという結果になっていて、成長性の面でも有配企業に大きく劣るという結果になっている。これと同様の結論は、Denis and Osobov (2008) でも確認されており、対象とした期間や企業数は本論文よりも少ないものの、収益性や規模については有配企業のほうが無配企業よりも大きいという、日米で同じ結論が得られた一方、総資産成長率でみた成長性については、日本では有配企業のほうが無配企業よりも大きい、アメリカでは無配企業のほうが有配企業よりも成長率が高いという結果を報告している。このように、少なくとも成長性については、アメリカと日本では逆の現象が起きているといえる<sup>10</sup>。この現象の第 1 の理由として、以前の日本では上場（店頭登録）基準で配当を実施することが求められていたため、成長性が高い新規上場企業が有配企業としてカウントされ、有配企業の成長性が高まったとい

8 なお、収益性や成長性などの指標が配当政策に与える影響については、花枝・佐々木（2010）で、配当総額／総資産を被説明変数、収益性、成長性、企業規模を説明変数とするパネル・トービット分析を行っている。

9 Fama and French (2001), pp.11-19

10 なお、収益性については売上高営業利益率、成長性については売上高成長率及び時価簿価比率を用いて頑強性のチェックを行ったが、時価簿価比率で有配企業と無配企業の大小関係が逆転している以外は、大きな違いは見られなかった。なお、時価簿価比率については、Denis and Osobov (2008) でも日本企業について同様の結果が得られている。

表 3 配当政策と財務特性の関係

パネル A：有配企業と無配企業の比較					パネル B：未配企業と前配企業の比較						
期間	サンプル	収益性	成長性	規模	利益剰余金比率	期間	サンプル	収益性	成長性	規模	利益剰余金比率
66-70	有配企業	8.5%	19.0%	40,955	41.9%	66-70	未配企業	4.1%	6.6%	11,172	-16.2%
	無配企業	3.9%	5.9%	11,156	-12.7%		前配企業	2.8%	3.9%	11,088	2.1%
	平均の差	4.6%***	13.1%***	29,798***	54.6%***		平均の差	1.3%***	2.7%**	84	-18.3%***
71-75	有配企業	7.1%	14.8%	77,107	48.3%	71-75	未配企業	2.5%	8.2%	10,239	-22.7%
	無配企業	1.6%	5.5%	20,837	-4.7%		前配企業	1.2%	4.5%	25,042	1.0%
	平均の差	5.5%***	9.3%***	56,270***	53.0%***		平均の差	1.3%***	3.7%***	-14,803***	-23.7%***
76-80	有配企業	6.9%	8.6%	111,806	51.0%	76-80	未配企業	1.6%	4.2%	7,490	-8.6%
	無配企業	2.0%	1.3%	36,083	-6.1%		前配企業	2.1%	1.0%	40,049	-5.9%
	平均の差	4.9%***	7.3%***	75,722***	57.1%***		平均の差	-0.5%	3.2%***	-32,558***	-2.7%
81-85	有配企業	6.3%	6.9%	139,915	53.2%	81-85	未配企業	1.8%	4.5%	6,430	-22.2%
	無配企業	1.7%	0.8%	55,480	2.6%		前配企業	1.7%	0.5%	59,532	4.2%
	平均の差	4.6%***	6.1%***	84,434***	50.6%***		平均の差	0.1%	4.0%***	-53,101***	-26.4%***
86-90	有配企業	5.6%	11.6%	172,677	49.2%	86-90	未配企業	3.0%	6.8%	11,528	-10.7%
	無配企業	1.3%	3.4%	47,729	9.4%		前配企業	1.2%	3.2%	49,938	10.4%
	平均の差	4.3%***	8.2%***	124,948***	39.8%***		平均の差	1.8%***	3.6%*	-38,410***	-21.1%*
91-95	有配企業	4.5%	3.6%	182,028	49.1%	91-95	未配企業	0.6%	0.6%	6,846	2.5%
	無配企業	-0.4%	-2.8%	81,495	3.9%		前配企業	-0.4%	-2.9%	82,608	3.9%
	平均の差	4.9%***	6.4%***	100,533***	45.2%***		平均の差	1.0%	3.5%	-75,763***	-1.4%
96-00	有配企業	4.5%	2.8%	157,326	51.0%	96-00	未配企業	3.6%	6.0%	9,337	-15.1%
	無配企業	0.1%	-2.6%	96,058	-8.1%		前配企業	0.0%	-2.7%	98,872	-7.8%
	平均の差	4.4%***	5.4%***	61,269***	59.1%***		平均の差	3.6%***	8.7%***	-89,535***	-7.3%
01-05	有配企業	5.0%	3.1%	140,235	50.6%	01-05	未配企業	4.6%	9.9%	24,014	-11.9%
	無配企業	1.3%	-2.6%	64,390	-18.7%		前配企業	0.6%	-4.2%	73,373	-20.2%
	平均の差	3.7%***	5.7%***	75,845***	69.3%***		平均の差	4.0%***	14.1%***	-49,358***	8.3%***

(注) 収益性＝営業利益／総資産(%)。成長性＝△総資産／総資産(%)。規模＝総資産(100万円)。利益剰余金比率＝(利益準備金＋その他利益剰余金)／株主資本(%)。有配企業＝t 期に配当を行った企業。無配企業＝t 期に配当を行わなかった企業。未配企業＝t 期現在、配当を払ったことがない企業。前配企業＝t 期には配当をしていないが、それ以前に配当していた企業。平均値の算定に際し、それぞれの指標の上下 1% 以内については異常値として除外した。\*、\*\*、\*\*\*はそれぞれ有意水準 10%、5%、1% で平均値が有意に異なっていることを示す。

うことが考えられる。さらに、第 2 の理由として、本節 (2) で未配企業と前配企業との比較を行うときに詳しく述べるが、無配企業に占める未配企業と前配企業の割合の違いや、未配企業の成長性の低さが影響したと考えられる。

## (2) 未配企業と前配企業の特徴

つぎに、無配企業の内訳である未配企業と前配企業の特徴を表 3 のパネル B で見てみる。まず両者の収益性の値を比較してみると、76-80 年を除いたすべての期間で未配企業の収益性は、前配企業の収益性を上回っている。また両者の平均の差をみると、76-80、81-85、91-95 の 3 期間については有意な差が得られなかったが、それ以外の期間で両者の平均が有意に異なるという結果が得られた。

成長性についてみると、未配企業の成長性は 0.6～9.9% の間で推移しており、ほぼ全ての期間で前配企業の成長性を有意に上回っている。特に 90 年代以降の期間において、前配企業の成長性は負の値をとっていたのに対し、未配企業の成長性は正の値をとり続けており、両者の成長性の差が際立ってい

る。さらに 96 年度以降については、未配企業の成長性が有配企業の成長性をも上回る高成長率を記録している。

最後に規模についてみる。未配企業はまだ設立されたばかりの企業が多く、設立から時間が経っている前配企業と比べると規模が小さいと予想されたが、予想通り 66-70 を除いたほぼすべての期間で、未配企業の規模は前配企業よりも有意に小さかった。

Fama and French (2001) によれば、アメリカでは、未配企業は有配企業よりも収益性が低く、規模が小さい一方で成長性は高いという特徴を有していた。また、未配企業を前配企業と比較すると、未配企業のほうが前配企業よりも収益性、成長性が高く、規模は小さいという特徴が得られた。日本でもアメリカでも、未配企業を持つ特徴はほとんど同じということがわかる。

また、未配企業に注目することで、日米で有配企業と無配企業の成長性が逆転した理由の一端が明らかになる。アメリカでは成長性の高い未配企業の割合が前配企業の 5 倍以上もあり、全企業中でも 70% という非常に高い割合で存在していた。一方、日本では未配企業の数は前配企業よりも少なく、2000 年以降に多少の増加が見られるとはいえ、その割合は 5% に届くかどうかというレベルである。ゆえに、アメリカでは無配企業に占める未配企業の割合が高かったために、無配企業の成長率が有配企業よりも高い水準まで引き上げられた一方、逆に日本では、前配企業の割合が高かったために無配企業の成長率が有配企業の成長率を下回ったと考えられる。また、95 年度以前では未配企業の成長性があまり高くなかったことも、日本の無配企業の成長性が低い理由として挙げられる。

