

# 米国企業の配当状況

## —2002年から2012年の動向について—

大野 智 弘

はじめに

2008年のリーマンショック後から続く低金利・低成長は、アクティビスト（物言う株主）の発言力を強め、配当や自己株式取得の拡大を打ち出す米国企業を増大させた（日本経済新聞〔2015〕b）。そして、2014年における米国主要企業による配当と自己株式取得による総還元額は9,000億ドルとなり、リーマンショック前の2007年を上回るものとなった（日本経済新聞〔2015〕a）。

その一方で、アクティビストに押し切られる形での自己株式取得や配当の拡大に疑問を呈する声も増えており、実際にアクティビストらが一般公開した2014年の企業への要求内容は、自己株式取得などで資本効率の改善を求める割合は増えておらず、その代わりにM&Aの要求が増えているとされる（日本経済新聞〔2015〕a）。こうした新聞報道にみられるように、米国企業による株主還元策はもはや配当に留まらない。自己株式取得だけでなくその他の株主還元策を含めた多様な研究が必要になっていることはいうまでもない。

しかしながら、配当が依然として主要な株主還元策であることに疑問の余地はない。他方、株主還元策の多様化によって、配当それ自体の動きが見極めにくい状況になっている。米国において配当を実施する企業の割合（以下、有配

企業率という)が1990年代において急激に低下したことは、多数の先行研究によって明らかにされている。また、米国の有配企業率は2004年までに上昇に転じているとの先行研究もある。しかし、米国企業におけるその後の配当状況は、自己株式取得による配当政策の増加や配当と自己株式取得をあわせた総還元額に関する研究が多くなったこともあり、配当それ自体の動きに焦点をあてた調査研究は少ないように思われる。

そこで、本稿の目的は、配当それ自体に焦点をあてて米国企業の配当状況を調査し、その動向を明らかにすることにある。とりわけ、リーマンショックを通じて米国企業がどのような影響を受け、その前後において配当状況がどのように変化したかについて明らかにする。

## I. 先行研究

米国企業における配当状況を分析した先行研究には、以下のものがある。

Fama and French [2001] は、金融業・公益企業を除く米国の全上場企業を対象に有配企業率を調査した。その結果、1978年に66.5%であった有配企業率は、1999年に20.8%まで低下したと指摘している<sup>1)</sup>。また、この原因として、①配当を支払わない新興企業が増加したこと。②黒字でありながら配当を実施しない企業が増加したこと。③配当を自社株買いで代替する企業が増加したことなどをあげている<sup>2)</sup>。Ogden et al [2002] は、上場後1年未満の企業を除いて同様の調査を実施した。その結果、1980年に80%であった有配企業率が、2000年に30%を切る水準まで低下したと指摘している<sup>3)</sup>。

有配企業率の低下が指摘される中で、2000年以降における有配企業率の増加を指摘する先行研究もある。Julio and Ikenberry [2004] は、1980年代から2004年までの有配企業率を調査している。その結果、1984年に32%であった有配企業率は、1999年に16%まで落ち込み、その後2004年の第一四半期には20%まで回復したと指摘している。また、2000年以降における有配企業率の上昇原因として、①1980年代から90年代に新規上場した新興企業が、2000年

代となり配当を実施し始めたこと。②2000年初頭にITバブルが崩壊し、実物投資の機会が低下したことで配当が増加したこと。③エンロン事件に代表される企業不祥事が発生し、投資家の信頼確保を目的とする配当支払いが増加したことなどをあげている。

有配企業率が低下するのとは逆に、配当総額自体は増加しているとする先行研究もある。DeAngelo et.al [2004] は、1978年から2000年において、一般事業会社が支払う配当総額自体が、名目ベースと実質ベースの両方で増加していると指摘している<sup>4)</sup>。特に、一部の巨額配当企業が配当を増加させる状況にあるとして、配当額上位100社の配当総額の割合が2000年には81.8%を占めるまでに上昇したと指摘している。

