

<トピック>

中小型株企業の株主還元拡充に期待

～配当政策の指標として D0E への注目度高まる

企業が株主還元を強化している。東証の集計によると、東証上場 3 月決算企業の 24.3 期の配当総額は前期比 9%増の 13.6 兆円と 3 期連続で過去最高を更新した。株主還元拡大の背景には、(1)業績拡大、(2)東証の資本効率改善要請、(3)アクティビストの働きかけなどがある。

投資家やアナリストの側でも株主還元に対する関心は高まっている。いちよし経済研究所のアナリストの企業レポートの中でも、株主還元の登場頻度が増えている。「株主還元」をタイトルに含む企業レポートの本数は、2021 年までは年間 1-2 本だったが、2022 年は 11 本、2023 年 13 本、2024 年は 6 月までの半年で 12 本と急増している。内容としては、企業の還元姿勢の変化を評価するもの、今後の還元拡充に期待するもの、が多い。

上場企業の配当政策の指標として D0E（自己資本配当率）の注目度が高まっている。D0E は、株主が出資した資金（自己資本）に対してどれだけの配当を支払っているかを示す指標であり、「配当総額÷自己資本」で計算される。ROE（純利益÷自己資本）の利益を配当に置き換えたものでもあり、投資家にとっての資本効率を示す指標ともいえる。

D0E の高い企業は、配当性向か ROE、あるいはそのどちらも高い企業である。資本効率が高いことが多く、長期的にみて株価パフォーマンスも良好である。当研究所が継続調査対象とするユニバース企業の中では、ジェイリース（7187）、ベース（4481）、KeePer 技研（6036）、カチタス（8919）、システナ（2317）、シュッピン（3179）などの D0E が 10%を超えている。

※D0E は株主資本配当率と呼ばれることが多いが、本レポートでは年間配当総額÷自己資本（期中平均）で計算。

株主還元強化の動きが加速

配当総額は過去最高を更新

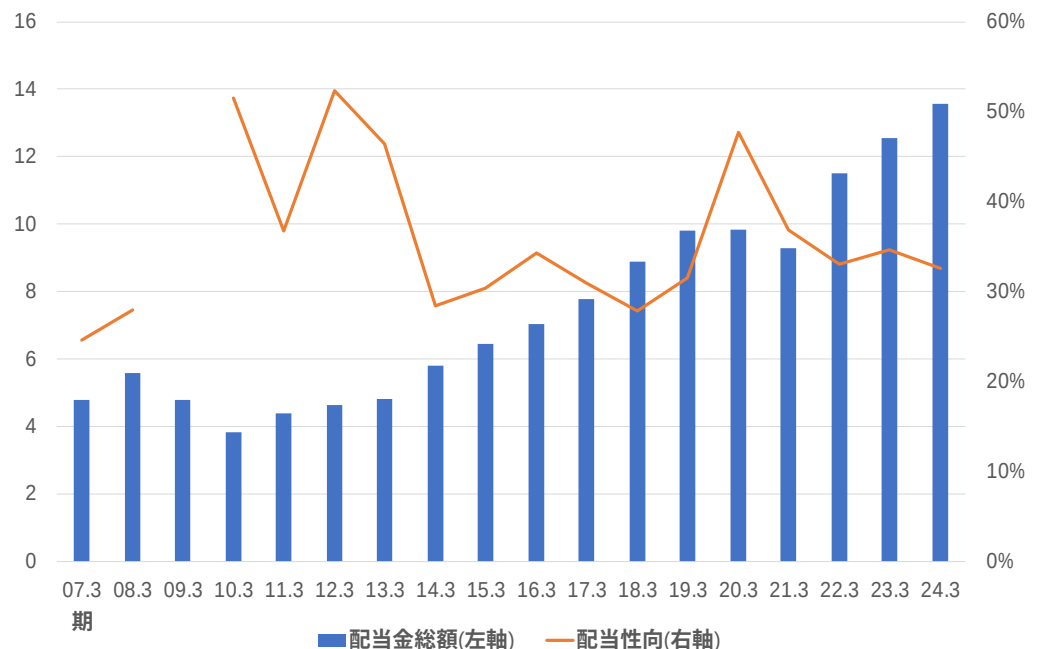
企業が株主還元を強化している。東証の集計によると、東証上場 3 月決算企業（金融、変則決算、新規上場企業を除く）の 24.3 期の配当総額は前期比 9%増の 13.6 兆円と 3 期連続で過去最高を更新した（図表 1）。配当性向は 32.6%、DOE は 2.9%となった。

