

# 自社株買い重視の 株主還元戦略の是非

一橋大学大学院経営管理研究科 客員教授 **藤田 勉**



藤田 勉氏

## ■ 1. 米国の自社株買いは圧倒的に大きい

2023年に、東京証券取引所（以下、東証）はプライム市場、スタンダード市場上場企業に対して、「資本コストや株価を意識した経営の実現」を要請した。これにより、割安株を中心に株価是正効果が生まれており、東証の努力を大いに評価したい。

米国企業の自己資本利益率(ROE)、株価純資産倍率(PBR)、そして過去の株価上昇率は、いずれも主要国で最も高い。その最大の原因は、米国企業の成長力と収益力の高さにあるが、同時に、自社株買いを中心とする株主還元による株価上昇効果も大きいと考えられる。

米国では、コーポレートガバナンス理論の発達により、株主と経営者の利益相反が比較的小さくなったと考えられる。その手段の一つが、経営者の報酬において株式の構成比を高めることである。さらに、独立取締役のみで構成される報酬委員会が経営者を評価するが、その主な基準は株主総利回り（TSR、株価上昇率と配当の合計）であることが多い。そしてTSRを高めるには、配当と比較して株価上昇効果が高い自社株買いが効果的である。

株主還元額（自社株買い+配当）について、米国が194兆円（2023年、1ドル140円換算）と、日本の27兆円（2022年、日本の配当は年度ベース）の7.1倍である（2023年末株式時価総額は米国が日本の6.4倍）。総還元性向（純利益に対する株主還元の比率）は、米国の

---

86%（純利益226兆円）に対して日本は55%と差が大きい。さらに、株主還元における自社株買いの構成比は米国の57%に対して、日本は34%ととどまる。結果として、米国の自社株買いの合計額は111兆円（純利益の49%）と日本の9兆円（同19%）の12.1倍と大きい。

株価はファンダメンタルズとバリュエーションの関数である。株価を上昇させるために最重要であるのは、言うまでもなくファンダメンタルズである。そして、バリュエーションを引き上げるための戦略の一つが、株主還元である。本稿では、自社株買いを中心とする株主還元を焦点を当てて分析し、その上で、その是非を検討する。

## ■ 2. 米国の株主還元の制度

日米の株主還元の制度は大きく異なる。日本の会社法はドイツ法体系であるため、債権者保護重視の観点が相対的に強い。2001年に自社株買いが解禁されたが、分配可能額（概ね、剰余金）の範囲でのみ株主還元が可能である。また、純資産がマイナス（債務超過）になると上場維持基準に抵触する。

基本的に、米国の会社法は州法である。会社法体系は、コモンローであり判例法が発達してきた。デラウェア州政府によると、フォーチュン500企業の3分の2以上がデラウェア州に登記上の本社を置く。配当は取締役会決議が求められるが（デラウェア州会社法170条）、自社株買いは取締役会決議を求めている（DGCL160条）。ただし、取締役は違法な配当や自己株式取得について責任を問われることから（DGCL174条）、実務上、取締役会で決議されている<sup>（注1）</sup>。

配当は、基本定款の制限に従い、剰余金または当該会計年度または前会計年度の純利益を原資として取締役会で決定される（DGCL170条）<sup>（注2）</sup>。剰余金の定義は、純資産（総資産から総負債を差し引いた金額）が資本金を超過する額である（DGCL154条）。剰余金がない場合でも、当該会計年度または前会計年度の純利益を原資とすることができる。自己株式の証券規制では、1982年にSEC規則10b-18（自己株式取得のセーフハーバー・ルール）が導入された。

また、債務超過でも上場継続は可能である。時価総額上位100社の中では6社が債務超過である。債務超過で時価総額最大の企業はボーイング（22.1兆円、2023年末）である。

株主還元の額は企業の成長ステージによって異なる。一般に、成長期は、株主還元は少ない（もしくは無配）。企業が成熟期に入るにつれ、自社株買い、次いで配当を始め、成熟期では配当が主体となる。企業の自社株買いの動機として、自社株買いを行う企業は業