### (3) 利益剰余金比率の違い

つぎに、DeAngelo, DeAngelo and Stulz (2006) が提唱した配当政策に関するライフサイクル仮説に関連して、日本での利益剰余金比率の違いについてみていく。配当のライフサイクル仮説では、設立当初の企業では、豊富な正の投資機会に投資するために資金需要が高い一方で、知名度や信用力の観点から、市場を通じた資金調達に困難で慢性的に資金不足の状態にあり、配当をする余裕がないと考えられている。他方、企業が成熟してくると、設立当初よりも投資機会が相対的に少なくなることが多い一方で、資本市場を通じた資金調達が容易になる他に、既存事業からの豊富な収益もあいまって、多くのフリーキャッシュフローが企業内に蓄積されるようになる。そのため、蓄積されたフリーキャッシュフローが有利でない投資機会に投資されたり、経営者に裁量的に使われてしまうといったフリーキャッシュフロー問題を防ぐために、成熟企業では利益を積極的に株主に還元させようとする力が働くようになる。

ライフサイクル仮説に従えば、株主資本全体に占める社内に蓄積された利益剰余金の比率が高い企業は成熟企業であり、この比率が高い企業ほど配当をより行うことになる。利益剰余金比率 (= (利益準備金 + その他利益剰余金) / 株主資本) を有配企業と無配企業で比べた場合、その差は明らかで、有配企業の利益剰余金比率が 40 ~ 50% 台の値をとっているのに対して、無配企業では 10% 以下の値にとどまるどころか、マイナスになっている期間さえも存在する<sup>11</sup>。平均の差の検定についても、すべての

11 利益剰余金比率がマイナスということは、分子の利益剰余金がマイナスであるということを示すが、これは利益剰余金に含まれる繰越利益剰余金がマイナスになっていることから生じる現象であり、毎年赤字を出し続けている企業ほど、利益剰余金比率はマイナスになりやすい。なお、株主資本がマイナスとなった企業は除いている。

期間で有意に異なるという結果で、配当を実施している企業は利益剰余金が豊富に存在する成熟企業であることが示された<sup>12</sup>。また、未配企業と前配企業で利益剰余金比率を比べてみると、01-05 年度を除いた 35 年間で未配企業のほうが利益剰余金比率が低かった<sup>13</sup>。未配企業はほとんどが上場間もない企業であることを考慮すると、この結果はライフサイクル仮説を強く支持する結果といえる<sup>14</sup>。

## 5 配当の 2 極化現象と配当性向の日米比較

### (1) 配当の 2 極化現象

これまでは有配か無配かという 2 分法で見えてきたが、本節では配当額や配当性向という視点でみていく。アメリカでは有配企業比率が近年大きく低下する一方で、配当総額自体はむしろ増加しているという一見矛盾した報告が DeAngelo, DeAngelo and Skinner (2004) でなされている。彼らはこのような現象が起きた理由として、これまで少額の配当を支払ってきた企業の大多数が配当を行わなくなった一方で、一部の大企業が少額配当企業の減少分を補って余りある多額な配当を支払うようになったためであると述べている。

表 4 は日米での配当額上位に位置する企業のデータを載せているが、下段のパネル B に DeAngelo, DeAngelo and Skinner (2004) で得られた結果を引用している。確かにアメリカ企業の場合、1978 年には配当額上位 100 社の全体に占める配当割合が 67.3% だったのが、2000 年には 81.8% と増加が見られる<sup>15</sup>。このように、有配企業の数が増加傾向にある一方で、多額な配当を行う少数の企業と、配当を行わないか、もしくは行うとしてもわずかな額にとどまる大多数の企業という配当の 2 極化傾向が確認された。また、全社の配当総額についても、313 億ドルから 384 億ドルへと増加し、有配企業数が減少したにもかかわらず、全体の配当額は増加してきていることも確認された。

つぎに、日本企業もアメリカと同様に配当の 2 極化が進んでいるか否かをみってみる。表 4 の上段のパネル A が、日本の配当額上位 10% 以内に位置する企業グループのデータである<sup>16</sup>。このうち収録データが東証のみであった 1966 年度は除くとして、配当額上位 10% 以内の企業グループが全体に占める

12 前述の通り、有配企業に成長企業が含まれている可能性があるが、それらの成長企業を含めてもなお、有配企業の利益剰余金比率は無配企業の利益剰余金比率を上回っており、ライフサイクル仮説を支持する結果が得られていることに変わりはない。

13 未配企業の利益剰余金比率がマイナスとなっている期間が多いが、これは一部のマイナス企業に平均値が引っ張られているためであり、メジアンで見た場合、ほとんどの期間で未配企業の利益剰余金比率は正の値をとる。

14 花枝・佐々木 (2010) は、配当総額/総資産を被説明変数とし、規模、成長性、収益性、利益剰余金比率を説明変数とするパネル分析を行っている。彼らの分析によれば、規模、成長性、収益性の 3 つのファクターを調整した上でも、利益剰余金比率は配当にプラスの影響を及ぼしている。

15 ただし、この結果は 1978 年度から 2000 年度では有配企業数が減っているにもかかわらず、分子は上位 100 社のまま分析を行っており、分母の大きさの違いが、以上のような結果をもたらした可能性も否定できない。

16 日本企業については有配企業数の違いによる影響を除くために、配当額上位 10% 以内の企業グループの配当総額が全有配企業の配当総額に占める割合をみている。

表 4 日米での配当の 2 極化現象の比較

パネル A：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

年度	上位10%グループ の配当割合	配当総額 (配当上位10%以内)	配当総額 (全社)	有配 企業数
1966	66.3%	299,319	451,248	1,019
1975	64.9%	567,637	874,078	1,266
1985	67.0%	1,091,923	1,630,617	1,495
1995	71.7%	1,825,299	2,545,640	2,348
2005	78.0%	3,778,897	4,843,952	3,046

パネル B：アメリカ企業の配当額上位100社の全体に占める配当割合

年度	上位100社の 配当割合	配当総額 (上位100社)	配当総額 (全社)	有配 企業数
1978	67.3%	21,111	31,343	2,176
2000	81.8%	31,477	38,461	930

(注) 日本のデータの配当総額の単位は100万円。アメリカのデータについては、DeAngelo et al. (2004) からの引用。配当総額の単位は100万ドル。

配当割合は 1975 年度から 2005 年度まではほぼ一貫して増加傾向にあり、わが国においても配当の 2 極化傾向が確認された。

(2) 利益の 2 極化現象

表 5 は全有配企業の利益総額を合計し、配当額上位の企業の利益総額が全有配企業の利益総額に占める割合を日米で調べた表である。パネル A は日本企業のデータを、パネル B は DeAngelo, DeAngelo and Skinner (2004) で得られたアメリカ企業のデータを抜粋したものである。

表 5 のパネル B によればアメリカの配当額上位 100 社では、1978 年には 57.5% だった全有配企業

表 5 日米での利益の 2 極化現象の比較

パネル A：日本の配当額上位10%以内の企業グループの利益合計が全体に占める割合

年度	上位10%グループ の割合	利益総額 (配当上位10%以内)	利益総額 (全有配企業)
1966	60.4%	438,381	725,351
1975	59.5%	887,535	1,492,106
1985	64.3%	2,962,899	4,605,382
1995	65.0%	3,830,069	5,895,705
2005	76.4%	10,305,504	13,487,624

パネル B：アメリカの配当額上位100社の利益合計が全体に占める割合

年度	上位100社の割合	利益総額 (上位100社)	利益総額 (全有配企業)
1978	57.5%	47,543	82,701
2000	74.0%	80,158	108,251

(注) 日本のデータの利益総額の単位は100万円。アメリカのデータについては、DeAngelo et al. (2004) からの引用。配当総額の単位は100万ドル。



に占める上位 100 社の利益割合が、2000 年には 74.0% まで増加するなど、配当総額だけでなく、利益総額の面でもその集中度を増していることがわかる。一部の企業が莫大な利益を手にするようになったことで、彼らは多額の配当が可能となった一方で、利益の少ない企業や赤字企業は配当をやめるようになったのである。

一方、日本の配当額上位 10% 以内に位置する企業グループでも、1975 年度には 59.5% だった利益の集中度が 2005 年度には 76.4% にまで増加しており、利益の集中化傾向が確認された。これらの結果は、日米ともに一部の大企業に利益が集中したために、配当の 2 極化現象が起きている可能性があることを示唆する結果であるといえる。

### (3) 配当性向

つぎに、有配企業の配当性向についてみていく。表 6 は Fama and French (2001) で用いられている有配企業の配当性向のデータをもとに、日米の有配企業のみにつづいた配当性向を比較した表である。日本企業のデータは、日経 NEEDS Financial QUEST のデータをもとに計算した。本節では、連結決算制度が義務化される以前からの長期にわたる配当性向の推移を検討するために、単体純利益をもとに配当性向を求めている。