株主還元強化の背景

株主還元拡大の背景には、(1)業績拡大（東証上場 3 月決算企業の 24.3 期経常利益は前期比 14%増）、(2)東証の資本効率改善要請、(3)アクティビストの働きかけなどがある。東証は 2023 年 3 月に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」を公表し、企業に対応を求めた。これをきっかけに、資本効率や収益性の向上に取り組む動きが加速した。PBR を改善するための、より根本的な策としては事業構造の見直しや財務構造の最適化、収益性の高い新規事業への投資などがあるが、直接的に資本と株価に働きかける対策として株主還元拡充に注目が集まったものと考ええる。また、アクティビストの働きかけにより、株主還元の強化に動く企業も多い。

（図表1）東証上場 3 月決算企業の配当総額推移

（単位：兆円）



（注1） 集計対象は、当期及び前期の変則決算、新規上場、金融業を除く東証上場 3 月決算企業

（注2） 09.3 期の配当性向は 100%超

（出所）東証資料「決算短信集計結果」より、いちよし経済研究所作成

いちよし経済研究所レポートにおける「株主還元」ワードの登場回数増加

株主還元に対する関心の高まり

投資家やアナリストの側でも株主還元に対する関心は高まっている。各種報道でも株主還元について書かれた記事を目にすることが多くなった。いちよし経済研究所のアナリストの企業レポートの中でも、株主還元の登場頻度が増えている。「株主還元」をタイトルに含む企業レポートの本数は、2021年までは年間1-2本だったが、2022年は11本、2023年13本、2024年は6月までの半年で12本と急増している。全体からみるとわずかな本数だが、もともとタイトルには本業の業績動向などを短くまとめるケースが多く、株主還元をタイトルに示すことはほとんどなかった。また、タイトルに「株主還元」というワードを含んでいなくても、本文で株主還元（増配、自社株買いなどを含め）に触れているレポートを含めれば数はもっと多い。2022年以降のレポート本数の増加は、「株主還元」の存在感が増していることを示唆しているといえよう。図表2に直近のレポートで、タイトルに「株主還元」を含むものをまとめた。内容としては、企業の還元姿勢の変化を評価するもの、今後の還元拡充に期待するもの、が多い。

(図表2) タイトルに「株主還元」を含むいちよし経済研究所の主なレポート (2024年1月~6月)

発行日	銘柄名	コード	タイトル	市場	PBR (倍)	自己資本比率	レーティング
2024/6/14	日本精機	7287	総還元性向80%に基づく株主還元強化が期待される	東ス	0.39	65.4%	-
2024/6/13	サカタインクス	4633	足元の業績は予想以上に強く、株主還元の引き上げ余地も大きい	東ブ	0.90	50.9%	A
2024/6/11	東京製綱	5981	構造改革の進展で利益伸長と株主還元の拡充が期待される	東ブ	0.62	40.3%	-
2024/6/10	シーイーシー	9692	モビリティ、セキュリティ、Microsoft連携など注力事業が想定以上、株主還元も好印象	東ブ	1.77	79.3%	A
2024/5/27	アトラエ	6194	初の配当実施等の株主還元、赤字事業の連結除外、既存事業の挺入れを評価	東ブ	3.83	71.3%	A
2024/5/23	東映アニメーション	4816	戦略投資や株主還元を積極化	東ス	3.59	80.9%	-
2024/5/27	松風	7979	成長力強化の投資に株主還元強化など資本財務戦略を評価したい	東ブ	1.84	82.7%	A
2024/5/9	アイホン	6718	保守性の強い経営姿勢ながら、株主還元など改善余地が大きいとみる	東ブ	0.76	82.8%	-
2024/4/2	PAL TAC	8283	253期以降は、投資負担の一服で腰を据えた基盤整備と株主還元の拡充に期待がかかる	東ブ	0.99	56.1%	-