---

績が好調であるというシグナルを発するシグナリング仮説、成熟期にある企業は自社株買いを行う傾向にあるというライフサイクル仮説などがある<sup>(注3)</sup>。

自社株買いは、配当と比較して柔軟性が高いことが指摘される<sup>(注4)</sup>。配当は、決算時に定期的に支払われるため、将来の継続期待が高い。一方、自社株買いは、継続的に行うとは限らないため、前期に実施した企業が今期見送ったとしても株価下落に直面するリスクは低くなる。役員や従業員に付与されたストック・オプションの権利が行使されると株式数が増加するため、一株当たり利益（EPS）の希薄化を避けるために行われることがある<sup>(注5)</sup>。

### ■ 3. 米国企業の株主還元は増加

利益が安定している大企業の株主還元は、従来、配当が中心であったが、1980年代以降、自社株買いに移行している<sup>(注6)</sup>。2000年代後半以降、配当、自社株買いとも増加傾向にあり、経営の特性が変化したことが影響しているとの見方がある<sup>(注7)</sup>。

株主還元が増加した最大の理由は、第一に、高水準のフリー・キャッシュ・フロー（FCF）がある。米国のハイテク企業はITサービスやソフトウェアが中心であり、また半導体などファブレス企業も多い。このため、こうした企業は大規模な設備投資は不要であることが多い。さらに、純利益の水準が高いのでFCFが豊富である。2017年の税制改革の影響も大きい（詳細は後述）。

米企業FCF上位1位（金融除く）はアップル13.9兆円（過去5年間5.0兆円増）、2位はアルファベット9.7兆円（同6.5兆円増）、3位はマイクロソフト8.3兆円（同3.8兆円増）である〔FCFは営業活動による純キャッシュ・フローと設備投資（固定資産）の差額〕。株式還元額上位企業もこれら3社である。

第二に、ITサービス企業であっても成長期には多くの資金を必要とするが、アップル、マイクロソフトは財務的には成熟期に入っている（利益は高成長を続けている）。同様に、アルファベット、メタ・プラットフォームズなども、成長期から成熟期に入るステージにある。

第三に、機関投資家の圧力がある。上場企業が現金を過度に持つと、アクティビストに狙われる可能性が高まる。2013年に、アップルはグリーンライト・キャピタルによるアクティビズムを契機に自社株買いを開始した。その後、2023年末までの累計で91兆円の自社株買いを行っている。

(図表1) 米国フリー・キャッシュ・フロー上位10社(金融除く)の株主還元額(2023年度)

(兆円)	FCF	配当	自社株買い	構成比	株主還元合計	総還元性向
1 アップル	13.9	2.1	10.9	83.8%	13.0	95.4%
2 アルファベット	9.7	0.0	8.6	100.0%	8.6	83.3%
3 マイクロソフト	8.3	2.8	3.1	52.9%	5.9	58.1%
4 メタ・プラットフォームズ	6.1	0.0	2.8	100.0%	2.8	50.6%
5 エクソンモービル	4.7	2.1	2.5	54.3%	4.6	90.8%
6 アマゾン・ドット・コム	4.5	0.0	0.0	-	0.0	0.0%
7 エヌビディア	3.8	0.1	1.3	96.0%	1.4	33.4%
8 ユナイテッドヘルス・グループ	3.6	0.9	1.1	54.2%	2.1	66.0%
9 アップヴィ	3.1	1.5	0.3	15.8%	1.8	259.6%
10 シェブロン	2.9	1.6	2.1	56.9%	3.7	123.0%

(注) 1ドル140円で換算。配当、自社株買いはCF計算書数値。

(出所) QUICK FactSet

#### ■ 4. 米国の自社株買いと経営者の報酬は密接に関連する

米国の金融含む時価総額上位100社の株主還元額の合計は125兆円である(2023年度、時価総額は2023年末時点、以下同)。そのうち、自社株買いが58%、配当が42%である。日本は、同じく合計17.3兆円であり、自社株買い39%、配当61%である(2022年度もしくは2023年度)。欧州の株主還元は、日本に近い。欧州時価総額上位100社の還元率は21%、自社株買い構成比は33%(配当67%)である。