また、Grullon and Michaely [2002] は、配当と自己株式取得を合わせた株主還元に着目し、両者を合わせた総還元性向は相対的に維持されているとしている。具体的には、1972年から2000年における配当割合が21.4%から11.4%に減少する一方、その分が自己株式の取得に振り向けられることで、自己株式取得性向が2.8%から12.4%に上昇したとしている<sup>5)</sup>。同様に、Skinner [2008] は、1980年以降の米国で無配企業率が低下した原因は、配当を実施してきた企業が自社株式取得により利益分配を行うようになったことにあると指摘している。

## II. 研究課題と対象

本稿では、2002年から2012年における米国の有配企業率、無配企業に占める黒字企業の割合（以下、無配黒字企業率という）及び配当割合の動向を調査する。2002年から2012年に至る動向を追うに際しては、2008年のリーマンショックの影響に着目する。

本稿では、DeAngelo et. al [2004] が用いた「特別損益修正前利益 (Earnings Before Extraordinary Items, 以下、EBEIとする)」をもって利益とする。したがって、無配黒字企業率における黒字企業と赤字企業の区別はEBEIのレベルで判断する。また、それとの一貫性を保持して、EBEIに対する配当の割合

をもって配当水準をみる尺度とする。

なお、Grullon and Michaely [2002] や Skinner [2008] の研究では、配当と自己株式取得を合わせた総還元額に目を向けるが、本稿では配当それ自体の調査を通じて、米国における配当状況の動向を捉えようとしている<sup>6)</sup>。

本稿で用いる会計データは、2013年1月31日付のCompustatから入手している。対象企業は、金融業・証券業を除く一般事業会社とし、米国の証券市場に上場している企業とする。対象期間は2002年から2012年である。ただし、会計データに未記入項目などがある場合には、当該企業を対象から除外した。表0は調査の対象となる企業数を示している。

表 0：調査分析の対象企業数

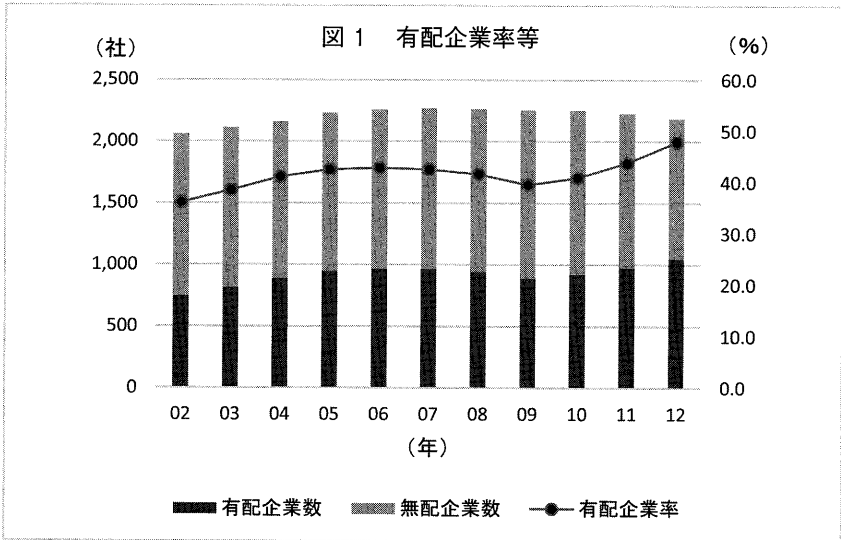
年	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
企業 総数(社)	2,059	2,115	2,159	2,231	2,258	2,268	2,263	2,255	2,251	2,228	2,189

### Ⅲ. 配当状況の調査

#### 1. 有配企業率の動向

米国における有配企業率は、1990年代において急激に低下し、2004年にかけて上昇に転じたとされている。ここではまず、有配企業率の動向について調査し、分析する。

図1の折れ線グラフは、2002年から2012年における有配企業率の動向を示したものである。棒グラフは、有配企業数に無配企業数を重ね両者を合わせて総企業数となるように作成している。図1に示すように、有配企業率はリーマンショックのあった08年と翌09年に一時的に低下するが、それを除けば2002年から一貫して上昇傾向にあることがわかる。有配企業率の上昇は、リーマンショック前よりもリーマンショック後の方が短期的かつ急激なものとなっており、2012年には最大の47.9%にまで達している。



