

2024年7月2日 全7頁

# 配当方針を変更した企業の特徴と株価

時価総額 100 億円～1,000 億円、PBR=0.9 倍未満の企業が多い

金融調査部 主席研究員 中村 昌宏

## [要約]

- 2024年4-6月期に配当方針等を変更した企業は133社と、2009年以降の四半期で最も多い。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。中でも、時価総額では100億円から1,000億円、PBRでは0.3倍から0.9倍だった企業が、より積極的に株主への還元方針を見直している。
- 配当方針変更の内容としては「比率目標の新設、または目標値の引き上げ」が多いものの、開示件数に占める比率は低下した。代わって、配当金の水準を維持または引き上げる「累進配当の導入」や配当性向や総還元性向から株主資本配当率（DOE）への変更等の「方針の変更」が増えている。
- 株式市場では、配当方針等の変更の開示を概ね好感している。2022年1月以降に変更を開示した企業では、3社に2社で翌営業日の相対株価がTOPIXを上回っている。ただし、変更の開示と併せて配当予想等の増額があるかどうかで、株価パフォーマンスの持続力は異なる。
- 6月末時点ではPBRが1倍未満の企業が全体の4割を占めているため、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思込まれる。その一方で、4-6月期に見られた変化のように、業績（当期純利益）の変動の影響が相対的に小さい累進配当やDOE等への方針の変更、比率目標の廃止や引き下げ等の動きも増えると思われる。

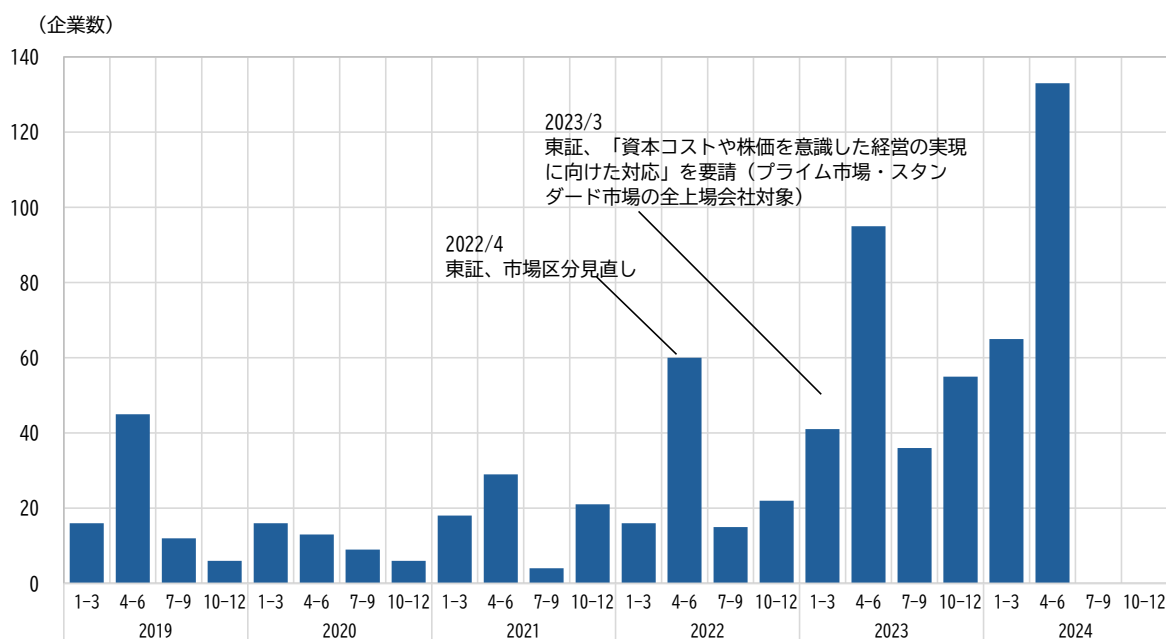
## 1. 四半期ベースで過去最高となった配当方針等の変更開示

2023年3月末に東京証券取引所（東証）が「資本コストと株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を行い、上場会社への持続的な企業価値向上の動機付けが行われて以降、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。2024年4-6月期は3月期決算企業の決算発表があり、それに併せて配当方針等を見直す企業がある。このため季節的には最も開示件数が多い四半期であるが、より多くの企業が配当方針等を変更している。「配当方針」「配当政策」「株主還元」のいずれかを表題に含む開示を行った企業数の推移をみると、2024年4-6月期は133社と、データ入手可能な2009年以降の四半期で最も多かった（図表1）。

