

2025 年 7 月 3 日 全 6 頁

2025 年上半期の配当方針等の変更と株価

減益予想が増えるも、累進配当や D0E 採用による増配効果が下支え

金融調査部 主席研究員 中村 昌宏

[要約]

- 2025 年上半期に配当方針等を変更した企業は 263 社と、2009 年以降で最も多かった（半期ベース）。2023 年 3 月に東京証券取引所が上場企業に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請したことで、資本収益性の向上や持続的な成長のための手段として、多くの上場企業が配当方針等の見直す傾向が続いている。
- 変更の内容では、目標値の引き上げ（95 件）、株主資本配当率（D0E）の採用（60 件）、累進配当の導入（52 件）が目立った。D0E と累進配当は、2023 年上半期以降、徐々に採用する企業が増えている。
- 配当方針等の変更の開示は株式市場で概ね好感されているものの、2022 年 1 月以降でみると、アナウンスメント効果は若干低下した。配当方針等を変更した企業のうち、今期を減益と予想する企業の比率が、前年同時期より約 1 割増えたことが一因と思われる。
- 配当方針を変更し、今期の業績を減益と予想する企業では、配当性向等の目標値の引き上げや、業績連動の影響が小さい D0E や累進配当の追加採用で、半数以上が増配を予定している。2025 年上半期は、このような減益・増配予想の企業の株価が底堅い。株価の反応は、開示直後で約 7 割、約 1 ヶ月後でも約 6 割の企業が、TOPIX を上回っている。今後の業績に対する不透明感が高まる中では、財務余力のある企業を中心に、配当性向の引き上げ、D0E や累進配当を検討する企業は増えるだろう。
- 今後は、政策保有株の売却のような一過性の要因による利益増の株主還元方針や、累進配当の場合での業績拡大時の配当引き上げ幅の考え方、累進配当を取り下げる可能性やその条件等について、開示内容が充実することが望まれる。

1. 配当方針の変更は2023年1-3月期から10四半期連続で前年同期を上回る

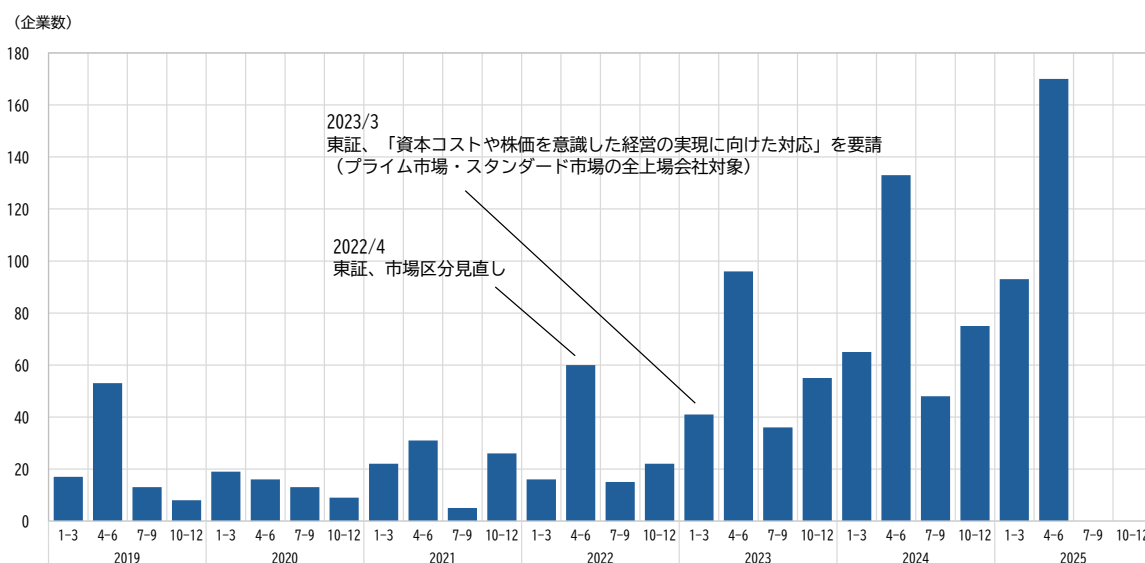
配当方針等を変更する企業が増えている。四半期毎の件数は、2023年1-3月から10四半期連続で前年同期を上回っている（図表1）。2023年3月末に東京証券取引所（東証）が「資本コストと株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を行ったことで、上場会社が持続的な企業価値向上に対する意識がより高まり、配当方針等（株主還元方針を含む）を変更する企業の増加につながっている。

