総合農協の成長と配当政策

――サステナブル成長率を用いた分析――

主任研究員　髙山航希

〔要　　旨〕

サステナブル成長率は、企業の成長率を財務の観点から評価するための道具である。総合農協のサステナブル成長率を計測し、貯金残高増加率を目標水準として比較すると、一層の成長率向上が望ましいと考えられる。サステナブル成長率はROEからDOEを除くことでも得られるが、総合農協は信金と比較してROEが低くDOEが高い傾向があるため、ROE向上と配当性向引下げの両方に取組み余地がある。このうち配当性向に注目して分析すると、総合農協は純資産に占める出資金の割合が高いほか、近年は組合員の経営支援を目的とした事業分量配当が増加していることが分かった。配当性向の引下げは組合員への還元を減らすことではあるものの、サステナブル成長率を引き上げる。総合農協の純資産の構造を改善し、前向きな投資を増やすことを可能にする、いわば未来の組合員への「還元」といえる。総合農協は、このような発想を強めてもいいと思われる。

目　次

1　サステナブル成長率とは
2　総合農協のサステナブル成長率とその要因分解
(1)　総合農協のサステナブル成長率
(2)　総合農協のROEと配当
3　総合農協の配当に関する考察
4　地域別に見たサステナブル成長率
5　まとめと今後への示唆

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

1　サステナブル成長率とは

サステナブル成長率（Sustainable Growth Rate）とは、企業が財務構造や配当政策を変えずに達成することが可能な最大の成長率を評価するための道具である。その基本となる計算方法は、次のような式で表される。

$$g^{*}=\mathrm{ROE}\times(1-d) \qquad (1)$$

ここで、g^{*}は売上高のサステナブル成長率、ROEはReturn on Equityの略であり、自己資本に対する税引後利益の比率を表し、dは配当性向、つまり税引後利益に占める配当の割合を表す。式（1）は、毎期の利益の一部を配当として外部に支払い、手元に残った内部留保を次期の拡大再生産に投じることで、事業の成長を図る営みを表している。

サステナブル成長率の使われ方の１つは、実際の成長率との比較である（Higgins（2012））。実際の成長率がサステナブル成長率より低ければ、事業が何らかの課題を抱えていることを示唆する。一方で、実際の成長率がサステナブル成長率と比べてあまりに高くても、成長率維持のために財務が圧迫され、後に成長率が低下する局面で問題が起こりうるため、対応策が必要になることを意味する。実際の成長率がサステナブル成長率より低ければ成長率を上げる策を、実際の成長率が高ければその抑制策（商品価格の引上げなど）や、新株発行による自己資本の充実策などを考えることになる。

またもう１つの使われ方として、計算されたサステナブル成長率を何らかの目標値と比較して、目標値から乖離があれば、ROEや配当政策に課題があると考えるものが挙げられる。こうした例として品田（2024）は、非営利の協同組織金融機関である信用金庫が目標とすべき利益率について考察した。

品田（2024）はまず、「非営利」とは「利益をあげない」という意味ではなく、「一定の利益はあげたうえで、その利益を出資者への金銭的利益のためではなく、地域に提供する金融サービスの維持・向上のために費やし、相互扶助の機能を向上させていくこと」と整理した。そのうえで、信金が目標とすべき利益率の考え方として、サステナブル成長率が顧客からの預金残高の増加率を上回っていることを提案した。仮にサステナブル成長率が長期的に預金残高増加率を下回れば、自己資本比率が低下していくことが予想されるためである（注１）。

こうしたサステナブル成長率の目標水準の考え方は、非営利の協同組織金融機関という点で共通する総合農協にも適用可能と思われる。以下ではこの考え方を基礎として、総合農協のサステナブル成長率を測る。

（注１） 貯金残高増加率をサステナブル成長率の目標水準とすることは、その意味が理解しやすく、計算もしやすいという利点がある。その一方で、品田（2024）も指摘している通り、近年のように預貯金残高が低下している時期においては、目標値として機能しないという欠点がある。とくに2023年以降は預貯金残高がマイナスになる場合もあり、その場合はサステナブル成長率がマイナスであっても目標達成となりうる。