時価総額上位10社(金融除く)の中で、2023年度に配当を行っていないのは、アルファベット、アマゾン、メタ・プラットフォームズ、テスラの4社である。アルファベットとメタは、自社株買いのみを実施している(メタは2024年に初の配当開始を発表)。時価総額上位100社の中では無配企業はウォルト・ディズニー、ボーイングなど11社あるが、これらは業績不振企業を含む。

株主還元額1位はアップルの13.0兆円である(純利益13.6兆円、2023年9月期)。自社株買い10.9兆円に対し、配当は2.1兆円である。株主資本比率は17.6%と財務レバレッジが高いため、ROEが171.9%、PBRは48.2倍と高い。ティム・クックCEOの就任以来の累積報酬は1,023億円であるが、基本報酬44億円、株式報酬が824億円(構成比81%)である(2023年時点)。こうして、アップルは株主の利益と経営者の報酬がリンクする仕組みになって

(図表 2) 日米純現金残高上位10 (金融除く)

米国	純現金 (兆円)	日本	純現金 (兆円)
1 アルファベット	11.3	任天堂	1.9
2 マイクロソフト	4.5	信越化学	1.6
3 メタ・プラットフォームズ	3.9	ファーストリテイリング	1.2
4 テスラ	2.8	キーエンス	0.9
5 シスコシステムズ	2.4	リクルートホールディングス	0.8
6 エヌビディア	2.1	中外製薬	0.7
7 パーテックス・ファーマシューティカルズ	1.5	第一三共	0.7
8 リジェネロン・ファーマシューティカルズ	1.1	SUBARU	0.7
9 エアビーアンドビー	1.1	セコム	0.6
10 モデルナ	1.0	S M C	0.6

(注) 1 ドル140円で換算。米国の純現金=現金及び短期投資一有利子負債。日本の純現金=手元流動性一有利子負債。米国と中外製薬は2023年度、それ以外は2022年度。日本郵政、楽天グループ除く。

(出所) QUICK FactSet

いる。

2位のアルファベットの株主還元は、自社株買い8.6兆円のみで無配である(2023年度)。5年前の1.3兆円から大きく増加している。アルファベットのサンダー・ピチャイCEOの2022年の316億円の報酬のうち、株式報酬は96%を占める。ピチャイCEOが就任した2015年以降の累積報酬は、1,153億円であり、そのうち株式報酬は1,110億円(同96%)であった。報酬評価基準は、1年間のTSR(対S&P100)である。

3位のマイクロソフトの株主還元額は5.9兆円である(5年前2.6兆円、2023年6月期)。自社株買い3.1兆円、配当2.8兆円である。サティア・ナデラCEOの2023年の報酬68億円のうち株式報酬は81%を占める。

米国では、2017年に海外資金還流減税が実施された。これは、海外に蓄積された利益を国内に資金還流した際に、再度、米国で法人税がかかる二重課税が廃止されたものである。

海外の実効税率を軽減させるために、ダブル・アイリッシュ・ウィズ・ア・ダッチ・サンドイッチ(DIDS)という手法がある(注8)。DIDSは、1980年代後半にアップルが開発したもので、軽課税国のアイルランド法人、オランダ法人、タックスヘイブン国の法人を利用する(注9)。これにより、アップルなど大手IT企業は海外に巨額の現金をプールしていた。この膨大な資金とFCFを株主還元にて、これらの自社株買いは急増した。なお、2023年度時点では、アップルは5.8兆円の純債務であるが、アルファベットの純現金は11.3兆円、マイクロソフト4.5兆円、メタ・プラットフォームズ3.9兆円である。

---

2022年インフレ抑制法（IRA）により、自社株買いに1%を課税する制度が開始された。公認証券取引所の上場米国法人が対象となり、課税年度の自社株買いの公正価値から株式発行額の公正価値を差し引いた金額に対し1%の課税が行われる<sup>(注10)</sup>。ただし、1%の自社株買い課税のインパクトはそれほど大きくないとみられる。

