

# 企業の財務政策（ペイアウト政策および株式分割） に関する機関投資家の意識調査

## 基本集計結果（最終版）

一橋大学大学院商学研究科 花枝英樹  
青山学院大学経済学部 芹田敏夫

- ・実施日：10月下旬に質問票を一斉に郵送した。（企業年金基金は除く）  
企業年金基金には、11月19日のセミナーで直接配布した。  
回答期限を11月27日に設定した。
- ・送付先：国内の主要な機関投資家 484 団体  
〔内訳：銀行 97、信託銀行 14、生命保険 43、損害保険 27、投信・投資顧問 142、  
公的年金基金 9、企業年金基金 152  
企業年金基金は、企業年金連絡協議会の正会員の内、11月19日のセミナー  
に参加した機関〕
- ・回答数：107 件（同一団体からの複数回答は含まない）
- ・回収率：107 / 484 = 22.1%

## ペイアウト政策（配当および自社株買い）

問1. 以下の要因は投資家が望ましいと考えるペイアウト政策（配当および自社株買い）の決定に際して、どの程度重要と考えますか。現金配当と自社株買い別々に、「-2～+2（注）」の内の該当する にチェック☑を入れて下さい。

（注） -2：全く重要ではない -1：あまり重要でない 0：どちらとも言えない  
+1：かなり重要である +2：非常に重要である

無回答	現金配当					要 因	自社株買い					無回答
	-2	-1	0	1	2		-2	-1	0	1	2	
3.7%	7.5%	20.6%	30.8%	28.0%	9.3%	(1) 当期純利益の一時的な変化	13.1%	22.4%	42.1%	14.0%	4.7%	3.7%
2.8%	0.9%	2.8%	8.4%	44.9%	40.2%	(2) 当期純利益の長期的に維持可能な変化	1.9%	4.7%	20.6%	41.1%	29.0%	2.8%
3.7%	6.5%	7.5%	28.0%	35.5%	18.7%	(3) 当面使途の決まっていない余剰資金	0.9%	3.7%	19.6%	41.1%	31.8%	2.8%
4.7%	3.7%	9.3%	17.8%	34.6%	29.9%	(4) 自社内での有利な投資機会の存在	9.3%	4.7%	15.9%	29.0%	40.2%	0.9%
1.9%	13.1%	15.9%	37.4%	27.1%	4.7%	(5) 同業他社の配当/自社株買い政策	14.0%	14.0%	42.1%	24.3%	3.7%	1.9%
0.9%	1.9%	4.7%	29.0%	43.0%	20.6%	(6) 配当およびキャピタルゲインに対する税制	3.7%	6.5%	32.7%	40.2%	15.9%	0.9%
1.9%	2.8%	4.7%	44.9%	38.3%	7.5%	(7) 既存株主の要求	3.7%	6.5%	45.8%	35.5%	7.5%	0.9%
0.9%	2.8%	1.9%	24.3%	56.1%	14.0%	(8) 外部資金調達コスト	2.8%	1.9%	24.3%	48.6%	20.6%	1.9%
0.9%	9.3%	15.0%	29.0%	33.6%	12.1%	(9) 過去の配当/自社株買い政策との整合性を維持	11.2%	14.0%	43.0%	23.4%	7.5%	0.9%
1.9%	2.8%	18.7%	28.0%	36.4%	12.1%	(10) 株主資本が過剰になるのを抑える	2.8%	6.5%	23.4%	44.9%	21.5%	0.9%
0.9%	9.3%	10.3%	34.6%	34.6%	10.3%	(11) 敵対的買収の対象企業になることの防止	2.8%	6.5%	34.6%	37.4%	17.8%	0.9%

問2. 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。現金配当と自社株買い別々に、「-2～+2」の内の該当する にチェック☑を入れて下さい。

