

# 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—

## Trends in the Payout Policy of Japanese Companies: An Analysis from 2001 to the Latest Data Available

佐々木 寿記

1. はじめに
2. 先行研究とリサーチデザイン
  - (1) 先行研究の紹介
  - (2) リサーチデザイン
3. 有配企業と自社株買い企業の推移
  - (1) 有配企業率と自社株買い企業率
  - (2) 配当額と自社株買い額の推移
  - (3) 配当と自社株買いの使い分け
  - (4) 日本で自社株買いが浸透していない理由に関する考察
4. 我が国企業における有配企業と自社株買い企業の特徴
  - (1) ペイアウト手法の選択と財務特性の関係
  - (2) 配当と自社株買いの停止理由と開始理由
5. おわりに

### 1. はじめに

本稿の目的は、2001年以降の我が国におけるペイアウト政策を概観することで、最新のペイアウト政策の動向と特徴を分析することである。

我が国では2001年以降、自社株買いの解禁や外国人投資家をはじめとする物言う株主の登場、2008年の金融危機や2011年の東日本大震災、2013年からのアベノミクスによる景気回復、2015年のコーポレートガバナンスコード導入と多くの出来事が発生した。これらの変化は当然、我が国企業の財務政策にも大きな影響を与え、様々な変化がもたらされた。そうした状況変化の中、特に近年は企業のペイアウト政策が今まで以上に注目を浴びようになってきており、企業業績の改善によって蓄積された現金や内部留保をいかに使うかが我が国企業に問われている(『日本経済新聞』朝刊, 2017年12月8日, p17)。

筆者は以前、1960年代半ばから2000年代半ばまでの我が国企業のペイアウト政策のマクロ分析を行ったが、分析から10年近くが経過し、2001年度以降の時代の変化が我が国企業のペイアウト政策をどのように変化させたのかについて疑問を持ち、この研究を行うに至った。そこで本稿では佐々木、花枝(2010)のリサーチデザインを踏襲しながら、我が国企業の最新のペイアウト政策について再び概観することにする。

本稿の主な分析結果は以下のとおりである。まず、2001年の自社株買いの自由化後も我が国のペイアウトの主流は依然として配当のままであり、有配企業率や配当総額は自社株買いのそれよりもかなり大きくなっている。自社株買いについては、2008年の金融危機以降、実施企業数が大きく減少したままとなっており、回復傾向はみられない。しかしながら自社株買いの金額自体は2013年度以降大きく増加しており、一部の大企業に自社株買いの実施金額が集中していることがうかがえる。これらの変化は同時期のアメリカ企業とは異なる我が国企業特有の傾向である。

また、いまだに我が国で配当が主流となっている理由としては、本来、配当には向いていないはずの新興企業でさえも自社株買いではなく配当を実施していることや日本企業の多くは黒字企業であり、配当を実施するための安定的な財源が確保できていることなどがあげられる

また、我が国における配当企業の特徴としては、収益性、成長性、利益剰余金比率が高く、負債比率が低い大企業であることが改めて確認された。これに対し、自社株買いを実施する企業とは、あまり業績の良くない企業や、成長が落ち着き、配当だけでなく自社株買いも同時に実施できる余裕がある成熟企業であることが示された。

最後に企業のペイアウト政策が変化したときに、どのような財務的变化が企業に起きているのかを検証したところ、企業は財務状況に大きな変化が起きない限りは配当を開始や停止を決断しない一方で、自社株買いについては割と小さな変化でも、停止や開始をしており、企業は自社株買いの柔軟性を大いに利用していることが判明した。

本稿の構成は以下のとおりである。まず第2節で先行研究とリサーチデザインについて説明したあと、第3節では我が国企業のペイアウト政策の時系列的变化とその原因を概観する。次に第4節では我が国における配当企業と自社株買い企業の財務的な違いについて検証を行い、第5節で本稿の結論をまとめる。