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

2　総合農協のサステナブル成長率とその要因分解

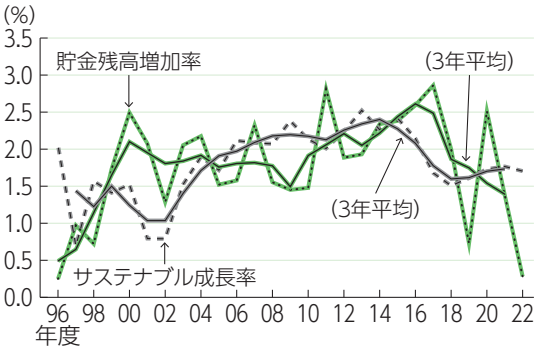
(1)　総合農協のサステナブル成長率

農林水産省の「農業協同組合及び同連合会一斉調査」（旧称「総合農協統計表」、両者を合わせて以下では「農協一斉調査」と呼ぶ）のデータを用い、総合農協のサステナブル成長率と貯金残高増加率を年度毎に比較したのが第１図である。ROEの分子である税引後利益には同調査の損益計算書の総括表における当期剰余金を、分母である自己資本には前年度末の貸借対照表の総括表における純資産を用いた。配当性向dは配当金を当期剰余金で除すことで求め、配当金として損益計算書の「剰余金の処分状況」における出資配当金と事業分量配当金の合計を用いた。また、サステナブル成長率も貯金残高増加率も短期的な変動があるため、それぞれの３年移動平均を併せて示した。

期間全体を通して見ると、サステナブル成長率と貯金残高増加率は概ね同水準と言って良いだろう。しかし、期間を区切って見ると、状況が変化していることが分かる。まず、1996事業年度（以下では単に年度と呼ぶ）から02年度においては、貯金残高増加率が上昇した一方で、サステナブル成長率はあまり変わらなかった。その結果、サステナブル成長率は目標とする貯金残高増加率を下回ることとなった。この02年度までの期間を以下では第Ⅰ期と呼ぶことにする。第Ⅰ期の後、15年度までは、貯金残高増加率が横ばいとなった一方で、サステナブル成長率が改善した。これにより、05年度以降の３年平均はサステナブル成長率が貯金残高増加率を上回った。この期間は第Ⅱ期と呼ぶ。第Ⅱ期の後、直近の22年度までは、サステナブル成長率が再び低下したが、貯金残高増加率もやや遅れて低下したため、２者は一進一退の関係、３年平均で見ればほぼ同水準となった。この16年度以降の期間を第Ⅲ期とする。

したがって、全国の総合農協のサステナブル成長率は目標水準をほぼ達成していると言えるが、課題も指摘できるだろう。年度によってはサステナブル成長率が貯金残高増加率を下回っており、特に第Ⅲ期においては、仮に貯金残高増加率が低下していなければサステナブル成長率が目標水準を下回り続けていたおそれがある。また、品田（2024）によると、信金のサステナブル成長率はほとんどの期間で預金残高増加率を上回っており、しかもその超過幅は0.5～1.5ポイント程度と大きい。これらのことを

第1図　総合農協のサステナブル成長率と貯金残高増加率



資料　農林水産省「農業協同組合及び同連合会一斉調査」

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

踏まえると、総合農協のサステナブル成長率は一層の向上が望ましく、とくに近年はその必要性が増していると言えるだろう。

(2)　総合農協のROEと配当

前節のサステナブル成長率をより詳細に分析する。式（１）は次のように変形できる（品田（2024））。

$$g^{*}=\mathrm{ROE}\times(1-d)=\mathrm{ROE}-\mathrm{DOE} \quad (2)$$

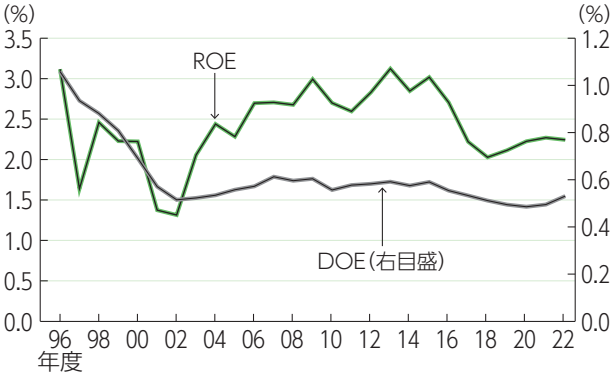
DOEはDividend on Equityの略であり、自己資本（純資産）に対する配当金の比率を表す。式（２）は、サステナブル成長率がROEとDOEに分解できることを示しており、これを利用してサステナブル成長率の変動要因を分析できる。