-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

無回答	現金配当					命 題	自社株買い					無回答
	-2	-1	0	1	2		-2	-1	0	1	2	
0.9%	0.9%	8.4%	21.5%	44.9%	23.4%	(1) 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	1.9%	5.6%	16.8%	40.2%	34.6%	0.9%
0.9%	8.4%	9.3%	21.5%	43.9%	15.9%	(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	7.5%	11.2%	21.5%	43.9%	15.0%	0.9%
0.0%	14.0%	36.4%	34.6%	14.0%	0.9%	(3) 増配/自社株買いは、投資家に対して、当該企業の投資機会が少ないと見られてしまう可能性がある。	10.3%	33.6%	38.3%	16.8%	0.9%	0.0%
0.0%	4.7%	17.8%	26.2%	31.8%	19.6%	(4) 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	1.9%	14.0%	16.8%	32.7%	34.6%	0.0%
1.9%	24.3%	33.6%	31.8%	6.5%	1.9%	(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	21.5%	31.8%	36.4%	7.5%	1.9%	0.9%
2.8%	2.8%	3.7%	29.9%	50.5%	10.3%	(6) 配当/自社株買いは、企業が効率的な意思決定を行うための規律付けとして重要である	2.8%	4.7%	32.7%	47.7%	9.3%	2.8%
2.8%	16.8%	35.5%	34.6%	7.5%	2.8%	(7) 利益のうち一部は従業員のものなので、株主への配当/自社株買いは抑え、内部留保を厚めにすべきである	21.5%	29.9%	37.4%	7.5%	2.8%	0.9%

問3. 投資対象企業の配当政策を評価するとき、注目する配当関連の指標として1つだけ挙  
げるとすればどれになりますか。該当する番号に1つ をして下さい。

(1) 1株当たり配当額	(1) 8.4%
(2) 配当性向	(2) 45.8%
(3) 1株当たり配当の成長率	(3) 10.3%
(4) 配当利回り	(4) 18.7%
(5) 株主資本配当率 (= 配当総額/株主資本)	(5) 12.1%
(6) 注目する指標はない	(6) 0.9%
(7) その他 ( )	(7) 1.9%
	無回答 1.9%

問4. 投資家の立場から見て、投資対象企業が1株当たり配当額を安定化させる、あるいは  
低下させないことはどの程度重要ですか。それぞれ該当する番号に をして下さい。

	安定化させる	低下させない	
(1) 2.8%	(1) 全く重要ではない	(1) 全く重要ではない	(1) 3.7%
(2) 29.0%	(2) あまり重要でない	(2) あまり重要でない	(2) 17.8%
(3) 21.5%	(3) どちらとも言えない	(3) どちらとも言えない	(3) 23.4%
(4) 40.2%	(4) かなり重要である	(4) かなり重要である	(4) 44.9%
(5) 6.5%	(5) 非常に重要である	(5) 非常に重要である	(5) 10.3%
無回答 0.0%			無回答 0.0%

問5. 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。「-2~+2」の  
内の該当する にチェック☑を入れて下さい。

-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	-2	-1	0	1	2	無回答
(1) 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	0.9%	15.0%	20.6%	48.6%	14.0%	0.9%
(2) 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	0.9%	12.1%	19.6%	49.5%	16.8%	0.9%
(3) 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	0.9%	3.7%	24.3%	57.0%	13.1%	0.9%
(4) 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	0.0%	5.6%	25.2%	52.3%	15.9%	0.9%

問6. 配当の重要性は自社株買い解禁前に比べると低下したと思いますか。該当する番号に  
をして下さい。

(1) 全くそう思わない	(1) 18.7%
(2) そう思わない	(2) 51.4%
(3) どちらとも言えない	(3) 20.6%
(4) そう思う	(4) 8.4%
(5) 強くそう思う	(5) 0.0%
	無回答 0.9%

問7. あなたの職務の立場で考えると、リターンが同じであれば、現金配当とキャピタルゲインのどちらが望ましいですか。該当する番号に  
をして下さい。

(1) 現金配当	(1) 37.4%
(2) キャピタルゲイン	(2) 35.5%
(3) どちらでも良い	(3) 26.2%
	無回答 0.9%

問8. あなたの職務の立場で考えると、株主への利益還元額が同じならば現金配当と自社株買いのどちらが望ましいですか。該当する番号に  
をして下さい。

(1) 現金配当	(1) 48.6%
(2) 自社株買い	(2) 30.8%
(3) どちらでも良い	(3) 19.6%
	無回答 0.9%

問9. 総還元率（(配当額 + 自己株式取得額) / 当期純利益）は、投資先企業の決定に際してどの程度重要ですか。該当する番号に  
をして下さい。

(1) 全く重要ではない	(1) 0.0%
(2) あまり重要でない	(2) 18.7%
(3) どちらとも言えない	(3) 31.8%
(4) かなり重要である	(4) 44.9%
(5) 非常に重要である	(5) 3.7%
	無回答 0.9%

