

増加してきた株主還元方針の見直しに一服感

2025年下半期の振り返り。開示件数は前年同期を下回る

金融調査部 主席研究員 中村 昌宏

[要約]

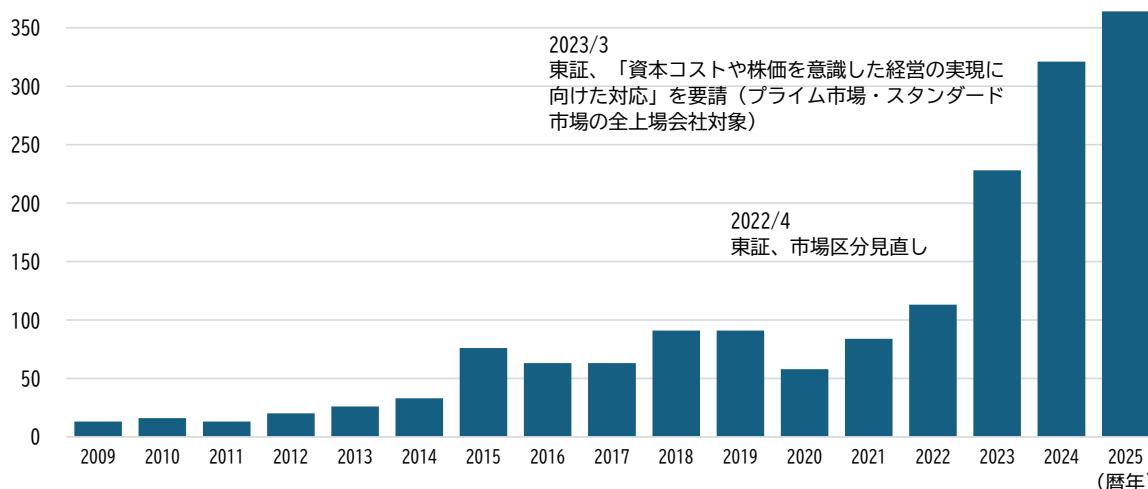
- 2025年の株主還元方針に関する開示件数は364件と2009年以降で最も多かったが、下半期に限れば前年同期を下回った。2023年3月に東京証券取引所が上場企業に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請（東証要請）し、資本収益性の向上や持続的な成長のための手段として、多くの上場企業が株主還元方針を見直す傾向が続いているものの、足元には一服感の兆しがみえる。
- 2025年下半期は増配を伴う開示も少なかった。東証要請後は開示の75%で増配内容を含んでいたが、62%に低下した。
- 採用される方針では、安定配当のメッセージ性の高い株主資本配当率（DOE）と累進配当が多い。2025年下半期に採用した企業の業種では、相対的に情報・通信業、電気・ガス業、機械が多かった。
- 「開示を行うこと」自体は、株式市場に概ね好感されている。発表直後の株価がTOPIXを上回るケースは増配内容の有無にかかわらず6割を超えている。ただし、2025年下半期は、それまで顕著だった増配の有無による差（直後の株価の騰落率がTOPIXの騰落率より10%上回る比率の差）が縮小している。
- 2023年3月の東証要請から3年が経過しようとする中、今後は東証要請後に策定した中期経営計画を見直す企業が増える。これまでの「資本コストや株価を意識した経営」を企業がどのように振り返り、今後に向けてどのように変更するかといった分析力と説明力に、市場参加者の関心が高まる予想される。

1. 2025 年の開示件数は過去最高となるも、下半期は前年同期を下回る

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」を要請（以下、東証要請）して以降、上場企業が株主還元方針を変更する動きが活発化した。年間では、2025 年は株主還元方針に関する開示件数が 364 件と、2009 年以降で最も多かった（図表 1）。しかし、その勢いが一服した可能性がある。2025 年の増加は 1～5 月の開示件数が前年同月を大きく上回ったためで、下半期は前年同期より 22 件少なかった（図表 2）。