第１図と同じデータを用いて総合農協のROEとDOEの推移を示したのが第２図である。まず第Ⅰ期はROEが低下した時期であるが、DOEも低下した。その結果、サステナブル成長率はROEほどは下がらず、一定水準が維持された。第Ⅱ期では最初の数年間にROEが回復する一方で、DOEはほとんど変わらなかった。これがサステナブル成長率の上昇に繋がった。第Ⅲ期においては18年度までの３年間にROEが低下したが、DOEはあまり下がらなかったため、結果としてサステナブル成長率は低下した。19年度以降にROEはやや回復し、DOEも22年度にやや上昇した。

配当性向を図示した第３図を見ると、その動向が明確になる。第Ⅰ期にあたる96年度から02年度までの配当性向は40％前後であったが、第Ⅱ期初めの02年度から04年度までの３年間に大きく低下し、それ以降はしばらく20％前後の水準で安定していた。そして第Ⅲ期初めの16年度から18年度までの間にやや上昇し、その後は20％強が維持されている。

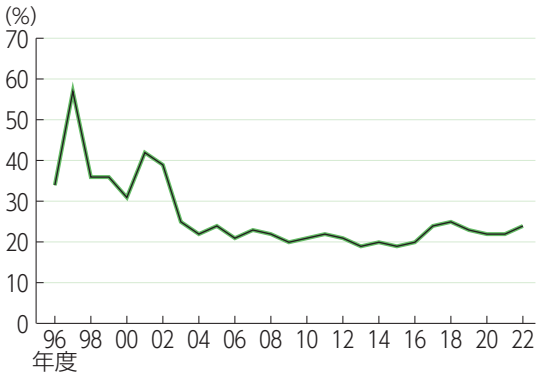
品田（2024）がまとめた信用金庫のROEおよびDOEと比較すると、期間全体を通して、総合農協のROEは低く、DOEは高い傾向がある。両者でROEの変動が少ない20年度以降で比べると、信用金庫のROEは2.5～3.0％であるが、総合農協は2.0～2.5％と、0.5ポイント程度の差がある。またDOEは、総合農協においては低くても0.4％を下回る

第2図　総合農協のROEとDOE



資料　第1図に同じ

第3図　総合農協の配当性向



資料　第1図に同じ

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

ことがないが、信金においては0.19％（同）と、２倍以上の開きがある。ROEに対するDOEの割合としても求められる配当性向は、信用金庫で10％に満たない（同）のに対し、総合農協では20％を上回っている。

したがって、総合農協のサステナブル成長率の引上げの方策としては、ROEの引上げと配当性向の引下げの両方に取組みの余地があることになる。総合農協がROEや利益率をいかに伸ばすかという点が農協経営の方向性を考えるうえでの大きなテーマであることは論をまたず、すでに様々な提言や論考がある（注２）。一方で総合農協の配当政策は、サステナブル成長率というツールによって新しく導入された視点であり、近年に詳細な検討をした文献は多くない（注３）。そこで次節では配当に注目して分析したい。

（注２） 財務分析においてはROEのデュポン分解（ROE=利益率×総資産回転率×財務レバレッジ）を利用して改善を考えることが定番だろう。このため総合農協では利益率の改善がテーマとなる。農業関連事業の収支改善等がその具体策として挙げられる。

（注３） 田代（2020）は当初総合農協の配当政策に焦点を当てた科研費研究であったが、途中で中心テーマが農林中央金庫の奨励金利率引下げの影響に変わったため、配当政策に関する成果の詳細はあまり公になっていない。田代（2018）は同研究の成果の一つであり、配当政策に関する詳しい記述が含まれる文献である。また、田代（2016）は少し古いが総合農協の剰余金の処分状況を詳しく分析している。

