

2024年4月23日 全5頁

# 増える配当方針変更と株価パフォーマンス

## 開示企業の相対株価は概ね上昇

金融調査部 主席研究員 中村 昌宏

### [要約]

- 2023年度に配当方針等を変更した企業は229社と、過去5年間で最も多い。2023年3月に東京証券取引所が上場企業に要請した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」が、方針変更企業の増加を加速させている。
- 2022年1月から2024年3月までに352件あった変更の開示内容では、①新たに比率目標を設定(124件)、②既に採用している比率の目標値の引き上げ(96件)、③方針自体の変更(32件)が多い。方針自体の変更では、2023年10-12月期以降、配当性向等よりも業績(当期純利益)の影響が小さい株主資本配当率(DOE)への変更、総還元性向から配当性向への変更が増えている。
- 市場が配当方針等の変更をどのように評価しているのかを確認するため、開示した企業の株価に注目したところ、総じて好感されている。開示翌営業日の相対株価(対TOPIX)は、352件のうちの約7割にあたる244社が上昇し、23%相当の企業はTOPIXを10%超アウトパフォームした。さらに、開示から25営業日には31%の企業が10%超のアウトパフォームとなっており、市場からの高評価が持続している。
- 今後、企業の経営層を悩ます可能性があるのは、一度上げた比率の撤回や目標値の引き下げである。今回の集計では13件の事例があったが、このうちの9件は翌営業日の相対株価がアンダーパフォームしている(開示から10営業日では10件がアンダーパフォーム)。市場は、設備投資などによって得られる利益の増加よりも、短期的には配当を好む状況にあるといえよう。
- 当面は、引き続き比率の目標を新設したり、目標値を引き上げたりする企業が増えると予想される。その中で注目されるのは、方針を変更する企業数、自社株買いへの姿勢、DOE採用等の変更内容である。企業が1年前に比べて自社株買いの効果が低くなったと考えているのか、また将来の業績への不安や「安定配当」志向の高まりでDOEの採用が増えるか等は、今後の企業の資金用途の変化を予想する上で重要な情報になる。