リーマンショック前の動向として、有配企業率は02年から07年までの5年間で6.5%上昇し、07年の有配企業率は42.6%となっている。ここで表1により対前年比での有配企業数の変化率をみると、03年、04年及び05年にそれぞれ9.4%、8.9%及び6.88%と増加し、02年から07年に至る5年間での増加率は30.0%になっている。これに対して、無配企業数の対前年比の変化率は、03年が-1.0%、04年が-2.2%で、02年を基準とした5年間での最大の変化率は-3.3%に留まる。また、無配企業数は05年から増加に転じているものの、対前年比の変化率は1%にも及ばないことが分かる。

表 1 有配・無配企業数の前年比変化率

年	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
有配企業数変化率(前年比%)	-	9.41	8.97	6.88	2.00	-0.10	-2.48	-5.31	3.36	5.86	7.48
無配企業数変化率(前年比%)	-	-1.06	-2.23	0.86	0.62	0.85	1.46	3.18	-2.49	-5.79	-8.95

リーマンショック時における動向として、09年の有配企業率は39.6%で、07年から3.0%の低下している。表1の有配企業数の変化率をみると、08年が-2.48%、09年が-5.31%である。08年よりも09年の減少率が大きく、07年を基準とする2年間での変化率は-7.66%になる。

無配企業数の変化率は、08年が1.46%、09年が3.18%であり、07年を基準とする2年間での増加率は4.7%である。有配企業数と同様に、無配企業数に関しても08年よりも09年の変化率が大きい。ただし、無配企業数の変化率は有配企業数のそれよりも小さい。

リーマンショック後の動向として、有配企業率は09年から12年までの3年間で8.3%上昇し、12年の有配企業率は47.9%にまで達する。この変化はリーマンショック前の数値を上回っており、短期的かつ急激な変化である。リーマンショック前は有配企業数の上昇率が著しく、無配企業数の低下率は僅かであった。しかし、09年から12年における変化率は、有配企業数と無配企業数ともに大きい。有配企業数はリーマンショック時に減少となったが増加に転じ、09年から12年までの3年間で17.6%の上昇となった。一方、無配企業数は増加から減少に転じ、09年から12年で16.4%の減少となった。

## 2. 無配黒字企業率の動向

配当は赤字企業よりも黒字企業の方が実施する可能性が高いと一般に考えられる。しかし、図2に示すように、米国では02年から12年を通じて、配当を実施しない赤字企業よりも配当を実施しない黒字企業の方が一貫して高い割合を占める<sup>7)</sup>。図2の折れ線グラフは、無配黒字企業率の変化を示している。棒グラフは無配企業における黒字企業数に赤字企業数を重ね、両者を合わせて無配企業数となるように作成している。

図2をみると、無配黒字企業率は02年に52.3%であった。その後、03年に56.3%、04年に62.5%及び05年に63.8%と増加し、リーマンショック前の07年までは約63%を占める。特に、無配黒字企業率が急激に増加した05年の3年間で、無配黒字企業数は02年よりも19.6%も増加している。

他方、08年から09年における無配黒字企業率は07年より約10%減少し、08年が51.2%、09年が52.1%となっている。これはリーマンショックの影響により、無配黒字企業数が減少するとともに、無配赤字企業数が急激に増加したことによる。表2をみると、08年の無配黒字企業数は前年比17.0%の減少、無配赤字企業数は前年比で32.5%の増加である。無配黒字企業率の計算の分子となる無配黒字企業数が減少したことに加えて、無配赤字企業数が増加したこと、計算の分母となる無配企業数が大きく増加し、08年の無配黒字企業率は07年に比べ大きく低下するに至った。

また、表2には前年度に配当を実施した企業で当年度に配当を実施しなかった企業の割合（以下、前配企業率という）を示した。前配企業率は平均して2%程度の低い比率であるが、リーマンショックが生じた08年よりも、翌09年の方が0.7%の増加がみられる。