他方、開示された内容を見ると、これまでの中心だった「比率目標の新設、または目標値の引き上げ」の傾向から3つの変化が表れている（次ページ、図表2）。1点目は「比率目標を新設する傾向の低下と目標自体の廃止」である。配当性向や総還元性向等の比率目標を新たに設定したケースは28件と多いものの、全体に占める比率は21%と前年同期の37%や前四半期の34%に比べて低下している。また、目標を廃止する例は5件と少ないが、比率は徐々に上昇している。

2点目は、配当金の水準を維持または引き上げる「累進配当の導入」である。2024年4-6月期では22件と1年前（7件）から大幅に増えている。既に採用していた比率目標に累進配当を追加する例もあれば（8件）、比率目標は導入せずに累進配当のみを採用するケース（7件）、比率目標から累進配当に切り替えるケース（4件）等がある。

図表1 配当方針等を変更する企業が増えている



(注) 資料の表題に「配当方針」「配当政策」「株主還元」のいずれかを含む件数。ただし、開示に配当の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

図表 2 「比率目標の新設」比率が低下し、「累進配当」や「方針の変更」の比率が上昇

	前年同期		前四半期		今四半期	
	2023年		2024年		2024年	
	4-6月	(構成比)	1-3月	(構成比)	4-6月	(構成比)
開示件数	95	100%	65	100%	133	100%
内容						
比率目標						
新設	35	37%	22	34%	28	21%
廃止	1	1%	2	3%	5	4%
目標値						
引き上げ	29	31%	16	25%	39	29%
引き下げ	2	2%	1	2%	3	2%
累進配当						
記載あり	7	7%	3	5%	22	17%
1株あたり配当金の下限値						
記載あり	15	16%	7	11%	17	13%
うち、新設	3	3%	-	0%	3	2%
うち、引き上げ	9	9%	6	9%	9	7%
方針の追加	10	11%	6	9%	17	13%
方針の変更	9	9%	7	11%	21	16%

(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

3点目は、「方針の変更」である。開示件数に対する比率は16%と、前年同期の9%や前四半期の11%から上昇している。これまでの方針に新たな基準を追加する「方針の追加」も比率はやや上昇しているものの、「変更」の方が比率の上昇幅は大きい。4-6月期に方針を変更した21件の主な内訳は、配当性向や総還元性向から株主資本配当率(Dividend On Equity ratio:DOE)への変更が9件と最も多く、次いで配当性向から累進配当への変更が3件、配当性向から1株あたり年間配当金の下限値への変更が3件、配当性向から総還元性向への変更が2件と続く。

累進配当やDOEは、配当性向に比べて配当金が業績(当期純利益)変動の影響を受けにくい。投資家は配当利回りに基づく投資判断ができ、企業は業績が悪化して株価が下落する局面を迎えても、配当利回りの魅力が高まることで、株価が落ち着くことを期待できるメリットがある。株式相場がこの1年で大幅に上昇したこともあり、上昇した自社の株価を下支えするような方針を取り入れる企業が増えている。

## 2. 時価総額100~3,000億円の企業の開示が目立つ

東証の要請は全上場企業を対象としているが、時価総額やPBR(株価純資産倍率)からみると、より敏感に反応した企業の特徴が浮かび上がる。例えば、時価総額が大きい企業は、一般的に国内外の機関投資家からの注目度が高いが、配当政策等の変更の開示については、時価総額が最も大きいグループというよりは、これに次ぐグループが、より積極的に動いている。

図表3は、東証要請後の2023年4月以降で配当方針等を変更した384社を対象に、時価総額別の企業数と構成比を、全上場企業と比較している(時価総額は2023年3月末時点、上場企業

は2024年3月末時点)。構成比の差に表れているように、変更開示した企業は時価総額が100億円から1兆円の区分で全体に比べて多い。この区分は、時価総額ランキングでいえば、最上位ではないものの、上位から5~60%の位置に相当する。中でも、時価総額が100億円から1,000億円の区分が、上場企業全体の構成比を大幅に上回っている(15.7%ポイント)。他方、100億円以下の区分は20社に1社程度しか開示していない。この区分では東証株価指数(TOPIX)に採用されていない銘柄が多く、機関投資家等からの開示に対する圧力をそれほど受けず、開示体制の強化に対する経営の優先度がそれほど高くないと推察される。

