

2021年3月10日 全7頁

コロナ禍の株主還元動向

株主還元にあたって考慮すべき3つの環境変化

金融調査部 研究員 坂口純也

[要約]

- 新型コロナウイルス感染症の影響を受けて多くの企業が現金を積み増してきた。依然として厳しい事業環境に置かれている企業はともかく、業況の回復が見られる企業については将来的に増やした現金の用途や意義を問われる可能性がある。本稿では、現金の処分方法の一つである株主還元に着目してコロナ禍での動向をまとめた。
- 【配当】2020年度の企業の間配実績は微減にとどまっている。通期の予想配当については、予想利益の増減を問わず予想配当を前年度から据置とする企業が多く、配当の下方硬直性がうかがえる。もっとも、赤字企業については減配が多い。
- 【自社株買い】2020年の自社株買い額は約4.4兆円と2019年の約8.2兆円から落ち込んでいる。内訳を見ると、うち約1.6兆円は1社によって押し上げられており、実態としては多くの企業が自社株買いを抑制したといえる。業種別には銀行業の減少率が大きく、急増する資金需要に対応するべく、自己資本の確保を優先したとみられる。
- 先行きの株主還元を考えるにあたっては、①議決権行使助言会社の助言方針の緩和、②株高下での自社株買いの妥当性、③金利高と配当の競合関係、といった環境変化を踏まえることが重要と考えられる。
- 【BOX：減益増配企業の配当方針とは？】減益増配予想の企業の配当方針の特徴として継続的な増配や安定的な配当を明記していることが挙げられる。狙いとしては、安定株主を獲得することや配当利回りの確実性を担保することがあるとみられる。

目次

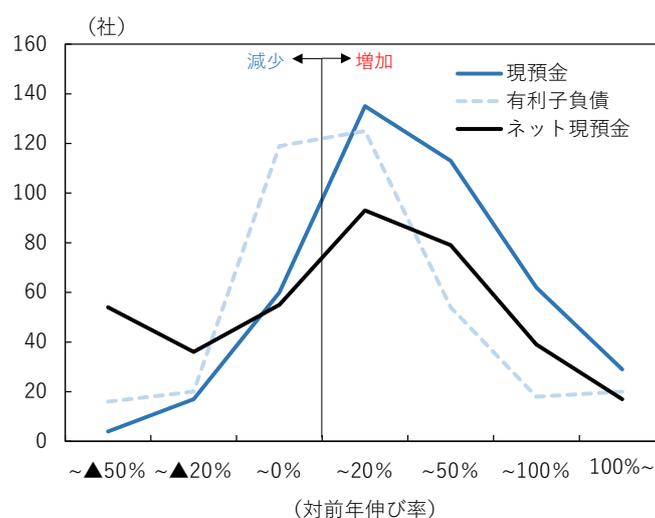
1. 企業は増加した保有現預金をどうするのか？	2
2. Before コロナの株主還元動向	2
3. コロナ禍の株主還元動向	3
3.1. 配当	3
【BOX】減益増配企業の配当方針とは？	5
3.2. 自社株買い	5
4. 株主還元を取り巻く3つの環境変化	7

1. 企業は増加した保有現預金をどうするのか？

新型コロナウイルス感染症（以下、新型コロナ）の感染拡大が実体経済や金融市場に動揺をもたらして以降、企業は不確実性に対処するため手元資金の確保に努めてきた。TOPIX500の構成企業を例に見ると（図表1）、前年に比べて現預金額が2倍以上になっている企業も見受けられる。有利子負債の増加分を差し引いたネット現預金の増減で見ても半数以上の企業で増加している。

ただ、感染拡大当初はともかく、政府・中央銀行の危機対応が金融市場を安定化させ、各国でワクチンの接種が徐々に行われ始める中において、業種によって景況感の差が露わになってきている。引き続き現金の確保が喫緊の課題である企業もある一方で、危機当初に積み増した現金が遊休化している企業も存在するのではないだろうか。もちろん依然不確実性が高い状況下においては手元現金を高い水準に保つことには意義がある。しかし、もとより日本企業は現金を過剰に保有しているとの指摘がある中、今後は増加した手元現金の使途や意義について株主が注意を向けることが増える可能性もなくはないだろう。本稿では、現金の処分方法の一つである株主還元に着目して、これまでの動向とコロナ禍以降の動きを確認していく。