表 6 によれば 1973-77 年度や 1978-82 年度、1993-98 年度のように日本企業のほうがアメリカよりも配当性向が高い時期が存在し、また他の年度を見ても 1968-72 年度のように、アメリカのほうが配当性向が高いとはいえ、ほとんど差が無い期間も見受けられる。さらに、Fama and French (2001) では 1999 年度以降のデータがないので比較はできないが、1999-2005 年度の期間でも日本企業の配当性向は 50% を超える高い水準にあることがわかる。

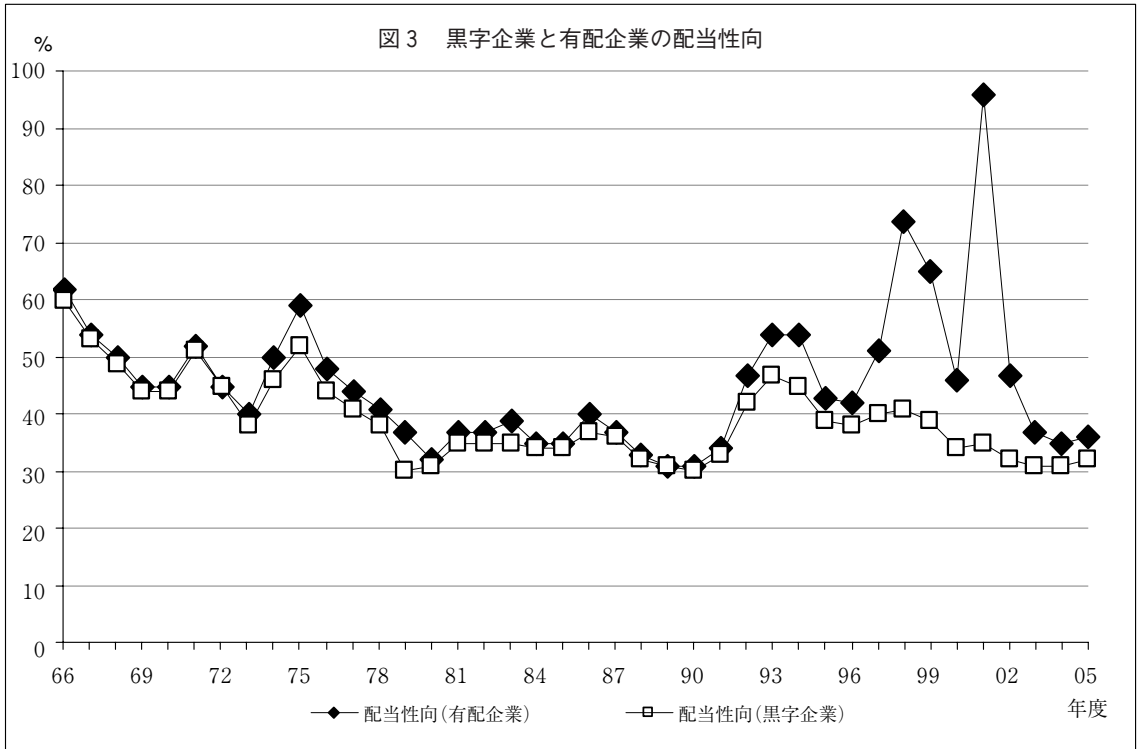
しかし、わが国企業における 1993 年度以降の有配企業の配当性向は、90 年代以降の長期不況により赤字に陥った企業も含まれているために、過剰に高くなっている可能性があるので注意が必要である。図 3 は日本の黒字企業の配当性向と有配企業の配当性向の時系列的な変化を示したグラフである。同図によれば、96 年度ごろまで双方の配当性向にはたいした差が見られないが、それ以降は徐々に両者の差が拡大していることがわかる。これは赤字に陥っても配当を続ける企業が日本では多かったためである(図 2 参照)。90 年代以降の有配企業の中には、かなりの赤字企業が含まれているため、有配企業でみれば配当性向は 50% を超えたが、黒字企業に限定すれば配当性向は 30% 台に低下する(図 3 参照)。さらに、図としては載せていないが、連結配当性向でみた場合、黒字企業の配当性向は 20% 台に低下する<sup>17</sup>。

表 6 有配企業の配当性向の日米比較

年度	1963-67	1968-72	1973-77	1978-82	1983-87	1988-92	1993-98	1999-05
日本	—	47.3	48.0	36.7	37.0	35.2	48.7	54.5
アメリカ	51.7	48.9	35.1	35.6	41.8	58.0	42.7	—

(注) 日本企業については、毎年度の配当総額/税引き後当期利益を計算し、その後一定期間ごとに平均した値を表示している。アメリカの配当性向については、Fama and French (2001) からの引用。数値は%表示。

17 連結配当性向の計算の際には、分子に単体配当総額を用いて計算している。連結利益は子会社の利益が黒字だと増加するため、そのような企業では連結配当性向の値は、単体配当性向の値よりも低くなる。



同様に、表 6 のアメリカの配当性向も日本とは別の理由で、過大評価された数値と考えられる。その理由は、黒字有配企業率の低下である。1978 年に 72.4% だった黒字有配企業率は、80 年代には 50% 台に低下し、1998 年には 30% にまで下落している (Fama and French (2001), p.22, Fig.6 参照)。そのため、黒字でも全く配当していない企業を含めた黒字企業の配当性向は、表 6 の数値よりかなり低下すると予想され、黒字企業全体でみて、アメリカの配当性向のほうがわが国の黒字企業の配当性向を上回っているか否かは、にわかには断定できない。

ところで、上野・馬場 (2005) は日米の黒字企業の (連結) 配当性向の比較を行っている。彼らは、1990 年度から 2003 年度までの 14 年間で、日本の東証 1 部上場企業とアメリカの S&P500 構成企業の (連結) 配当性向を比較した。それによれば、黒字企業のみ (連結) 配当性向を比べた場合、全ての期間でアメリカ企業のほうがわが国企業より 5 - 20% 程度高かった。ただし、この結果は S&P500 構成企業と東証 1 部上場企業のような大企業に絞ってみた場合の結果であることに注意が必要である。

配当性向についての分析を一言でまとめると次のようになる。有配企業に限定した場合、必ずしも日本の配当性向が低いわけではない。しかし、黒字の一部大企業に限定すると配当性向は日本企業のほうが低く、アメリカ企業では日本以上に少数の黒字企業が多額の配当を支払っている。

## 6 自社株買いの影響

### (1) 配当と自社株買いの代替関係

つぎに、わが国でも 1994 年から実施が認められた自社株買いが、配当行動に及ぼす影響を調べてみ

よう。自社株買いが認められた当初は消却目的に限定された上に、株主総会の特別決議が必要であった。しかし、2001年に目的を問わず原則自由に行えるようになり、その後、自社株買いが本格的に普及し始めた。

ところで、アメリカで配当を支払う企業が急激に低下したのは、自社株買いの影響が大きいとする主張がある。Skinner (2008)によれば、1980年以降のアメリカ企業で有配企業数が大きく下落した原因は、新規上場企業が配当を行わずに自社株買いのみを行うようになったことや、かねてから配当を実施してきた企業でも、配当を自社株買いで代替する企業が増大したことによると述べている。Fama and French (2001)でも指摘されているとおり、アメリカ企業は80年代以降、40%も企業数が増加したが、これらの企業のほとんどが自社株買いしか行わなかったというのなら有配企業比率が大きく下落したのも当然である。

表7にわが国企業の自社株買い関連の集計データが載っている<sup>18</sup>。有価証券報告書の連結キャッシュ・フロー計算書では、「自己株式の取得による支出」項目と「自己株式の処分による収入」項目が別立てで記載される。しかし、本稿で利用している日経 NEEDS - Financial Quest の企業財務データでは、「自己株式の取得による支出」から「自己株式の処分による収入」を差し引いた金額が「自己株式の取得による支出」項目に表示されている。つまり、自社株買いの取得金額から自己株式（金庫株）の売却によって得た金額を差し引いたものである。自社株買いの取得金額をグロスの自社株買い金額と呼べば、企業財務データから入手可能な金額は、ネットの自社株買い金額を表している。

グロスの金額を入手する方法もあるものの、我々の以下の分析ではネットの自社株買い金額を用いた方が望ましいと考えられたため、以下の分析ではネットの金額を用いることにする。なぜなら、グロスの金額を用いると、自社株買いの大きさを過大に評価してしまう危険性があるからである。例えば、いったん自社株買いをしても金庫株として保有して、その後その金庫株を M&A 用の株式交換、ストックオプション、売り出しなどに利用したとすると、当初の自社株買いは株主還元としては認められない。そのため、ネットの自社株買い金額のほうが、配当との関連で考える自社株買い金額として相応しいと考えられる<sup>19</sup>。

