

2023年4月19日 全8頁

「安定的」な配当とはどのような意味か？

「安定的」な配当方針を掲げつつ、実際には増配を行う例が多い

金融調査部 研究員 瀬戸 佑基
研究員 矢田 歌菜絵

[要約]

- 有価証券報告書における「配当政策」に関する記述には、「安定的」な配当を基本方針とするものや、配当性向・総還元性向などに連動した配当（業績連動の配当）を基本方針とするものなど、いくつかのパターンがある。
- TOPIX500 採用企業では、約 5 割が業績連動型の配当方針を掲げている。業種間の差異はあるが、業績連動型の配当方針を掲げる企業はこの 5 年間で緩やかに増加している。
- 日本では「安定配当」を志向する企業が多いとされてきたが、その言葉の意味するところは曖昧だ。「一株当たり配当額を固定する」以外でも、「配当性向を固定する」の意味で「安定配当」が用いられることがあるようだ。「安定的」な配当を行うとする企業の実際の配当額を見ると、前年度から増加させる（増配する）例が多かった。

はじめに

日本では「安定配当」を志向する企業が多いとされてきたが、有価証券報告書を確認すると、配当性向（当期純利益に占める「配当額」の割合）や総還元性向（当期純利益に占める「配当額＋自社株買い額」の割合）など、業績に連動した配当方針を定める企業も多い。また、安定的な配当を志向する企業でも、その「安定」が何を意味するのかは、企業によって異なるようだ。

理論的には、一定の条件下では配当政策は企業価値に影響を与えないとの考え方があるものの、実証的には増配発表と株価上昇との間に関連があるとの指摘も多い¹。有価証券報告書における配当政策に関する記述の在り方は、企業・株主双方にとって重要度の高いテーマだ。

本レポートでは、TOPIX500 採用企業の 2017 年度と 2022 年度の有価証券報告書から配当政策に関する記述を取得し、業種ごとにどの程度の企業が業績連動型の配当方針を採用しているのかを調査した。その上で、業績連動に関する記述がなく、かつ安定的な配当を基本方針とする旨の記述が見られた企業に関して、実際の配当額の推移などを確認することで、その「安定」が何を意味しているのかを分析した。

¹ 諏訪部貴嗣（2006）「株主価値を向上させる配当政策」、日本証券アナリスト協会『証券アナリストジャーナル』第 44 巻第 7 号、2006 年 7 月、pp. 34-47 など

広がる業績連動型の配当方針と、解釈が難しい「安定配当」

「企業内容等の開示に関する内閣府令」が定める有価証券報告書第三号様式では、「配当政策」を記載することとされている。しかし、「(記載上の注意)」には「配当(相互会社にあつては、契約者配当)の基本的な方針(中略)について記載すること」が挙げられている程度で、記述内容の自由度は比較的高い。

業績連動の配当方針としては、配当性向や総還元性向などの目標を設けるなどし、配当額が何らかの形で企業業績と連動するような形を採用している企業が代表的だ。生命保険協会が実施したアンケート²によると、2021年度では回答した企業の約6割が「株主還元に関して、配当性向、株主資本配当率(DOE)、総還元性向等の目標値を設定・公表していますか。」という設問に対し、「目標値を設定して、公表している」と回答しており、業績連動の株主還元方針が定着している様子が見えてくる。また地方銀行において、業績連動型の配当方針が広がってきているとの指摘(中村(2022)³)もある。

他方、「安定的な配当」という表現は明確な解釈が定まっているわけではないため、書き手(企業)の意図が読み手(投資家など)に正確に伝わるとは限らず、やや難しい概念となっている。かつては「安定配当」という語を、一株当たり配当額を業績によらず一定とする、という意味で用いることが多かったようだ。このタイプを、本レポートでは便宜的に「額固定型」と呼ぶ。一例として、2002年の論文における「安定配当」の定義を確認すると「(前略)わが国企業は、利益の変動に合わせて配当を決めるのではなく、配当金を固定化する傾向が強い(中略)。これが、安定配当政策と呼ばれる配当行動である」(花枝(2002)⁴)とある。この意味での「安定配当」を株主側から見ると、企業の業績悪化時に一株当たり配当額が減少しない一方、好業績時にも増加しない、という特徴がある。