図表1 現預金等の伸び率



（注1）TOPIX500構成企業（うち銀行・保険除く）のうち2020年12月時点での財務情報が利用可能な企業を対象。

（注2）伸び率は2020年12月の対前年同期比。

（注3）ネット現預金の伸び率は、（現預金増加額－有利子負債増加額）/前年同期の現預金。

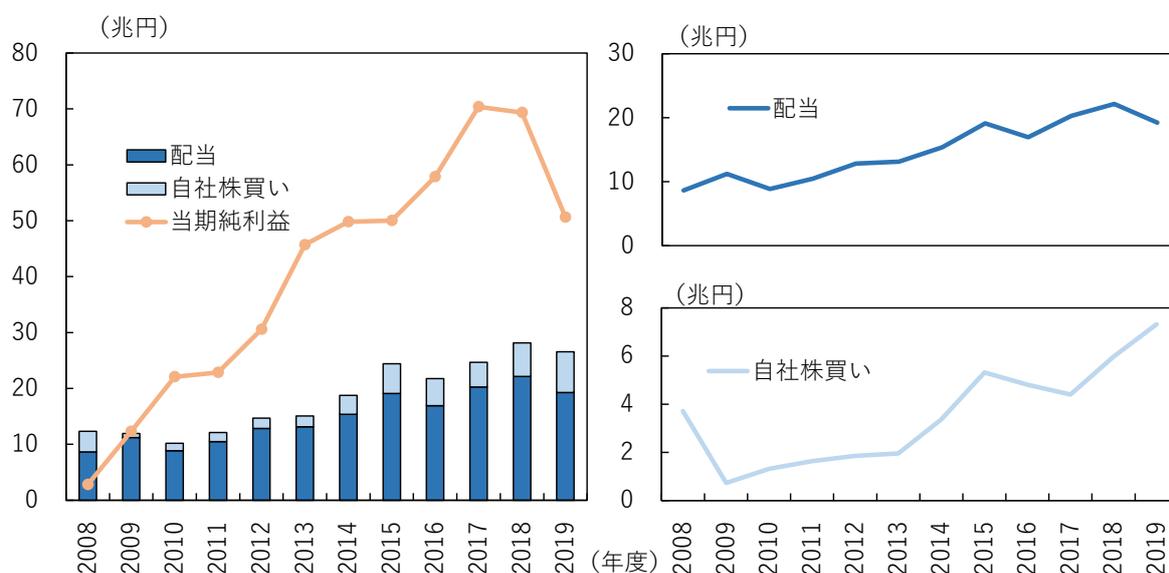
（出所）QUICKより大和総研作成

2. Before コロナの株主還元動向

まず、新型コロナの影響を受ける前の動向を振り返ろう。株主還元は配当と自社株買いに分けられ、日本企業全体で見ると、一貫して配当の方が大きいことが指摘できる（図表2）。配当と自社株買いを合わせた株主還元総額は2010年度以降増加基調にあり、2018年度に約28.1兆円とピークをつけている。

増加の背景には、株主還元の原資となる当期純利益の増加に加えて、企業と投資家を取り巻く環境の変化も挙げられる。具体的には、企業と機関投資家の対話を促す日本版スチュワードシップ・コードやガバナンスの強化を企図するコーポレートガバナンス・コードが導入され、企業の資本コストについての注目度が高まってきた。例えば、これらコードと関係が深い、いわゆる「伊藤レポート」¹では、資本コストを上回る資本効率性の水準として ROE8%を目標とする提言がなされた。また、議決権行使助言業最大手の ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) は、取締役選任決議案の賛否を推奨する際の基準として ROE5%を挙げている。配当や自社株買いは、資本コストや ROE を変化させる手段として活用されてきた面もある。

図表 2 企業の配当・自社株買い額の推移



(注) 配当金、当期純利益は全規模全産業。自社株買いは適時開示資料ベース。
(出所) 財務省「法人企業統計年報」、アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

3. コロナ禍の株主還元動向

以下では新型コロナ感染拡大以降の動向を会社ベースのデータをもとに見ていく。配当については、業績の好不調を問わずに据置とするところが多く、前年度に比較した落ち込みの程度は限定的とみられる。他方で自社株買いについては、一部企業の要因を取り除くと大幅減となっており、資金の社外流出を抑制する調節弁として用いられたことを示唆している。

3.1. 配当

まず、日経平均株価指数ベースで 2020 年度の中間配当の実績を見ると (図表 3)、過去 2 年度と比べて微減にとどまっていることがわかる。例えば中間配当は実際に配当が行われた 12 月初旬ベースでそれぞれ▲7%、▲9%程度減少しているものの、多くの企業の中間決算期にあたる 9