## 2. リサーチデザイン

### (1) 先行研究の紹介

本稿に関連する研究として、まず佐々木、花枝(2010)がある。この研究では1966年度から2005年度までの我が国企業のペイアウト政策の長期的な変化や利益と配当の関係などを調べ、有配企業率が多いことや配当を実施する企業は高収益・高成長・高利益剰余金比率の大企業であることなどを明らかにしている。また、アメリカにおける同様の研究として、Fama and French(2001)は1920年代から1990年代末までの米国の全上場企業(ただし、金融業・公益企業を除く)のペイアウト政策を検証し、1980年代以降、アメリカの有配企業比率が大きく低下したことを報告している。また、Denis and Osobov(2008)も、Fama and French(2001)と同様の分析を、アメリカや日本など全6カ国で国際比較を行い、アメリカ以外の国でも有配企業率が低下傾向にあることを発見している。

一方、Floyd, Li and Skinner(2015)や Michaely and Moin(2017)といった最新の研究ではアメリカの有配企業率が復活傾向にあることを報告しており、ペイアウト政策が時代によって変わっていくことが見て取れる。

## (2) リサーチデザイン

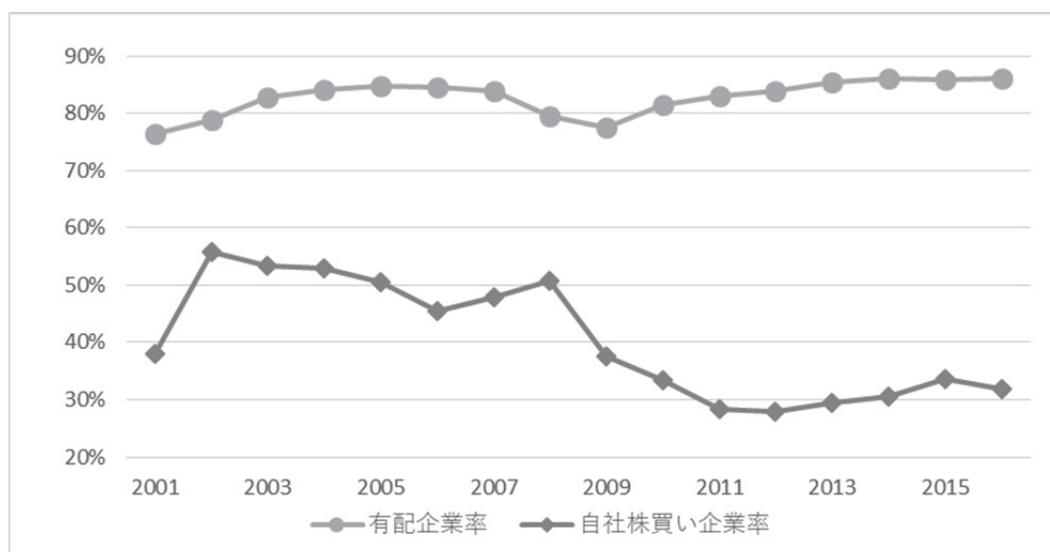
本稿で用いるデータは、日経 NEEDS—Financial QUEST の企業財務データより入手した。対象とした企業は銀行・証券・保険・その他金融業を除いた全上場企業で、今現在上場されている企業だけでなく、かつては上場されていたが今では消滅してしまった企業も含まれている。データの取得期間は、2001年4月から2017年3月までであるが、分析に使用する変数の計算上、分析ごとに分析期間は若干異なっている。佐々木、花枝(2010)では1960年代からの長期分析を行うために単独決算データを用いていたが、本稿では連結決算導入後の期間が分析対象となるため、連結決算データを優先的に使用している。

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が、単に比率の推移を記述するだけではなく、企業が実施するペイアウト手法の違いに影響する財務的特徴の違いを明らかにするために平均値や中央値の差の検定も行っている。

## 3. 有配企業と自社株買い企業の推移

### (1) 有配・自社株買い企業率

図表 1 有配企業率と自社株買い企業率の推移



(出所) 筆者作成

図表 1 は、2001 年度から 2016 年度までの我が国における有配企業と自社株買

い実施企業の比率の推移を示したものである。本稿ではその期に配当もしくは正の自社株買いを実施した企業をそれぞれ有配企業、自社株買い企業と定義しており、自社株買いの実施金額については Fama and French(2001)や佐々木、花枝(2010)の考え方に依拠し、キャッシュフロー計算書の「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」を差し引いた金額を用いている。