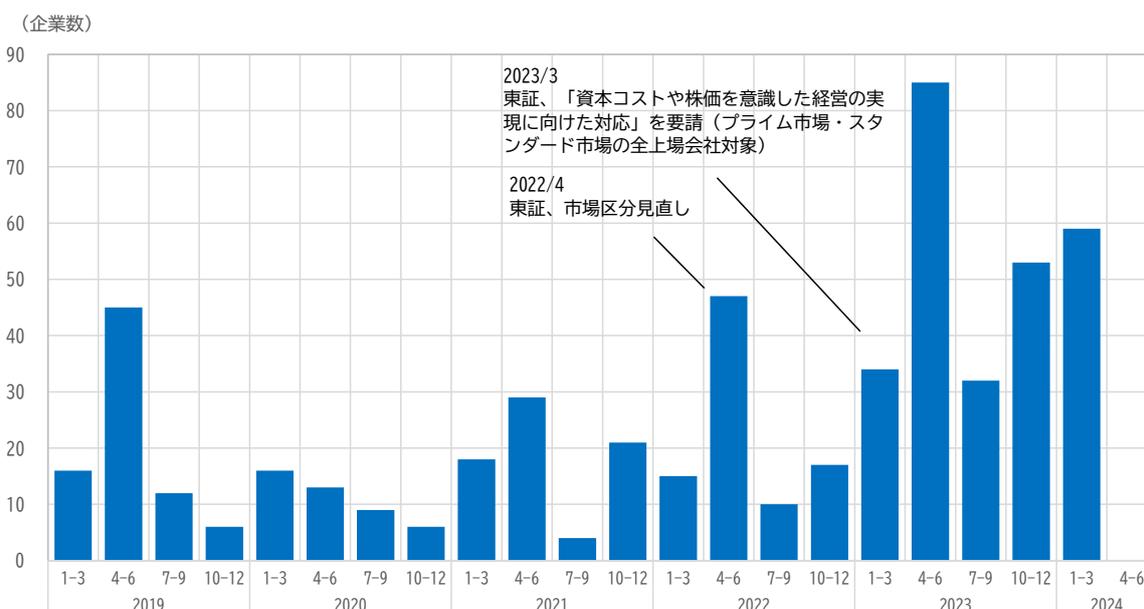
## 1. 2023年度は過去5年間で最も多い229社が配当方針等を変更

配当方針等（株主還元方針を含む）を変更する企業が増えている。表題に「配当方針」または「株主還元」を含む開示を行った企業数は、2023年度は229社と前年度の108社を大幅に上回った（参考：2019年度79社、2020年度46社、2021年度69社）。2024年に入っても、配当方針等を変更する企業は多い。この1-3月期は59社となったが、これは2019年度以降でみると1-3月期の中では最も多い。ちなみに、3月期決算企業の開示が多い4-6月期や他の四半期を含めても、2023年7-9月期の85社に次いで2番目に多い（図表1）。

配当方針等を変更する企業が増える契機となったのは、東京証券取引所（東証）による上場会社への持続的な企業価値向上の動機付けである。東証は、2022年4月に市場区分を見直し、2023年3月に上場企業に対して「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請した。2024年からは、要請に対応して開示を行っている企業の一覧、ポイントと事例を公表している。これらは上場企業の経営層に影響を与え、企業自身がそれまでの利益の使い道とその開示方法を見直し、分かりやすい説明に変えようとする流れをもたらしたと思われる。

開示の内容（次ページ図表2）をみると、投資家が企業の配当方針等を理解しやすいよう、具体的な数値目標を掲げるケースが多い。2022年1月から2024年3月までに352件あった変更の開示内容では、①新たに特定比率での数値目標を設定（124件）、②既に採用している比率の目標値の引き上げ（96件）、③方針自体の変更（32件）が多い。①の具体的な比率目標では、当期純利益を基準にするケース（配当性向、総還元性向）、または貸借対照表上の株主資本を基準にするケース（株主資本配当率、Dividend On Equity ratio : DOE）のいずれかが採用されている。

図表1 配当方針等を変更する企業が2023年から顕著に増加



(注) 資料の表題に「配当方針」または「株主還元」を含む件数。ただし、開示に「配当方針」や「株主還元」の内容が含まれていない件数は除く。

(出所) 東京証券取引所、各社開示資料を基に大和総研作成

目標値を引き上げた企業も 96 件と多い。東証の要請では、自社株買いや増配のみの対応や、一過性の対応を上場企業に期待するものではないと述べられているが、比率を高めて株主への還元を強化する動きが続いている。比率目標自体を取り下げたり（7 件）、比率の目標値を引き下げたり（6 件）する事例はあるものの、比率の新設や目標値の引き上げとの差は大きい。

32 件あった方針変更の中では、配当性向から総還元性向への切り替えが 9 件と最も多かった。集計対象の 352 件のうち、配当性向を採用している企業が 60%、総還元性向が 17%、DOE が 18% と、もともと配当性向を採用する企業が多かったことも一因と思われる。配当性向を目標としていた企業の中に、徐々にではあるが「配当だけでなく、自社株買いも株主還元を含めて取り組む」とする企業が増えているようだ。ただし、方針変更の傾向は一樣ではなく、反対に総還元性向から配当性向への変更も 4 件ある。配当性向あるいは総還元性向から DOE への変更は 7 件と、株主還元の源をフロー（当期純利益）からストック（株主資本）に変更する流れもある。

特に、2023 年 10-12 月期以降、DOE への変更、総還元性向から配当性向への変更が増えている。総還元性向から配当性向への変更は、投資家の関心に対する回答法のひとつだろう。配当性向の目標比率より高い比率を総還元性向で設定した場合、「実際の配当への還元率は以前より下がるのでは？」との投資家の不安が増す可能性はあった。また、DOE の採用、DOE への方針変更、1 株あたり年間配当金（下限）の引き上げ、累進配当の導入には、業績悪化による減配、ひいては株価下落リスクを低くしようとする姿勢が窺える。DOE は、配当性向や総還元性向に比べて業績変動の影響が小さい。東証に上場する企業の配当金総額は、新型コロナの影響で業績が落ち込んだ 2020 年度には前年度を下回ったものの、その後の業績回復の結果、2021 年度と 2022 年度はいずれも過去最高を更新している。これまでは好業績と積極的な還元方針（比率目標の新設、目標値の引き上げ）で増配となる企業も多かった。比較対象となる前期の業績のハードルが徐々に上がっている中、大幅減益に連動して減配となった場合、株価の下支え要因がなくなってしまうシナリオを回避しようとする動きといえよう。