¹ 正式名称は、経済産業省「『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト (伊藤レポート) 最終報告書」, 2014 年 8 月

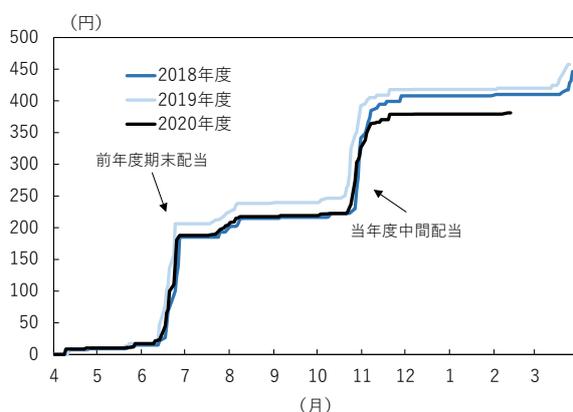
月末時点の実績 EPS を比較すると、2020 年度は 2018 年・2019 年度との対比でそれぞれ▲30% 程度も落ち込んでいる。つまり、利益ほどには中間配当は落ち込んでいない。配当性向など業績と連動した配当政策を採用している場合、損益に対応して配当も変化すると想定できるものの、結果からは配当には一定の下方硬直性が働いているとみられる。

次に個社ベースで 2020 年度通期での予想配当（会社発表）を予想利益（Refinitiv ベース）と合わせて見てみよう（図表 4）²。まず、配当の前年度からの変化を見ると、最も多いのが据置（78 社）で、減配（56 社）、増配（35 社）、予想なし（18 社）と続く。他方で、予想利益の前年度実績からの変化を見ると、最も多いのが減少（104 社）で、増加（79 社）、予想なし（4 社）と続く。予想利益で見ると利益減少企業が多数である反面、予想配当は据置が多く、先に見た中間配当の動向と平仄が合う。

利益減少企業の予想配当の動向を見ると、据置と減配がそれぞれ 42 社、40 社で、増配の企業も 13 社存在している。利益減少下でも配当を据置している企業が多いのは、一つは利益水準の低下を一過性とみていることがあるだろう。このほかには、減配は投資家からの失望を買う懸念があるため、企業としては容易に減配に踏み切りにくい下方硬直性があることも挙げられる。他方で減配企業の中には、新型コロナの影響を大きく受け、無配とする企業もある。なお、減益にもかかわらず増配予想である企業は、特徴的な配当方針を掲げている先が多い（【BOX】参照）。

利益増加企業の予想配当の動向を見ると、こちらも最も多いのは据置（33 社）である。利益の増加が必ずしも配当の増加に結び付いていないのは、一度増配を行うと後に配当を抑制したくとも容易には減配しにくいという非対称性があることや、経済情勢の不確実性に備える慎重な姿勢が表れているとみられる。利益が増加する中でも減配予想の企業 15 社については、うち 5 社が赤字幅縮小であったり、ほか 4 社も黒字転換であったりするなど、財務基盤の補強を優先しているとみられる。

図表 3 日経平均配当指数の推移



(注 1) 配当金は実績ベース。
 (注 2) 図中の凡例は 3 月決算の企業の場合の例。
 (出所) 日本経済新聞社より大和総研作成

図表 4 予想利益・予想配当の関係

予想利益 (対前年度比)	予想配当 (対前年度比)				合計
	減配	据置	増配	予想なし	
利益減少 (実績→予想)	40	42	13	9	104
減益	23	37	13	9	82
赤字転換	14	3			17
赤字幅拡大	3	2			5
利益増加 (実績→予想)	15	33	22	9	79
増益	6	29	21	7	63
黒字転換	4	2	1	2	9
赤字幅縮小	5	2			7
予想なし	1	3			4
合計	56	78	35	18	187

(注 1) 日経平均株価指数構成企業のうち、3 月決算の企業を対象として集計。

(注 2) 予想利益は Refinitiv ベースで平均値、予想配当は会社発表。

(出所) Refinitiv、各社開示資料より大和総研作成

² 本稿では一株当たり配当金の絶対額を基準として増減配を判断している。

【BOX】 減益増配企業の配当方針とは？

減益予想にもかかわらず増配予想の企業の特徴の一つには、配当方針で継続的な増配や安定的な配当を明記していることが特筆される（図表 5）。

例えば三菱商事は、「中期経営戦略 2021」において、前中計から掲げていた累進配当（配当を継続的に増加させる方針）を継続し、配当性向を 35%まで引き上げる目標を掲げている。丸井グループも同様に配当性向 55%を目途に「長期・継続的な増配」を目標として掲げている。同社は新型コロナの影響に鑑みて、2020 年 3 月期に当初予想していた期末配当 29 円を 22 円に引き下げたものの、通期で 50 円と前年度の 49 円から増配とし、配当方針を堅持した経緯がある。