配当方針等の変更の開示は、株式市場では高く評価されている。2023年3月末から2024年6月末までの株価変動率を基に、時価総額の区分ごとに該当企業での中央値を比較すると、開示企業のある100億円から5兆円以下の7つの全区分で、開示企業が全上場企業を上回っている。中でも3,000億円から1兆円以下では両者の差(37%ポイント~41%ポイント)は100億円から3,000億円の区分での差(7%ポイント~26%ポイント)を大きく上回っている。

図表3 時価総額からみた開示企業の特徴

時価総額は2023年3月末時点	① 開示企業 (2023/4以降の開示)			② 上場企業			差分 (単位: %pt)	
	企業数	構成比	株価 変動率*	企業数	構成比	株価 変動率*	構成比	株価 変動率*
	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)	(B)-(E)	(C)-(F)
20兆円超	-	-	-	1	0.0%	+75%	-0.0	-
10兆円超 20兆円以下	-	-	-	4	0.1%	+12%	-0.1	-
5兆円超 10兆円以下	-	-	-	26	0.7%	+47%	-0.7	-
1兆円超 5兆円以下	4	1.0%	+34%	114	2.9%	+30%	-1.9	+4
5,000億円超 1兆円以下	15	3.9%	+62%	107	2.7%	+21%	1.2	+41
3,000億円超 5,000億円以下	14	3.6%	+56%	116	2.9%	+19%	0.7	+37
2,000億円超 3,000億円以下	17	4.4%	+30%	117	3.0%	+23%	1.5	+7
1,000億円超 2,000億円以下	37	9.6%	+47%	273	6.9%	+21%	2.7	+26
100億円超 1,000億円以下	219	57.0%	+30%	1,628	41.3%	+18%	15.7	+13
100億円以下	71	18.5%	+21%	1,457	37.0%	+9%	-18.5	+12
未上場など	7	1.8%	-	95	2.4%	-	-0.6	-
合計	384	100.0%	+31%	3,938	100.0%	+15%		+16

(注)「② 上場企業」は、2023年3月末時点での国内市場上場企業(PRO Marketを除く)。

(出所) LSEG を基に大和総研作成

### 3. PBR では0.3倍から0.9倍の企業の開示が目立つ

PBRでは、1倍未満の企業ほど積極的に配当方針等を変更している。東証の要請以降、PBRが1倍を下回る企業では、決算説明会の資料の中で、現状の分析、1倍割れの原因や改善に向けた方策の記載を充実させるケースが目立っている。配当方針等の変更の開示は、このようなPBR1倍割れ企業の動きと一致している。

図表4は、前掲図表3と同様に、東証要請後に配当方針等を変更した384社について、PBRの水準別の企業数と構成比を、全上場企業と比較している（PBRは2023年3月末時点）。構成比の差を見ると、PBRが0.3倍から0.9倍の区分で、変更を開示した企業が全上場企業を上回っている。中でも、0.6倍から0.8倍の区分での差が3%ポイント超と大きい。ただし、株価上昇率についてはそれほど市場との差は表れていない。この区分では、市場を上回っているものの（2%ポイント～6%ポイント）、0.3倍から0.5倍（15%ポイント～41%ポイント）ほどではない。PBRの水準別にみた株価変動率が、開示企業も上場企業もともに低PBRほど高いように、計測期間中は低PBRのバリュー株の人气が高かった時期である。低PBR銘柄が投資対象として志向される中、投資家が低PBR企業の「変化」をポジティブなサプライズとして評価し、その企業の将来に期待したものと考えられる。

低PBR企業の株価が上昇した結果、2023年3月末時点でPBRが1倍割れだった237社のうち、48社が1倍を上回るに至っている（2024年6月末時点）。ただし、この間にTOPIXが40%上昇しており、結果的にするなど、株式相場が全般的に活況だった影響が株価を押し上げた側面もあった。PBRが1倍のラインを超えた48社の中で、株価上昇率がTOPIXを上回った企業に絞ると、該当企業は35社となる。

