

## 拡大する株主還元と残された課題

歓迎すべき進展が見られているが、まだ先は長い

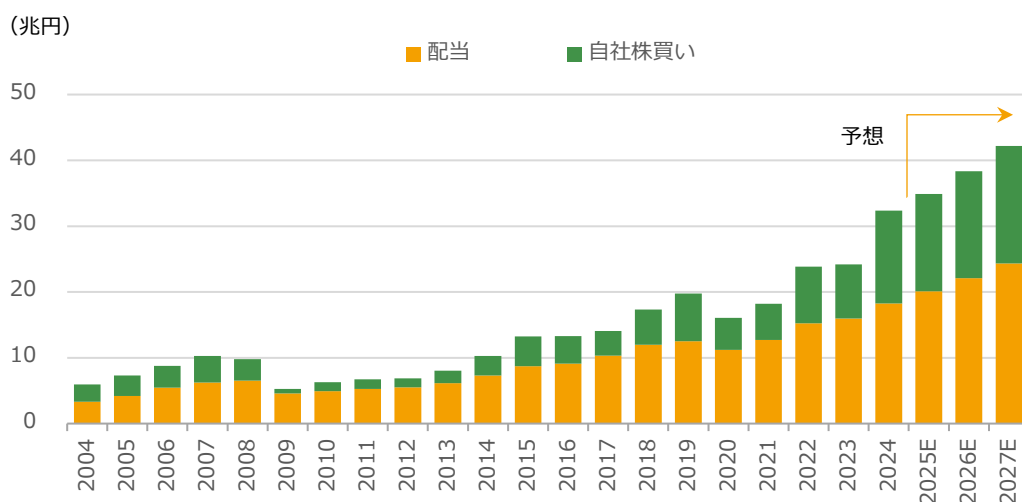
2025年10月27日

### 拡大が続く株主還元は、日本株式市場におけるハイライトの一つ

3月決算企業の中間決算発表が本格化します。年間を通じて10-11月は、4-5月に次いで自社株買いの発表が多い時期であり、また中間決算では通期会社計画の上方修正が多く見込まれることから、決算発表とあわせて多くの自社株買い・増配の発表が期待されます。

日本株式市場において、株主還元の拡大は顕著です。2024年の自社株取得枠設定の急増は、多くの注目を集めました。前年（2023年）の取得枠は、2年連続で過去最高となる9.6兆円でしたが、2024年の取得枠は18兆円と、その2倍近くに達したのです。2025年もこれまでのところ、2024年をさらに上回るペースで推移しています。2025年4月下旬から5月中旬にかけての2024年度通期決算発表シーズン（3月決算企業）は、トランプ米政権が日本を含む貿易相手国に対して高い関税率を発表した直後のタイミングであり、不確実性の高さから自社株買いの発表を見送る企業が増えるのではないかと懸念されましたが、実際には前年を上回る取得枠の設定が発表され、株主還元への企業の強いコミットメントがポジティブサプライズとなりました。また、かつては少数の企業が巨額の自社株取得枠を設定し、全体の数字を押し上げるが多かったですが、最近は自社株買いを行う企業の数が増え、広がりという面からも進展が見られています。配当も力強い伸びが続いています。2023年の東証要請を機に加速したガバナンス改革の顕著な進捗の一つと言えるでしょう。

#### 株主還元は今後も堅調な伸びが期待される



※CFベース、ユニバースはTOPIX構成企業、2025-27年度は大和アセット予想

(出所) ファクトセット、大和アセット

#### 当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。

大和アセットマネジメント

株主還元は今後も堅調な伸びが期待されます。企業業績は、関税影響から2025年度は伸び悩む可能性が高いものの、関税影響が一巡する2026年度には成長加速が見込まれ、その後も高い名目GDP成長の追い風を受けて力強い利益成長が続くと思われます。現預金は高水準にあり、還元余地は大きいといえます。加えて、ガバナンス改革・資本効率の観点からも、還元増加への圧力は続くでしょう。自社株買いと配当を合わせた株主還元は2024年度に32兆円に達し、2027年度には42兆円まで増加すると予想します。

