

2023年9月25日 全5頁

株主還元比率を明示した配当政策が広まる

TOPIX500 採用銘柄の約 6 割が「比率」を有価証券報告書に記載

金融調査部 主席研究員 中村 昌宏

[要約]

- 業績や純資産に連動する株主還元方針を掲げる企業が増えている。TOPIX500 指数の採用銘柄の有価証券報告書を調べると、「配当政策」に株主還元比率を記載している企業数は、2013 年度の 181 社から 2022 年度には 287 社に増えている。業種別で株主還元比率を採用している企業の割合の差は大きい。その他製品、建設業、機械、食料品では 75% を超える一方、精密機器、医薬品、小売業、電気・ガス業は 40% を下回っている。
- 株主還元方針の拡充（還元比率の引き上げ、還元策に自社株買いを追加等）も進む。株主還元比率を明示している企業のうちの約 1 割が、翌期に株主還元を拡充している。
- これらの傾向の背景には、コーポレートガバナンス・コードの適用等で企業の説明への意識がより高まったこと、②企業の現預金の水準や用途等に厳しい目を向ける国内外の機関投資家の存在感が高まっていること、③同業のライバル企業への対抗意識があること等が考えられる。今後も株主還元比率を採用したり引き上げたりする傾向が続くと予想されるが、「比率」という分かりやすさに加え、どのような考え（成長への投資、財務の改善、他社比較、資本コスト等）から今の株主還元策になったのかという「プロセス」の分かりやすさへの進展が期待される。

1. 増加傾向にある株主還元額

上場企業の株主還元が拡大している。日本経済新聞の記事（2023年9月15日付「[上場企業の配当、15兆円 デンソーなど43社上振れ 今期 手元資金豊富、PBR対策も](#)」）によると、変則決算などを除く3月期決算企業約2,360社のうち約3割が前期比で増配を予定しており、配当総額は過去最高となる15兆円になる見通しのようだ。また自社株買いに対する姿勢も積極的だ。今年度4-8月に開示された自社株の取得枠の総額（普通株式）は5兆3,707億円と、過去最高だった昨年度（5兆6,478億円）に次ぐ規模となっている。

株主還元（配当＋自社株買い）額が増加している一因に、好調な企業業績がある。大和証券の主要上場企業（全業種、210社）の業績見通しでは、当期純利益（「税引増益率」）は、新型コロナウイルス（新型コロナ）で打撃を受けた2020年度を底に増益が続いており、今後についても2023年度が前期比8.4%増、2024年度が同6.5%増と予想している。

2. 上場企業の配当政策では、株主還元比率の明示が増える

加えて、上場企業の株主還元方針が徐々に業績等に連動する内容に変わっていることも、株主還元額の一層の増加に寄与するだろう。有価証券報告書（有報）の「配当政策」の中で、「配当性向 50%以上」、「総還元性向 40%以上を目途」、「連結純資産配当率 (Dividend on equity ratio: DOE) 2.4%以上を基本方針」等のように、当期純利益や純資産の一定の比率に相当する金額を配当または自社株買いを含めた総還元として株主に還元すると明示する企業が増えている。

東京証券取引所に上場する主要企業からなる TOPIX500 指数の採用銘柄（2023 年 8 月末時点：498 社）について、過去 10 年分の有価証券報告書を調べると、配当性向、総還元性向、DOE 等の株主還元比率を明記している企業数は、2013 年度の 181 社（構成比：38.2%）から 2022 年度には 287 社（同 57.6%）に増えている（図表 1）。

また、この 10 年間では、株主還元比率を明示している企業のうちの約 1 割が、翌年に株主還元を拡充してきた傾向がうかがえる。配当性向を引き上げたり、従来の配当のみの比率から自社株買いを含めた比率にして株主還元比率を引き上げたりする企業数は、2015 年度からの 8 期間では年間 20~30 社で推移している。株主還元比率を拡充した企業を見ると、総じて中期経営計画を更新するタイミング（3 年ごと）で見直されるケースが多かった。