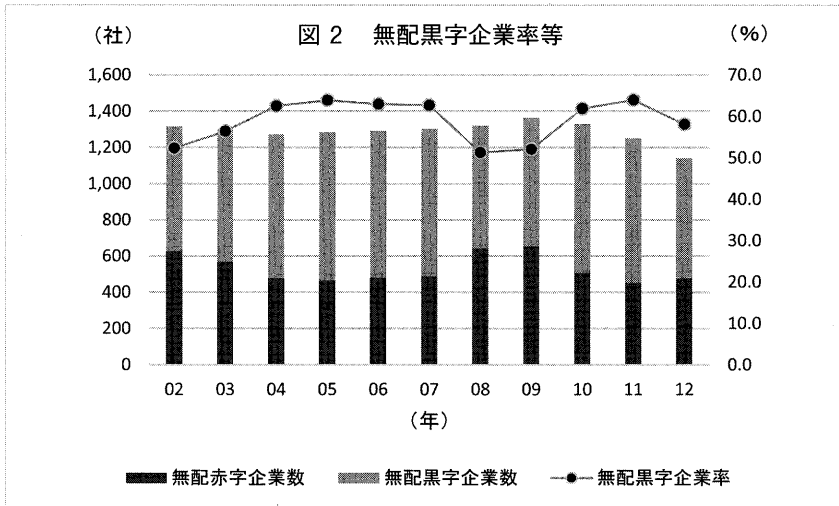


表 2 無配企業数の赤字・黒字別前年比変化率

年	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
無配赤字企業数変化率 (前年比%)	-	-9.4	-16.0	-2.7	3.2	1.5	32.5	1.4	-22.4	-10.8	5.8
無配黒字企業数変化率 (前年比%)	-	6.5	8.5	3.0	-0.9	0.5	-17.0	4.9	15.8	-2.7	-17.3
前配企業率 (%)	-	1.8	2.3	1.7	2.6	2.2	2.1	2.8	2.1	2.1	1.6

10年においては、無配黒字企業率は9.8%上昇し、61.9%にまで戻している。これは無配赤字企業数が前年比で22.4%減少したにも係らず、無配黒字企業数が15.8%もの増加を示したことによる。

リーマンショック後の有配企業率は増加しているものの、無配企業にあっては、黒字に転換してもなお配当を実施しない企業が依然として多く存在する。しかしながら、表2において、11年と12年の無配黒字企業数の変化をみると、その数と割合は減少する傾向がみられる。特に12年における無配黒字企業数の前年比の変化率は-17.3%にもなり、これが有配企業比率の増加要因のひとつになるものと考えられる。

### 3. 配当割合の動向

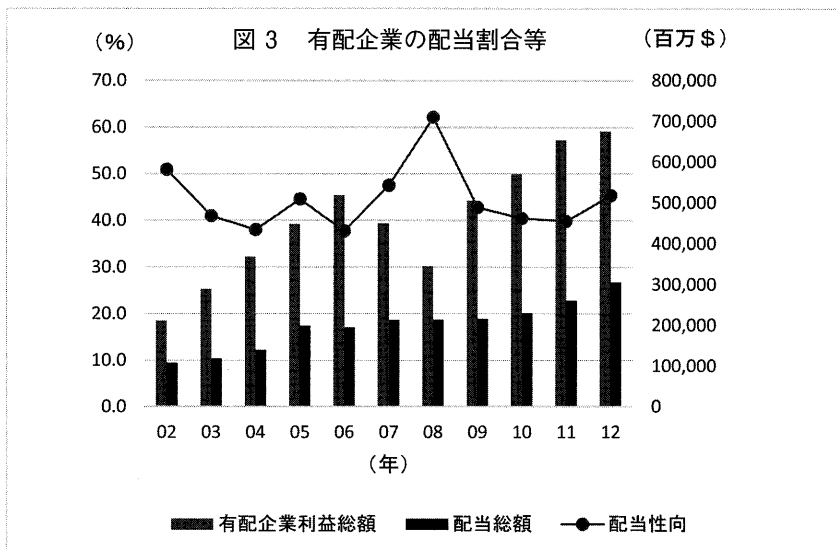
配当水準の測定尺度としてしばしば配当性向が用いられる。配当性向は利益に対する配当の割合を示す指標であり、通常は配当額を純利益で割って計算する。しかし本稿では、企業の赤字と黒字を判断する基準としてEBEI（特別損益修正前利益）を用いた経緯がある。そこで、分析の一貫性を保持するために、配当水準の分析にあたっては、EBEIを利益とする配当割合<sup>8)</sup>を用いるものとする。