はじめに、わが国における配当と自社株買いの実状について述べる。表7上段の“自社株買いのみ実施企業”と“両方実施企業”の割合を合計すると、最近では、全企業のうちほぼ半数の企業が自社株買いを実施しており、わが国でも自社株買いの重要性が増していることがわかる。一方、“配当のみ実施企業”の値に減少傾向が見えるとはいえ、いまだに4割近くの企業が配当のみを支払っている<sup>20</sup>。日本では“自社株買いのみ実施企業”の割合は小さいままで（5%前後）、むしろ配当と自社株買いの“両方実施企業”（2005年度45.0%）が増えた結果、配当のみの企業が減ったということがわかる。

それに対して、アメリカでは新興企業が初めての利益分配の際に自社株買いのみを行い、その後も配当を実施しなかった結果、自社株買いのみ実施企業が急増し、配当のみ実施企業が減ったことが報告されている。アメリカと日本ではともに配当のみ実施する企業の減少が確認されるとはいえ、減少が起き

18 新連結会計制度が導入された1999年度からデータをとっている。

19 Fama and French (2001)も同様の指摘をしている。pp.35-39

20 一方、アメリカでは配当のみを行う企業の割合は、1995年から2004年までの平均で6.8%と非常に低い (Skinner (2008))。

表 7 自社株買いの影響

年度	自社株買い実施企業数	利益分配なし企業	配当のみ実施企業	自社株買いのみ実施企業	両方実施企業
99	644	17.3 %	62.2 %	2.3 %	18.2 %
00	809	17.9 %	57.3 %	2.1 %	22.6 %
01	1,289	18.1 %	43.9 %	5.6 %	32.4 %
02	1,907	13.0 %	31.3 %	8.2 %	47.5 %
03	1,829	11.6 %	35.0 %	5.5 %	47.9 %
04	1,861	10.1 %	37.0 %	5.8 %	47.1 %
05	1,819	9.7 %	39.7 %	5.6 %	45.0 %

年度	配当総額 (非自社株買い実施企業)	配当総額 (自社株買い実施企業)	配当総額 (全企業)	自社株買い総額 (全企業)	金庫株総額 (全企業)
99	1,798,097	689,986	2,488,083	505,004	—
00	1,941,905	798,844	2,740,749	756,516	—
01	1,088,261	1,463,495	2,551,756	1,452,372	841,274
02	725,909	2,037,567	2,763,476	2,830,882	2,954,567
03	721,614	2,432,260	3,153,917	2,425,033	4,926,696
04	873,480	3,021,379	3,894,816	2,423,744	6,280,020
05	1,550,111	3,293,841	4,843,952	2,465,152	7,494,952

年度	配当性向 A (黒字・非自社株買い)	配当性向 B (黒字・自社株買い)	配当性向 B - 配当性向 A	配当性向 (単体黒字)	総還元性向 (黒字・自社株買い)
99	41.7 %	43.8 %	2.1 %	42.2 %	56.7 %
00	38.1 %	43.2 %	5.1 % ***	39.4 %	60.0 %
01	39.0 %	47.8 %	8.8 % ***	42.4 %	60.6 %
02	36.3 %	47.0 %	10.7 % ***	42.4 %	61.0 %
03	30.9 %	42.2 %	11.3 % ***	37.1 %	57.0 %
04	31.2 %	38.4 %	7.2 % ***	35.1 %	48.9 %
05	33.0 %	37.9 %	4.9 % ***	35.5 %	47.5 %

(注) 金額は100万円単位。対象企業は全上場企業(上場廃止を含む)。配当性向は各企業の配当性向の平均値。\*\*\*は有意水準 1 % で平均値が有意に異なることを示す。

た理由はかなり異なっているといえる。

また、わが国の自社株買い実施企業の割合は、全体の半分弱にすぎないにも関わらず、2001 年以降は自社株買いを実施した企業のほうが、実施しなかった企業よりも多くの配当を支払っていることがわかる(表 7 中段の“配当総額(非自社株買い実施企業)”と“配当総額(自社株買い実施企業)”を参照)。例えば、2005 年度をみると、非自社株買い実施企業の配当総額は 15,501 億円だが、自社株買い実施企業の配当総額は 2 倍以上の 32,938 億円である。同様のことは、黒字企業における非自社株買い実施企業と自社株買い実施企業の配当性向を比較することでも言え、自社株買いを実施している企業のほうが、配当性向が高く、その平均の差は 1%水準で有意に異なっている。(表 7 下段の“配当性向 A”，“配当性向 B”，および“配当性向 B - 配当性向 A”を参照)。

これらのことは、日本では配当に積極的な企業ほど自社株買いを行っていることを示している。わ

が国企業は自社株買いをしたからといって配当を減らす行動はとっておらず、これは、Grullon and Michaely (2002) で述べられた配当の代替性仮説<sup>21</sup>が、マクロレベルで見て、わが国では成り立たないことを示唆している<sup>22</sup>。

## (2) 自社株買いの 2 極化現象

つぎに、配当同様、自社株買いの 2 極化現象について検討する。表 8 の 4 列目の“集中度(上位 10%)”は、自社株買い金額上位 10% 以内の企業グループに位置する企業の自社株買い金額が全体に占める割合である。これをみると、自社株買い金額上位 10% 以内の企業が全体に占める割合は 80%～90% 台であり、表 4 で見た配当上位 10% 以内の場合 (60%～70% 台) よりも高くなっている。わが国企業の配当額上位 10% 以内の企業群が配当総額に占める割合については前にも述べたように、アメリカのような配当の 2 極化現象が確認されている。しかし、自社株買いについては、配当以上に 2 極化現象が進んでいることを示す結果である。

また、黒字の自社株買い実施企業に限定したうえで、自社株買い金額上位 10% 以内の企業群を抽出し、これらの企業とそれ以外の企業の総還元性向を比較してみると、上位 10% 企業群のほうが高かった (表 8 の 5 列目、6 列目参照)。この結果と表 7 での自社株買い実施企業のほうが非実施企業よりも配当性向が高かったという結果を踏まえると、わが国企業では配当に積極的な企業ほど自社株買いを行って

表 8 自社株買いの 2 極化現象

年度	自社株買い総額 (全社)	自社株買い総額 (上位10%)	集中度 (上位10%)	総還元性向 (黒字・上位10%)	総還元性向 (黒字・それ以外)
1999	520,685	434,591	83.5 %	83.1 %	47.4 %
2000	820,291	692,283	84.4 %	90.1 %	44.9 %
2001	1,469,713	1,338,660	91.1 %	102.5 %	45.4 %
2002	2,839,003	2,604,141	91.7 %	109.3 %	39.5 %
2003	2,459,749	2,261,838	92.0 %	92.4 %	37.7 %
2004	2,612,663	2,483,858	95.1 %	83.0 %	34.2 %
2005	2,753,757	2,649,461	96.2 %	94.5 %	31.7 %

(注) 金額は100万円単位。自社株買い総額(全社)は、当該年度に自社株買いを実施した全企業の合計金額。自社株買い総額(上位10%)は、当該年度に自社株買いを実施した企業の中で金額が上位10%以内に入っている企業の実施合計金額。集中度(上位10%)は、上位10%以内の企業グループの金額が全体に占める割合。総還元性向(黒字・上位10%)は、当該年度に黒字かつ自社株買いを実施した企業の中で、自社株買い金額が上位10%以内に入っている企業の総還元額合計を当該企業の当期利益合計で除した値。同様に、総還元性向(黒字・それ以外)は、当該年度に黒字かつ自社株買い実施金額が上位10%以内に入らなかった企業の総還元額合計を当期利益合計で除した値。

21 Grullon and Michaely (2002) は、アメリカ企業では予測配当額と実際の配当額のズレ(差額)は、自社株買いを多く実施している企業ほど大きいことを明らかにした。これは、減らされた配当が自社株買いで埋め合わされていることを示しており、配当と自社株買いの代替関係を示唆している。

22 同様の結論は、山口(2007)でも得られている。また、花枝・芹田(2008)でも、配当から自社株買いへの代替性の意識は、わが国企業の財務担当者の中で弱いことを報告している。なお、石川(2007)はわが国企業でよく行われてきた記念配当に着目し、自社株買いに相当するような柔軟性の高いペイアウト政策のために、記念配当が裁量的配当政策として取られてきたことを主張している。