しかし、証券会社などが自社WEBサイトで公表する証券用語集などを参照すると、「安定配当」を「配当額や配当性向」を「安定」させる、と解説しているものが多い⁵。配当額を安定させる場合は額固定型そのものとなるが、配当性向を安定させる場合、一株当たり配当額がその期の純利益に比例して変動することとなり、実質的には業績連動型の配当となる。つまり企業の配当方針として「安定配当」と明記されていた場合でも、具体的に何が「安定」しているのかは、実際の配当額の推移を確認するまで分からないことが多い。

² 一般社団法人生命保険協会「[生命保険会社の資産運用を通じた『株式市場の活性化』と『持続可能な社会の実現』に向けた取組みについて](#)」における「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート」より

³ 中村昌宏(2022)「[業績連動の株主還元方針が広がる地銀業界](#)」、大和総研レポート(2022年5月17日付)

⁴ 花枝英樹(2002)「配当政策の理論」、九州大学経済学会『[経済学研究](#)』第68巻第4・5号、2002年8月、pp.1-25、引用部分はp.17

⁵ 大和証券「[金融・証券用語解説 \[安定配当\]](#)」など

緩やかに広がる業績連動型配当方針

2023年1月末時点でのTOPIX500採用企業について、2017年度（2017年4月1日から2018年3月31日）と2022年度（2022年4月1日から2023年3月31日）に提出された有価証券報告書の「配当政策」部分の記述を取得し、その記述を以下の観点から分類した（**図表1**）。なお2018年以降の新規上場などの理由で2017年度のデータが取得できていない企業も集計対象としている。そのため、2017年度と2022年度では合計の社数がわずかに異なる。

図表1 企業分類の基本的なルール

安定配当企業	「安定配当」と明記しているもの
	財務状況などを勘案したうえで、 安定配当 に努め～
	「安定的」という語などを用いているもの
	財務体質の健全性を確保した上で、 安定的な 配当を維持する～
	（参考）安定配当企業には 含めないもの
業績連動企業	中・長期的に 安定的な 経営基盤の確保が～ *配当とは異なる文脈でのみ「安定的」という語が用いられているため
	配当性向・総還元性向・DOEなどを記載しているもの
	当社は 配当性向30% を目安とした配当に努め～
	（参考）業績連動企業には 含めないもの①
	当社は、（中略） 連結配当性向を意識 しながら業績に連動した配当を～ *配当性向などを考慮する旨の記述はあるが、数値目標が無いため
（参考）業績連動企業には 含めないもの②	
	この結果、連結での 配当性向は〇〇% となりました *配当性向についての目標ではなく、結果だけが記載されているため

（注）太字・下線は引用者によるもの。また配当性向の数値部分など、一部を加工して抜粋した。

（出所）EDINET 閲覧サイト、各社有価証券報告書より大和総研作成

まず、「配当政策」に「安定的」、「安定性」、「安定配当」という用語が含まれるものを「安定配当企業」とした⁶。ただし、「安定的」などの用語が「安定的な利益成長を目標とし～」など、明らかに配当政策とは異なる文脈でのみ用いられている場合は、安定配当企業から除外した。

他方、「配当政策」に、「配当性向」、「総還元性向」、「総分配性向」、「株主資本配当率⁷」（株主資本に占める配当額の割合）、「DOE」（Dividend on equity ratio：株主資本配当率と同義）、「純資産配当率」（DOEの別表現）という用語が含まれるものを「業績連動企業」とした。ただし、上記用語は配当の方針に関する文脈において用いられている場合にのみカウントし、「〇〇の結果として配当性向は〇%になった」といった、結果的な数値に言及するのみである場合は対象外とした。また、「配当性向も考慮しつつ配当額を決定」など、具体的な目標値が示されていないものも対象外とした。