## 株式分割・くくり直し

問 10 . 株式分割の効果・メリット等について、以下の(1)～(7)に掲げられている考え方についてどのように思われますか。「-2～+2」の内の該当する にチェック☑を入れて下さい。

- 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	-2	-1	0	1	2	無回答
(1) 個人投資家を中心に株主数を増加させる	0.0%	5.6%	9.3%	64.5%	20.6%	0.0%
(2) 個人投資家による少額での取引を容易にする	0.9%	1.9%	2.8%	69.2%	25.2%	0.0%
(3) 株式売買高を増やす有効な手段である	1.9%	14.0%	30.8%	47.7%	5.6%	0.0%
(4) 株式時価総額を増やす可能性を持っている	9.3%	19.6%	44.9%	23.4%	2.8%	0.0%
(5) 株価低下により、望ましい株価範囲にする	8.4%	20.6%	43.0%	26.2%	1.9%	0.0%
(6) 実質増配のための有効な手段となりうる	6.5%	21.5%	38.3%	30.8%	2.8%	0.0%
(7) 経営者による将来業績への確信シグナルの発信となる	16.8%	21.5%	42.1%	16.8%	2.8%	0.0%

問 11 . 米国では株価がある水準を超えたら株式を分割する習慣があります。「日本企業も株式分割によって株価をある範囲に収めるべき」との考え方について、どのように考えますか。該当する番号に をして下さい。

( 1 ) 全くそう思わない	( 1 ) 2.8%
( 2 ) そう思わない	( 2 ) 15.0%
( 3 ) どちらとも言えない	( 3 ) 41.1%
( 4 ) そう思う	( 4 ) 36.4%
( 5 ) 強くそう思う	( 5 ) 4.7%
	無回答 0.0%

問 12 . 米国では、最低売買単位は 100 株に統一されているのに対して、日本では、最低売買単位が 1 株から 1,000 株までさまざまな種類に分かれています。「日本でも、最低売買単位を統一すべき」との考え方について、どのように考えますか。該当する番号に をして下さい。

( 1 ) 全くそう思わない	( 1 ) 6.5%
( 2 ) そう思わない	( 2 ) 20.6%
( 3 ) どちらとも言えない	( 3 ) 19.6%
( 4 ) そう思う	( 4 ) 33.6%
( 5 ) 強くそう思う	( 5 ) 17.8%
	無回答 1.9%

問 13 . 株式分割と株式売買単位の変更(いわゆる“くくり直し”)は効果として同じ場合が多いという考えについて、どのように考えますか。該当する番号に をして下さい。

(1) そう思う	(1) 14.0%
(2) 株式分割の方が望ましい	(2) 25.2%
(3) 株式売買単位変更の方が望ましい	(3) 17.8%
(4) どちらとも言えない	(4) 30.8%
(5) わからない	(5) 10.3%
	無回答 1.9%

問 14 . 売買単位変更(くくり直し)のメリットとして次のようなことが言われていますが、これについてどう考えますか。「-2~+2」の内の該当する にチェック☑を入れて下さい。

- 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	-2	-1	0	1	2	無回答
(1) 株主数が増加する	3.7%	3.7%	26.2%	49.5%	15.0%	1.9%
(2) 株式の流動性が高まる	1.9%	7.5%	15.9%	58.9%	14.0%	1.9%
(3) 株式の最小売買金額が望ましい範囲に収まる	1.9%	5.6%	29.9%	53.3%	7.5%	1.9%
(4) 売買単位変更によって株価に好影響を与える	4.7%	24.3%	52.3%	15.0%	1.9%	1.9%
(5) 株式分割とほぼ同様な効果が、株価を下げずに得られる	5.6%	16.8%	52.3%	20.6%	2.8%	1.9%