ることがわかり、ここでも配当と自社株買いの間の代替性がわが国においては成り立たないこと示す結果が得られた。

## 7 連結決算制度の配当行動への影響

### (1) 単体黒字・連結赤字企業と単体赤字・連結黒字企業

わが国では会計制度改正で 2000 年 3 月期以降、連結財務諸表を中心とした財務報告が義務付けられたが、本節では連結決算中心主義の財務報告制度が配当行動に及ぼす影響を調べる。特に、連結利益をもとに配当政策を決める企業が増えているのか否かについて、2 種類の分析を行った。まず最初の分析は、単体利益と連結利益が異なるときの配当行動である。(1) 単体利益が黒字でも連結利益が赤字なら配当をしない企業や、逆に、(2) 単体利益が赤字でも連結利益が黒字なら配当をする企業は、連結利益をもとに配当を決める連結重視型企業と考えられる。

表 9 の上段のパネル A は、このような企業の割合が増加しているのか否かをみたものである。サンプル企業は、1991 年度から 2005 年度までのいずれかの時点で連結決算を開示した全上場企業（金融・証券を除く）を対象にしている。そのうち、単体純利益が黒字で連結純利益が赤字の企業数が、(A) 欄である。次に (A) 欄の中で、当該年度に無配だった企業を (B) 欄に示す。また、(A) 企業に占める (B) 企業の割合を (C) 欄で示す。(D) 欄には、単体純利益が赤字で連結純利益が黒字の企業数が示されている。それらの企業の中で、当該年度に配当を支払った企業が (E) 欄に示されている。さらに (D) 企業に占める (E) 企業の割合を (F) 欄に示す。(C) 欄と (F) 欄は、単体決算と連結決算で赤黒が異なるとき、連結決算をもとに配当を決めた企業の比率という意味で、連結重視の配当政策をとった企業の割合と考えられる。

表 9 のパネル A 下段において、連結決算義務化前の 91～98 年度までと、連結決算義務化後の 2000～05 年度までの期間で、(A) 企業合計に占める (B) 企業合計の割合と、(D) 企業合計に占める (E) 企業合計の割合について比率の差の検定を行った<sup>23</sup>。前者については比率の若干の上昇が、後者については若干の下落がみられる。しかし、どちらの比率についても、連結決算義務化前後で比率が有意に異なるという結果は得られなかった<sup>24</sup>。

### (2) 単体・連結で利益変化が異なる企業

2 番目の分析として、表 9 のパネル B では単体と連結の利益の増減が異なる企業での配当行動を調べた。利益および配当の増減は株式数修正済み 1 株当たり指標を用いて判断している。株式数修正済み 1 株当たり指標については第 8 節 (1) で述べる。ここでは、以下のように企業を分類した<sup>25</sup>。

23 それぞれの期間の比率は、B（もしくは E）欄の企業数合計を A（もしくは D）欄の企業数合計で除して求めた。なお、連結決算が義務化されたのは 2000 年 3 月期決算以降の企業であり、99 年度の企業には連結決算義務化以前と義務化後の企業が混在しているため、今回の分析からは除いた。

24 加賀谷（2004）、石川（2007）では 1990 年代末以降、単体利益が赤字でも連結利益が黒字なら配当を行う企業が増えてきたという結果を報告している。ただし、本節のようにその変化が統計的に有意なものであるか否かについては触れていない。

表 9 連結決算の配当行動への影響

## パネル A：単体決算と連結決算で黒字・赤字が異なる企業

決算年度	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
(A):単体黒字・連結赤字	76	121	121	117	109	124	149	185	103	81	90	80	65	44	46
(B):(A)かつ無配	13	18	19	27	24	27	31	38	26	17	20	15	17	9	11
(C):(B)/(A)(%)	17.1	14.9	15.7	23.1	22.0	21.8	20.8	20.5	25.2	21.0	22.2	18.8	26.2	20.5	23.9
(D):単体赤字・連結黒字	3	7	8	14	11	22	25	42	40	61	70	63	32	45	45
(E):(D)かつ有配	2	5	6	9	6	18	15	33	23	29	48	40	22	30	34
(F):(E)/(D)(%)	66.7	71.4	75.0	64.3	54.5	81.8	60.0	78.6	57.5	47.5	68.6	63.5	68.8	66.7	75.6

(A)企業合計に占める(B)企業合計の割合 (D)企業合計に占める(E)企業合計の割合

98年度以前	19.7%	71.2%
00年度以降	21.9%	64.2%
差の検定	-2.2%	7.0%

## パネル B：単体決算と連結決算で利益の増減が異なる企業

決算年度	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
(G):単体増益・連結減益	107	81	89	102	135	141	182	129	112	107	99	110	134	142	184
(H):(G)かつ減配・維持	52	47	62	65	81	65	92	81	65	60	63	75	83	69	85
(I):(H)/(G)(%)	48.6	58.0	69.7	63.7	60.0	46.1	50.5	62.8	58.0	56.1	63.6	68.2	61.9	48.6	46.2
(J):単体減益・連結増益	62	79	116	89	92	112	117	116	146	128	114	141	155	182	185
(K):(J)かつ増配	28	29	28	26	24	44	46	28	44	38	35	49	55	91	114
(L):(K)/(J)(%)	45.2	36.7	24.1	29.2	26.1	39.3	39.3	24.1	30.1	29.7	30.7	34.8	35.5	50.0	61.6

(G)企業合計に占める(H)企業合計の割合 (J)企業合計に占める(K)企業合計の割合

98年度以前	56.4%	32.3%
00年度以降	56.1%	42.2%
差の検定	0.3%	-9.9%***

(注) C, F, I, L 欄は%表示, その他の欄は企業数。単体決算と連結決算で利益が異なる企業を選別し, それらの企業の中で連結決算を重視した配当政策をとっていると推測される企業の割合を求め, 連結決算義務化前後で, 連結決算重視企業の割合に変化が生じているのか否かを比率の差の検定を用いて検証した。\*\*\*は有意水準 1%で両者の比率が有意に異なることを意味する。

- ・(G)企業：前年度よりも単体純利益は増加, しかし連結純利益は減少した企業
- ・(H)企業：(G)グループの中で減配もしくは配当を維持した企業
- ・(J)企業：前年度よりも単体純利益は減少, しかし連結純利益は増加した企業
- ・(K)企業：(J)グループの中で増配した企業

このような分類のもとで, (H)企業/(G)企業と(K)企業/(J)企業の比率が, それぞれ(I)欄と(L)欄に示されている。これらの比率は, 連結決算を重視して配当を決めた企業の比率を表している。

25 サンプル企業は 91 年度以降に連結会計を開示している全上場企業(金融・証券を除く)のなかで, ①2 期連続で単体(もしくは連結)赤字を計上していない企業, かつ②2 期連続で無配ではない企業を対象としている。

パネル B ではパネル A と同様に、連結決算義務化前 (91~98) と義務化後 (00~05) とで、(G) 企業合計に占める (H) 企業合計の割合や、(J) 企業合計に占める (K) 企業合計の割合を比較している。前者については比率に有意な差は見られなかったが、後者では連結決算導入後に有意に比率が増加しているという結果が得られた<sup>26</sup>。

以上、2つの面から単体利益と連結利益の符号が異なる特徴のある企業グループを選び、それらの企業グループがどちらの利益を重視して配当を決めているかを調べてみた。その結果、一部の企業グループでのみ、連結決算重視企業の割合が増えてきたことが示されるにとどまり、連結決算制度の義務化後に、企業が連結利益をもとに配当政策を決めるようになってきたことを示す断定的な結論は得られなかった<sup>27</sup>。

## 8 利益と配当

### (1) 配当の保守性

つぎに、利益と配当の関係を詳しく調べることにする。利益と配当との関係でよく議論になるのは、利益の変動に合わせて配当を変化させるか否かである。この点に関しては、経営者は赤字や減益に陥っても、なかなか配当額を下げないという特徴や、逆に利益が増加しても、すぐには配当額を増加させないという特徴をもつことが多くの研究で指摘されている。本節では、前者を減配に関する保守性、後者を増配に関する保守性と呼ぶことにし、わが国企業においてもこのような配当の保守性が観察されるか否か検証していく<sup>28</sup>。

表 10 は 1 株当たり単体当期利益の増減が 1 株当たり配当の増減に及ぼす影響をわが国全上場企業 (金融・証券を除く) についてみたものである。1 株当たり利益の増減に応じて、配当額をどのように変化させたのかについて、その企業数や割合が 1970 年から 10 年単位で 4 つのパネルに示されている。なお、株式分割や有償株主割増資が行われると株式数が増えるため、1 株当たりの利益や配当金をそのままの形で比較することは適切でなくなる。そのため、1 株当たりの価値を同質に修正した 1 株当たり利益と配当を計算する必要がある。本稿では、東洋経済新報社の『株価調整係数データベース』を用いて修正を行っている。このような修正によって、実質的な 1 株当たり利益の増減と実質的な 1 株当たり配当の増減の関係を調べることができる。