図表 1 によれば、我が国における有配企業の割合は、2008 年度から 2009 年度の金融危機の際にわずかな落ち込みが見られるものの、おおむね 80%台で推移しており、大きな変化は見られない。この有配企業率の高さは 1960 年代から継続的にみられる傾向であり(佐々木、花枝、2010)、我が国のペイアウト政策の特色の 1 つとなっている。一方、自社株買い企業率については 2008 年度の金融危機を境に急激に下落し、実施企業割合はその後にも回復していないことがわかる。

我が国企業の有配企業率や自社株買い企業率を同時期のアメリカと比較すると、Floyd et al.(2015)によれば、アメリカの一般企業の有配企業率は 1983 年の自社株買いの解禁以降は減少を続け、2002 年にはわずか 15.2%にまで落ち込んでいいる。2002 年以降は回復基調にあるものの、2012 年時点で 26.7%と日本企業と比べて著しく低くなっていた。また、自社株買い企業率もそれほど高くはなく、2000 年代を通じておおむね 20%台で推移しており、まったくペイアウトをしない企業の割合が 6 割近くにのぼるなど、我が国とはかなり異なる傾向を示している。

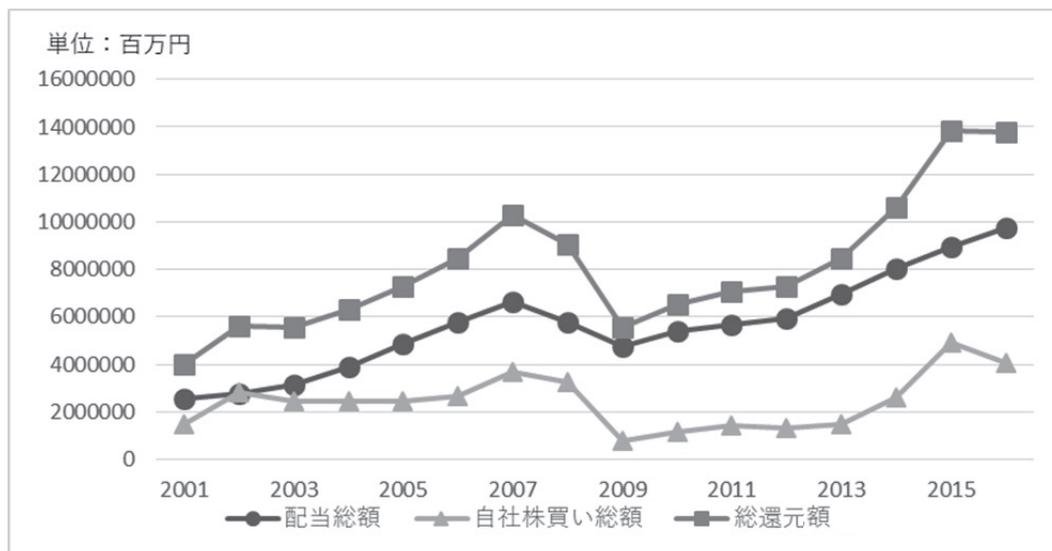
## (2) 配当額と自社株買い額の推移

次に、我が国における配当と自社株買いの総額の推移を図表 2 で示す。図表 1 において、有配企業比率は 2001 年度以降、ほぼ一定であると述べたのに対し、配当金額は、金融危機の期間を除いて、ほぼ右肩上がり成長を続けている。特に 2013 年度以降は過去最高水準を更新し続けており、我が国企業が配当に積極的になってきていることがうかがえる。

また、自社株買い金額も金融危機の頃に一旦は大きく減少したものの、2013 年度以降に大きな増加を見せている。自社株買いを実施する企業の割合が金融危機以降、回復していない一方でその総額は上昇していることから、一部の企業が多額の自社株買いを実施していることがうかがえる。