(注) PBR、レーティングは6月20日時点。

(出所) いちよし経済研究所

配当政策の指標として DOE の注目度高まる

DOE が意味するもの

上場企業の配当政策の指標として DOE（自己資本配当率）の注目度が高まっている。DOE は、株主が出資した資金（自己資本）に対してどれだけの配当を支払っているかを示す指標であり、「配当総額÷自己資本」で計算される。ROE（純利益÷自己資本）の利益を配当に置き換えたものでもあり、投資家にとっての資本効率を示す指標ともいえる。

DOE を採用する企業が増え始めている

従来は、「業績動向、投資機会等を勘案し、安定配当を維持する方針」といった抽象的な表現が多かった配当方針だが、最近では配当性向や DOE などを用いて具体的な数字を示すケースが増えている。DOE のメリットとして、（1）業績に左右されにくく、より安定的な配当が期待できること、（2）赤字や 100% 超の株主還元がなければ自己資本は基本的に積みあがっていくため、減配がほとんどないことなどがあげられる。当研究所が継続調査するユニバース企業の中では有沢製作所（5208）、日東工業（6651）、日本トリム（6788）、エノモト（6928）、リンテック（7966）、松風（7979）などが DOE を配当政策の指標として採用している。

高 DOE 企業の株価パフォーマンス

図表 3 は東証上場企業の DOE 上位 3 分の 1 の企業のパフォーマンスと TOPIX を比較したもの。長期的にみて、高 DOE 企業が良いパフォーマンスを上げていることがわかる。特に、2017 年、2018 年ころから両者の差が拡大し始めた。ROE の注目度が高まった時期と重なっている。

（図表3）高 DOE 銘柄のパフォーマンス



（注）東証上場銘柄の毎月の DOE をとって、上位 3 分の 1 に等金額投資した場合のパフォーマンス
（出所）いちよし経済研究所

DOE の高い中小型株企業

高 DOE 銘柄は長期的にみて株価パフォーマンスが良好である傾向がある。図表 4 に当研究所ユニバース企業のうち DOE が高く、かつ当研究所アナリストがレーティング A (20%超割安と判断) を付与している銘柄をリストアップした。DOE は配当性向と ROE に分解できるが、DOE の高い企業は、配当性向または ROE、あるいはそのどちらも高い企業である。IT 関連企業や収益性の高く特徴のある事業を行っている企業が多い。

(図表4) DOE の高い中小型株企業 (当研究所のレーティング A 銘柄)

(単位: %)

コード	社名	決算期	DOE	ROE	配当性向	事業概要
7187	ジェイリース	24.3	17.7	44.2	39.7	家賃債務保証サービス
4481	ベース	23.12	15.2	30.5	49.0	システムインテグレーター
6036	KeePer 技研	23.6	12.2	41.2	29.6	カーコーティングサービス
8919	カチタス	24.3	11.1	22.4	49.4	木造戸建住宅の再生ビジネスを展開
2317	システナ	24.3	10.7	20.0	53.6	独立系システムインテグレーター
3179	シュッピン	24.3	10.3	31.5	32.7	中古品及び新品をEC、店舗で販売
3150	グリムス	24.3	9.5	31.0	30.6	エネルギーコストソリューション
6058	ベクトル	24.2	9.3	32.2	29.6	独立系PR 会社
3844	コムチュア	24.3	9.2	19.7	46.8	独立系システムインテグレーター
7775	大研医器	24.3	8.9	14.6	61.0	研究開発型の医療機器メーカー
4396	システムサポート	23.6	8.8	26.7	32.8	IT ソリューションの導入支援
8111	ゴールドウイン	24.3	8.4	27.0	30.1	スポーツアパレル
8771	イー・ギャランティ	24.3	7.8	15.3	51.0	企業間取引における信用サービス
6670	MCJ	24.3	7.7	16.7	46.2	パソコン関連事業中心
1407	ウエストホールディングス	23.8	7.6	20.4	37.2	太陽光発電システムの施工等
7199	プレミアグループ	24.3	7.5	32.1	23.5	オートクレジット、故障保証
3991	ウォンテッドリー	23.8	7.3	38.2	19.1	ビジネスSNS「Wantedly」の運営
3561	力の源ホールディングス	24.3	7.1	25.9	27.4	ラーメン業態「一風堂」を展開
9682	DT S	24.3	7.1	14.2	50.2	独立系システムインテグレーター
1414	ショーボンドホールディングス	23.6	7.0	13.4	52.1	コンクリート構造部の補修工事最大手
6957	芝浦電子	24.3	6.9	11.4	59.8	NTC サーミスタ専業大手
4687	TDCソフト	24.3	6.6	17.7	37.0	独立系システムインテグレーター
4763	クリーク・アンド・リバー社	24.2	6.0	18.0	33.9	クリエイティブ領域の人材派遣等
3031	ラクーンホールディングス	24.4	6.0	6.4	92.4	B toB のEC サイト運営
9790	福井コンピュータホールディングス	24.3	5.8	16.6	35.2	建築・測量土木CAD
3433	トーカロ	24.3	5.8	11.6	50.2	部品の表面処理加工
2301	学情	23.10	5.6	13.8	40.6	「就職博」を主力とする就職情報会社
7611	ハイデイ日高	24.2	5.5	13.4	41.1	ラーメンチェーン運営
3198	SFPホールディングス	24.2	5.5	17.1	32.4	居酒屋「鳥良」など直営展開
4373	シンプレクス・ホールディングス	24.3	5.5	13.9	39.1	独立系システムインテグレーター