表 10 からわかる第 1 の特徴として、増益企業・減益企業ともに減配する企業の割合が 1980 年代以降徐々に増加してきている。特に減益企業における減配企業の割合は 1980 年代の 28.1% から 2000 年代には 39.3% にまで増加しており、配当維持企業とほぼ同じ割合にまで達している。減益企業にお

26 石川 (2007) では増配サンプルや減益サンプルに占める単体増益・連結減益企業の割合や単体減益・連結増益企業の割合を調べ、連結重視企業の割合が増加しているという結果が得られている。ただし、連結企業の増加が統計的に有意なものであるか否かについてはまでは触れられてはいない。

27 花枝・芹田 (2008) のアンケートでも、連結決算実施企業の中で、配当政策を決定する際に重視する利益として単体利益をあげた企業の割合が 44.2%、連結利益が 45.6% と丁度半々に分かれ、明確な差はみられなかった。

28 Brav et al. (2005) や花枝・芹田 (2008) などのアンケート調査でも、財務担当者間で配当の保守性に対する意識が強いことが指摘されている。



表10 修正1株利益と修正1株配当の関係

## パネルA

1970年代	減配	維持	増配	合計
減益	438 (40.2%)	393 (36.1%)	259 (23.8%)	1,090
増益	241 (13.0%)	806 (43.6%)	803 (43.4%)	1,850
合計	679 (23.1%)	1,199 (40.8%)	1,062 (36.1%)	2,940

 $\chi^2=301$  p<0.001

## パネルB

1980年代	減配	維持	増配	合計
減益	1,421 (28.1%)	1,976 (39.1%)	1,652 (32.7%)	5,049
増益	954 (13.2%)	2,618 (36.3%)	3,646 (50.5%)	7,218
合計	2,375 (19.4%)	4,594 (37.5%)	5,298 (43.2%)	12,267

 $\chi^2=566$  p<0.001

## パネルC

1990年代	減配	維持	増配	合計
減益	4,541 (36.2%)	4,876 (38.9%)	3,111 (24.8%)	12,528
増益	1,651 (15.0%)	4,458 (40.5%)	4,911 (44.6%)	11,020
合計	6,192 (26.3%)	9,334 (39.6%)	8,022 (34.1%)	23,548

 $\chi^2=1681$  p<0.001

## パネルD

2000年代	減配	維持	増配	合計
減益	3,160 (39.3%)	3,185 (39.6%)	1,696 (21.1%)	8,041
増益	1,792 (17.1%)	3,454 (33.0%)	5,222 (49.9%)	10,468
合計	4,952 (26.8%)	6,639 (35.9%)	6,918 (37.4%)	18,509

 $\chi^2=1900$  p<0.001

(注) 年代ごとに修正1株利益を用いて、企業を減益企業グループと増益企業グループに分類し、それぞれのグループ内で修正1株配当の変化に応じてさらに3つに分類している。表の数値は企業数を、括弧つきの数値はそれぞれのグループ内での減配・維持・増配企業の割合を表す。各パネルの下段の $\chi^2$ 検定は利益と配当の独立性に関する $\chi^2$ 検定である。

る減配企業の増加はわが国において、特に減配に関する保守性が弱まってきていることを示唆する結果といえる。この結果をアメリカ企業と比較すると、アメリカ企業のほうが減配をより嫌う傾向があり、Skinner (2008)によれば、アメリカでは減益企業が減配する割合は11%と昔も今もまったく変わっていない<sup>29</sup>。また、増益企業における減配企業の割合も、アメリカ企業では最大で7%であるのに対し、わが国企業は最低でも13.0%となっており、減配に対する保守性はアメリカのほうが強い。

第2の特徴は、増益時に増配する企業の割合が以前と変わっていないことである。わが国では、増益企業が増配する割合は、1990年代に若干落ち込みがみられるものの、2000年代には50%弱に回復しており、増配に対する保守性が長期的に見て強まっていることはない。しかし、Skinner (2008)によれば、アメリカでは増益時に増配する企業の割合が減少傾向にある。1970年代には増益企業の83%が増配していたが、その後低下を続け、2000年代には61%まで落ち込んでいる。このように、アメリカでは増配の保守性が強まる傾向にある。Skinner (2008)は、この原因を増益のときでも配当は維持したまま、柔軟性の高い自社株買いで株主還元する企業が増えた結果であるとしている。つまり、この点でもアメリカでは配当と自社株買いの間に代替関係がみられることになる。ただし、アメリカで増配の保守性が強まったといっても、増益・増配の割合は2000年代でも61%あり、わが国の50%台に比べると高い水準にあるといえる<sup>30</sup>。

(2) リントナーモデルの検証

本節では、配当の保守性と関連してリントナーが提唱した配当の部分調整モデルについて検証を行う。Lintner (1956) は、企業の配当政策の決定に関して以下のような 2 つの仮説を提示した。第 1 の仮説は、企業はある配当性向を目標として設定し、その目標配当性向と今期の利益により今期の目標配当額が決定されるという仮説である。第 2 の仮説は、配当政策は保守的に決定されるため、配当の調整には時間がかかるという仮説である。

これら 2 つの仮説を組み合わせることで、リントナーモデルが導き出される。まず、今期の目標 1 株配当額 ( $D_{i,t}^*$ ) は、今期の 1 株利益 ( $E_{i,t}$ ) に目標とする配当性向 ( $t_i$ ) をかけた値として決定される。

$$D_{i,t}^* = t_i E_{i,t} \tag{1}$$

しかし、配当政策は保守的に決定されるため、実際の配当額 ( $D_{i,t}$ ) が直ちに目標配当額と等しくなるように調整されることはなく、前期からの配当の変化は一部にとどまる。これを式に表すと(2)式のようにになる。

$$\Delta D_{i,t} = D_{i,t} - D_{i,t-1} = s_i(D_{i,t}^* - D_{i,t-1}) \tag{2}$$

ここで、 $s_i$  は調整スピードである。 $s_i=1$  なら今期の配当額は  $D_{i,t} = t_i E_{i,t}$  となり、目標 1 株配当額が達成され、調整スピードは最も高い。しかし、 $s_i = 0$  なら今期の配当額は  $D_{i,t} = D_{i,t-1}$  となり、今期の利益がどうであれ前期の配当額がそのまま維持されることになる。この場合の調整スピードはゼロとなり、最も低くなる。通常は、 $0 < s_i < 1$  の範囲にある。

そして、(1) 式を (2) 式に代入すると (3) 式が得られ、 $i$  企業の  $t$  期における配当の変化額は、前期の配当額と今期の利益額の関数として表すことができる。

$$\Delta D_{i,t} = -s_i D_{i,t-1} + s_i t_i E_{i,t} \tag{3}$$

(3) 式の回帰推定式として (4) 式が得られる。

$$\Delta D_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1,i} D_{i,t-1} + \beta_{2,i} E_{i,t} + u_{i,t} \tag{4}$$

また、配当の調整スピード (以下、SOA) と目標配当性向 (以下、TP) の推定値は、それぞれ、 $SOA = s_i = -\hat{\beta}_{1,i}$ 、 $TP = t_i = -\hat{\beta}_{2,i} / \hat{\beta}_{1,i}$  より求められる。

Brav et al. (2005) は、COMPUSTAT 収録企業を対象にリントナーモデルを当てはめ、1950-1964、1965-1983、1984-2002 の 3 期間において、SOA や TP、決定係数の値が時とともにどのように変化しているかを調べ、アメリカでは長期的に SOA (0.74 → 0.37)、TP (0.35 → 0.21)、決定係数 (0.64 → 0.32) の大きな低下がみられることを発見した。これは、リントナーモデルがかつてほどには当てはまらなくなったことを示すものであり、リントナーモデルの説明力の低下を示唆している。彼らは、SOA が大きく低下した理由として、一時的な利益変化については自社株買いで対応するようになったことや、配当の保守化を挙げている。また、決定係数の低下については、経営者が配当政策の決

---

30 このことは、アメリカで有配企業の割合が低下しているという事実と矛盾しない。Skinner (2008) が対象とした企業は、恒常的に配当と自社株買いをしている大企業 345 社である。

定の際に、配当性向を目標としなくなり、目標配当性向をもとに配当が決定されるというリントナー仮説の仮定が、現在の企業では成り立たなくなったことをあげている。一方、Skinner (2008) は、配当額に自社株買い金額を加えた総還元額を用いてリントナーモデルの計測を行うと、パラメータの有意水準が上昇し、決定係数も高まることを明らかにした。