2025年は、1-3月期が93件、4-6月期が170件と、上半期で263件の配当方針変更に関する開示があった。2024年上半期（198件）から3割増えた（件数は、「配当方針」「配当政策」「株主還元」「配当基準の変更」のいずれかを表題に含む開示）。

2025年上半期の特徴は、株主還元に対する姿勢を一層高める配当性向等の「比率の目標値の引き上げ」と、減配リスクの低い「累進配当」や「株主資本配当率（DOE）」の採用増である（次ページ図表2、図表3）。これまでの傾向では、配当性向等の「比率目標の新設」（図表2中の②）が開示の内容の中で最も多かったが、目標値の引き上げ（同③）が2022年上半期以降で2回目の最多となった。加えて、1回目（2024年1-6月：目標値の引き上げが59件、新設が50件）よりも今回（目標値の引き上げが95件、新設が60件）は両者の差が拡大している。目標値を導入する企業が増えるにつれて、次の株主還元強化策として目標値を引き上げる企業が増えているようだ。

次に、「追加」された方針である。新たに方針（比率目標以外の方針を含む）を設けたり追加したりする場合、通常は配当性向の件数が最も多くなるが、今回はDOEが60件、累進配当が52件と、配当性向（52件）と同等またはそれ以上となった。

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」「配当基準の変更」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

一般的には、業績が悪化すると株価が下落しやすい。当期純利益が減少するため、配当性向が一定であれば配当も減少する。これに対し、累進配当採用企業の配当水準は下がらない。また、DOE 算出に用いられる株主資本は、配当性向に用いられる当期純利益に比べれば、単年度での変動は小さいため、DOE は配当性向よりも配当水準が安定する。株価が下落しても、配当水準が安定していれば、投資家にとって徐々に配当利回り面の魅力が高まる。業績悪化の場合でも、このような投資家による「買い」で株価の下落が限定されれば、企業にとってはメリットとなろう。

図表 2 目標値を引き上げる事例が、新たに目標値を設けるケースを大きく上回る

(単位: 件数)	2022年		2023年		2024年		2025年
	1-6月	7-12月	1-6月	7-12月	1-6月	7-12月	1-6月
	件数	件数	件数	件数	件数	件数	件数
①. 開示件数	76	37	137	91	198	123	263
内容							
②. 比率目標							
新設	26	14	51	32	50	37	60
廃止	1	1	3	-	7	3	3
③. 目標値							
引き上げ	23	7	37	27	59	29	95
引き下げ	2	-	3	-	4	-	1
④. 累進配当 (「継続」を含む)	3	1	9	13	27	37	65
うち、新設、追加、切り替え	3	1	7	13	25	33	52
うち、継続	-	-	2	-	2	4	13
⑤. 1株あたり配当金の下限 (同上)	11	5	19	17	23	16	30
うち、新設、追加、切り替え	4	4	14	8	15	6	16
うち、下限値の引き上げ	3	1	3	7	3	6	11
⑥. 方針の追加	6	3	15	12	27	20	59
⑦. 方針の変更	6	4	14	9	29	12	42