図表 1 配当方針等を変更する企業が増えている

（開示件数）

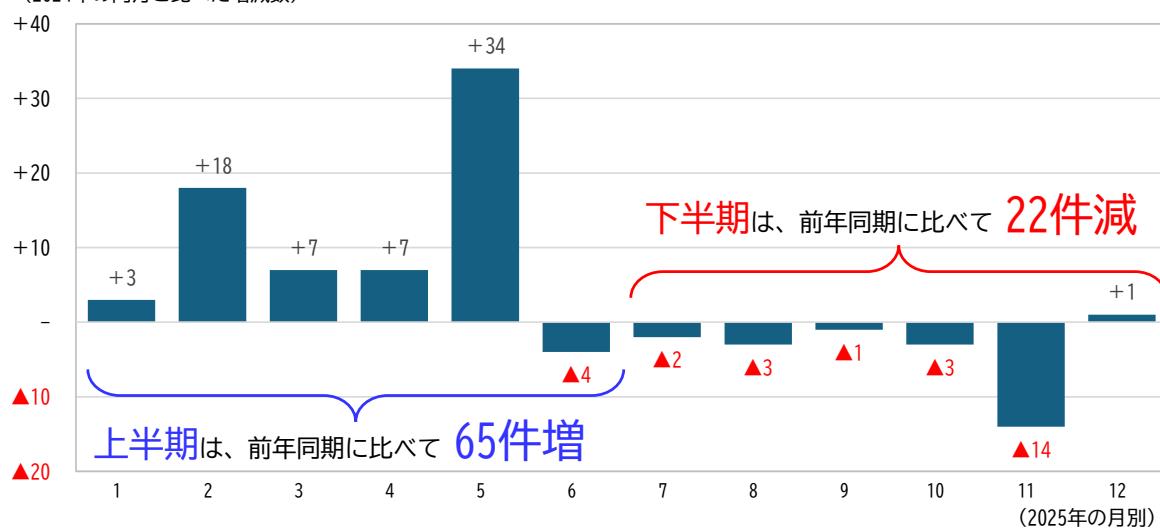


（注）資料の表題に「配当方針」、「配当政策」、「株主還元」、「配当基準の変更」のいずれかを含む件数。ただし、開示に配当の方針や株主還元の内容が含まれていない件数は除く。

（出所）東京証券取引所、各社開示資料を基に大和総研作成

図表 2 3 月期企業決算発表ピーク（5 月）を境に、開示件数は前年同月を下回る傾向に

（2024年の同月と比べた増減数）



（出所）東京証券取引所、各社開示資料を基に大和総研作成

2. 増配を伴う開示が少なかった2025年下半期

件数が減っただけでなく、増配を伴う開示も少なかった（図表3中の①）。2024年上半期から2025年上半期までの1年半（3半期累計）では、開示件数の75%（584件中の437件）に、配当予想の上方修正、または新年度の配当計画が前期実績を上回るとの内容が含まれていた。しかし、2025年下半期は62%（101件中の63件）に低下している。

要因に、過去数年に比べ、業績見通しが保守的なことが考えられる。2025年4月に米国のトランプ大統領が関税の引き上げを発表したこと、多くの上場企業が先行きの業績に慎重な見方を示していた。その後、日米間での関税率の調整があり、関税の影響が当初想定より縮小されるとの期待が高まった。足元、通期の業績見通しを期初時点から引き上げる企業も増えている。しかし、過去数年の業績と比べると、まだ総じて今期の業績の伸びは低い見込みである。結果、配当や自社株買い等の株主に還元する金額もこれまでのペース程には伸びず、株主還元方針を変更しても増配を伴わないケースが増えていると推察される。

慎重な業績予想が多いことは、内容の内訳にも表れている。具体的には、開示件数のうち、配当性向や株主資本配当率（DOE）等の比率目標の「新設」（図表3中の②）と「引き上げ」（同③）の占める割合が低下している。2023年3月の東証要請以降、これら2つの内容では、概ね8割のケースが増配を伴っている。この傾向は、2025年下半期でも変わっていない。しかし、全体に占める件数が減っている。過去2年間（2023年下半期～2025年上半期の累計ベース）は、これら2つの内容の件数比率が58%だったが、2025年下半期は50%に低下している。