⁶ 下限のみを設定する企業や、累進配当、安定的な増配（配当の成長）を掲げる企業もある。このタイプの企業はどちらに属するかの判断が難しいため、「安定配当企業」には含めていない。

⁷ 株主資本と連動する配当を「業績連動」と言い切ることは難しいが、本レポートでは便宜上、DOEを指標に用いた配当政策も「業績連動」扱いとする。

この分類結果を、東証業種別分類（大分類）に従って業種別に示したものが**図表 2**だ。なお、安定配当企業と業績連動企業の両方に該当する記述が見られた企業については「安定配当かつ業績連動企業」に分類し、片方に関する記述のみが見られた企業については、おのおの「安定配当企業」か「業績連動企業」に分類している。

図表 2 TOPIX500 採用企業の配当政策（2017 年度・2022 年度）

大分類	2017年度 の 社数	2022年度 の 社数	業績連動 かつ 安定配当企業		安定配当企業		業績連動企業	
			2017	2022	2017	2022	2017	2022
建設業	19	20	37%	60%	53%	20%	11%	20%
製造業	255	256	25%	32%	35%	30%	21%	26%
電気・ガス業	13	13	15%	38%	77%	54%	0%	0%
運輸・情報通信業	65	71	22%	27%	45%	34%	15%	17%
商業	56	56	16%	18%	45%	43%	29%	21%
金融・保険業	40	41	20%	20%	48%	44%	15%	22%
不動産業	12	12	25%	25%	42%	33%	25%	25%
サービス業	27	27	26%	33%	26%	22%	30%	22%
合計	490	499	23%	30%	40%	33%	20%	22%

(注 1) 企業数の少ない「水産・農林業」と「鉱業」は表から除いているが、「合計」には含む。

(注 2) 図表で示しているパーセンテージは、(業種内で各項目に該当する企業数/業種内全企業数) × 100、で計算したもの。上記 3 パターンのいずれにも該当しない企業が存在するため、各年度・業種の値を足し合わせても 100%にはならないことがある。

(出所) EDINET 閲覧サイト、各社有価証券報告書、QUICK より大和総研作成

業種間で細かい差異は見られるが、全体として安定配当企業は減少し、業績連動数値目標を導入した企業（業績連動企業、業績連動かつ安定配当企業）がやや増加した様子が見える。

業種別には、特に建設業で業績連動目標を導入した企業の割合が高くなった。他方、額固定型の企業が多い電気・ガス業でも業績連動目標を導入する企業が多少増加しているものの、まだ半数以上が「安定配当企業」であるなど、業種間の差異は大きい。金融・保険業は、業績連動の数値目標のみとする企業が増加している。中村（2022）は地方銀行について業績連動の株主還元方針が広がっている点を指摘しているが、それと整合的な結果となっている。