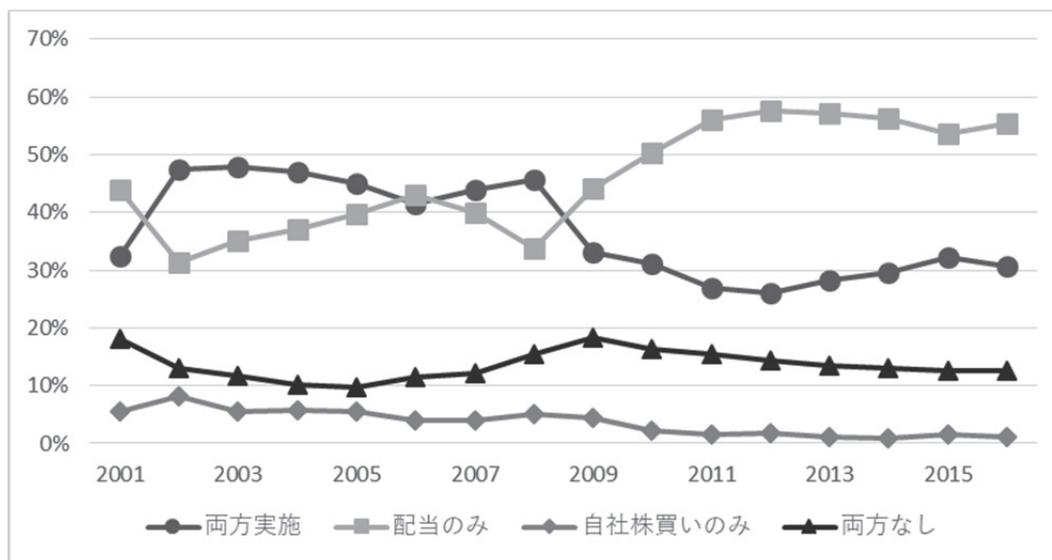
ところで、アメリカと比較した場合の我が国企業のペイアウト政策の特徴として、実施率ベースでも金額ベースでも、ペイアウトの中心はいまだに配当にあることがあげられる。アメリカでは配当と自社株買いの間には代替的關係が見られることが知られており、昔は配当によって還元されていた利益が自社株買いで還元されるようになった結果、近年では実施率ベースでも金額ベースでも自社株買いが中心となっていることが報告されている(Floyd et al., 2015, Grullon, Michaely, 2002, Skinner, 2008 など)。本稿と同様の傾向は山口(2007)や花枝、芹田(2008)、佐々木、花枝(2010)などでも報告されており、配当と自社株買いの間に代替關係が見られないことは我が国のペイアウト政策を考える際の重要な特徴となっている。

図表 2 配当額と自社株買い額の推移



(出所) 筆者作成

図表 3 ペイアウト手法の違いの推移



(出所) 筆者作成

### (3) 配当と自社株買いの使い分け

我が国における配当と自社株買いの関係性を見るために、図表 3 では我が国企業が配当と自社株買いをどのように組み合わせ用いているのかを示している。図表 3 によると 2000 年代前半は配当と自社株買いを両方実施している企業の割

合が比較的多かったが、金融危機を境にその割合は大きく減少し、現在では配当のみを実施する企業の割合が最も多くなっている。それまで配当と自社株買いを両方実施していた企業が自社株買いのみをやめた理由としては、経営者は配当の削減を嫌ったためであることが考えられる。減配に対する経営者の忌避感情は多くの先行研究で報告されており(Brav, Graham, Harvey, & Michaely, 2005, Lintner, 1956, 花枝, 芹田, 2008)、金融危機の影響で業績が悪化した企業は、配当を削減する前に自社株買いの削減で対応したことが見て取れる。

また、金融危機後の自社株買い離れは自社株買いのみを実施する企業の割合にも表れている。自社株買いのみを実施する企業はもともと 10%未満と非常に少なかったが、金融危機以降はさらに低下し、特に 2011 年度以降は 1%台とほぼ消え去っていることがわかる<sup>(1)</sup>。