(出所) Astra Manager、いちよし経済研究所

『レポート表記上の注記事項』

- ・ 会社予想以外の予想はいちよし経済研究所。本文および図表での前期比は、注記なき場合は増減率。
- ・ 四半期の数字は注記なき場合は当経済研究所推計。
- ・ 図表における前期比の数字は原則として百万円未満を切り捨てて算出しているため、決算短信に表示される数字と若干異なる場合があります。
- ・ 株式分割があった場合はフェアバリューも遡及修正を行います。
- ・ 公募増資等があった場合のEPSは期間按分した修正EPSとします。
- ・ 1株あたり配当については、株式分割等があっても遡及修正を行いません。
- ・ ユニバース銘柄は原則として定期的にフォローする銘柄を指します。
- ・ 業績表の前回予想の前期比(%)は前回予想に基づく伸び率を表示しています。
- ・ 純利益は、当期純利益（単独）、親会社株主に帰属する当期純利益（日本基準、連結）、親会社の所有者に帰属する当期利益（IFRS）、当社株主に帰属する当期純利益（米国基準）を表示しています。

『金融商品取引法に基づく表示事項』

○本資料をお客様にご提供する金融商品取引業者名等

商号等： いちよし証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第24号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

○手数料等およびリスクについて

株式等（ETF、ETN、REITを含む）の売買取引には、約定代金に対して最大1.43%（最低手数料3,300円）（税込）の委託手数料をいただくこととなります。株式等は価格の変動等により、損失が生じるおそれがあります。外国株式は為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

『アナリスト証明』

私は本レポートに記載された見解が私個人の見解を正確に反映していることを表明します。また、このレポートの執筆にあたり、第三者からの強要・示唆・依頼等、いかなる圧力も受けておりません。私は本レポートを執筆することにより特別の報酬を得ることはありません。また、私及び私の家族は本レポートの対象企業の有価証券を保有しておりません。

『いちよし証券及びいちよし経済研究所の免責事項』

- この資料は、いちよし証券より対価を受け、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものですので、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でお願い致します。
- 有価証券投資は株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。
- 記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。金融商品取引所や証券金融会社が行う信用取引等に関する規制措置等は、新規に追加および解除されても表示することができません。
- いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社は、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合、及びこの資料に記載された企業に対し投資銀行業務を行う場合があります。
- この資料は、いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社から、直接提供するという方法でのみ配付しております。また著作権はいちよし証券に帰属しています。未許可での使用、複製の作成や発表を禁じます。

『いちよし経済研究所のレーティングシステム』

○レーティング（フェアバリューに対するレポートに記載した株価との乖離率）

20%超割安→A（買い）、20%割安～20%割高→B（中立）、20%超割高→C（売り）。

「中止」はレーティングを失効させる場合、「保留」は一時的にレーティングを停止する場合に用います。

※その他の指標

リスク（財務・業績変動リスク、経営者リスク等を考慮したリスクの総合判断）

ローリスク→LR、ミドルリスク→MR、ハイリスク→HR。

アナリストの判断によりレーティングを付与している銘柄をレーティング「中止」あるいは「保留」とすることがあります。

お問い合わせの際は最寄の取引部支店までご連絡ください。

(C)Ichiyoshi Securities Co.,Ltd. 2024 All Rights Reserved