もともとわが国企業では、額面金額の一定割合を目標配当額として定める企業が多かった。しかし最近になって額面制度が廃止され、花枝・芹田 (2008) のアンケート調査では、配当性向を目標として挙げる企業が半数に及ぶことが報告されている。そこで以下では、(4) 式のリントナーモデルが日本企業においてどの程度当てはまるのかを、時系列的な変化を踏まえ検証を行うことにする。

表 11 のパネル A は、1978 年度から 2005 年度までの単体決算データ 28 年分を用い、東証 1 部・2 部上場企業（金融・証券を除く）を対象とした結果である。28 年間に期間 I (1978-1986)、期間 II (1987-1995)、期間 III (1996-2005) の 3 つに分け、それぞれの期間中に存続し続け、かつ 1 度以上配当を支払った企業を対象に個々の企業で回帰分析を行い、得られたすべての企業の SOA や TP、修正済み決定係数の平均値、標準偏差、メディアンを載せている。ただし、 $D_{i,t}$  については、株式分割等による株式数の変化を調整した修正 1 株当たり単体配当額を、 $E_{i,t}$  についても修正 1 株当たり単体当期利益を用い、異常値対策として SOA や TP、修正済み決定係数の値が上下 1 % 以内の企業については除いている。

パネル A の結果について説明すると、SOA の値は期間 I では平均が 0.50 であったものが、期間 III には 0.43 といった具合に低下傾向がみられ、しかもパネル B でわかるように、その差は 1% 水準で有意である。これはわが国企業においても、利益に対する配当の調整スピードが落ちてきているということを示唆しているが、前述したアメリカほどの下落ではない。また、TP についても有意な差が見られたが、アメリカほどの変化ではない<sup>31</sup>。

修正済み決定係数の値については、大きな下落が見られたアメリカと異なり、期間 I と期間 III でも平均が 0.40 となっており、有意な差は見られない。Brav et al. (2005) のアンケートによれば、アメリカでは、配当政策を決める際の目標指標のトップは 1 株当たり配当で、アンケートに回答した企業の 40% 弱である。それに対し、配当性向と答えた企業の割合は 28% しかない。一方、わが国のアンケート調査では、配当性向を挙げた企業は 53.5% で半数を超えている。1 株当たり配当額は 2 位で約 30% である（花枝・芹田 (2008)）。このように、配当目標指標に関する経営者の意識には日米で若干の違いがあり、それが修正済み決定係数の変化の違いに影響を及ぼした可能性がある。

なお、頑強性をテストするためにパネル A の他にも、期間 I や期間 II、期間 III といったそれぞれの期間内で每期配当を実行し続けた企業のみを対象とした分析や、それぞれの期間中に存続し続けた企業のうち、対象期間中に常に黒字であり続けた企業を対象とした分析も行った。しかし、得られた結果はパネル A とほぼ同様の結果であったため省略した。

つぎに、連結決算制度や自社株買いがリントナーモデルの説明力に影響を及ぼしているか否かをみる

31 (4) 式の  $\alpha$  が有意に正の値をとる場合には (1) 式が成り立たず、目標配当性向が過小評価されてしまう危険性がある。本分析では約 3 割の企業で、有意水準 10% 未満で有意に正の値をとっており、TP の値が過小評価されている可能性がある。しかし、7 割の企業では  $\alpha$  は非有意となっているため、(1) 式が成り立つとみなして SOA や TP を推定した。

表11 リントナーモデルの検証

パネルA：単体配当と単体利益を用いたリントナーモデルの計測

	期間Ⅰ：1978～1986			期間Ⅱ：1987～1995			期間Ⅲ：1996～2005		
	SOA	TP	R <sup>2</sup>	SOA	TP	R <sup>2</sup>	SOA	TP	R <sup>2</sup>
平均値	0.50	0.20	0.40	0.45	0.14	0.35	0.43	0.10	0.40
標準偏差	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
メディアン	0.46	0.12	0.43	0.40	0.08	0.41	0.42	0.07	0.43

パネルB：パネルAの期間ごとの平均値の差の検定

	期間Ⅰ－期間Ⅱ			期間Ⅱ－期間Ⅲ			期間Ⅰ－期間Ⅲ		
	SOA	TP	R <sup>2</sup>	SOA	TP	R <sup>2</sup>	SOA	TP	R <sup>2</sup>
平均の差	0.05***	0.06***	0.05***	0.02	0.04**	-0.05***	0.07***	0.10***	-0.01

パネルC：連結利益を用いたリントナーモデルの計測①(1991～98年度)

	(Ⅰ)E <sub>it</sub> =単体利益			(Ⅱ)E <sub>it</sub> =連結利益			(Ⅲ)平均の差		
	SOA	TP	R <sup>2</sup>	SOA	TP	R <sup>2</sup>	SOA	TP	R <sup>2</sup>
平均値	0.65	0.12	0.46	0.66	0.09	0.43	-0.01	0.03***	0.03**
標準偏差	0.04	0.01	0.01	0.05	0.01	0.01			
メディアン	0.53	0.06	0.48	0.51	0.04	0.45			

パネルD：連結利益を用いたリントナーモデルの計測②(1999～05年度)

	(Ⅰ)E <sub>it</sub> =単体利益			(Ⅱ)E <sub>it</sub> =連結利益			(Ⅲ)平均の差		
	SOA	TP	R <sup>2</sup>	SOA	TP	R <sup>2</sup>	SOA	TP	R <sup>2</sup>
平均値	0.43	0.09	0.41	0.47	0.07	0.43	-0.04	0.02*	-0.02
標準偏差	0.03	0.01	0.01	0.04	0.01	0.01			
メディアン	0.43	0.06	0.49	0.45	0.05	0.50			

パネルE：総還元額を用いたリントナーモデルの計測(2000～05年度)

	(Ⅰ)D <sub>it</sub> =配当			(Ⅱ)D <sub>it</sub> =総還元額			(Ⅲ)平均の差		
	SOA	TP	R <sup>2</sup>	SOA	TP	R <sup>2</sup>	SOA	TP	R <sup>2</sup>
平均値	0.59	0.09	0.44	0.96	0.08	0.43	-0.37***	0.01	0.01
標準偏差	0.03	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01			
メディアン	0.53	0.05	0.52	0.90	0.04	0.47			

(注)  $\Delta D_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1,i}D_{i,t-1} + \beta_{2,i}E_{i,t} + u_{i,t}$

パネルAではD<sub>it</sub>の値として単体配当額、E<sub>it</sub>の値として単体利益を用いて、上記リントナーモデルのパラメータを企業ごとに計測。それをもとに対象企業全体のSOA,TP,R<sup>2</sup>の平均値、標準偏差、メディアンを計算。ただし、SOAは配当の調整スピードを表し、SOA=-β<sub>1</sub>で、TPは目標配当性向を表し、TP=-β<sub>2</sub>/β<sub>1</sub>で計算される。R<sup>2</sup>は修正済み決定係数。対象期間は、期間Ⅰ=1978～86年度、期間Ⅱ=1987～95年度、期間Ⅲ=1996～05年度。

パネルBでは、パネルAの結果をもとに、期間ごとに平均値に有意な差が生じているのか否かを検証。パネルC、Dでは、E<sub>it</sub>の値として(Ⅰ)単体利益を用いた場合と(Ⅱ)連結利益を用いた場合のそれぞれでリントナーモデルを推定し、両者での平均値の差を検定。対象期間はパネルCが1991～98年度、パネルDが1999～05年度。

パネルEでは、D<sub>it</sub>の値として(Ⅰ)配当を用いた場合と(Ⅱ)総還元額を用いた場合のリントナーモデルの推定を行い、両者での平均値の差を検定。対象期間は2000～05年度。

いずれのパネルもそれぞれの期間中に存続した企業を対象としている。ただし1度も配当をしない企業は除外。これ以外にも、毎期配当を実行し続けた企業や毎期黒字の企業などでも同様の分析を行ったが、得られた結果に違いはなかったため、表では省略している。

\*, \*\*, \*\*\*はそれぞれ有意水準10%, 5%, 1%で平均値が有意に異なることを示す。

ために、追加の分析を 2 つ行った。表 11 のパネル C、パネル D は、 $E_{i,t}$  として修正 1 株当たり単体純利益を用いた場合と、修正 1 株当たり連結純利益を用いた場合で、結果がどのように異なってくるかを調べた表である。対象期間はパネル C が 1991 年度から 1998 年度まで、パネル D が 1999 年度から 2005 年度までであり、対象企業は、東証 1 部・2 部上場企業（金融・証券を除く）のうち、1991 年度から 2005 年度まで連結財務諸表を每期提出していた企業である。パネルの(I)列が単体利益を用いた場合で、(II)列が連結利益を用いた場合、(III)列が両者の差の検定結果である。なお、期間中に每期配当を続けた企業や每期黒字だった企業でも同様の分析を行ったが、得られた結果に大きな違いはなかったため省略している。この後のパネル E についても同様である。