## ■ 5. 日本の株主還元は急拡大だが水準は低い

戦後、日本では、株式持ち合いや安定配当が定着した。自社株買いの歴史が浅く、配当を重視した株主還元の慣習が根強く残っている。株主還元額は、2009年の6.4兆円から2022年には、27.3兆円に増加した（配当は年度、自社株買いは暦年ベース）。配当の構成比は2012年度に81%から2022年度の66%へと緩やかに低下しているものの、依然として配当中心である。

2022年度の株主還元額上位は、ソフトバンクグループ、トヨタ自動車、通信、銀行、商社である。ソフトバンクグループの自社株買い構成比は94%と高いが、他社は、配当と自社株買いが概ね同程度のものが多い。

経営者の報酬は増えてきたものの、欧米との比較では水準は低く、かつ現金報酬の構成比が高い。2023年3月期の報酬額1億円以上の役員は717人（前年667人）と過去最多を更新した<sup>(注11)</sup>。開示人数1位は日立製作所20人（同18人）、2位伊藤忠商事14人（同6人）、3位三菱重工業10人（同2人）である。

売上高1兆円以上の企業における社長・CEOの報酬総額水準の中央値は1.2億円である（非上場企業含む1,231社、出所：デロイト トーマツ）<sup>(注12)</sup>。変動報酬構成比は46%であった。時価総額上位100社かつ売上高等1兆円以上の企業76社を対象とした調査では2.7億円（中央値）である<sup>(注13)</sup>。

「日本企業の内部留保は大きく、不必要に余剰資金を保有している。株主還元を増やすべき」という見解がある。一般に、内部留保とは貸借対照表における利益剰余金（=利益準備金+その他利益剰余金（任意積立金、繰越利益剰余金））を指すことが多い<sup>(注14)</sup>。

内部留保は増えているのは事実だが、同時に巨額の有利子負債を抱えており、全体として、現金が余剰であるという事実はない。中には、「内部留保＝純現金」といった誤解があるようである。内部留保は555兆円、現預金295兆円である（2022年度末、法人企業統計、金融・保険業除く）。有利子負債が715兆円あるので純債務は419兆円である。このように、日本企業が全体として余剰資金を保有しているとは言えない。

(図表 3) 日本株主還元額上位10 (2022年度)

	(兆円)	配当	構成比	自社株買い	構成比	株主還元合計	総還元性向
1	ソフトバンクグループ	70	5.7%	1,160	94.3%	1,230	NM
2	トヨタ自動車	728	62.8%	431	37.2%	1,159	47.3%
3	NTT	420	45.1%	511	54.9%	930	76.7%
4	MUFG	380	45.8%	450	54.2%	831	138.5%
5	KDDI	287	53.4%	250	46.6%	537	79.3%
6	三井物産	198	42.3%	270	57.7%	468	41.4%
7	三菱商事	229	51.3%	217	48.7%	446	37.8%
8	日本郵政	183	41.5%	258	58.5%	441	102.2%
9	SMFG	302	68.5%	139	31.5%	440	54.7%
10	ソフトバンク	406	100.0%	0	0.0%	406	76.3%

(注) 配当、自社株買いはCF計算書数値。

(出所) QUICK FactSet

時価総額 1 位トヨタ自動車の純負債は21.1兆円である。2022年度のFCF上位企業（金融除く）は、1 位ホンダの1.7兆円、2 位三菱商事の1.5兆円、3 位KDDIの8,334億円であり、アップルなどとは大きな差がある。

## ■ 結論：株価上昇の王道は成長投資

本稿では、米国の事例を紹介しつつ、自社株買いを主体とする株主還元を肯定的に検討してきた。ただし、これによって株価を持続的に高めることは困難である。

長期的な株価上昇策で最も有効であるのは、優れたリーダーの育成である。世界を見渡すと、経営者が強力なリーダーシップを持つオーナー系企業の株価上昇が顕著である。エヌビディア（創業1993年、ジェンスン・ファンCEO）の株価は2020年以降8.5倍となり、その時価総額は世界 6 位である（2023年末時点）。総還元性向は 7% に過ぎない。自社株買いは2,211億円、配当は553億円であり、自社株買い主導で上昇しているわけではない。また、オーナー系企業であるアマゾン、テスラは、自社株買いを含む株主還元を実施していない。