３　総合農協の配当に関する考察

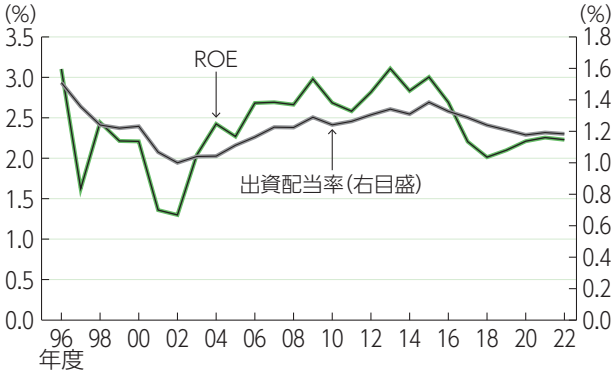
総合農協の配当性向の高さを考察するための端緒は３つあるだろう。まず１つ目として、純資産に占める出資金の割合の高さが要因となっている可能性である。配当のうち出資配当は純資産の一部を構成する出資金に対して支払われるが、総合農協は純資産に占める出資金の割合が21.6％（22年度、「農協一斉調査」）と、信金の7.18％（品田（2024））に比べて高い。これにより、総合農協で配当性向がより高くなる傾向がありうる。総合農協でも純資産に占める出資金の割合は徐々に低下しているため、長期的には状況が改善していくものと思われるが、出資金割合の低下ペースは年あたり0.5ポイントと緩慢であるうえ、20年度以降は横ばいとなっている。

端緒の２つ目として、出資配当率を下げにくい事情がある可能性が挙げられる。出資配当率の実績または予想水準で出資するかどうかを判断する人は多くないと思われるほか、足下の金利水準を踏まえると出資配当率の低さが出資金を維持または募集するうえでの大きな障害になるとは考えづらいが、田代（2018）は合併に際した一時的な無配が組合員の不満を呼んだ事例を記録しており、総合農協の経営層に対する組合員からのプレッシャーは相応にあるかもしれない。また同書は、農協経営に大きな問題が無い限り合併の前後で出資配当率を下げづらいことも指摘しており、信金と比較して合併が多い総合農協は出資配当率が下がりづらい可能性がある。

この点について、出資配当率とROEを比較した第４図で検証する。この出資配当率は出資配当の総額を出資金で除すことで求

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

第4図　総合農協のROEと出資配当率



資料　第1図に同じ

めたものである。出資配当率はROEの短期的な変動を緩和しつつも中長期ではフレキシブルにROEに追従しており、硬直的であるとまでは言えない。そのため、出資配当率を下げにくい問題があったとしてもその影響は大きくない、とここではしておく。

要因を考える３つ目の端緒として、総合農協では事業分量配当がよく使われることが挙げられる。法制度上は総合農協でも信金でも配当として出資配当と事業分量配当の２種類が認められている。法人税法上、事業分量配当の損金算入が認められている点も共通している。ところが実際には、信金で事業分量配当が実施されておらず、総合農協ではよく実施されているという違いがある（注４）。「農協一斉調査」によれば、22年度に事業分量配当を実施した総合農協は264組合と、全体の半数近くであり、この数は増加する傾向にある。

事業分量配当とは、当期剰余金のなかから組合員に分配される配当の一種である。出資配当が組合員の出資額に比例して分配されるのに対し、事業分量配当は組合員の事業の利用量に基づいて分配される。総合農協は農業関連事業や信用事業等様々な事業を営んでいるが、事業分量配当の基礎となるのは購買事業、販売事業、信用事業、共済事業の利用量であることが多い。例えば購買事業の利用量に応じた事業分量配当を実施する例では、年度における肥料や農薬の購入金額に対して配当金の額や率が決められる。販売事業では共選場の利用や共同販売の実績金額等が基になる。信用事業で利用分量配当を実施する場合は、貸出金（組合員にとっては借り入れ）に関して支払われた利息や、定期貯金残高等が基になる。実際には、これらの基準をいくつか組み合わせて事業分量配当を支払っていることも少なくない。もちろん、事業分量配当を実施する組合は、各組合員の利用量を正確に把握しておかなければならない。