近年の株主還元比率を採用する企業数の変化を見ると、2020 年初頭に発生した新型コロナの影響も解消に向かっているようだ。2020~2021 年度は業況悪化で多くの企業が財務の安全性を志向し、有報の「配当政策」の中で比率に基づく株主還元方針をやめる企業や、方針自体は継続するも比率を明示しない企業が増えた（2 期間で 17 社。他、還元方針を縮小した 3 社）。しかし、このうちの 5 社は 2022 年度までに再び株主還元比率を明示している。2022 年度の株主還元比率のある企業の増加数は 20 社と、2014 年度以降で最も多い。2020~2022 年度平均で見れば年間 10 社の増加数となり、それまでの増加ペースに概ね戻っている。

図表 1 有価証券報告書の「配当政策」で還元比率を示す企業数の推移

年度（注）	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
集計対象企業数	474	483	489	492	494	496	498	498	498	498
①株主還元比率なし （前期比増減） （構成比）	293 - 61.8%	288 -5 59.6%	278 -10 56.9%	271 -7 55.1%	259 -12 52.4%	250 -9 50.4%	241 -9 48.4%	238 -3 47.8%	231 -7 46.4%	211 -20 42.4%
②株主還元比率あり （前期比増減） （構成比）	181 - 38.2%	195 +14 40.4%	211 +16 43.1%	221 +10 44.9%	235 +14 47.6%	246 +11 49.6%	257 +11 51.6%	260 +3 52.2%	267 +7 53.6%	287 +20 57.6%
うち、還元方針を…										
拡充した企業数 （前期②企業数比）		16 8.8%	28 14.4%	25 11.8%	21 9.5%	25 10.6%	21 8.5%	19 7.4%	29 11.2%	28 10.5%
縮小した企業数 （前期②企業数比）		- -	1 0.5%	1 0.5%	2 0.9%	1 0.4%	2 0.8%	1 0.4%	2 0.8%	4 1.5%

（注）年度は 4 月 1 日から翌年の 3 月 31 日までに決算期末を迎える事業年度を表す。例えば、「2022 年度」は、2022 年 4 月 1 日から 2023 年 3 月 31 日までに決算期末を迎えた各社の有価証券報告書を用いている。

（出所）各社有価証券報告書を基に大和総研作成

その一方で、業種別での差は大きい。株主還元比率を明示する企業の比率が最も高い業種は「その他製品」の80.0%で、次いで「建設業」(78.9%)、「機械」(78.1%)、「食料品」(77.8%)となっている。中でも建設業と機械の変化が大きい。2013年度時点では建設業は21.1%と15位、機械は37.5%で9位(いずれもTOPIX500に10銘柄以上ある17業種中)と他の業種より浸透していなかったが、徐々に採用する企業が増えてきた。この他、2013年度との比較で変化が大きいのは、食料品、化学、不動産業、輸送用機器である。建設業と機械を含めたこれらの6業種では、還元比率を採用している企業の比率が30%ポイント超の上昇となっている。

他方、比率が低いのは、「精密機器」(20.0%)、「医薬品」(35.0%)、「小売業」(36.4%)、「電気・ガス業」(38.5%)である。精密機器では当該期間中に2社が株主還元比率の明示を取り止め、医薬品では個社での変化はあるものの、業種内での採用社数は変わっていない。

図表2 業種別にみた株主還元比率の水準と2013年度からの変化

業種(注)	TOPIX500採用銘柄(2022年度)			2013年度との比較(注)	
	銘柄数	還元比率あり	比率	比率	変化幅
その他製品	10	8	80.0%	70.0%	+10.0%pt
建設業	19	15	78.9%	21.1%	+57.9%pt
機械	32	25	78.1%	37.5%	+40.6%pt
食料品	27	21	77.8%	46.2%	+31.6%pt
化学	45	30	66.7%	34.1%	+32.6%pt
卸売業	23	15	65.2%	73.9%	-8.7%pt
銀行業	23	15	65.2%	50.0%	+15.2%pt
不動産業	13	8	61.5%	30.8%	+30.8%pt
電気機器	51	27	52.9%	41.2%	+11.8%pt
サービス業	27	14	51.9%	39.1%	+12.7%pt
輸送用機器	19	9	47.4%	15.8%	+31.6%pt
情報・通信業	39	18	46.2%	51.6%	-5.5%pt
陸運業	24	11	45.8%	31.8%	+14.0%pt
電気・ガス業	13	5	38.5%	15.4%	+23.1%pt
小売業	33	12	36.4%	25.0%	+11.4%pt
医薬品	20	7	35.0%	35.0%	+0.0%pt
精密機器	10	2	20.0%	44.4%	-24.4%pt
(小計)	428	242	56.5%		
その他	70	45	64.3%		
合計	498	287	57.6%		