図表3 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)	2023年		2024年		2025年		
	1-6月		7-12月		1-6月		
	件数	構成比	件数	構成比	件数	構成比	
①. 開示件数	137	100%	91	100%	198	100%	
うち、増配を伴う開示件数	76	55%	59	65%	146	74%	
					94	76%	
					197	75%	
						101	100%
						63	62%
内容							
②. 比率目標	新設	51	37%	32	35%	50	25%
	廃止	3	2%	–	0%	7	4%
③. 比率目標値の変更	引き上げ	37	27%	27	30%	59	30%
	引き下げ	3	2%	–	0%	4	2%
④. 累進配当（「継続」を含む）		9	7%	13	14%	27	14%
うち、新設、追加、切り替え		7	5%	13	14%	25	13%
うち、継続		2	1%	–	0%	2	1%
⑤. 1株あたり配当金の下限（同上）		19	14%	17	19%	23	12%
うち、新設、追加、切り替え		14	10%	8	9%	15	8%
うち、下限値の引き上げ		3	2%	7	8%	3	2%
⑥. 方針の追加または変更		29	21%	21	23%	56	28%
うち、追加		15	11%	12	13%	27	14%
うち、変更		14	10%	9	10%	29	15%
					16	10%	
					32	26%	
					101	38%	
					59	22%	
					42	16%	
					16	16%	
					19	19%	

（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. 安定配当を意識した株主資本配当率 (DOE) と累進配当の採用増が続く

一方で、「累進配当」や「株主資本配当率 (DOE)」の採用増は続いている。新たに方針（累進配当のような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。しかし、2025年下半期はDOEが26件、累進配当が25件と、配当性向の18件を上回った（図表4）。DOEと累進配当の件数が同時に配当性向の件数を上回るのは、2022年上半期以降で初めてである。

これらDOEや累進配当は、配当性向や総還元性向に比べ、業績悪化時の減配リスクが低い。当期純利益が減少する場合、配当性向が一定であれば配当も減少する。これに対し、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。また、1株あたり配当金を前期実績と同水準またはそれを上回るとする累進配当であれば、配当水準は下がらない。配当水準の安定は、株価下落を限定させる効果もありそうだ。一般的に、業績が悪化すると株価は下落しやすい。しかし、配当水準が安定あるいは変わらないのであれば、株価の下落に伴って徐々に配当利回り（予想）は上昇する。株価が下がっても、このような配当利回りを重視する投資家による「買い」が増え、買いが増える効果が期待できるのであれば、企業にとってDOEや累進配当を採用するメリットはあるだろう。

業種（東証33業種）毎の企業数の差が大きいため単純な比較は難しいが、2025年下半期は情報・通信業、電気・ガス業、機械が、他の業種に比べてDOEや累進配当を採用した比率が高い。特に、情報・通信業と電気・ガス業は、それまで採用比率が他業種より総じて低かったが、変化の兆しの可能性とも言えそうだ。また、DOEと累進配当はともに安定配当を意識した方針だが、業種によって採用傾向の違いもあるようだ。2025年下半期は、鉄鋼やパルプ・紙の素材産業で累進配当よりもDOEが、銀行業やサービス業でDOEよりも累進配当が選好されている。

図表4 「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	7-12月
新設、または従来の内容に追加した方針（他の方針からの変更含む）								
配当性向	19	14	45	25	45	32	52	18
総還元性向	8	2	13	6	17	1	18	1
株主資本配当率 (DOE)	4	5	21	16	35	27	60	26
累進配当	3	1	7	13	25	33	52	25
配当金の下限	4	4	14	8	15	6	16	6
撤回した方針（他の方針への変更含む）								
配当性向	4	3	10	6	22	9	22	14
総還元性向	-	-	4	2	8	3	12	4
株主資本配当率 (DOE)	-	-	-	1	1	-	2	1
累進配当	-	-	-	-	-	-	3	2
配当金の下限	2	1	5	1	4	4	11	3