図表4 PBRからみた開示企業の特徴

PBRは2023年3月末時点	① 開示企業 (2023/4以降の開示)			② 上場企業			差分 (単位：%pt)	
	企業数	構成比	株価 変動率*	企業数	構成比	株価 変動率*	構成比	株価 変動率*
	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)	(B)-(E)	(C)-(F)
5.0倍超	21	5.5%	+1%	335	8.5%	▲17%	-3.0	+18
2.0倍超 5.0倍以下	36	9.4%	+16%	666	16.9%	+0%	-7.5	+16
1.5倍超 2.0倍以下	27	7.0%	+39%	336	8.5%	+7%	-1.5	+32
1.0倍超 1.5倍以下	56	14.6%	+20%	584	14.8%	+12%	-0.2	+7
0.9倍超 1.0倍以下	18	4.7%	+28%	193	4.9%	+15%	-0.2	+13
0.8倍超 0.9倍以下	26	6.8%	+24%	228	5.8%	+18%	1.0	+6
0.7倍超 0.8倍以下	37	9.6%	+30%	239	6.1%	+24%	3.6	+6
0.6倍超 0.7倍以下	43	11.2%	+28%	287	7.3%	+26%	3.9	+2
0.5倍超 0.6倍以下	39	10.2%	+53%	293	7.4%	+28%	2.7	+25
0.4倍超 0.5倍以下	31	8.1%	+46%	265	6.7%	+31%	1.3	+15
0.3倍超 0.4倍以下	28	7.3%	+68%	221	5.6%	+27%	1.7	+41
0.3倍以下	15	3.9%	+69%	142	3.6%	+36%	0.3	+32
PBRマイナス	-	-	-	30	0.8%	-	-0.8	-
未上場など	7	1.8%	-	119	3.0%	-	-1.2	-
合計	384	100.0%	+31%	3,938	100.0%	+15%		+16

(注) PBRの計算で分母となるBPS (Book-value Per Share: 1株あたり純資産) は、2023年3月31日またはこれ以前で最も近い四半期末 (例: 2023年2月28日) を用いている。

「② 上場企業」は、2023年3月末時点での国内市場上場企業 (PRO Market を除く)。

「株価変動率\*」は、該当する区分の「企業数」での中央値。

(出所) LSEG を基に大和総研作成

## 4. 「増配」がない事例ではアナウンス効果は失速

配当方針等の変更の開示は、一般的に開示企業の株価を上昇させている。2022年1月から2024年6月までの対象となる開示538件について、開示企業の翌営業日の相対株価（対TOPIX）を調べると、353件（構成比66%）が100%超とTOPIXを上回り、総じて市場に好感されている。さらに、TOPIXを1割超上回った（相対株価110%超）ケースも117件（同22%）あり、投資家から期待を集めたとみられる。

ただし、開示の内容が配当性向や総還元性向等で目標とする比率を引き上げたとしても、それが「配当予想の増額修正」や「新しい事業年度での増配計画」を伴っていない場合は、増配を伴う開示に比べて株価パフォーマンスが低い。次ページの図表5は、当該538件の開示について、同時に増配があるケース（366件、上図）と増配がないケース（172件、下図）に分け、開示日を起点に前後5営業日と開示後10、15、20、25営業日後の相対株価の企業数を表している。

これによると、翌営業日に相対株価がTOPIXを上回った（相対株価100%超）企業数は、「増配あり」は67%、「増配なし」は62%とほぼ同じだが、TOPIXを大きく上回ったケースに絞ると（1割超。相対株価110%超）、26%、13%と2倍の開きがある。また、アナウンス効果の持続力も異なる。25営業日後に相対株価が100%超だった企業数の比率では、「増配あり」が63%と6割台を維持しているのに対し、「増配なし」では53%に低下している。「増配なし」では10営業日以降は50%を下回る日もあり、アナウンス効果がほぼ解消されてしまっている。

## 5. 今後の見通し

日経平均株価（終値）は2023年3月末の28,041円48銭から2024年6月末の39,583円08銭と大幅に上昇している一方で、6月末時点でPBRが1倍割れとなっている企業は上場企業全体の4割にのぼっている。このような状況を踏まえると、PBRが1倍割れの企業を中心に、配当方針等の変更するケースは今後も多いと予想される。新たに配当性向等の比率目標を設定したり、既に採用した目標値を引き上げたりする内容が中心になるだろう。その一方で、足元で見られた変化のように、基準の変更、目標値の取り下げや引き下げ等が、事業の特性として業績（当期純利益）の変動が大きい企業、成長投資を加速させる企業を中心に増えると思われる。