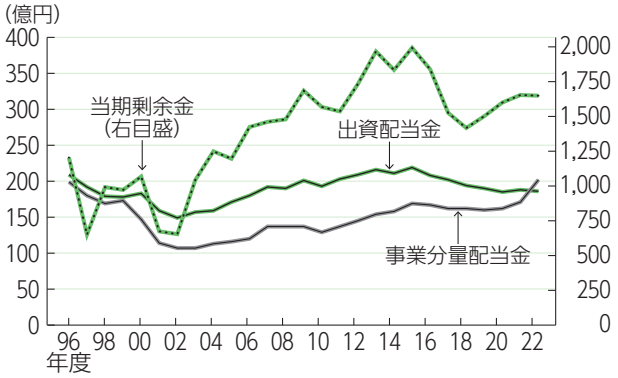
明田（2021）によれば、剰余金を組合員に分配する際に出資配当として分配するか、あるいは事業分量配当として分配するか、さらに２つを併用する場合、出資配当と事業分量配当をどのような割合で組み合わせるかについては、組合の自治に委ねられている。また法人税法において事業分量配当は、組合員との取引価格の修正であることから、組合員との取引等によって生じた剰余金の一部を組合員に返還するものと考えられている。そのために損金算入が認められている（注５）が、他方でそのような取引によらず生じた剰余金を事業分量配当として支払うことは認められていない。しかし農業協同組合法はこうした点についての明文を欠い

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

ているため、事業分量配当の総額と、組合員との取引によって生じた剰余金の総額との対応関係については、必ずしも明らかではない（注６）。

第５図は総合農協が支払った配当を出資配当金と事業分量配当金に分けて示したものである。第Ⅰ期、96年度の配当金は出資配当と事業分量配当金がそれぞれ200億円程度とほぼ同額であったが、02年度までにいずれも減少した。比較すると事業分量配当金がより大きく減った。第Ⅱ期である15年度までの期間においては、出資配当金と事業分量配当金がほぼパラレルに増加した。第Ⅲ期の16年度以降においては、出資配当が緩やかに減少した一方で、事業分量配当はあまり変わらない時期が続いた。直近の22年度には事業分量配当金が急増し、96年度以来の金額を記録したうえ、期間中で初めて出資配当金の額を上回った。配当のもととなる当期剰余金が15年度の値を回復していないことと対照的である。したがって、とくに第Ⅲ期において、総合農協は意志を持って事業分量配当を増やしている可能性がある。

第5図　総合農協の出資配当金と事業分量配当金



資料　第1図に同じ

田代（2020）によれば、事業分量配当が増えていることは、15年の農業協同組合法改正がきっかけになっていると考えられる。改正農業協同組合法の第７条③は、「組合は、農畜産物の販売その他の事業において、事業の的確な遂行により高い収益性を実現し、事業から生じた収益をもつて、経営の健全性を確保しつつ事業の成長発展を図るための投資又は事業利用分量配当に充てるよう努めなければならない。」と、事業分量配当（引用文中では「事業利用分量配当」）を増やすことで組合員に奉仕する道筋を明確に示している。

農協法改正後、実際に事業分量配当がはじめて前年比で増加したのは、剰余金が回復しはじめた20年度である。そして22年度には急増した。22年度に急増した理由について、総合農協のディスクロージャー誌を参照すると、いくつかの組合において、資材価格高騰や新型コロナウイルス感染症の流行への対応等、組合員が直面する農業経営環境の厳しさへの支援として、購買事業や販売事業を基準とした事業分量配当を増やしたり開始したりすることが表明されている。23年度には、肥料の購入金額の10％を事業分量配当として支払っている例もある（注７）。

一方で、前述したような理由により部門別損益の増減と事業分量配当の増減の間には、明確な関係はない。また「農協一斉調査」の部門別損益計算書において、特定の事業の利益が増えている傾向も見られないため、例えば農業関連事業の部門別損益が改善したから事業分量配当が増えたというよ

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

うな説明はできない（注８）。

こうしたことから、事業分量配当の増加は、配当金を通して組合員の経営を支援する意識が強まったことが要因になった可能性があると考えられる。

なお田代（2018）は、総合農協の広域合併の際、過渡期的対応として支部独立採算性をとった事例を取り上げており、支部独立採算性を解消し名実共に一つの農協になっていく過程で事業分量配当金が増える可能性を指摘している。このような合併に関わる事情も事業分量配当の増加の要因となっている可能性がある。

以上の議論をまとめると、総合農協の配当性向が高い理由として、純資産に占める出資金比率の高さや、事業分量配当により組合員の農業経営を支える意識の強さが挙げられる。

（注４） 昭和34年３月11日の大蔵省の通達「信用金庫の決算について」（蔵銀第262号）において、「利用配当については、これを自粛せしめることとし、現在実施中のものにあつても極力その整理に努めしめるものとすること。」とあり、これがきっかけとなって信用金庫は事業分量配当を行わなくなったようである。