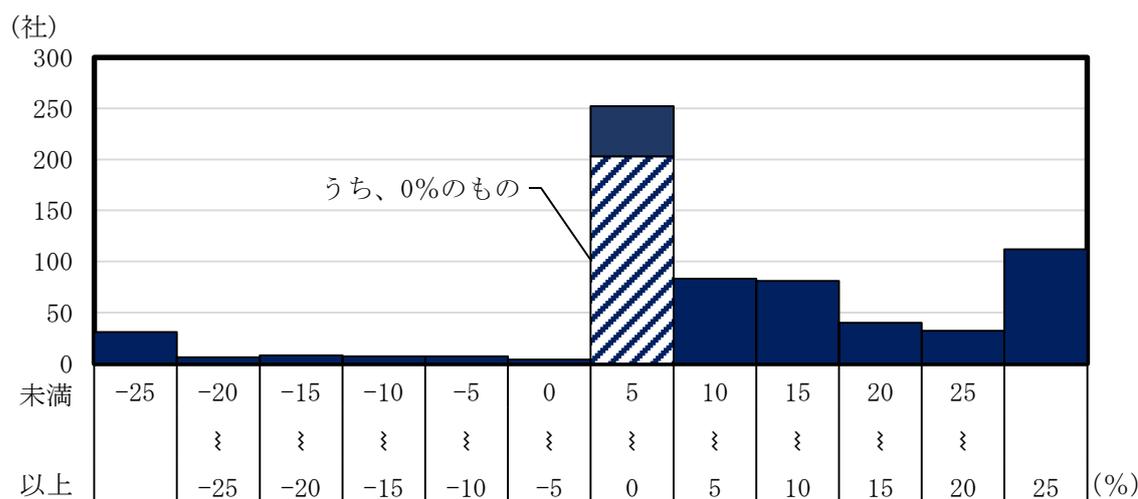
また、2022 年度は「安定配当かつ業績連動企業」が全体の 3 割程度を占めるが、「安定的」を額固定型的な意味として解釈すると、業績連動での配当とは矛盾する。この点を考慮すると、これらの企業における「安定的」は、「配当額の極端な増減を避ける」程度の意味合いとして解釈するべきだろう。

では「安定的」とだけ記述し、業績連動目標を設定していない企業は実際にどのような配当を行っているのだろうか。

「安定的」な配当とは何か？

2017年度・2022年度で共に安定配当企業と判断された企業に関して、実際の一株当たり配当額（分割調整済）を確認した。図表3は足元の5年度分の配当額の前年度比の分布（企業・年度別）だ。例えば、ある企業が前々期に前年度比+11%、前期に同+6%の増配を行っていた場合、10%以上15%未満の階級に一つ、5%以上10%未満の階級に一つの値が入ることになる。

図表3 安定配当企業（2017・2022年度とも該当）の一株当たり配当額（前年度比）の分布



(注1) 企業・年度別に5年度分のデータを取得しているため、原則として企業数×5年度分のデータがある。ただし、前年度が無配かつ当該年度が有配の場合、前年度比が定義できないため集計対象外とした。

(注2) 年間配当額が確定していない企業の影響を含まないよう、直近の1年度分を除き、2017年度からの5年度分のデータを取得している。また、一部企業では集計対象期間中に決算期変更が行われたが、その影響を受けるデータは全体のごく少数にとどまるため、分析上は考慮していない。

(出所) EDINET 閲覧サイト、各社有価証券報告書、QUICK より大和総研作成

「安定的」な配当を掲げつつ、実際には配当額を増加させる企業が多い

図表3から、配当額は前年度比0%、つまり前年度と同額の配当を行う例が多いことが読み取れる（全体の約3割）。他方、2017・2022年度で共に「安定的」な配当を掲げていた場合でも、実際には全体の約6割が、配当額を前年度から増加させていた⁸。なお企業別に見ると、データ集計範囲の全5期のうち4期以上で配当額が前年度と同額であった企業は、安定配当企業（2017・2022年度とも該当）のうちの1割程度にすぎなかった。直近では、額固定型企业が多い電力会社で減配が相次いでおりこの割合を押し下げている側面はあるものの、その点を考慮しても額固定型の「安定的」な配当を行う企業は相対的に少数派であるといえる。