### 現在の株価水準など

問 15 . 日本の株価は現在、市場でどのように評価されていると考えますか。該当する番号に をして下さい。

(1) 大きく過小評価	(1) 8.4%
(2) 少し過小評価	(2) 43.0%
(3) 正しく評価	(3) 28.0%
(4) 少し過大評価	(4) 14.0%
(5) 大きく過大評価	(5) 1.9%
(6) わからない	(6) 1.9%
	無回答 2.8%

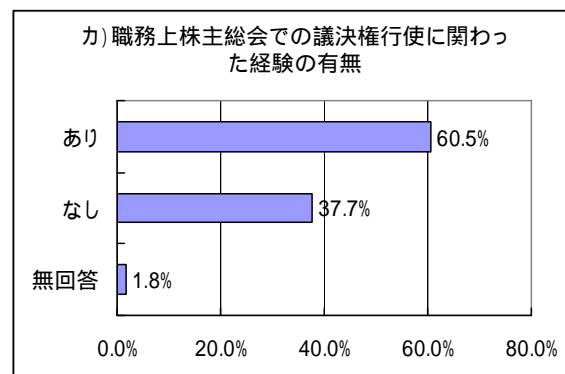
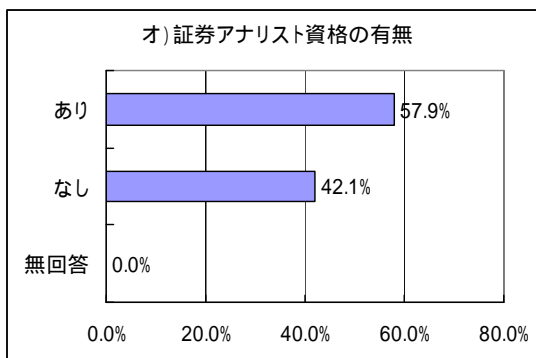
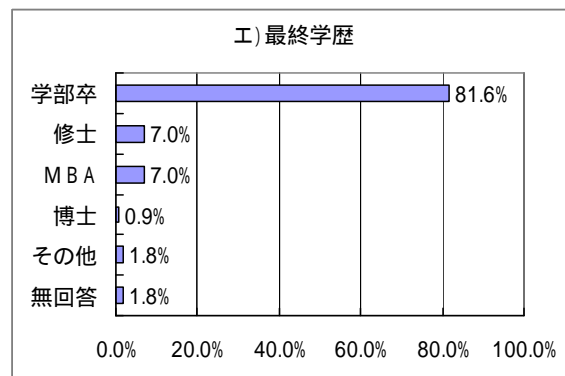
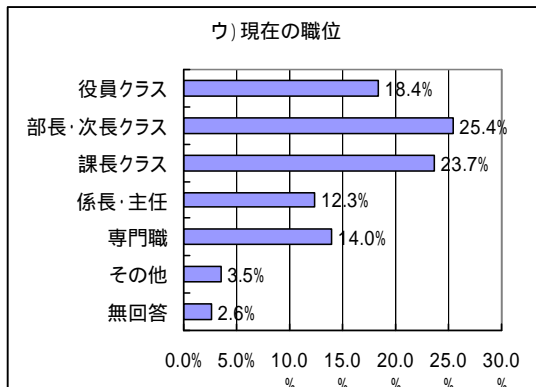
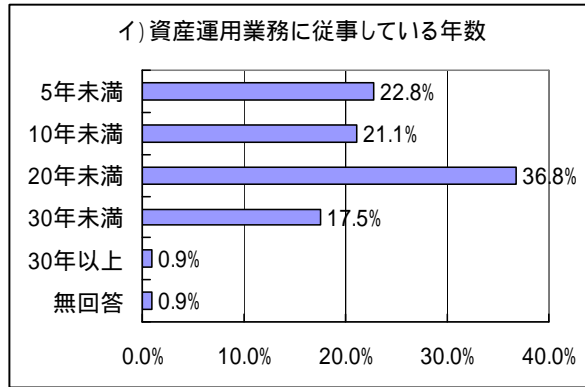
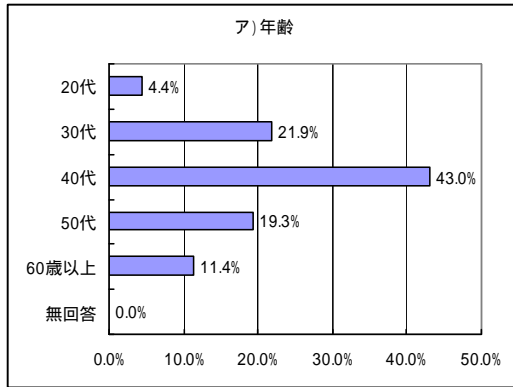
問 16 . わが国の株式市場では、時価総額が同じであっても高株価企業ほど優良企業と見なされる傾向があると思いますか。該当する番号に をして下さい。