(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

図表 3 「株主資本配当率 (DOE)」や「累進配当」を採用する企業が増加

(単位: 件数)	2022年		2023年		2024年		2025年
	1-6月	7-12月	1-6月	7-12月	1-6月	7-12月	1-6月
追加 (他の方針からの変更含む)							
配当性向	19	14	45	25	45	32	52
総還元性向	8	2	13	6	17	1	18
株主資本配当率 (DOE)	4	5	21	16	35	27	60
累進配当	3	1	7	13	25	33	52
配当金の下限	4	4	14	8	15	6	16
撤回 (他の方針への変更含む)							
配当性向	4	3	10	6	22	9	22
総還元性向	-	-	4	2	8	3	12
株主資本配当率 (DOE)	-	-	-	1	1	-	2
累進配当	-	-	-	-	-	-	3
配当金の下限	2	1	5	1	4	4	11

(注) 「配当方針を配当性向から DOE と総還元性向の併用に変更」の場合、「追加」では「総還元性向」と「DOE」に、「撤回」では「配当性向」に該当としている。

(出所) 各社開示資料を基に大和総研作成

2. アナウンスメント効果はやや低下

配当方針等の変更の開示は、全般的に株式市場で好感されている。2025 年 1-6 月に開示のあった企業の翌営業日の株価を調べると、増配があった企業（197 社）、なかった企業（66 社）とも、ほぼ 3 社に 2 社が対 TOPIX の相対株価が 100% 超と、株価パフォーマンスは TOPIX を上回っている（図表 4）。ただし、翌営業日以降の株価パフォーマンスは、「増配」の有無で大きく分かれている。増配があった企業では、約 1 ヶ月（25 営業日）後も相対株価が 100% を超える企業の割合が 68% であるのに対し、増配がなかった場合では 40% 弱にまで低下し、「配当方針等の変更」のアナウンスメント効果が消失している。

増配企業にとっても、アナウンスメント効果はあるものの、この半年間についてはその効果が低下したようだ。開示から 5 営業日までの 5 日間、増配のあった 197 社中、相対株価が 100% 超となった企業の比率は 63-67% の間で推移した。これは、1 年前（2024 年 1-6 月）の 61-63% より高いものの、半年前（2024 年 7-12 月）の 77-84% や、集計期間の 2022 年 1 月から 2025 年 6 月までの 66-70% より低い。

さらに、TOPIX を 1 割超上回る（相対株価 110% 超）ような「ポジティブ・サプライズ」も、開示件数の割に少なかった。開示直後の株価の反応（図表 4 中の「+1」列）は 48 社あったが、比率では 24% と、半年前の 32%、1 年前の 27%、集計期間全体の 26% のいずれも下回った。

図表 4 増配の有無別にみた対 TOPIX 相対株価の傾向

営業日	増配あり										増配なし									
	+1	+2	+3	+4	+5	+10	+15	+20	+25		+1	+2	+3	+4	+5	+10	+15	+20	+25	
1年前（2024年1～6月の開示企業）																				
合計	146	146	146	146	146	146	146	146	146		52	52	52	52	52	52	52	52	52	
100%超の企業数	89	91	91	90	92	91	91	91	91		30	29	29	25	28	20	21	25	23	
合計比	61%	62%	62%	62%	63%	62%	62%	62%	62%		58%	56%	56%	48%	54%	38%	40%	48%	44%	
110%超 //	39	34	34	34	38	42	39	38	44		8	5	6	6	6	6	7	7	9	
合計比	27%	23%	23%	23%	26%	29%	27%	26%	30%		15%	10%	12%	12%	12%	12%	13%	13%	17%	
半年前（2024年7～12月の開示企業）																				
合計	94	94	94	94	94	94	94	94	94		29	29	29	29	29	29	29	29	29	
100%超の企業数	77	79	76	72	74	74	70	70	70		15	14	19	15	17	14	13	12	13	
合計比	82%	84%	81%	77%	79%	79%	74%	74%	74%		52%	48%	66%	52%	59%	48%	45%	41%	45%	
110%超 //	30	29	27	32	30	35	33	38	36		3	2	2	3	3	1	2	2	4	
合計比	32%	31%	29%	34%	32%	37%	35%	40%	38%		10%	7%	7%	10%	10%	3%	7%	7%	14%	
今回（2025年1～6月の開示企業）																				
合計	197	196	196	196	196	194	192	192	192		66	66	66	66	66	65	65	65	64	
100%超の企業数	133	126	124	126	130	125	128	133	130		43	35	36	36	32	29	28	34	24	
合計比	68%	64%	63%	64%	66%	64%	67%	69%	68%		65%	53%	55%	55%	48%	45%	43%	52%	38%	
110%超 //	48	42	43	44	45	51	56	56	63		6	5	4	5	5	8	9	11	10	
合計比	24%	21%	22%	22%	23%	26%	29%	29%	33%		9%	8%	6%	8%	8%	12%	14%	17%	16%	
集計期間（2022年1月～2025年6月の開示企業）																				
合計	658	657	657	657	657	655	653	653	653		267	267	267	267	267	266	266	266	265	
100%超の企業数	458	453	442	433	442	433	432	438	431		164	150	156	144	144	126	122	131	128	
合計比	70%	69%	67%	66%	67%	66%	66%	67%	66%		61%	56%	58%	54%	54%	47%	46%	49%	48%	
110%超 //	173	169	166	173	182	192	196	206	220		31	28	29	30	29	35	44	46	49	
合計比	26%	26%	25%	26%	28%	29%	30%	32%	34%		12%	10%	11%	11%	11%	13%	17%	17%	18%	