図表 2 開示の内容は「比率目標」の新設が最も多い（2022 年 1 月～2024 年 3 月）

	全体		2022年		2023年		2024年	
		(構成比)	通年	(構成比)	通年	(構成比)	1-3月	(構成比)
開示件数	352	100%	89	100%	204	100%	59	100%
内容								
比率目標	新設	124 35%	27 30%	75 37%	22 37%			
	廃止	7 2%	2 2%	3 1%	2 3%			
目標値	引き上げ	96 27%	25 28%	57 28%	14 24%			
	引き下げ	6 2%	2 2%	3 1%	1 2%			
1株あたり配当金の下限値	引き上げ	13 4%	2 2%	11 5%	- 0%			
累進配当	導入	27 8%	3 3%	21 10%	3 5%			
方針の追加		22 6%	4 4%	13 6%	5 8%			
方針の変更		32 9%	8 9%	18 9%	6 10%			

(注) 開示資料の内容が重複（例：配当性向を引き上げると同時に累進配当を導入）する企業があるため、「内容」の合計は「開示件数」と一致はしない。

(出所) 各社開示資料を基に大和総研作成

## 2. 市場は配当方針等の変更を概ね好感している

配当方針等を変更した企業では、概ね株価パフォーマンスが良い。352 件の開示について、開示企業の翌営業日の相対株価（対 TOPIX）を見ると（図表 3）、244 件（構成比 69%）が 100%超と TOPIX を上回り、総じて市場には開示が好感されている。さらに、TOPIX を 1 割超上回った（相対株価 110%超）ケースも 80 件（同 23%）あり、投資家から期待を集めたとみられる。

投資家からの期待は、時間の経過とともに萎んでしまうケースもあるが、配当方針等の変更では期待が継続・拡大している。相対株価が 110%を超える企業数の比率は、翌営業日（起点+1：23%）から約 1 ヶ月（同+25：31%）にかけて緩やかに上昇している。単純な比較はできないが、東証の要請で「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を開示した際の市場の反応（2023 年 4 月 1 日～12 月 31 日の発表分）よりも良い。東証要請のケースでの相対株価は、翌営業日に 100%超となった比率は 69%と同じだが、110%超の比率は翌営業日が 14%、約 1 ヶ月後が 22%と、いずれも配当方針等の変更に比べて 9%ポイント低い（参考：2024 年 1 月 17 日付当社レポート「[資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応](#)」の開示と株価パフォーマンス）。自社の事業環境の説明や資本コスト等の難しい説明の多い東証要請の開示に比べ、配当方針等の変更の方が理解しやすいこと、352 件中の 230 件（構成比 65%）で配当予想の増額修正や翌期での増配が含まれ、配当利回りでの魅力度が高まったことが、より高い評価になった要因と考えられる。

図表 3 配当方針等を変更した企業の株価パフォーマンスは総じて高い（TOPIX 対比）

相対株価	営業日	営業日					起点	営業日					営業日			
		-5	-4	-3	-2	-1		0	+1	+2	+3	+4	+5	+10	+15	+20
超	以下															
170%	170%	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	1	1	3	4	6
165%	165%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	1	1
160%	160%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	1	3	2	1
155%	160%	-	-	-	-	-	-	-	2	-	-	1	1	2	2	1
150%	155%	-	-	-	-	-	-	-	1	2	3	3	2	-	1	1
145%	150%	-	-	-	-	-	-	-	-	3	2	1	3	-	-	1
140%	145%	-	-	-	-	-	-	-	-	1	2	2	4	1	4	4
135%	140%	-	-	1	-	-	-	-	6	7	2	5	2	5	2	4
130%	135%	1	1	-	-	-	-	-	9	4	9	7	6	6	7	2
125%	130%	-	-	-	1	-	-	3	6	6	4	2	8	12	13	16
120%	125%	1	1	1	-	-	-	10	7	5	5	8	9	17	11	11
115%	120%	-	1	2	1	-	-	27	13	21	21	19	23	19	23	22
110%	115%	4	2	3	1	2	-	40	41	33	31	40	35	31	36	35
105%	110%	20	15	9	6	3	-	61	50	56	56	49	54	53	40	46
100%	105%	146	154	156	164	168	-	103	104	91	88	79	64	51	60	54
(相対株価=100%)		-	-	-	-	-	352	-	-	-	-	-	-	-	-	-
95%	100% <sup>(*)</sup>	158	165	171	172	174	-	74	70	75	76	81	75	74	54	44
90%	95%	20	11	7	5	3	-	21	29	31	35	37	36	39	45	41
85%	90%	-	-	-	-	-	-	10	9	10	9	8	16	20	23	25
80%	85%	-	-	-	-	-	-	2	3	5	4	5	8	9	9	16
75%	80%	-	-	-	-	-	-	1	1	-	2	3	2	3	4	6
	75%	-	-	-	-	-	-	-	1	1	1	-	2	3	4	4
合計		350	350	350	350	350	352	352	352	352	352	352	352	351	345	341
100%超の企業数		172	174	172	173	173	-	244	239	230	225	218	213	203	206	205
100%未満	〃	178	176	178	177	177	-	108	113	122	127	134	139	148	139	136
110%超	〃	6	5	7	3	2	-	80	85	83	81	90	95	99	106	105
合計比		2%	1%	2%	1%	1%	0%	23%	24%	24%	23%	26%	27%	28%	31%	31%