(注) 図表中の業種は、2023年8月末時点のTOPIX500に10銘柄以上ある業種。シャドーのかかった業種は、比率が2013年度から30%ポイント以上の上昇となったことを表す。なお、当該業種に属する銘柄で2013年度の有価証券報告書が入手できなかった場合は、2013年度の比率の計算から除外している。

(出所) 各社の有価証券報告書を基に大和総研作成

3. 実際の総還元性向は「30%超 40%以下」が多い

株主還元比率の採用が進み、また比率の上方改定も多いことは、実際の企業の総還元性向(当期純利益に対する配当総額、自社株買い合計額の比率)に影響を及ぼしている。当該期間内に決算期を変更した企業を除いたTOPIX500採用銘柄(456社)で見ると、総還元性向の中央値は、

29.4%（2013年度）から43.0%（2022年度）に上昇している（図表3）。

また、分布の分散も進んでいる。2013年度は、「20%超 30%以下」の総還元性向に約3割（29.1%）にあたる130社が集中していた。その後、より高い総還元性向の企業が増え、2019年度以降は最も企業数の多い総還元性向が「30%超 40%以下」となっている。企業数が最も多いと言っても2022年度は80社と全体比では2割弱（17.5%）である。全般的には総還元性向の高い企業が増え、2022年度はTOPIX500の4割強（43.2%）の企業で60%を超えている。コロナ禍前の好業績だった2017年度では24.2%にすぎなかったことを踏まえると、企業の株主還元への姿勢（結果）が積極的になったと言えよう。

図表3 TOPIX500 採用銘柄の総還元性向分布

総還元性向	2013		2014		2015		2016		2017	
	企業数	累積分布								
100%超	29	6.5%	32	7.2%	40	8.9%	39	8.6%	18	4.0%
90%超 100%以下	6	7.8%	7	8.7%	5	10.0%	3	9.3%	11	6.4%
80%超 90%以下	9	9.9%	7	10.3%	13	12.9%	11	11.8%	15	9.7%
70%超 80%以下	7	11.4%	9	12.3%	17	16.7%	23	16.9%	14	12.7%
60%超 70%以下	15	14.8%	15	15.7%	20	21.1%	19	21.1%	17	16.5%
50%超 60%以下	25	20.4%	26	21.5%	26	26.9%	34	28.6%	35	24.2%
40%超 50%以下	37	28.7%	38	30.0%	46	37.1%	47	39.0%	49	34.9%
30%超 40%以下	87	48.2%	93	50.8%	86	56.2%	87	58.3%	105	58.0%
20%超 30%以下	130	77.4%	120	77.6%	110	80.7%	119	84.7%	117	83.7%
10%超 20%以下	58	90.4%	56	90.2%	48	91.3%	39	93.3%	50	94.7%
10%以下	15	93.7%	15	93.5%	11	93.8%	10	95.6%	12	97.4%
株主還元なし	19	98.0%	18	97.5%	8	95.6%	6	96.9%	5	98.5%
最終赤字（当期損失）	9	100.0%	11	100.0%	20	100.0%	14	100.0%	7	100.0%
合計	446		447		450		451		455	
総還元性向の中央値	29.4%		30.2%		32.0%		33.3%		32.0%	
（合算）当期純利益（兆円）	22.8		24.0		23.8		25.9		35.0	

総還元性向	2018		2019		2020		2021		2022	
	企業数	累積分布								
100%超	36	7.9%	53	11.6%	31	6.8%	41	9.0%	46	10.1%
90%超 100%以下	13	10.8%	17	15.4%	8	8.6%	12	11.6%	26	15.8%
80%超 90%以下	12	13.4%	13	18.2%	12	11.2%	16	15.1%	18	19.7%
70%超 80%以下	19	17.6%	16	21.8%	16	14.7%	22	20.0%	28	25.9%
60%超 70%以下	18	21.5%	27	27.7%	36	22.6%	26	25.7%	24	31.1%
50%超 60%以下	40	30.3%	44	37.4%	48	33.2%	39	34.2%	55	43.2%
40%超 50%以下	53	42.0%	58	50.1%	55	45.3%	64	48.2%	52	54.6%
30%超 40%以下	105	65.1%	100	72.1%	88	64.6%	84	66.7%	80	72.1%
20%超 30%以下	107	88.6%	61	85.5%	68	79.6%	78	83.8%	63	86.0%
10%超 20%以下	28	94.7%	26	91.2%	20	84.0%	38	92.1%	24	91.2%
10%以下	9	96.7%	6	92.5%	4	84.8%	7	93.6%	6	92.5%
株主還元なし	7	98.2%	7	94.1%	18	88.8%	8	95.4%	12	95.2%
最終赤字（当期損失）	8	100.0%	27	100.0%	51	100.0%	21	100.0%	22	100.0%
合計	455		455		455		456		456	
総還元性向の中央値	35.7%		40.3%		37.3%		38.1%		43.0%	
（合算）当期純利益（兆円）	33.2		25.1		23.3		41.3		40.9	