図3の折れ線グラフは、配当割合の動向を示している。また、棒グラフには配当割合の計算要素となった有配企業の利益総額と配当総額が示されている。

有配企業の利益総額は、07年と08年に急激に落ち込み、06年から2年間で



33.5%減少している。しかし、そこを除けば大きく増加している。リーマンショック前の02年から06年までの4年間での増加率は2.45倍である。リーマンショック後の09年から12年までの3年間では1.34倍となっており、02年から12年で3.2倍にもなる。



配当総額についても、06年に前年比2.2%の減少となるものの、そこを除けば一貫して増加している。リーマンショックのあった08年及びその前年の07年においては、利益の落ち込みがあったにも係らず配当総額はむしろ増加しており、07年が前年比9.2%の増加、08年が前年比0.4%の増加となった。02年から12年における配当総額の増加率は2.85倍である。

配当割合については、02年から12年における平均は42.8%になる。その中でも02年が50.9%、07年が47.5%、08年が62.1%と高い水準を示す。リーマンショックにあたる08年に配当割合が高い水準を示した理由は、利益が大きく減少したにも係らず、配当総額が安定的であったことによる<sup>9)</sup>。反対に、配当

総額よりも利益総額の増加率が大きいため配当割合の低下がみられたのが、03年、04年、10年及び11年である。06年においては最低の37.7%となっている。

なお、05年に配当割合が一時的に増加し44.5%となる。これは前年比での利益総額の増加率が21.8%であったのに対して、配当総額の増加率が42.9%であったことによる。12年において配当割合が45.3%に増加した理由も同様で、利益総額よりも配当総額の増加率が高かったことによる。

表3 有配企業に占める配当額上位100社の配当総額と利益総額の割合

年	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12
上位100社配当総額の割合 (%)	81.7	80.6	77.5	80.7	76.7	76.5	76.9	78.5	75.9	75.2	70.8
上位100社利益総額の割合 (%)	79.8	71.9	66.7	64.0	64.3	69.7	85.7	64.0	69.9	69.2	67.6

ところで、DeAngelo et. al [2004, p.p.432-433]によれば、2000年における配当額上位100社の配当割合は全体の81.8%にあたるとしている。すなわち、米国では有配企業の配当総額の大部分を一部の企業が占めるとされている。そこで、配当額上位100社の配当総額と利益総額が、有配企業の配当総額と利益総額に占める割合を調査することにした。表3はその結果を示したものである。

まず、配当総額に占める配当額上位100社の配当総額の割合は、02年が81.7%と一番高く、12年が70.8%で一番低い割合を示す。また、03年から11年においては約75%から80%の間で変動していることがわかる。他方、有配企業の利益総額に占める配当額上位100社の利益総額の割合は、02年が79.8%であり、リーマンショックのあった08年が85.7%と突出している。それ以外のところでは約65%から70%の間で変動している。

これらのことから、米国では配当総額の大部分を一部の企業が占めるが、一部の企業が利益の大部分を得ているという背景があることがわかる<sup>10)</sup>。こうした状況は、米国全体としての配当状況が、一部企業の動向に左右されている

可能性を示唆する。そこで、配当額上位100社と配当額上位100社を除くその他有配企業（以下、その他有配企業という）とに分け、利益総額、配当総額及び配当割合を引き続き調査することにした。