こうした配当方針の目的としては、インカムゲインを重視した株主を引き付ける狙いがあるとみられる。配当重視の株主は、その目的からして値上がり重視の株主よりも株式を長期にわたって保有しやすく、安定株主の形成に寄与すると考えられる。

また、バリュエーション指標の一つである予想配当利回り（一株当たり予想配当/株価）との兼ね合いもあるだろう。一般的に、業績悪化などによって株価が下落すれば配当利回りが上昇してバリュエーション上の魅力は増す。しかし、予想配当利回りは予想配当を用いて算出されることから、投資家目線では業績の悪化に伴って実際の配当が減額されるリスクを拭いきれない。ここで取り上げた企業のように減益の中でも安定配当や増配の方針を堅持するスタンスを示すことは、将来の配当利回りの実現性を担保し、株価下落時の買い材料を提供する効果があると考えられる。

図表 5 減益増配企業の配当方針

会社名	業種	利益変化率 (予想、%)	一株当たり配当 (円)		配当方針
			2019年度	2020年度 (予想)	
三菱商事	卸売業	-57.7	132	134	配当は『 累進配当 』を継続し、配当性向は現在の 30%から将来的に 35%程度に引き上げていくことを目指す。
丸井グループ	小売業	-34.2	50	51	連結配当性向を2024年3月期までに55%程度を目標に段階的に高めることで、 長期・継続的な増配 をめざします。 配当については、1株当たり当期純利益（EPS）の長期的な成長に応じた継続的な配当水準の向上に努め、高成長と高還元の両立を図ります。

(注) 予想配当は会社発表ベース。利益変化率は Refinitiv ベースの予想利益と前年度の実績から計算。

(出所) Refinitiv、各社開示資料より大和総研作成

3.2. 自社株買い

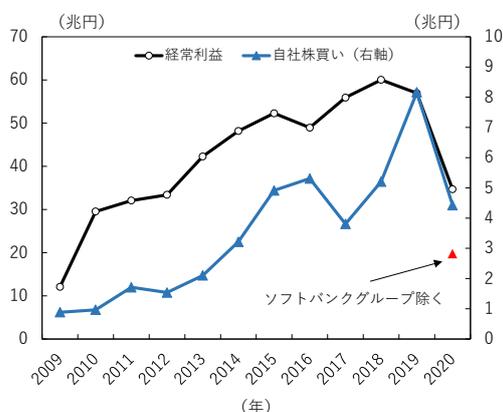
2020 年の自社株買いの総額は、約 4.4 兆円と 2019 年の約 8.2 兆円から落ち込んでいる（図表 6）。一見すると利益の落ち込みに沿っているように見えるものの、実態はソフトバンクグループの自社株買い金額が約 1.6 兆円と大きく寄与しており、これを除けば約 2.8 兆円と過去数年間の水準からの減少幅は大きい。

大幅な減少からうかがえるのは、企業が自社株買いを抑制することで、不確実性が高まった経済情勢に備えていたことである。一般的に、自社株買いは機動的に還元を行うツールであることから、自社株買いの減少は減配ほどの失望感を誘いにくく、資金の社外流出を抑制する調整弁として活用されやすいといえる。また、後述するように、株高が進んだことも自社株買いの減少に寄与しているとみられる。

業種別に見ると（図表 7）、2019 年、2020 年ともに情報・通信業の寄与が大きい。2019 年はソフトバンクグループのほか、日本電信電話（NTT）や NTT ドコモ、KDDI などの企業が積極的に自社株買いを行った。他方で 2020 年については上述のようにソフトバンクグループが大規模な自社株買いプログラムを行い、同業種の自社株買い総額の 8 割程度がソフトバンクグループによるものである。