単体利益を用いた場合と連結利益を用いた場合で、SOA や TP、決定係数の平均の差を調べたところ、SOA については有意な差が 1 つも得られなかった。しかし TP については単体利益を用いた場合のほうが、有意に値が大きいという結果が得られた。これは、パネル C、D では  $D_{i,t}$  については一貫して 1 株当たり単体配当額を用いていることと、一般に連結利益よりも単体利益のほうが小さいことから、配当性向も単体配当性向のほうが高くなる傾向があるため、このような差が見られたと考えられる。

つぎに決定係数についてみる。企業が連結決算義務化後に連結利益をもとに配当政策を決定するようになったならば、連結決算義務化後には単体利益よりも連結利益を用いたリントナーモデルのほうが、決定係数の値が有意に高くなるはずである。結果をみると、連結決算義務化前は単体利益を用いた場合のほうが、決定係数の値が高かった（パネル C 参照）。それが連結決算義務化後では、連結利益のほうが決定係数が高くなっている（パネル D 参照）。しかし、パネル D における単体利益と連結利益の決定係数の違いは、統計的に有意な差ではない。そのため、第 7 節と同様に、企業が連結利益をもとに配当政策を決めるようになってきたという明確な結論は得られなかった。

最後に、現金配当に自社株買い金額を加えた総還元額を用いてリントナーモデルを計測することによって、自社株買いの影響を調べた。対象期間は 2000 年度から 2005 年度の期間で、毎年連結決算を行っている存続企業を対象とした。表 11 のパネル E がその結果であり、 $E_{i,t}$  として修正 1 株当たり連結当期利益を用いている。(I)列が  $D_{i,t}$  として単体配当を用いた場合、(II)列が総還元額（単体配当 + 自社株買い金額）を用いた場合の結果で、(III)列で両者の差の検定を行っている。両者の結果を比較してみると、総還元を用いた場合のほうが調整スピードが大きく上昇しており、平均の差が有意に異なっている。これは配当よりも自社株買いのほうが柔軟性が高いために、一時的な利益変化に対しては自社株買いで対応していることを示唆する結果といえる<sup>32</sup>。

## 9 おわりに

本稿では過去 40 年間の全上場企業の集計データをもとに、長期にわたる日本企業の配当行動の変遷を分析した。その際、アメリカでの同様な分析結果との比較から、日本企業全体としての特徴を際立た

32 ここでの分析は一時的な利益変化に対して、配当増加でなく自社株買い増加で対応するという関係が存在することを示唆している。なお、第 6 節 (1) では、配当と自社株買いの代替性はないという結論を提示しているが、これはマクロ的にみると日本企業は配当を減らしてまで、自社株買いで代替するという行動をとっていないことを述べたものであり、ここでの分析結果と矛盾するものではない。

せることも試みた。得られた結果は、つぎのようにまとめることができる。

アメリカでは 1980 年代から 90 年代にかけて無配企業が急増し、現在では有配企業は 2 割程度しかない。しかし、それら一部の企業が多額の配当をしているため全体の配当総額の減少は見られない。ただし、株主還元策としては配当よりも自社株買いのウェイトが高まっており、配当と自社株買いの間には代替性が見られた。また、リントナーモデルの説明力は低下傾向にある。

それに対し、日本企業では 8 割の企業が配当をしており、この傾向に大きな変化はない。また、配当だけでなく自社株買いでも 2 極化現象が見られた。さらに、配当から自社株買いに代替する傾向は見られず、むしろ、より多くの配当をしている企業のほうが自社株買いに積極的な傾向にある。そして、リントナーモデルの説明力について低下傾向は見られなかった。さらに、連結決算制度の影響については、連結利益を重視して配当行動を決める企業が徐々に増えていることが窺える結果が一部得られたが、断定的な結論を得るまでには至らなかった。

最後に、今後の課題について述べたい。

第 1 の課題は、第 3 節で述べた点に関連するが、1991 年以降、それまでは配当を実施していなかった赤字企業が配当をするようになった理由の解明である。赤字有配企業が増加した理由については、配当の保守性仮説を用いた説明が可能であるが、第 8 節 (1) でも述べたように、90 年代以降、減配に関する保守性は弱まっている。他の仮説による説明も含めてさらなる検証が必要である。第 2 の課題はより詳細なリントナーモデルの検証である。本研究では配当の保守性に関連してリントナーモデルの計測を行い、当期利益と配当の関係に焦点を当てた。しかし、当期利益は特別損益という一時的な変動要因によって影響を受ける。配当はより長期にわたって持続する利益に反応するとすれば、より持続性の高い利益との関係を調べる必要がある。つまり、会計で問題になる利益の質が配当に及ぼす影響の分析である。

#### 【参考文献】

- [1] 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』44(7), 6-20.
- [2] 石川博行 (2007), 『配当政策の実証分析』中央経済社.
- [3] 上野陽一, 馬場直彦 (2005), 「わが国企業による株主還元策の決定要因: 配当・自社株消却のインセンティブを巡る実証分析」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』, 2005 - 04.
- [4] 加賀谷哲之 (2004), 「連結決算中心主義と配当政策」『企業会計』56(4), 113-121.
- [5] 中野誠 (2006), 「日米企業の利益格差」伊丹敬之編『日米企業の利益率格差』第 4 章, 有斐閣, 129-157.
- [6] 花枝英樹, 佐々木寿記 (2010), 「日本企業の配当政策—パネルデータ分析—」, 小西大編『日本企業の資金調達と利益還元政策』, 第 6 章, 東洋経済新報社, 近刊.
- [7] 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.
- [8] 花枝英樹, 芹田敏夫 (2009), 「ペイアウト政策のサーベイ調査: 日米比較を中心に」『証券アナリストジャーナル』47(8), 11-22.
- [9] 宮川壽夫 (2008), 「日本企業の配当政策における経営者の自己抑制的行動に関する研究」『経営財務研究』28(1), 56-75.
- [10] 山口聖 (2007), 「わが国企業における配当と自社株買いの関係」『証券アナリストジャーナル』45(12),

104-113.

- [11] 米澤康博, 松浦義昭 (2000), 「わが国のコーポレート・ガバナンスが配当政策に与える効果」, 松浦克己・吉野直行・米澤康博編著『変革期の金融資本市場』日本評論社, 25-49.
- [12] Brav, A., J. Graham, C. Harvey, and R. Michaely (2005), "Payout Policy in the 21st Century," *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527.
- [13] DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. Skinner (2004), "Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings," *Journal of Financial Economics*, 72(3), 425-456.
- [14] DeAngelo, H., L. DeAngelo, and R. Stulz (2006), "Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-cycle Theory," *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254.
- [15] Denis, D., and I. Osobov (2008), "Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy," *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62-82.
- [16] Fama, E., and K. French (2001), "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?," *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.
- [17] Fama, E., and K. French (2004), "New Lists: Fundamentals and Survival Rates," *Journal of Financial Economics*, 73(2), 229-269.
- [18] Grullon, G., and R. Michaely (2002), "Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis," *Journal of Finance*, 57(4), 1649-1684.
- [19] Julio, B., and D. Ikenberry (2004), "Reappearing Dividends," *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(4), 89-100.
- [20] Klein, A., and C. Marquardt (2006), "Fundamentals of Accounting Losses," *The Accounting Review*, 81(1), 179-206.
- [21] Lintner, J. (1956), "The Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," *American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- [22] Skinner, D. (2008), "The Evolving Relation between Earnings, Dividends, and Stock Repurchases," *Journal of Financial Economics*, 87(3), 582-609.

編集委員長：(東) 久保田敬一

編集委員：(東) 金崎芳輔 金田直之 坂口幸雄 徳永俊史  
(西) 赤壁弘康 竹内哲治 鳥邊晋司 宮本順二郎

---

**経営財務研究 第29巻第1・2合併号**

2010年3月発行

発行所 日本経営財務研究学会 本部事務局  
〒657-8501 神戸市灘区六甲台町2-1  
神戸大学大学院経営学研究科気付  
E-mail: [zaim@kobe-u.ac.jp](mailto:zaim@kobe-u.ac.jp)

URL: <http://www.b.kobe-u.ac.jp/~keieizaimu/>

製作協力 (株)中央経済社

〒101-0051 東京都千代田区神田神保町1-31-2

TEL: 03-3293-3371 (代表) FAX: 03-3291-5127

---