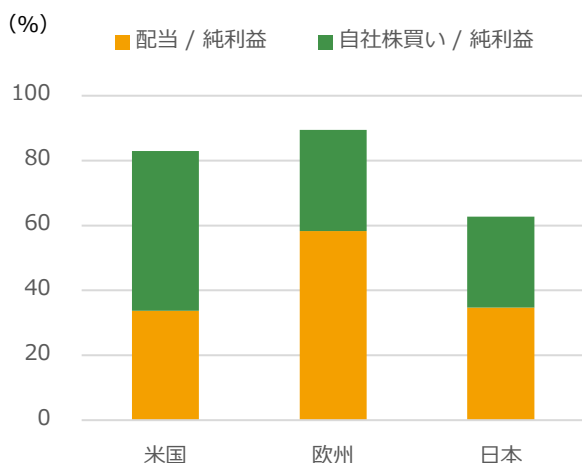
## 不都合な真実

良し悪し様々な材料に溢れる日本株式市場において、株主還元に関しては良いニュースが目立ちます。しかしながら、依然として課題も多く残っています。株主還元額は伸びていますが、EPS成長の寄与が大きいです。つまり、EPS増加に伴い株主還元が伸びており、還元への企業の踏み込みはまだ不十分だということです。純利益に対する自社株買いの比率は上昇しているものの、TOPIXの配当性向はそれほど上がっておらず、総還元性向の拡大ペースは緩慢です。そして欧米と比較すると、水準は低いままです。

TOPIX構成企業の現預金残高を見ると、2024年度は前年比で横ばいでした。増加が続いていた過去10数年からは一歩前進ですが、日本企業が現預金を過剰に抱えているとの批判が多いことを踏まえると、成長を目的とした投資にせよ、還元にせよ、現預金の活用が不十分であることが示唆されます。指数構成企業（金融を除く）のうちネットキャッシュ・ポジション（現預金が債務を上回っている）の企業の比率は、米S&P500の18%、欧州STOXX600の21%に対してTPX500は57%です（2025年9月末時点）。

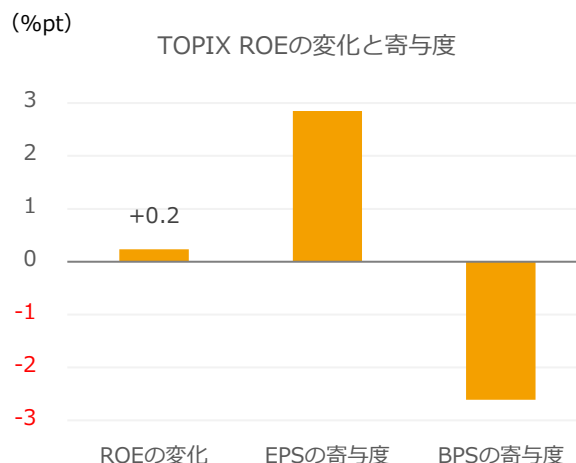
ガバナンス改革の進展にもかかわらず、TOPIXのROEはこの数年停滞しており、日本株に対する一部の海外投資家の懐疑的な見方につながっています。2021年度から2024年度にかけて、EPSが36%も増加したにもかかわらず、TOPIXのROEは0.2%ptしか増えていません。持ち合い株の解消など、前向きな変化はみられていますが、一段のバランスシート改革が必要と言えるでしょう。課題が残されているということは、今後の改善の余地がまだ多く残されているということでもあります。さらなる進展を前向きに期待したいと思います。

### 欧米と比べると日本の総還元性向は低い



※米国はS&P500、欧州はSTOXX600、日本はTOPIX500  
2024年度  
(出所) ファクトセットより大和アセット作成

### より積極的な現預金の活用がTOPIXのROEを押し上げへ



※2021年度から2024年度にかけてのROEの変化と寄与度  
(出所) ファクトセットより大和アセット作成

## Cash Hoarding問題（現預金の必要以上の積み増し）

6月30日に公表された「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム2025」では「現預金を投資等に有効活用できているかの検証・説明責任の明確化を検討」と記されました。日本企業が保有する現預金が長期間にわたり増加し続けていることを踏まえ、現預金を必要以上に積み増していないか（Cash Hoarding問題）が検討事項として挙がりました。10月21日にはコーポレートガバナンス・コードの改訂に関する第1回有識者会議が開催され、Cash Hoarding問題への注目が高まりそうです。