株主に対する利益還元の比率には各社に共通するような正解はないが、開示内容のわかりやすさや株価への効果に対する意識する傾向が、今後、より高まるだろう。累進配当やDOEは業績の変動の影響が配当性向に比べて小さい反面、投資家に「今後利益が増加した場合、配当金はどの程度増えるのか？」と思われる可能性がある。投資家とのコミュニケーションの質を高める意味で、配当性向等のように業績に連動しやすい方針と併せる企業が増えると予想される。他方、比率目標は引き上げても配当予想の修正（増額）等を伴わないケースでは、TOPIXに対して株価を押し上げる効果が相対的に小さいため、比率目標だけを引き上げることに慎重になると考えられる。



図表5 配当方針等を変更した企業の株価パフォーマンス（上：増配あり、下：増配なし）

営業日 相対株価	営業日					起点 0	営業日					営業日					
	-5	-4	-3	-2	-1		+1	+2	+3	+4	+5	+10	+15	+20	+25		
超	以下																
170%									1	1	1	1	2	3	6		
165%	170%						増配あり				1			1			
160%	165%										1		3	2			
155%	160%							1				2	2	1			
150%	155%							1	1	2	3	2		1	1		
145%	150%									3	2	1	3	1	1	3	
140%	145%								1	2	2	2		5	4		
135%	140%		1					6	8	2	5	3	7	4	6		
130%	135%	1	1					13	8	12	10	8	5	8	4		
125%	130%			1				4	8	7	5	8	18	12	16		
120%	125%							14	8	8	10	16	16	12	11		
115%	120%	1	1	1				35	18	25	26	22	18	29	26		
110%	115%	3	2	3		1		42	43	34	35	39	35	31	40		
105%	110%	16	16	11	6	5		63	59	60	58	51	59	53	53		
100%	105%	153	156	166	164	167		89	90	85	79	75	65	68	56		
(相対株価=100%)						366											
95%	100% <sup>(*)</sup>	170	175	175	185	189		79	72	74	81	69	57	49	55		
90%	95%	22	15	9	10	4		30	35	34	33	35	40	45	36		
85%	90%							8	9	12	13	20	25	28	29		
80%	85%							1	1	4	2	6	7	5	10		
75%	80%							1	1		2	1	2	3	3		
	75%								1	1	1	2	2	2	3		
合計		366	366	366	366	366	366	366	366	366	366	365	364	364	364		
100%超の企業数		174	176	182	171	173		247	247	241	234	232	231	232	228		
合計比		48%	48%	50%	47%	47%		67%	67%	66%	64%	64%	63%	64%	63%		
110%超	"	5	4	5	1	1		95	98	96	97	106	107	111	119		
合計比		1%	1%	1%	0%	0%		26%	27%	26%	27%	29%	29%	30%	33%		
超	以下																
170%													1	1			
165%	170%																
160%	165%																1
155%	160%								1			1					
150%	155%									1	1						
145%	150%											1					1
140%	145%											2	1	1	2		
135%	140%									1							
130%	135%								1		2	1	2	4			
125%	130%									1		1	1	1	4		
120%	125%	1	1	1				1	1			1	6	2	6		
115%	120%			1	1			4	4	3	4	10	10	10	8		
110%	115%	1	1	1	1	1		17	14	17	15	11	12	13	12		
105%	110%	8	5	2	2			26	24	22	26	24	17	19	22		
100%	105%	79	82	77	80	81		58	56	55	44	31	28	30	30		
(相対株価=100%)						172											
95%	100% <sup>(*)</sup>	70	74	85	85	86		44	47	44	49	47	46	30	24		
90%	95%	10	6	2		1		15	14	17	20	23	20	33	26		
85%	90%				1	1		6	7	7	6	9	11	7	8		
80%	85%			1				1	3	3	4	7	8	8	11		
75%	80%	1	1								1	1	2	3	4		
	75%												1	2	2		
合計		170	170	170	170	170	172	172	172	171	171	168	166	164	161		
100%超の企業数		89	89	82	84	82		106	101	100	92	81	78	81	86		
合計比		52%	52%	48%	49%	48%		62%	59%	58%	54%	48%	47%	49%	53%		
110%超	"	2	2	3	2	1		22	21	23	22	26	33	32	34		
合計比		1%	1%	2%	1%	1%		13%	12%	13%	13%	15%	20%	20%	21%		

(注)「増配あり」は、今期の年間配当予想を増額改訂した企業、または通期決算と同日に開示した当期の年間配当予想が前期実績を上回る企業。「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た。相対株価が「95%超 100%以下」の行は「95%超 100%未満」。

(出所) LSEG を基に大和総研作成