#### (4) 日本で自社株買いが浸透していない理由に関する考察

次に、我が国において自社株買いが浸透していない理由について考察する。アメリカの研究では、1980 年代以降のアメリカ企業において配当から自社株買いへのシフトが起きた理由の 1 つとして、企業が初めて利益分配を行う際に配当ではなく自社株買いを選択するようになったことや新規上場企業が上場初年度に配当をしなくなったことがあげられている(Grullon and Michaely, 2002, Fama and French, 2001)。そこで本稿でも新規上場企業を対象に、新規上場企業が上場 1 年目に配当もしくは自社株買いを行った割合を図表 4 で見てみることにする。一般に新興企業は業績が不安定で、一度実行したらなかなか減らすことができない配当ではなく、金額を柔軟に変化させやすい自社株買いを選択することが予想される。

図表 4 新規上場企業とペイアウト政策

	2001-2004	2005-2008	2009-2012	2013-2016
新規上場企業率	4.5%	3.6%	1.2%	2.4%
有配企業率(新規)	76.1%	69.9%	68.9%	54.1%
自社株買い率(新規)	12.8%	11.7%	11.8%	4.7%

(出典)筆者作成

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」と定義し、スペースの関係上、4 年ごとにその平均値を示している。我が国における新規上場企業率は、2001 年度～2004 年度の 4.5%を頂点に、金融危機や東日本大震災のころには 1.2%にまで減少したが、その後の景気回復に伴って再び増加傾向にある。ただ、増加傾向にあるとはいえ、全上場企業に占める新規上場企業の割合は毎年、非常に少ない。この傾向は 1960 年代から続く傾向であり(佐々木, 花枝, 2010)、過去の配当支払いに引きずられないはずの新興企業の少なさが、我が国における有配企業率の高さの理由の 1 つと

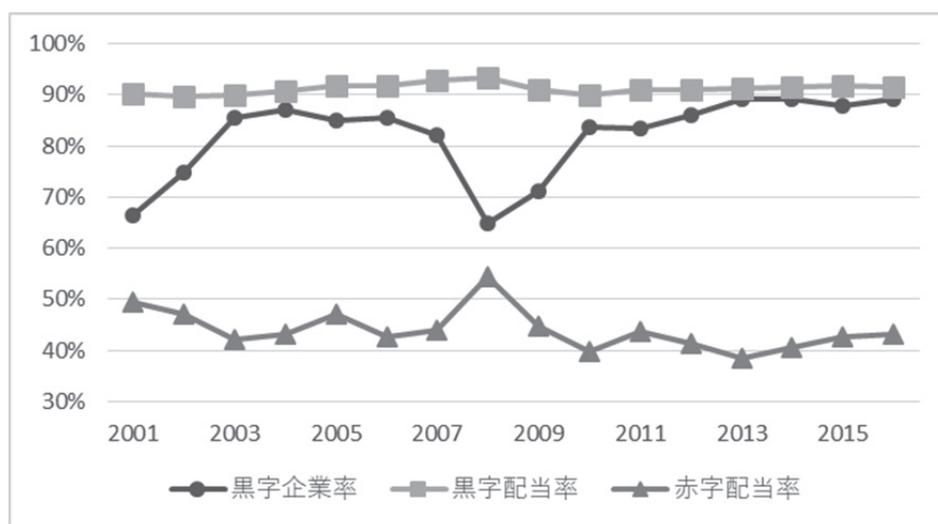
なっている可能性が考えられる。

図表 4 では新規上場企業が上場初年度に配当や自社株買いを行った割合も記載している。有配企業率(新規)は年々低下傾向にあり、今後、株式市場において新興企業と古参企業が入れ替わるに従い、徐々に有配企業率が低下する可能性は否定できない。しかしながら、新規上場企業が初年度に自社株買いを行う確率は配当を選択する企業よりも大幅に少ないうえに、これも減少傾向を示しており、自社株買いが今後増えることを示す証拠は、少なくともこの表からは得られなかった。

成熟企業に比べ、業績が不安定な企業が多いはずの新規上場企業が、なぜ柔軟な自社株買いではなく、硬直的な配当を選択するのかについてはさらなる検証が必要となるが、新興企業がペイアウトの際に自社株買いを選択しないという事実はアメリカとは異なる我が国企業のペイアウト政策の特徴を考えるうえで重要な示唆となるであろう。