（注）「増配」は、配当予想の上方修正か新年度の配当が前期比増を指す。営業日の「起点」は開示が取引時間終了後であれば開示日、それより前であれば前営業日。2025 年 6 月 30 日までの株価を基に計算。

（出所）各社開示資料、LSEG を基に大和総研作成

3. 減益予想でも「増配」への姿勢が株価を下支えする

このような「増配を含む開示でも株価にポジティブな反応が低下した」背景に、今後の業績に対する不安の高まりがあると考えられる。日本経済新聞社が東証プライム市場に上場する 3 月期企業の約 1,000 社の業績予想を集計したところ、2026 年 3 月期の純利益の合計額は前期比▲7%と、6 年ぶりの減益となるとのことである（日本経済新聞社「[上場企業 6 年ぶり減益 26 年 3 月期、車・鉄鋼で米関税と円高進行重荷](#)」、2025 年 5 月 22 日）。

配当方針等の変更を開示した企業を見ても、今期の業績に対する慎重な見方が広がっている（図表 5）。3 月期企業の決算短信の発表が集中する 4 月 1 日から 5 月 15 日の間に、新年度の業績予想を含む決算短信と同時に配当方針の変更を開示した企業は、2024 年は 89 社、2025 年は 131 社あった。この内、減益予想は 2024 年が 27 社（構成比 30.3%）、2025 年が 54 社（同 41.2%）と、減益予想の企業の比率が約 10%ポイント上昇している。

その一方で、減益予想の半数超の企業（2024 年は 15 社、2025 年は 32 社）が、前期より配当を増やす計画を発表している。さらに、減益・増配予想の企業の半数超（19 社）では、配当性向や総還元性向のような業績連動の方針を掲げている。本来、減益予想で減配となる企業が多いはずなのだが、目標値の引き上げや、業績連動性の低い累進配当や DOE も採用することで、「減益ながらも増配を予定」に至った。2025 年の減益・増配予想の 32 社の内、目標値の引き上げた企業は 14 社、DOE は 10 社（継続を含めると 19 社）、累進配当は 8 社（同 9 社）あった。

足元では、このような「減益・増配予想」は好感されている。直後の株価の反応を調べると、TOPIX を上回った企業の比率は 2024 年では 7 社と半分弱（46.7%）だったが、2025 年は 22 社と 7 割近く（68.8%）に高まっている。また、約 1 ヶ月後（25 営業日後）でも 19 社の株価は TOPIX を上回るなど、増配予想の効果が持続している。