(1) 全くそう思わない	(1) 13.1%
(2) そう思わない	(2) 32.7%
(3) どちらともいえない	(3) 17.8%
(4) そう思う	(4) 29.9%
(5) 強くそう思う	(5) 3.7%
	無回答 2.8%

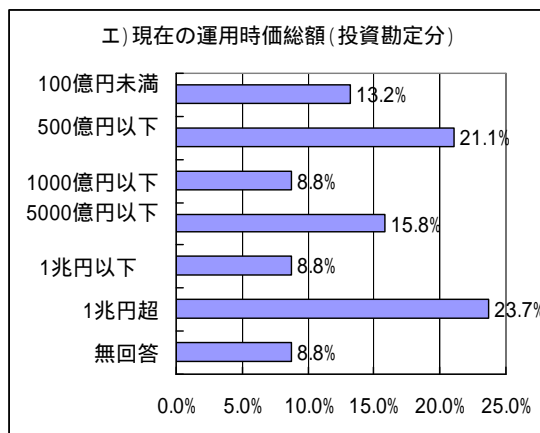
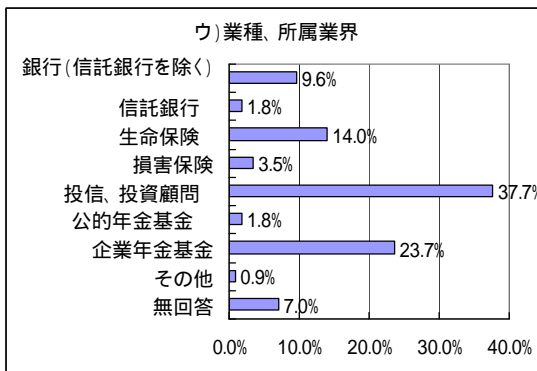
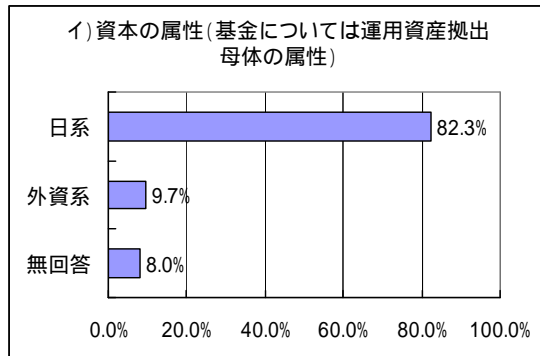
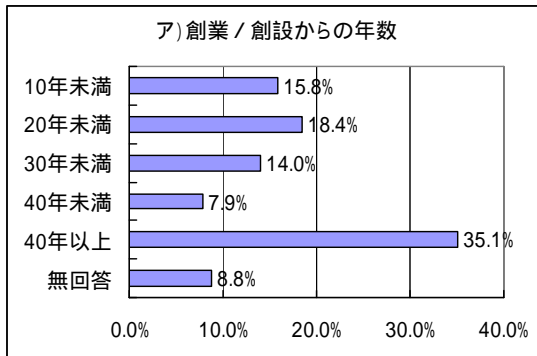
## 回答者の属性

問 17．最後に回答者および回答企業／基金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。

### A) 回答者に関するもの



B) 回答企業 / 基金に関するもの



以上