（注）当該10期間中に決算期を変更した企業や組織再編等で証券コードが変更した企業等を除く。

（出所）Refinitiv、東京証券取引所資料を基に大和総研作成

4. 株主還元比率の採用が進んだ背景と今後の展望

前掲図表 1 を見ると、この 10 年間では、特にある時期を境に株主還元比率を採用する企業数が大きく増えたわけではなく、安定して年々増えている。この流れの直接的な要因を特定することは難しいが、時代背景を考えてみると、①コーポレートガバナンス・コード（以下、「CG コード」）の適用や東京証券取引所（東証）から「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」が発出されたこと等で、企業が踏み込んだ説明を行うようになったこと、②国内外の機関投資家（投資ファンド等）の存在感の高まっていること、③同業のライバル企業への対抗意識があること、等が挙げられる。

2015 年 6 月に上場企業に適用された CG コードでは、「株主の権利・平等性の確保」等の原則があり、「原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を説明するか（コンプライ・オア・エクスプレイン）」が企業に求められている。CG コード自体に配当や株主還元の原則はないものの、有価証券報告書の「配当政策」の記載内容や量を見ると、CG コードの適用を機に、数値を用いる等で分かりやすく開示する意識が高まったと思われる。また、今年 3 月の東証からの要請を受け、PBR1 倍未満の改善に向けた取り組み内容に「株主還元の強化」が「成長投資」に次いで多いことは、今後も株主還元比率を採用する企業が増える要因となるが、2022 年度の株主還元比率の採用企業数や拡充企業数の増加にも影響したと思われる。

2 点目に挙げた投資ファンドの存在感も大きいだろう。以前から、保有目的に「増配や自社株買いなど資本政策の変更を要求することがある」等を挙げる投資ファンドはあったが、近年は投資ファンドが株主提案するケースが増えている。大和総研の調べ（吉川英徳「[2023 年 6 月株主総会シーズンの総括と示唆](#)」図表 5）、によると、アクティビスト投資家を含む機関投資家による提案を受けた企業数（いずれも 6 月株主総会シーズン）は、2021 年が 23 社、2022 年が 51 社、2023 年が 61 社と年々増えている。国内上場企業数の約 4,000 社に比べれば少ないものの、投資ファンドから増配を要求される前に、自社の成長投資や株主還元策についての方針を分かりやすく開示しておくことの重要性を、企業が意識している可能性はあるだろう。

3 点目に、同業他社への意識もあると考える。ライバル企業が株主還元比率を明示したことで、株価の相対パフォーマンスが高くなったり、投資家からの評判が良かったりする場合は、これに追随して株主還元方針を変更する動機付けになっただろう。有価証券報告書を見ると、この 10 年間で株主還元比率を採用した企業では前期比で増配しているケースが多く、他社との予想配当利回りの差で優位となった可能性は高い。

今後についても、過去 10 年と同様、新たに株主還元比率を明示する企業や比率を上方改定する企業が増える傾向が続くと予想される。新型コロナで株主還元比率を取り下げた企業の復帰に加え、投資ファンドへの対策の意味を含めた説明力の高い方針の開示が増えるだろう。一方、外部環境の変化や成長投資への考え次第では、株主還元比率が高ければ良いというわけではなく、比率を下げる経営判断も出てこよう。今後期待されるのは、「比率」という分かりやすさに加え、どのような考え（成長への投資、財務の改善、他社比較、資本コスト等）から今の株主還元策になったのかという「プロセス」の分かりやすさであろう。