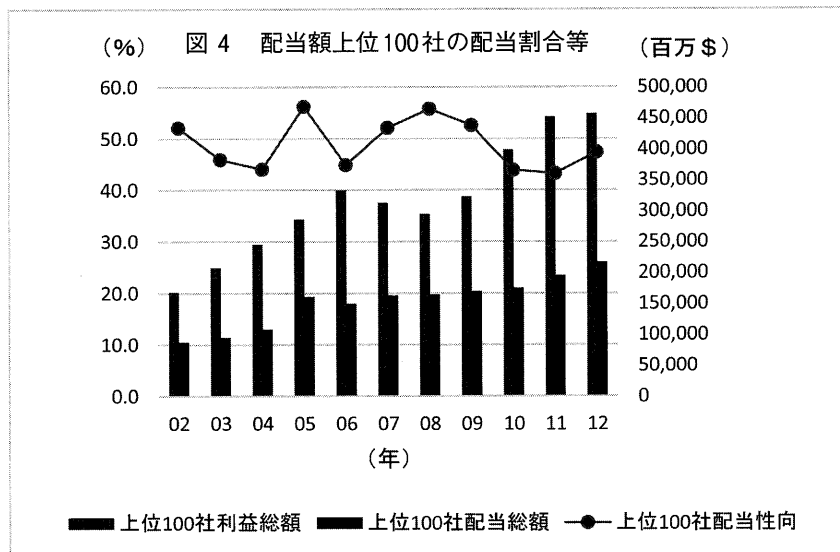
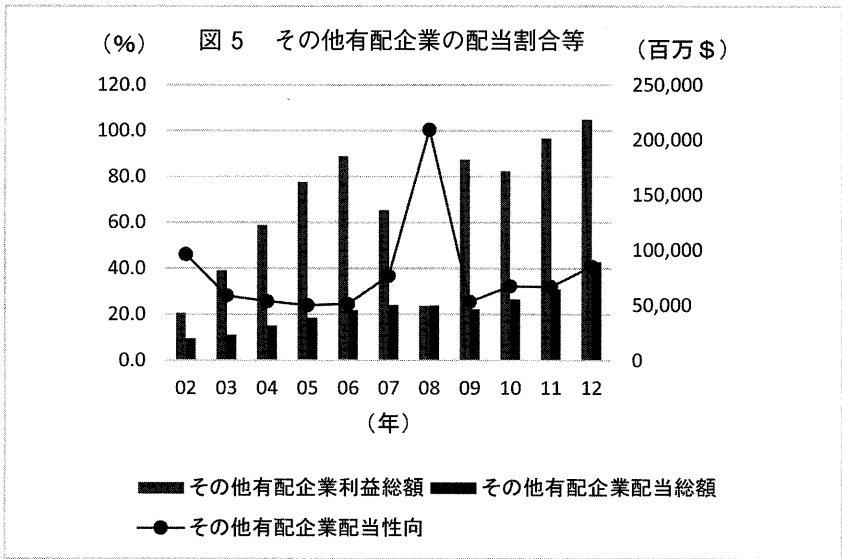


図4は配当額上位100社の調査結果を示している。まず、配当額上位100社の利益総額の増減変動をみると、有配企業全体の変動よりも緩やかな動きをしていることがわかる。たとえば、07年と08年における利益総額の落ち込みは、有配企業全体では2年間で33.5%もの減少であったが、配当額上位100社では11.4%の減少に留まる。02年から12年における利益総額の増加率をみても、有配企業全体では3.2倍であったが、配当額上位100社では2.7倍である。すなわち、利益総額の変動率は有配企業全体よりも小さく、その分緩やかである。

配当総額についてみると、06年に前年比7.0%の減少となるものの、そこを除けば一貫して増加している。02年から12年における配当総額の増加率は、配当額上位100社では2.47倍となる。その結果、配当額上位100社の配当割合

の動向は、有配企業全体よりも高めとなり、02年から12年における平均では48.2%となっている。また、図4をみてわかるとおり、有配企業全体の変化に比べて相対的に緩やかな変化となっており、とりわけリーマンショックにあたる08年の配当割合は、利益の減少幅が小さかった分、急激な増加が抑えられている。

