



日本株月次レポート | 2025年6月

長期投資家が見据える自社株買いの先の姿



中塚 浩二
株式、日本CIO

2025年3月期の本決算発表時、多くの企業が自社株買いを発表し、その金額は過去最高だった昨年度の水準を上回るペースとなり株式市場上昇の一つの要因となりました。

過剰な現金を寝かしている企業は価値向上につながらない状態を放置しているとみなされる一方、自社株買いによって資本蓄積を抑制し自らを規律付けられる経営者は投資家からの信頼を得られるというエージェンシー理論は従前より広く認識されてきた考え方です。株主還元が特に過去数年顕著に加速してきた背景には、東証のガバナンス改革のイニシアチブが大きく寄与していると考えます。(注1)

日本市場には過剰資本のバランスシートをもつ企業が多くみられます。株主資本の比率が高すぎるとROE（自己資本利益率）が上がりにくく、また株主資本は負債よりもコストが高いため、エクイティスプレッド（ROEと株主資本コストの差）が拡大しづらく、その結果、株価が低位にとどまる企業が多くありました。

配当や自社株買いによって株主還元が増加すれば、自己資本の増加が抑制され（ROEの分母が抑制されるため）ROEは上がりやすくなります。ところが過去数年株主還元が増加したにもかかわらず、実際にはROEは明確な上昇傾向は見受けられません。これは資本効率を改善させるほどには、自己資本が抑制されなかったためと考えられます。

自社株買いを実施した企業は多くの場合、総還元性向の引き上げの説明をしています。総還元性向とは一年間で稼いだ利益を分母とし、その年の配当と自社株買いの合計を分子とした比率です。稼いだ利益のどの程度を株主に還元するかを示す指標です。これは単年度利益の配分でフローの考え方であり、この単年度利益の蓄積を示すストックの考え方であるバランスシートにまで言及しているケースは現状数少ない企業に限られます。

当社を含む長期投資家が期待していることは企業が志向する最適なバランスシートの明示です。事業を行う上で発生するリスク、期待されるリターンの想定、そして資本コストの推定があれば、必要な自己資本の水準が把握できると考えます。そして十分なエクイティスプレッドを確保するための最適バランスシートの姿がおのずと描かれるものと考えます。

株主「還元」という呼称も誤解を招く一因のように感じます。長期投資家は短期的な還元で一時的な株価上昇を望んでいるわけではありません。エクイティスプレッドを拡大させる考え方自体を重要とらえています。

ROE拡大の手法は株主還元だけではありません。資本コストを上回る有望な投資機会に積極投資することで本業の価値向上にも期待されます。株主へ「還元」することが重要なだけでなく、資本コストを上回る収益率を目指す事業戦略と、資本コストを下げるため自己資本の膨張を抑制する財務戦略を提示することで、経営リソース配分の予見可能性が高まり、市場との信頼関係が高まるものと考えます。

そのためにはまずは資本コストの認識が出発点となると考えます。「資本コストは企業の価値創造を考えるうえで最も重要な概念のひとつであり」「経営資源を有効に活用することができることになり、企業価値を高める」との指摘に同意します。(注2)

「同業他社の総還元性向に比較して御社は低いようですが？」という投資家の質問を耳にすることもあります。比較検討すべき指標は同業他社の水準ではなく当該企業の事業からの期待リターンと資本コストであることを、投資家もまた認識する必要があるようです。

注1) 「投資家の視点を踏まえた「資本コストや株価を意識した経営」のポイントと事例」、東京証券取引所、2024 20240201_1.pdf
注2) 『日本株式市場のリスクプレミアムと資本コスト』みずほ年金研究所、菅原周一著、株式会社きんざい、2013、P153

* 当資料及びコメントはあくまでも参考として情報を提供しており、第三者等への配布物用では無い旨ご留意ください。

【ご留意事項】

- ・ 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズまたはグループ会社（以下、当社）が作成したものです。
- ・ 特定の金融商品等の推奨や勧誘を行うものではありません。
- ・ 内容には正確を期していますが、当社がその正確性・完全性を保証するものではありません。
- ・ 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり、特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- ・ 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果等を保証するものではありません。
- ・ 本資料には将来の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における当社の見解または信頼できると判断した情報に基づくものであり、将来の動向や運用成果等を保証するものではありません。
- ・ 本資料に記載されている内容・見解は、特に記載のない場合は本資料作成時点のものであり、既に変更されている場合があります。また、予告なく変更される場合があります。
- ・ 投資にはリスクが伴います。投資対象資産の価格変動等により投資元本を割り込む場合があります。
- ・ 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- ・ 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。
- ・ 当社が提案する戦略および運用スキームは、グループ会社全体の運用機能を統合したものであるため、お客様の意向その他のお客様の情報をグループ会社と共有する場合があります。
- ・ 本資料に記載されている運用戦略の一部は、実際にお客様にご提供するにあたり相当程度の時間を要する場合があります。

対価とリスクについて

1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関（信託銀行等）が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させていただきますが、対象とする金融商品及び金融派生商品（デリバティブ取引等）は、金利、通貨の価格、発行体の業績・財務状況等の変動、経済・政治情勢の影響を受けます。従って、投資顧問契約又は投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご覧ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第424号

一般社団法人日本投資顧問業協会に加入

一般社団法人投資信託協会に加入

一般社団法人第二種金融商品取引業協会に加入

DBJE4528289_20250528