このほか特徴的な業種としては銀行業が挙げられる。自社株買いの規模としては銀行業が全体に占める割合は大きくないものの、2019 年から 2020 年にかけての減少率が▲84%と他の業種に比べて大きいことが特徴である。背景には、コロナ禍で急増する資金需要に対応するため、自己資本の蓄積を重視したことがあるとみられる。欧米においては新型コロナの影響に鑑みて、金融当局が銀行による配当や自社株買いの停止（ないしは金額の制限）を求めるなど、踏み込んだ対応がなされていた。日本ではそうした動きは見られなかったものの、銀行の間で社外流出を抑制することによる財務健全性の維持が意識されていたといえそうだ。

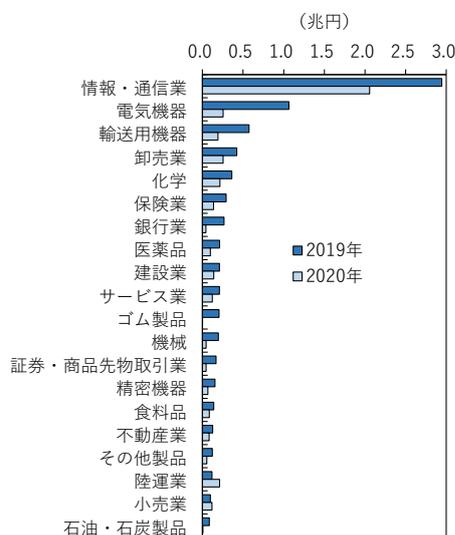
図表 6 自社株買い額の推移



（注）経常利益は全規模全産業。自社株買いは適時開示資料ベース。

（出所）財務省「法人企業統計季報」、アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

図表 7 業種別自社株買い額



（注）2019 年の金額が 500 億円以下の業種は省略。

（出所）アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

4. 株主還元を取り巻く3つの環境変化

以上に見てきたように、コロナ禍での株主還元は、配当は微減、自社株買いは多くの企業で減少となっている。これは景気の落ち込みや経済情勢の不確実性を踏まえれば違和感はない。他方で、足元では業種によって業況の回復に差が見られはじめ、企業によっては当初積み増した現金が遊休化している可能性がある。ワクチンの接種拡大に伴って新型コロナの経済への影響が剥落していく先行きにおいては、株主から手元現金の還元を迫る声が出てくることも想定できる。最後に、以下では企業が今後の株主還元を考えるうえでのポイントとなる3つの環境変化を指摘する。

①議決権行使会社の助言方針の変化

2. で述べたように、議決権行使助言業最大手のISS (Institutional Shareholder Services Inc.) は、これまで日本向けの議決権行使基準として、過去5期平均のROEが5%を下回りかつ改善傾向にない場合、経営トップである取締役の選任議案に反対を推奨するとしていた。

ところが、新型コロナの影響を受けて、同社は2020年5月に同基準の適用を一時停止すると発表している³。資本効率の向上を主な目的として自社株買いを行っていた企業にとっては、当面は自社株買いを行う必要性は低下したといえるだろう。

②株高

一般的に、自社株買いは、自社株が割安に放置されていると経営者が認識しているシグナルになり⁴株価を押し上げる効果があるとされる。自社の株が真に割安であるならば、自社株買いは有望な投資機会であり、企業価値を押し上げる可能性がある。

もともと、足元では株価指数の水準は過去に比べて高く、PERなどのバリュエーション指標も伸長している。自社の株が割安だといえる企業は多くないかもしれない。自社株買いは余剰現金を機動的に削減する有効な手段ではあるものの、足元の状況下で積極的に進めるには慎重な検討が必要だろう。

③金利高

1月末から足元にかけて、米国を中心に各国の金利の上昇が続いている。株価の高止まりと長期金利の上昇は、配当の相対的な魅力を減じるものである。日本の長期金利は日本銀行のイールドカーブコントロールによって低位に抑えられることから、長期金利より配当利回りの方が高くなるのが一般的であるものの、例えば米国においては長期金利が株価指数の配当利回りを上回ったと指摘されている⁵。共にインカムゲインである利息と配当の競合関係を踏まえれば、金利が上昇ないしは高止まりするにつれて、株主にとって株式を保有する魅力の一つが剥落し、株価に影響を与える懸念も生じるだろう。

³ 詳細は、鈴木裕「ISS 議決権行使助言方針改定 コロナ禍対応」大和総研レポート, 2020年5月13日を参照。

⁴ 実際に明確にシグナルを発した例として、2019年にソフトバンクグループの孫正義会長兼社長が自社の株価が安いとの認識を示して自社株買いプログラムを発表したことが挙げられる。

⁵ ロイター「米10年債利回り一時1.6%、S & P 500株価指数の配当利回り上回る」, 2021年2月26日