一方で、日本では、戦後生まれの有力なオーナー企業は、キーエンス（同1974年）、ファーストリテイリング（同1949年）くらいしかない。一時期、一世を風靡したソフトバンクグループ、ニデックの業績は振るわない。そして、これらに続く有力オーナー企業は見当たらない。

企業は株主からROE向上を要求されることが少なくない。しかし、過度な自社株買いは、

---

企業の縮小均衡策につながりかねない。世界的にみて、日本企業の規模は比較的小さい。企業規模が小さければ、必然的に設備投資や研究開発投資などは小さくなる。結果として、日本企業の国際競争力が劣化する悪循環が発生する懸念がある。確かに、自社株買いなどの戦術論によって、一時的に株価が上昇することは大いにあり得ることである。しかし、規模が小さい日本企業が自社株買いをしていては、世界での競争に勝てないことになりかねない。

財務戦略構築力向上のためには、財務最高責任者（CFO）の能力向上も期待される。多くの日本企業では、経営戦略立案は経営企画担当役員、株主総会運営は総務担当役員の業務であり、CFOの担当ではない。米国では、これらはCFOの管轄である。さらに、年功序列、終身雇用制が根強く残っているため、大企業のCFOの多くは内部登用であって、必ずしもプロのCFOではない。このように、日本企業の財務戦略は改善の余地があると言わざるを得ない。

結論として、日本企業が積極的に設備投資や企業買収を実施し、長期的な成長戦略を実行することを期待する。その上で、バリュエーションを高める手段として、①経営者の評価においてTSRを重視する、②経営者の株主報酬の構成比を高める、③株主還元の中で自社株買いの比率を高める、を実行することを期待したい。

(注1) James D. Honaker and Eric S. Wilensky, “Dividends, Redemptions and Stock Purchases”, Morris, Nichols, Arsht & Tunnell, 2012

(注2) 竹田公子編著『米国会社法の実務Q&A』（中央経済社、2019年）164～169頁参照。

(注3) 鈴木健嗣著『日本のエクイティ・ファイナンス』（中央経済社、2017年）377～404頁参照。

(注4) 山口聖「自社株買いの内外の実態、理論の整理」（証券アナリストジャーナル2021年6月）7～18頁。

(注5) Kathleen M Kahle, “When a buyback isn’t a buyback: open market repurchases and employee options”, Journal of Financial Economics Volume 63, Issue 2, 2002, pp.235-261. Daniel A. Bens, Venky Nagar, Douglas J. Skinner and M.H.Franco Wong, “Employee stock options, EPS dilution, and stock repurchases”, Journal of Accounting and Economics Volume 36, Issues 1-3, 2003, pp. 51-90.

(注6) Franklin Allen and Roni Michaely, Payout policy, Chapter 07 in Handbook of the Economics of Finance, 2003, vol. 1, Part 1, pp 337-429

(注7) Payout Policy around the World Braun, Matias and Rubio, Germán and Tigero, Tamara, “Payout Policy around the World”, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4390021> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4390021>, March 15, 2023

(注8) Christopher Needham, “Corporate tax avoidance by multinational firms”, Library of the European Parliament, September 23, 2013



- 
- (注9) 太田洋「多国籍企業のタックス・プランニングとOECDのBEPS〈課税ベースの浸食と利益移転〉への対応」  
(日本機械輸出組合「国際税務関連情報」、2013年7月9日)
- (注10) IRS, “Initial Guidance Regarding the Application of the Excise Tax on Repurchases of Corporate Stock under Section 4501 of the Internal Revenue Code”, Notice 2023-2, December 27, 2022
- (注11) 東京商工リサーチ「2023年3月期決算 上場企業 「役員報酬 1億円以上開示企業」調査」(2023年7月3日)
- (注12) デロイト トーマツ グループ「『役員報酬サーベイ (2023年度版)』の結果を発表」(2023年11月20日)
- (注13) IWTW「WTW,『日米欧CEOおよび社外取締役報酬比較』2023年調査結果を発表」(2023年8月17日)
- (注14) 岩瀬忠篤、佐藤真樹「法人企業統計からみる日本企業の内部留保(利益剰余金)と利益配分」(ファイナンス、2014年7月号)87~95頁。