図5はその他有配企業の調査結果を示している。その他有配企業の利益総額は、配当額上位100社に比べて増減変動が激しい。02年から12年における利益総額の増加率も5.1倍あり、07年と08年における2年間の減少率は69.6%にもなる。これはリーマンショックが配当額上位100社よりもその他有配企業の利益総額に大きな影響を及ぼしたことを裏付けている。



その他有配企業の配当総額については、配当額上位100社のそれと比べて、次の3点が指摘できる。

まず、その他有配企業の配当総額は06年において前年比18.0%増加した。こ

これは配当額上位100社が7.0%減少したのと対照的である。有配企業全体では、配当額上位100社の影響を強く受けたかたちとなり、前年比2%の減少となつてあらわれている。

次に、利益総額が急激に落ち込んだ08年においても、有配企業全体及び配当額上位100社の配当総額は増加していた。しかし、その他有配企業の配当総額は08年において前年比1.2%の減少となっている。もっとも、この配当総額の減少率は、利益総額の減少率よりも圧倒的に小さい。その結果、08年におけるその他有配企業の配当総額は利益総額を上回るという逆転現象が起きている。また、09年は利益総額が前年比2.7倍の増加となったにもかかわらず、配当総額は前年比6.2%の減少となっている。

最後に、その他有配企業の配当総額は、リーマンショック後の10年から12年において大きく増加している。前年比の増加率では、10年が19.4%、11年が16.5%及び12年が38.4%となり、利益総額の増加率よりも3年平均で18.1%上回っている。また、配当額上位100社の配当総額の増加率と比べても、3年平均で16.3%高い値を示している。

図5に示すように、08年におけるその他有配企業の配当割合は100.4%を示す。これはリーマンショックによる利益総額の急激な減少と、そうした中でも一定の配当を維持しようとする企業の配当政策の現れと考えられる<sup>11)</sup>。また、08年を除いて、その他有配企業の配当割合は、配当額上位100社よりも低い水準にあり、02年から12年の平均では31.6%となっている。

もっとも、その他有配企業のリーマンショック後の動向として、配当額を増加させる傾向がみられる。12年における配当割合は40.9%を示しており、配当額上位100社のそれと近いところにある。ただし、この傾向はさらに長期的な視点で考察する必要がある。

おわりに

本稿では、2002年から2012年における米国企業の配当状況の動向について

調査した。本稿で明らかになった事柄を整理すると以下のとおりである。

第一に、米国の有配企業率は、リーマンショックのあった2008年と2009年に一時的に低下する。しかし、そこを除けば一貫して上昇傾向にある。また、有配企業率はリーマンショック前よりもリーマンショック後の方が短期的かつ急激に上昇している。2012年には47.9%に達している。

第二に、米国における無配企業の過半数は黒字企業が占める。その割合を示す無配黒字企業率は、リーマンショック前では約63%となる。その後、リーマンショックの影響で無配赤字企業数が急激に増加したことで、2008年には51.2%まで低下する。しかし、2010年には再び61.9%まで戻る。米国の無配黒字企業率は依然として高いが、2011年以降は減少の兆候がみられる。

第三に、有配企業全体の利益総額は、2007年と2008年に急激に落ち込むものの、そこを除けば大きく増加している。配当総額についても、2006年を除き一貫して増加している。2002年から2012年における有配企業全体における配当割合の平均は42.8%であるが、米国では有配企業の配当総額の大部分を一部の企業が占めるという状況がある。年度による変動があるが、突出した部分を除くと、2002年から2012年における配当額上位100社の配当総額は、有配企業全体の75%から80%程度を占め、利益総額は有配企業全体の65%から70%程度を占める。