次に、我が国において配当がペイアウト手法の中心となっているもう 1 つの理由として日本企業の業績の安定性について考察する。減配は大幅な株価下落を引き起こすため、業績が安定し、持続的な利益増加が見込まれる企業が配当を実施する傾向にあることが Guay and Harford(2000)や Jagannathan, Stephens, and Weisbach(2000)で明らかとなっており、本稿では当期利益の安定性に着目して検証を行った。

図表 5 当期利益と有配企業率の関係



(出典)筆者作成

図表 5 は全上場企業に占める当期利益が黒字の企業の割合(黒字企業率)と、黒字企業内における有配企業の割合(黒字有配率)、赤字企業内における有配企業の割合(赤字有配率)である。我が国では伝統的に黒字企業の割合は非常に高かった

ことを佐々木、花枝(2010)は報告しているが、2000年代以降もその傾向は継続しており、ほとんどの期間で8割以上の企業が安定的に黒字を計上していることがわかる。また、そうした黒字企業の実に9割が配当を支払っており、持続的な黒字決算と配当が結びついていることもうかがえる<sup>(2)</sup>。

また、我が国における特徴として、赤字企業でさえも4割以上が配当を支払っていることも興味深い。これは赤字企業が投資家にこの赤字は一時的なものであることをアピールするために配当を実施した可能性が考えられる<sup>(3)</sup>。

#### 4. 我が国企業における有配企業と自社株買い企業の特徴

第3節では我が国における有配企業と自社株買い企業の歴史的推移について検証してきたが、本節では有配企業や自社株買い企業がどのような財務的特徴を持っているのかについて検証を行う。

##### (1)ペイアウト手法の選択と財務特性の関係

図表6は分析期間中に(1)配当も自社株買いの両方を実施しなかった企業、(2)自社株買いのみを実施した企業、(3)配当のみを実施した企業、(4)配当と自社株買いの両方を実施した企業の財務特性の平均値を比較した表である。

図表6 ペイアウト手法の違いと財務特性

	収益性	成長性	規模	負債比率	利益剰余金比率
(1)両方なし	-1.02	-2.18	74439	214.78	30.09
(2)自社株買いのみ	-0.01	-3.18	115735	211.58	29.13
(3)配当のみ	6.12	5.30	143155	69.24	59.10
(4)両方実施	5.68	3.00	353277	58.36	59.11
(2)と(1)の差	1.00***	-1.01*	41296***	-3.20	-0.96
(3)と(1)の差	7.14***	7.48***	68716***	-145.55***	29.01***
(4)と(1)の差	6.70***	5.18***	278837***	-156.42***	29.03***
(3)と(2)の差	6.13***	8.49***	27420	-142.35***	29.97***
(4)と(2)の差	5.69***	6.19***	237542***	-153.22***	29.98***
(4)と(3)の差	-0.44***	-2.30***	210121***	-10.88***	0.02

(出典)筆者作成

ROAは営業利益÷総資産(%)、成長性は(期末総資産－期首総資産)÷期首総資産(%)、規模は資産合計(100万円)、負債比率は有利子負債÷自己資本(%)、利益剰余金比率は利益剰余金÷自己資本(%)でそれぞれ計算している。グループごとの平均の差の後ろに示されている\*、\*\*、\*\*\*はそれぞれ、t検定の結果、有意水準

10%、5%、1%で平均が有意に異なることを意味している。

図表 6 から読み取れることとして、まず(1)の両方実施しなかった企業は収益性、成長性、規模、利益剰余金比率が低く、負債比率が高い企業であった。収益性が低い企業や負債が多く利子負担が大きい企業はペイアウトを実施する余裕がないため、直感とも一致する結果である。また、規模や利益剰余金比率の低さはその企業が若い成長途中の企業であることを示唆するものであり、成熟企業ほど配当を行うことを発見した DeAngelo, DeAngelo and Stulz(2006)とも一致した結果である。なお、成長性がマイナスとなっている点については、日本企業においてはペイアウトを実施しない企業の成長性が低くなることは Denis and Osobov(2008)や佐々木, 花枝(2010)でも指摘されている。