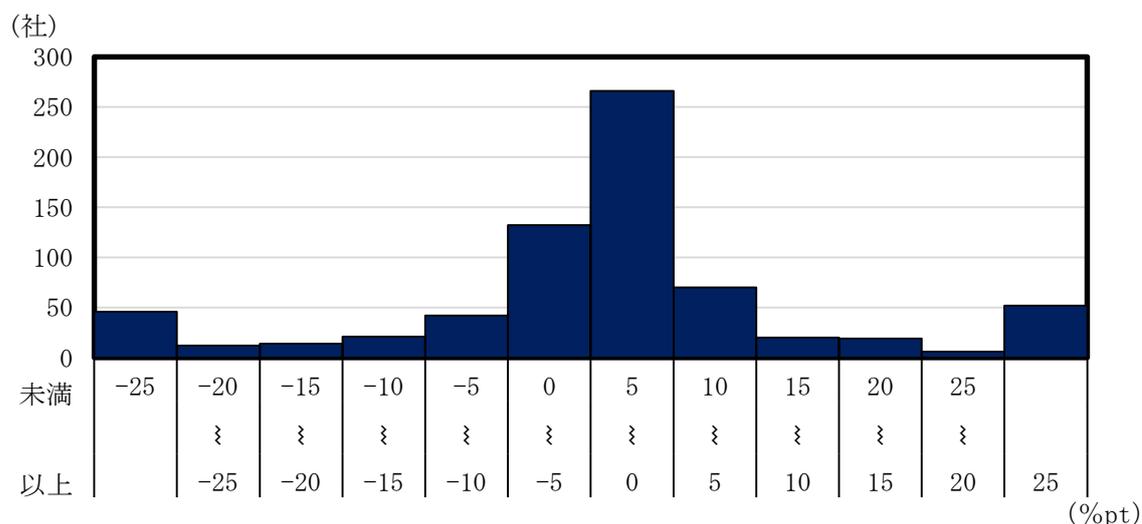
他方、一株当たり配当額を減らす例は極端に少なく、企業が減配を回避する傾向が示される結果となった。なお図表3中の前年度比で25%超の減配（-25%未満）に該当する企業には、前年度は配当を行っていたものの当該年度は無配とした例が多く含まれる。

⁸ 前年度比を定義できない「前年度に無配、当該年度に有配」の例はこの分布に含まれていない。これらの企業を含めると、増配企業の割合はさらに高まる。

安定配当企業の配当性向はおおむね一定

では、安定配当企業の多くは、配当性向を一定にしているのだろうか。図表 3 で取り上げた 2017 年度・2022 年度で共に安定配当企業と判定された企業の配当性向（前年度差）の分布を示したものが図表 4 だ。

図表 4 安定配当企業（2017・2022 年度とも該当）の配当性向（前年度差）の分布



(出所) EDINET 閲覧サイト、各社有価証券報告書、QUICK より大和総研作成

配当性向については、前年度差⁹ -5%pt 以上+5%pt 未満に収まる企業が全体の 6 割を占めている。配当の動向は企業の財務状況などによって大きく異なり得るが、「安定的」な配当方針を掲げる企業では「配当額」ではなく「配当性向」などが「安定的」である例が多い可能性もある。

結果論的な「増配は行う安定配当」か？

このように、安定配当を掲げつつも、実際には増配を行う企業が多い。各企業を取り巻く環境や財務状況等は異なるため、一概に結論を出すことは難しいものの、一つの解釈として、これらの企業における「安定的」は、配当性向などが「安定」していることを指している可能性が挙げられる。

その他にも、一般的に企業には「安定的な配当を基本方針とするインセンティブ」と「状況に応じて増配を行うインセンティブ」の双方があり、結果的に「安定配当を掲げつつ、額固定型ではなく状況に応じて増配を行う」という配当方針になっている企業が多い可能性もある。

企業が「安定的」な配当方針を掲げる理由としては、株価への影響を考慮し、あらかじめ減配

⁹ 配当性向は純利益の額により変動し得るため、便宜的に-5%pt から+5%pt の範囲を「前年度差がおおむね 0」とみなしている。

の可能性が低いことを株主に明示しておく、という意図が挙げられるだろう。そもそも企業の減配回避傾向が強いことは多くの先行研究で指摘されている。例えば鈴木・芹田・花枝(2018)¹⁰では、各企業における投資政策とペイアウト政策の関係性について、企業に対するサーベイ調査の結果「(前略) 投資政策を優先させる傾向はあるが、厳密な残余配当政策(引用者注:利益はまず投資に回し、残余があればそれを配当する政策)ではなく、特に減配してまで投資資金需要を満たすという考えはない」(p. 62)という結論を導き出している。「安定的」という用語を用いることは、この減配回避の姿勢をアピールすることにつながるだろう¹¹。