(注) 例えば、「配当性向からDOEと総還元性向の併用に方針を変更」というケースでは、総還元性向とDOEを「新設、または従来の内容に追加した方針」に、配当性向を「撤回した方針」に該当するとしている。

(出所) 各社開示資料を基に大和総研作成

4. 開示に増配が含まれているか否かでの株価の反応差が縮小

開示に対する株式市場の反応は、引き続き良好だ。2025年下半期は、増配の有無にかかわらず、翌営業日の株価の騰落率がTOPIXのそれを上回ったケースが6割を超えた。市場参加者の多くは、企業の変わろうとする姿勢、積極的に説明する姿勢を評価していると推察される。

一方、2025年下半期は増配の有無による株価パフォーマンスの差が小さかった。翌営業日(図表5中の「+1」の列)の株価の騰落率がTOPIXの動きを「10%超」と大きく上回ったケースの比率は、増配を伴う場合が22%、伴わない場合が16%だった。増配を伴う場合が6ポイント(pt)高いが、直近4回の半期の中では最も小さい(2025年上半期:15pt<24%−9%>、2024年下半期:22pt<32%−10%>、2024年上半期:12pt<27%−15%>)。

図表5 増配の有無別にみた対TOPIX相対株価の差が縮小

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
集計期間 (開示:2022年1月~2025年12月)																		
合計	721	721	721	721	721	721	721	718	718	305	305	305	305	305	303	300	300	299
100%超の企業数	498	497	482	472	479	472	470	469	463	187	174	178	167	166	142	136	146	147
合計比	69%	69%	67%	65%	66%	65%	65%	65%	64%	61%	57%	58%	55%	54%	47%	45%	49%	49%
110%超	187	181	179	184	196	207	216	226	237	37	34	35	37	36	42	51	53	54
合計比	26%	25%	25%	26%	27%	29%	30%	31%	33%	12%	11%	11%	12%	12%	14%	17%	18%	18%

以下、直近2年の半期ごとの集計

① 2025年下半期

合計	63	63	63	63	63	63	63	60	38	38	38	38	38	38	37	33	32	
100%超の企業数	40	43	39	38	36	38	37	32	23	24	22	23	22	22	17	15	15	19
合計比	63%	68%	62%	60%	57%	60%	59%	51%	58%	61%	53%	55%	54%	58%	45%	41%	45%	59%
110%超	14	12	13	11	14	15	19	19	16	6	6	6	7	7	8	7	7	5
合計比	22%	19%	21%	17%	22%	24%	30%	30%	27%	16%	16%	16%	18%	18%	21%	19%	21%	16%

② 2025年上半期

合計	197	197	197	197	197	197	197	197	66	66	66	66	66	66	66	66	66	
100%超の企業数	133	127	125	127	131	126	129	134	43	35	36	36	32	29	28	34	24	
合計比	68%	64%	63%	64%	66%	64%	65%	68%	65%	53%	55%	55%	48%	44%	42%	52%	36%	
110%超	48	42	43	44	45	51	57	57	64	6	5	4	5	5	8	9	11	10
合計比	24%	21%	22%	22%	23%	26%	29%	29%	32%	9%	8%	6%	8%	8%	12%	14%	17%	15%

③ 2024年下半期

合計	94	94	94	94	94	94	94	94	29	29	29	29	29	29	29	29	
100%超の企業数	77	79	76	72	74	74	70	70	15	14	19	15	17	14	13	12	13
合計比	82%	84%	81%	77%	79%	79%	74%	74%	52%	48%	66%	52%	59%	48%	45%	41%	45%
110%超	30	29	27	32	30	35	33	38	3	2	2	3	3	1	2	2	4
合計比	32%	31%	29%	34%	32%	37%	35%	40%	10%	7%	7%	10%	10%	3%	7%	7%	14%