次に(2)自社株買いのみを実施した企業についてみると、この企業グループは(1)両方なしグループとよく似た特徴を持っていることがわかる。収益性や規模は(1)両方なしグループよりもやや向上しているものの、負債比率や利益剰余金比率は(1)両方なしグループと有意な差はみられず、成長性に至っては4つのグループのうちで最下位となっている。このことから我が国において自社株買いのみを実施するというのは、硬直的な配当を今後も継続できるほどの余力がない企業が消極法で自社株買いを選んだ時であると思われる。

残りの(3)配当のみグループと(4)両方実施グループは共に高い収益力を持っている上に、負債比率の低さや豊富な内部留保によって配当を安定的に実施できる大企業が多いことがわかる。ただ、成長性や規模を見る限り、配当のみを実施している企業は両方実施の企業に比べ、まだ規模が小さく、成長余地のある企業であることがうかがえる。これに対し、配当と自社株買いの両方を実施する企業というのは、成長が一段落し、配当に加えて自社株買いでも利益分配を行えるほどの余裕ができた大企業であると考えられる<sup>4)</sup>。

## (2)配当と自社株買いの停止理由と開始理由

最後に、配当と自社株買いでは、その開始理由と廃止理由にどのような差が見られるのかを図表 7 で見ていく。分析に使用した財務指標は図表 6 と同様であるが、財務指標の変化がペイアウト政策をどう変化させたかを見るために、各財務指標は前期と今期の差額を用いている。また、それによって企業ごとのばらつきが非常に大きくなったことから、平均値ではなく中央値を表に記載し、両グループの差を検定する際には、マン・ホイットニーの U 検定を用いた。なお、\*、\*\*、\*\*\*はそれぞれ、有意水準 10%、5%、1%で両者の値が有意に異なることを意味している。

図表 7 のパネル A は翌年に(1)配当を停止した企業と(2)自社株買いを停止した企業のそれぞれで財務特性がどのように変化したのか、その差額を表した図表である。ここで(1)配当を停止した企業というのは、ペイアウト政策が両方実施⇒自社株買いのみに変化した企業や配当のみ実施⇒両方実施しないに変化した企業の合計である。同様に(2)自社株買いを停止した企業は、両方実施⇒配当のみと、自社株買いのみ⇒両方実施しないに変化した企業である<sup>5)</sup>。

パネル A より、配当を停止した企業は収益性、成長性、規模、利益剰余金比率がいずれも大きく下落する一方で、負債比率も大きく上昇しており、業績や財務状態が大きく悪化していることがわかる。これは企業が株価に大きなマイナスの効果をもたらす減配をぎりぎりまで避けることを意味している。

図表 7 ペイアウト手法の停止・開始と財務特性の関係

パネル A

	△ 収益性	△ 成長性	△ 規模	△ 負債比率	△ 利益剰余金比率
(1)配当停止	-2.95	-4.89	-1034	16.42	-6.78
(2)自社株買い停止	0.00	1.32	426	-0.35	0.65
(2)と(1)の差	-2.95***	-6.21***	-1460***	16.78***	-7.43***

パネル B

	△ 収益性	△ 成長性	△ 規模	△ 負債比率	△ 利益剰余金比率
(1)配当開始	1.68	3.92	204	-14.59	4.72
(2)自社株買い開始	0.03	-0.91	174	-0.17	2.01
(2)と(1)の差	1.66***	4.84***	30	-14.42***	2.71***

(出典)筆者作成

これに対し、自社株買いを停止した企業についてはいずれの値も配当停止企業ほどの変化は見られず、自社株買いを実施するか否かを柔軟に変更できていることがうかがえる。

最後に図表 7 のパネル B で配当と自社株買いの開始時の財務特性変化を見た。配当開始企業とは、両方実施していない⇒配当のみ実施や、自社株買いのみ実施⇒両方実施にペイアウト政策が変更になった企業群であり、自社株買い開始企業とは、両方未実施から自社株買いのみ実施になった企業や、配当のみ実施から両方実施に変化した企業群である。こちらもパネル A と同様の傾向がみられ、大きな業績や財務状態の向上がなければ配当を開始しない一方で、自社株買いについては比較的小さな変化でも開始している傾向がみられた。