（注５） 農業関連事業を基準とした事業分量配当を受け取った組合員は、それを農業の事業所得の加算あるいは事業費用の減額として税額を計算することになる。

（注６） 法人税法の理念を厳密に適用しようとすると、例えば肥料の購入金額を基準として事業分量配当を実施する場合は、購買事業のうち肥料に関する部分のみの経常利益を計算し、肥料を基準にした事業分量配当の総額がそれを超えないようにする必要があるが、極めて困難であろう。

（注７） これも農業資材価格高騰対策と考えられる。なお本稿の図表は、基となっている「農協一斉調査」の最新調査年度が22年度であるため、こうした動きは反映されていない。

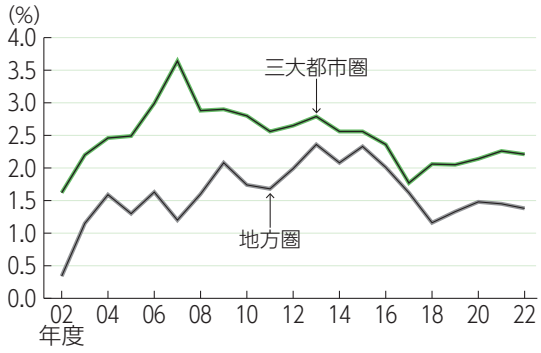
（注８） この点に関連して、総合ポイント制度と事業分量配当との関係について詳しい分析が必要かもしれない。今後の課題としたい。

４　地域別に見たサステナブル成長率

出資配当と事業分量配当についてより詳細にみるため、地域別に分析する。データの制約により、基準となっている事業別に分けて事業分量配当金の額を見ることはできない。しかし、都市部では信用事業の比重が大きく、農村部では農業関連事業の比重が大きいことを考えると、地域によって事業分量配当金の動向に違いがあるはずである。そこで以下では、「農協一斉調査」の県別データを使い、三大都市圏（埼玉県、千葉県、東京都、神奈川県、愛知県、三重県、京都府、大阪府、兵庫県）とそれ以外の地方圏に分けて見ていく。全ての県別データが揃うのは02年度以降であるため、図の期間もそれに合わせていることに注意されたい。

まず第６図は、サステナブル成長率である。期間全体にわたって三大都市圏は地方圏よりサステナブル成長率が高いと言える。

第6図　総合農協のサステナブル成長率（地域別）



資料　第1図に同じ

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

他方、その差は、当初は１ポイント以上あり、一時的に２ポイントを超える時期もあったが、22年度には１ポイント弱にまで縮小している。

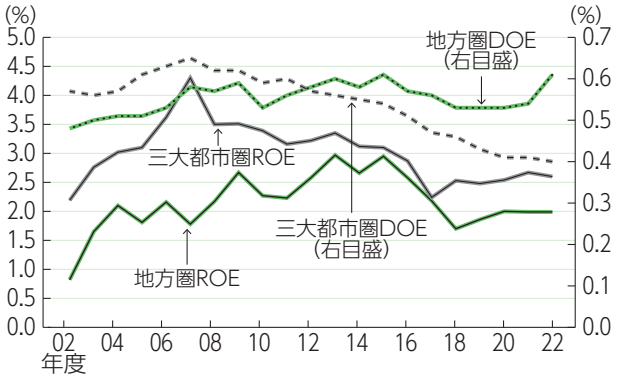
次に、地域別のサステナブル成長率をROEとDOEに分解したのが次の第７図である。

ROEにおける三大都市圏と地方圏の差は、サステナブル成長率における差よりも、縮まっている。対照的なのはDOEの推移であり、三大都市圏が低下傾向を示しているのに対し、地方圏は緩やかに上昇している。とくに地方圏が22年度にDOEを大きく高めたのに対し、三大都市圏は前年度より低下させた。