左下図の通り、たしかに日本企業が保有する現預金はこの15年ほどで大きく増加しています。かつては欧米とそれほど変わらなかった総資産に占める現預金比率も、今や欧米の倍程度となっています。

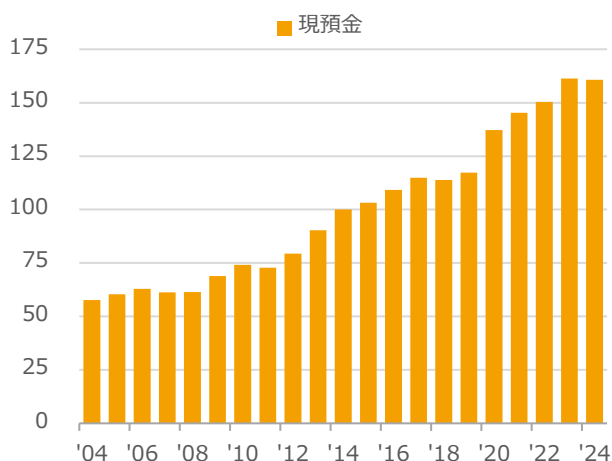
留意すべきは、有識者会議での議論は稼ぐ力の向上、そして適切な経営資源の配分という文脈で行われており、現預金の保有をやみくもに否定するものではなく、株主還元の一層の強化を促すものでもないという点です。現預金の保有は将来への投資資源という見方や、経営環境悪化時への備えという意見もありました。

とはいえ、成長にも還元にも使われていない結果として現預金が増加しているのであれば、企業にはより積極的な現預金の活用への圧力が強まります。デフレ期とは異なり、インフレ環境下では保有する現預金の価値は目減りします。M&Aや設備投資、研究開発、人材など、企業価値を高めるための成長への投資拡大が期待されますが、同時に、保有している現預金の水準が必要以上に高いのであれば、還元強化への圧力も強まるでしょう。成長を犠牲にしてまで還元をするのでは意味がありませんが、足元の現預金の保有水準を踏まえると、還元増加の余地は大きそうです。

コーポレートガバナンス改革の進展とともに、投資家・株主の関心は現預金や保有株式にとどまらず、幅広い資産、そしてその含み益にまでも広がっているようです。資産を有効活用できていないとの評価となれば、成長投資の原資として活用するか、投資家に還元すべきとの圧力も強まりそうです。

### 企業が保有する現預金は、長期間にわたり増加が続いている

(兆円)

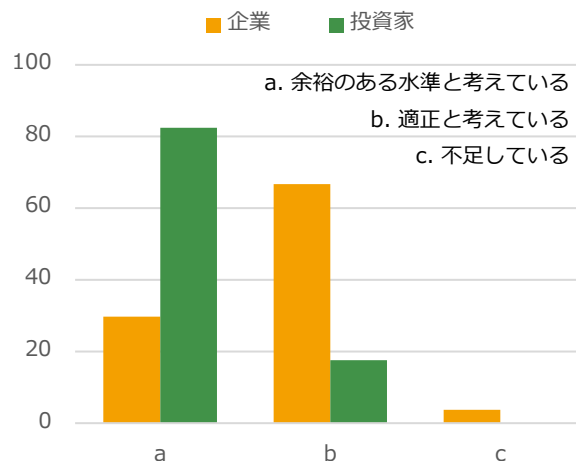


※現金同等物を含む、直近値は2024年度

(出所) ファクトセットより大和アセット作成

### 手元資金の水準について、企業と投資家で認識のギャップがある

(%)



※企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果 (2024年度版)