## 5. おわりに

本稿では佐々木、花枝(2010)の研究をアップデートし、2001 年度から 2016 年度までの我が国における最新のペイアウト政策の状況を概観するとともに、当時はまだ十分なデータが得られなかった自社株買いに関する考察を増やした。また、最新のアメリカの研究との比較も行っている。

本稿で得られた結論をまとめると以下ようになる。まず、我が国の有配企業の比率は依然として高い水準にあり、その総額も過去に例をみないほどに膨れ上

がっている。自社株買い比率については金融危機以降に大きな下落が見られた一方で、自社株買い総額自体は近年、上昇傾向にあり、自社株買い実施企業の集中化が進んだ。また、我が国における主要なペイアウト手法は依然として、配当のままであり、アメリカで見られたような自社株買いが配当を代替するという関係は2016年現在でも観測されていない。日米でこのような違いが見られた理由としては、我が国においては配当の実施にはハードルが高いはずの新興企業でさえも配当を選好していることや、そういった新興企業の登場が少なく、上場企業の入れ替えがあまり進んでいないこと、日本企業は安定的に黒字を稼ぎ出し、配当を実施しやすい環境にあることなどが考えられる。

また、我が国において配当や自社株買いを実施する企業の特徴を調べたところ、収益性、成長性、利益剰余金比率が高く、負債に頼らない大企業が配当を実施しており、自社株買いを実施するのは、成長しきった大企業が追加のペイアウト手法として行うか、あまり業績の良くない企業が一時的に行っている時である可能性が示唆された。

最後に企業のペイアウト政策が変化したときに、どのような財務的変化が企業に起きているのかを検証したところ、配当の停止や開始を企業はなかなか決断せず、財務状況に大きな変化が起きたときにのみにこれらを行う一方、自社株買いについては小さな変化でも、停止や開始していることが判明した。

本稿で得られた結論は、今後の我が国企業のペイアウト政策を考えるうえでの礎となるものであり、新たな研究の呼び水となることを期待する。

## 参考文献

- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254.
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? international evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62-82.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.
- Floyd, E., Li, N., & Skinner, D. J. (2015). Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends. *Journal of Financial Economics*, 118(2), 299-316.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *Journal of Finance*, 57(4), 1649-1684.
- Guay, W., & Harford, J. (2000). The cash-flow permanence and information content of dividend increases versus repurchases. *Journal of Financial*

*Economics*, 57(3), 385-415.

Jagannathan, M., Stephens, C. P., & Weisbach, M. S. (2000). Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57(3), 355-384.

Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.

Michaely, R., & Moin, A. (2017). Disappearing and reappearing dividends.

Skinner, D. J. (2008). The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 582-609.

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』, 29(1/2), 2-31.

日本経済新聞 (2017). 「現金「使う力」追い付かず」『日本経済新聞』2017年12月8日, 朝刊, 17.

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.

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.

---

(1) なお、同時期のアメリカで自社株買いのみを実施する企業の割合は8~15%で推移しており、決して高いとは言えないものの、日本よりは高くなっている(Floyd et al., 2015)。

(2) Floyd et al.(2015)によると2000年~2012年のアメリカ企業の黒字企業の割合は約40~60%となっており、日本に比べて安定的な利益獲得が困難な企業が多いことがうかがえる。

(3) DeAngelo, DeAngelo and Skinner(2004)やFloyd et al.(2015)によるとアメリカにおける赤字有配企業率は日本よりもだいぶ低く、日米での有配企業率格差の一因となっている。

(4) スペースの都合で表は掲載しないが、分析期間を金融危機前(2001年~2007年)、金融危機中(2008年~2012年)、金融危機後(2013~2016年)に分けた分析も行ったが、各グループ間での傾向に違いはなかった。図表7も同様。

<sup>5</sup> 配当を停止した企業には、両方実施⇒両方停止に変わった企業も当てはまるが、そういった企業は自社株買いを停止した企業にも含まれてしまうため、本稿ではサンプルから除外した。開始に関する分析も同様。

(2018年1月9日受理)