図表 5 足元では、減益でも増配予想が株価を下支えしている

	企業数		構成比	
	2024年	2025年	2024年	2025年
開示企業数	118	157	100.0%	100.0%
業績予想なし	29	26	24.6%	16.6%
業績予想あり	89	131	75.4%	83.4%
[うち、]			[100.0%]	[100.0%]
増益予想	62	77	[69.7%]	[58.8%]
減益予想	27	54	[30.3%]	[41.2%]

4月1日から5月15日の間の決算発表シーズンに配当方針等の変更を開示した企業を対象

→ 業績予想を発表した企業で、**減益予想**とした企業の比率が**3割から4割に上昇**

減益予想（開示企業数比）	27	54	22.9%	34.4%
<うち、1株あたり配当金を>			<100.0%>	<100.0%>
前期実績より増やす	15	32	<55.6%>	<59.3%>
" と同額	9	14	<33.3%>	<25.9%>
" より減らす	3	8	<11.1%>	<14.8%>

直後^(注)の相対株価の反応

上昇した企業数		比率	
2024年	2025年	2024年	2025年
7	22	(46.7%)	(68.8%)
3	4	(33.3%)	(28.6%)
0	3	(0.0%)	(37.5%)

（注） 相対株価は「対 TOPIX」。「直後」は、開示が取引時間終了前であれば「前営業日の終値と開示日の終値」を、取引時間終了後であれば「開示日の終値と開示の翌営業日の終値」で比較した。

（出所） 各社開示資料、LSEG を基に大和総研作成

4. 今後の見通し

上半期では、株価に対する「増配を伴う配当方針等の変更開示」のアナウンスメント効果がそれまでに比べて低下しているものの、減益を予想する企業においては一定の効果が表れている。このような状況が続く保証はないが、今後、経営陣が配当政策のひとつの判断材料とする可能性はあろう。その場合、業績の悪化が想定される企業の中で、配当性向等の目標値を引き上げたり、累進配当や DOE を採用して増配に踏み切ったりするケースが増えると思われる。既に配当性向が高い企業や利益水準が徐々に減少している企業では難しいが、減益といっても一時的か、あるいは減益でもなお一定規模の利益水準が確保できる企業や、それまでの配当性向が低い企業であれば、短期的な財務リスクは限られよう。

この他では、投資家とのコミュニケーションの質を高める観点から、①政策保有株式の売却益に対する株主還元への考え、②累進配当企業の「採用期間の確度」や「増益時の配当増」に対する考えが、分かりやすく開示される例が増えることが期待される。

政策保有株式の合理性を見直して売却を決めた企業は多いが、それらの会社では3～5年先にかけて段階的な削減を計画していることから、当面、政策保有株式の売却額は高水準で推移すると見込まれる。政策保有株式の売却益は一過性のものであり、配当等の基となる当期純利益が振れやすくなる。現在の配当方針等からでは、このような一過性の要因を配当等の基準から除くのか、それとも含むのかが判別しづらいケースが多いため、売却益分の株主還元に対する説明を行う企業が増えると考えられる。

また、累進配当については、「累進」という言葉の解釈が、企業側と投資家との間で異なる可能性がある点が懸念される。「累進」という言葉から、「この企業は配当水準を引き下げたことは『絶対に』ない」と考える投資家もいるだろう。しかし、2025年上半期には累進配当から他の方針に変更した企業が3社あったように（前掲図表3）、配当方針自体が変更されるケースは珍しくない。方針を見直して累進配当を取り下げ、配当を下方修正する場合には、株価への悪影響も想定される。また、投資家は、「企業は累進配当維持のため、業績が拡大しても、将来の減配を避けるため、配当をそれほど引き上げない」と考えてしまうかもしれない。企業側は、投資家に「減配しない安心感」を累進配当の採用で伝えたいものと思われるが、今後は「累進配当を撤回するのであればどのようなケースなのか」や「業績拡大時に配当水準をどの程度引き上げるのか」といった投資家の関心を意識し、開示をより充実させることが期待される。