最後に、配当額上位100社とその他有配企業の利益総額、配当総額及び配当割合を対比すると、配当額上位100社の利益総額と配当総額の変動は、有配企業全体と比較して緩やかであるという特徴がある。2002年から2012年における配当額上位100社の配当割合は48.2%である。一方、その他有配企業の利益総額は、配当額上位100社に比べて増減変動が大きいという特徴がある。とりわけリーマンショックが利益総額の減少に与えた影響が大きく、08年には配当総額が利益総額を上回るという逆転現象が生じている。2002年から2012年のその他有配企業の配当割合は平均で31.6%となるが、リーマンショック後においては、配当総額が大きく増加する傾向がみられる。このことから2012年における配当割合は40.9%にまで上昇し、配当額上位100社のそれと近いところにある。

—注—

- 1) 詳細はFama and French [2001,p.8] の図2を参照。
- 2) 石川 [2007, p.36] は、このサンプルには上場後1年未満の企業が含まれているため、有配企業の割合が過度に低く算定されている可能性がある」と指摘している。
- 3) 詳細はOgden et.al [2002, p.469] の図14-2を参照。
- 4) 詳細はDeAngelo et.al [2004, p.431] の表2を参照。
- 5) 詳細はGrullon and Michaely [2002, p.1656] の図1を参照。
- 6) 大野 [2013] では、2007年度から2011年度までの調査を行っている。
- 7) DeAngelo et. Al [2004] では黒字で配当を実施している企業を調査している。この調査によれば、1978年に70%あった黒字有配企業率は2000年には31%に減少したとされる。
- 8) 通常使用される配当性向と区別するために、ここでは強いて配当割合と表現する。
- 9) 利益変動に対する配当変動の相対的な安定性を「拘束性」や「粘着性」という。石川 [2007, p.27] によれば「増額後の配当水準の維持に確信を持つまで増配されず、財務的に差し迫った状況にならない限り減配されない」と説明される。
- 10) 佐々木・花枝 [2010, p.17] においても、配当の2極化の背景には利益の2極化という要素がみとれる」と指摘されている。
- 11) これは配当の「拘束性」を顕著に示すものと考えられる。

—参考文献—

- 1) DeAngelo et.al [2004]: Harry DeAngelo, Linda DeAngelo and Douglas J. Skinner, “Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings.” *Journal of Financial Economics*, 72, p.p.425-456.
- 2) Fama and French [2001]: Eugene F. Fama and Kenneth R. French, “Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?” *Journal of Financial Economics*, 60, p.p.3-43.
- 3) Grullon and Michaely [2002]: Grullon Gustavo and Roni Michaely, “Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis”, *Journal of Finance*, 57(4), p.p.1649-1684.
- 4) Julio and Ikenberry [2004]: Brandon Julio and David L. Ikenberry, “Reappearing dividends” *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(4), p.p.89-100.
- 5) Ogden et.al [2002]: Ogden, Joseph P., Frank C. Jen, and Philip F. O’Connor “Advanced Corporate Finance: Policies and Strategies”, Prentice Hall. 徳崎進訳 (2003, 2004) 『アドバンスト・コーポレート・ファイナンス—政策と戦略(上)(下)』ピアソン・エデュケーション.

- 6) Skinner [2008]: Douglas J. Skinner, "The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases" *Journal of Financial Economics*, 87, p.p.582-609.
- 7) 石川 [2007]: 石川博行『配当政策の実証分析』中央経済社.
- 8) 大野 [2013]: 大野智弘「第4章アメリカの配当メカニズム－分析編」吉岡正道主査『配当財源枠決定メカニズムの国際的動向』, 国際会計研究学会2013年度研究グループ最終報告, p.p.103-118.
- 9) 佐々木・花枝 [2010]: 佐々木寿記・花枝英樹「我が国企業の配当行動のマクロ分析」『経営財務研究』29 (1・2), p.p.2-31, 日本経営財務研究学会.
- 10) 日本経済新聞 [2015a]: 日本経済新聞「大選元時代(4)米アップルに株主の圧力」2015年4月18日朝刊, 15面.
- 11) 日本経済新聞 [2015b]: 日本経済新聞「新金融立国アメリカ(3)重み増す『物言う株主』経済の新陳代謝, 一翼担う」2015年7月18日朝刊, 7面.
- 12) 宮川 [2013]: 宮川壽夫『配当政策とコーポレート・ガバナンス－株主所有権の限界』中央経済社.