そもそも「安定的」という用語を、明確な意図は持たずに用いている企業が多い可能性もある。有価証券報告書で開示された配当政策の文のテキストマイニングを試みた高野他(2022)¹²では、有報における配当政策に関する記述は「1 将来の配当政策文」、「2 今期の配当に関する文」、「3 基本方針に関する文(枕詞的)」(以上引用部 p. 3)などの種類に分類でき、またこのうち3に関しては「どの企業でも配当政策の文頭に似たような文言で書く枕詞的な側面」(p. 4)があるとしている。今回分析対象とした実際の有価証券報告書では、「安定的・継続的な配当を意識しつつ」など、「安定的」という用語を含んだ比較的似通った表現の定型句が「枕詞的」に用いられていることが多い。本レポートでは、業績連動の目標を持たず、額固定型でもない企業のうち「枕詞的」に「安定的」という用語を用いていた企業の多くが、「安定配当企業」として分類されたと考えられる。

また、一部の企業は「安定的な配当を基本とし、業績や財務状況などを総合的に勘案して判断する」など、あくまでも配当額を決定する際に考慮する点の一つとして安定性を挙げている。これらの企業の存在により、安定的な配当を行うことを明記する企業であっても、実際の配当動向にばらつきが生まれたといえるだろう。

「配当政策」に関する記述だけから具体的な配当方針をつかむことは難しい

足元では、「安定的な配当」を掲げる企業において実際には増配が行われることが多く、その「安定的」が意味するところは定かではなかった。配当政策に関する記述はあくまでも大まかな方針を示したものにすぎず、各社の真の配当方針を捉えるためには、配当額の推移や業績など、様々な要素を勘案する必要があるといえる。他方、企業にとっては、具体的に何がどのように「安定的」なのかをより明確に公表するだけでも、他社との差別化を行うことができるだろう。

¹⁰ 鈴木健嗣・芹田敏夫・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」、日本経営財務研究学会『経営財務研究』第38巻第1・2合併号、2018年12月、pp. 49-74

¹¹ なお、「なぜ配当政策に『安定的』という語を用いるのか」という有報の記述上の論点ではなく、「なぜ企業は配当額を安定的にするのか」という実際の配当額にまつわる論点としては、「配当の平準化」という観点から様々な研究が行われている。当該分野の先行研究についてサーベイを行った論文としては、篠崎伸也(2016)「配当の平準化とペイアウト手段のコミットメントの違いに関するサーベイ」、佐賀大学経済学会『佐賀大学経済論集』第49巻第3号、2016年11月、pp. 103-124などがある。

¹² 高野海斗・岡田知樹・清水裕介・中川慧(2022)「有価証券報告書からの将来の配当政策文のテキストマイニング」、『人工知能学会全国大会論文集』、2022年6月(2022年度人工知能学会全国大会(第36回)発表論文)

参考文献

花枝英樹（2002）「配当政策の理論」、九州大学経済学会『経済学研究』第 68 巻第 4・5 号、2002 年 8 月、pp. 1-25

諏訪部貴嗣（2006）「株主価値を向上させる配当政策」、日本証券アナリスト協会『証券アナリストジャーナル』第 44 巻第 7 号、2006 年 7 月、pp. 34-47

鈴木健嗣・芹田敏夫・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」、日本経営財務研究学会『経営財務研究』第 38 巻第 1・2 合併号、2018 年 12 月、pp. 49-74

中村昌宏（2022）「[業績連動の株主還元方針が広がる地銀業界](#)」、大和総研レポート（2022 年 5 月 17 日付）

高野海斗・岡田知樹・清水裕介・中川慧（2022）「有価証券報告書からの将来の配当政策文のテキストマイニング」、『人工知能学会全国大会論文集』、2022 年 6 月（2022 年度人工知能学会全国大会（第 36 回）発表論文）