(出所) 生命保険協会

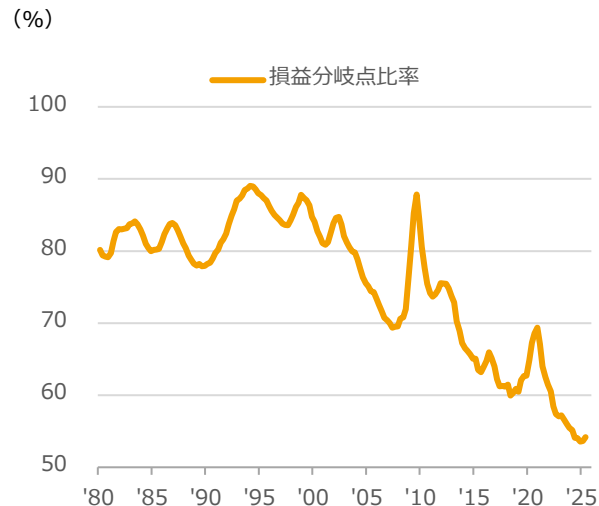
## 日本企業はショックへの耐性が強まっている

企業にとっての最適な現預金保有比率を求めるのは難しいです。財務の安定性は重要ですし、有事に備えて一定の保有も必要です。

ただ、日本企業の収益性がこの10-20年で顕著に高まっている点は考慮すべきでしょう。資本金10億円以上の大企業についてのデータでは、損益分岐点比率は1980年代や、リーマンショック直前を大きく下回る水準まで下がっており、低下トレンドが続いています。

日本企業がショックへの耐性を強めているのであれば、必要な現預金の水準も、以前ほど高くないと考えられるかもしれません。

### 損益分岐点比率は大きく低下している



※全産業（金融業、保険業以外の業種）、資本金 10億円以上

（出所）財務省より大和アセット作成

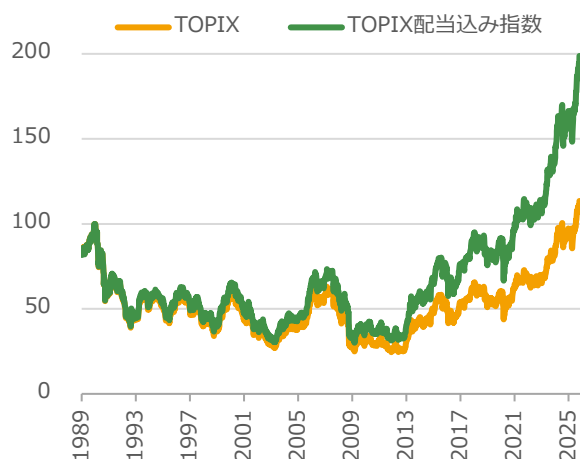
## 配当増が個人を株式市場に呼びこむ

個人が株式投資に対して前向きに変わりつつある中、株主還元の拡大、特に配当の増加は心強い追い風です。NISA買付上位の個別銘柄には高配当大型株が多いなど、日本の個人は利回り商品を好む傾向があることから、配当増で配当利回りが上昇すれば、個人は魅力を感じることでしょう。

2024年7月にTOPIXがついにバブル時高値を超えましたが、TOPIX配当込み指数は2021年前半に既にバブル時高値を超え、2024年7月には当時に比べて約70%も高い水準にありました。配当が増えれば、配当込みトータルリターンも拡大が見込まれます。配当の増加トレンドを反映し、TOPIXと同配当込み指数のリターン格差は拡大基調が続いています。

（執筆：調査部 建部和礼）

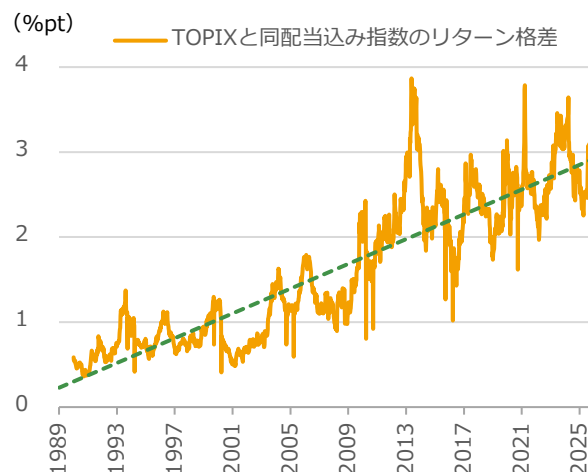
### TOPIX配当込み指数は2021年初にバブル超え



※1990年初を100として指数化

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

### TOPIXと同配当込み指数のリターン格差は拡大基調が続く



※52週株価リターンの差

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成