④ 2024年上半期

合計	146	146	146	146	146	146	146	146	52	52	52	52	52	52	52	52	
100%超の企業数	89	91	91	90	92	91	91	91	30	29	29	25	28	20	21	25	23
合計比	61%	62%	62%	62%	63%	62%	62%	62%	58%	56%	56%	48%	54%	38%	40%	48%	44%
110%超	39	34	34	34	38	42	39	38	8	5	6	6	6	6	7	7	9
合計比	27%	23%	23%	23%	26%	29%	27%	26%	15%	10%	12%	12%	12%	13%	13%	13%	17%

(注)「増配」は、進行中の決算期の配当予想の上方修正、または新年度の配当計画が前期実績を上回る内容を示す。なお営業日の「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。

(出所) 各社開示資料、LSEGを基に大和総研作成

5. 今後は「資本コストや株価を意識した経営」の自己分析等が注目点

2025年下半期の開示件数が前年同期を下回ったことを踏まえると、2026年の件数が2025年を下回る可能性は少なくない。株主還元方針を見直す企業が急増した背景に2023年3月の東証要請があったと考えると、次の中期経営計画（中計）の更新のタイミングや外部環境の大きな変化があるまでは、現行の方針を維持しようとする企業は少なくないだろう。

また、株主還元方針を見直す動きが、相対的に小規模の企業が中心だったことも関係しているだろう。東証では、時価総額や流動性等の規模に応じ（[東証規模別株価指數](#)）、TOPIXの中でも大型株や中型株からなる上位500社（TOPIX500、2025年12月末時点：497社）、小型株となるTOPIX500以外のTOPIX構成企業（TOPIX Small、同1,167社）の区分に分類している。この他、TOPIXに含まれない企業が2,113社ある。これらの3つの区分で株主還元方針を変更した企業の比率は、小型株が27.8%と、大型・中型株の18.3%、その他（TOPIX非構成企業）の13.9%を大きく上回っている（図表6）。2025年下半期の開示件数が前年同期に比べて減った一因に、2023年4月以降、小型株企業での開示が多かったこともありそうだ。小型株企業の中には、初めて「配当性向××%」、「累進配当」、「1株あたり年間配当金は××円を下限」といった具体的な目標を掲げた企業も多い。これらの企業では、初めて掲げた方針をすぐに変更するよりも、業績や株式市場が変動する中で自社の方針を市場参加者がどのように評価するかを分析することを重視したのではないだろうか。

2026年の開示件数が伸びなかつたとしても、投資家等とのコミュニケーションは後退しないだろう。これからは、「資本コストや株価を意識した経営」の振り返り、見直すポイント等の説明が、投資家等から問われる局面を迎えると考える。中計の期間は3～5年が多いことを考えると、これから徐々に2023年3月の東証要請後に導入した計画を見直す時期を迎えるためである。自社を取り巻く環境の分析と、今後の成長と株主還元とのバランスに対する考え方次第で、株主還元方針を変更する動きが出てこよう。開示の件数以上に、企業自身の自己分析や説明力に、市場参加者の関心が高まると予想される。

図表6 株主還元方針を見直す動きは、「TOPIX構成企業の小型株」企業に多い

	構成企業 (社)	内、開示 企業(社)	比率 (%)
TOPIX 500（大型・中型）	497	91	18.3
TOPIX Small（小型）	1,167	324	27.8
その他	2,113	293	13.9
合計	3,777	708	18.7

（注）区分は東証規模別株価指數に基づく。表中の「その他」はTOPIXに含まれていない企業で、時価総額や流動性等は「TOPIX Small（小型）」企業よりも総じて小さい。表中の「合計」は2025年12月末時点で東証プライム、スタンダード、グロースのいずれかの市場に上場している企業数（外国会社を除く）。なお、開示は2023年4月1日から2025年12月31日までを対象。

（出所）東京証券取引所、各社開示資料を基に大和総研作成