配当の動向をまとめたのが次の第８図である。

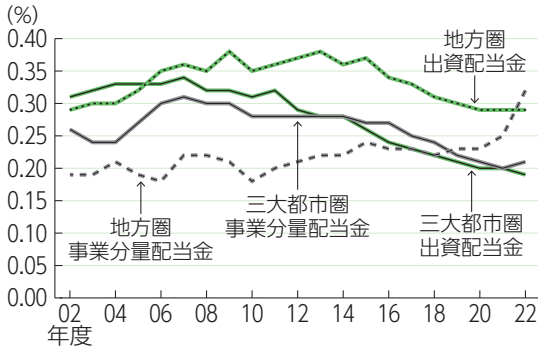
注目されるのが、地方圏における事業分量配当の増加である。期間中、地方圏の事業分量配当は増加傾向を示しており、22年度には前年比で25％以上も増加した。一方で、地方圏の出資配当金は横ばい、もしくは16年度頃からの低下傾向である。また、

第7図　総合農協のROEとDOE（地域別）



資料　第1図に同じ

第8図　総合農協の出資配当金と事業分量配当金の純資産に対する比率（地域別）



資料　第1図に同じ

三大都市圏は出資配当金と事業分量配当金がほぼ重なり合いながら低下しており、22年度も事業分量配当金には大きな変化が見られない。

こうした傾向は、前節においてその可能性が見出された、組合員の農業経営を支援することを目的とした事業分量配当の増加と符合する。地方圏では農業関連事業の比重が大きく、購買事業や販売事業の利用量を基準とした事業分量配当が多いために、その傾向が顕著に表れたと考えられる。

5　まとめと今後への示唆

総合農協がサステナブル成長率を引き上げるためには、配当性向を引き下げる、つまり配当を減らすことが一つの方向性になりうる。しかし、ここまで見てきた通り、総合農協の配当性向が高いことの一因は、配当により組合員の農業経営を支えようとする意識の強さにある可能性がある。したがって配当を減らすことは、農協が組合員に奉仕をしようとする意識を挫くことに繋が

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/

る。

果たして本当にそうだろうか。剰余金のうち配当として外部に流出する部分を減らし内部留保を増やすことは、一方でメリットも大きいと考えられる。まず、農協の利益剰余金が増えることで、純資産の構造の改善に寄与する。前述した通り、総合農協の純資産に占める出資金の割合は信金と比較して高い。徐々に低下はしているものの、ペースは緩慢であり、近年は停滞している。品田（2024）は、調達コストのかからない（ストックとしての）内部留保を積み増しておくことが経営の助けになっているという信金職員の声を紹介している。

さらに、内部留保が蓄積し、純資産が増えることで、事業の拡大や新事業への展開、または事業の高度化に向けた投資を増やすことが可能になる。理念的に言えば、内部留保の蓄積は未来の組合員への富の移転である。村本（2015）は「いわば世代間相互扶助ないし異時点間の内部補助」と呼んでいる。未来の組合員のために事業を拡大し、そのことが「還元」になるという発想を、総合農協はもっと考慮してもいいと思われる。

＜参考文献＞

・明田作（2021）『農業協同組合法』第３版、経済法令研究会
・品田雄志（2019）「信用金庫における純資産の充実動向とその意義について──配当政策等における地域銀行との比較──」『信金中金月報』12月号、４～10頁（2025年１月17日最終アクセス）
https://www.scbri.jp/publication/geppo/20191201-post-167.html
・品田雄志（2024）「信用金庫の長期安定に向けた「目標利益率」について──サスティナブル成長率の概念を用いた考察──」『信金中金月報』４月号、18～32頁（2025年１月17日最終アクセス）
https://www.scbri.jp/publication/geppo/20240401-post-469.html
・田代洋一（2016）「農協『改革』と剰余金処分のあり方」『農業・農協問題研究』第61号、28～39頁
・田代洋一（2018）『農協改革と平成合併』筑波書房
・田代洋一（2020）「農協における剰余概念と剰余金処分の理論的・実証的研究──農協改革との関連で──」科学研究費助成事業 研究成果報告書（2025年１月17日最終アクセス）
https://kaken.nii.ac.jp/ja/file/KAKENHI-PROJECT-17K07963/17K07963seika.pdf
・村本孜（2015）『信用金庫論──制度論としての整理──』金融財政事情研究会
・Higgins, Robert C. (2012), *Analysis for Financial Management*, Tenth Edition, McGraw-Hill.

（たかやま　こうき）

農林中金総合研究所
https://www.nochuri.co.jp/