(注)「起点」は開示が 15 時以降であれば開示日、15 時より前であれば前営業日としている。また、相対株価が「95%超 100%以下」の行は、「100%」を別の行で表しているため、「95%超 100%未満」となる。

(出所) LSEG、Bloomberg を基に大和総研作成

### 3. 上げた比率の目標値は下げづらい

配当方針に比率の目標を新設したり、目標値を引き上げたりするのは10年以上続く傾向である。TOPIX（東証株価指数）の構成銘柄の中で時価総額や流動性が高い TOPIX500 の企業で見ると、「配当政策」に株主還元比率を記載している企業の割合は2013年度の4割弱から2022年度には6割弱へと上昇している。また、比率の目標を有する企業数の約1割で、毎年、比率の引き上げや自社株買いの追加等の拡充が図られている。

しかし、一度掲げた比率の目標を撤回したり、目標値を引き下げたりするのは、市場の反応を考えると、そう簡単ではないだろう。今回の集計では13件の事例があるが、このうちの10件で相対株価が100%を下回っている。残りの3件は配当予想を増額修正したことが市場から評価されていたものと推察される。

2023年3月の東証による「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請には、日本企業のROE（自己資本利益率）やPBR（株価純資産倍率）の低さを解消させる狙いがある。多くの企業は、成長戦略、財務・資本戦略、IR戦略を軸に取り組みを始めている。その中で、配当や自社株買いは戦略の中の一つではあるものの、外部環境等によっては方針が変わるケースもある。しかし、今回の検証結果によると、比率目標を撤回または引き下げた企業のうち、株主還元から成長投資等への資金配分を増やそうとするケースは、短期的には市場からは好まれていない。市場参加者は投資の成果でもたらされる利益の増加よりも、短期的には目先の配当を好む傾向にあるといえる。このような中で、株価へのマイナスの影響を留めながら、成長投資への配分を高めようと配当政策の見直しを検討する場合は、成長投資がもたらす利益の増加額の期待値、その確度、リスク要因等を、市場に向けて発信する必要があるだろう。

### 4. 今後の展望

東証の要請や株価パフォーマンスを踏まえると、引き続き、配当方針等の中に比率の目標を新設したり、目標値を引き上げたりする企業は増えるかと予想される。中でも、方針の内容を変更する企業が増えるか、比較的時価総額が小さい東証スタンダード企業に広がるかが注目されよう。

方針変更では、自社株買いへの姿勢とDOEの採用動向が注目される。2023年からの株高で、企業が1年前に比べて自社株買いの効果が低くなったと考えているのか、また将来の業績への不安や「安定配当」志向の高まりでDOEの採用が増えているか等は、今後の企業の資金調達や資金使途の変化を予想する上で重要な情報になると考える。

東証のスタンダード市場に上場する企業数はプライム市場とほぼ同じであるのに対し、今回の開示件数では6割がプライム企業、3割がスタンダード企業と差が大きい。東証の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の開示でも、スタンダード企業はプライム企業よりも進捗が遅れている。スタンダード企業が東証要請への対応を進め、配当政策等に比率目標を設定すれば、投資家とのコミュニケーションにはプラスになると予想される。