



武藤泰明の 経営者目線で読む 景気動向

連載
第119回

自社株買いの「虚」と「実」



むとう やすあき
武藤 泰明

1955年生まれ。1980年、東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所の主席研究員を経て、2006年から早稲田大学スポーツ科学学術院教授。専門はマネジメント。「スポーツファイナンス」(大修館書店)、『人手不足時代の人事戦略』(日本能率協会マネジメントセンター)など著書多数。

労働市場のトレンド
未来予測の羅針盤!

証券業界で使われている言葉の中には、ときどき困ったなあと思うものがある。人によって定義がまちまちだったり、はっきりしないことがある。でも何となく定義は一つだと思われていることがあって、典型は企業価値や資本コストである。

あるいはコングロマリット・デイスカウト(複数の事業を保有する会社の株価は低く評価される)は、いわば万有引力のような自然法則として語られ、どう見てもおかしいのだが、バフェット氏(米国の著名な投資家)が日本の総合商社株を買い始めたら、引力は消えてしまった。私としては自分の主張の正しさが証明できてよかったが、賛同者はずっと現れなかった。日本のこの業界の関係者は、みんなで間違えよう。

もちろん、証券業界だけの話ではない。古くは、コア・コンピタンスは「本業回帰」だと誤解されていたし、顧客満足(CS)は顧

客を満足させることだという答えは半分は正解なので「たち」がよろしくない(念のため)。そもそも満足してくれる顧客と取引しましょうという趣旨である。PDCAはもともとデミング賞のデミングさんが提唱した、工場労働者個人の生産性向上のためのものだったのだが、日本の誰が勘違いしたのか、全社に適用しようとし始めた。結果として、PDCAサイクルを回すぞという日本の会社はあるのだが(外国にはありません。そもそも経営用語だと認識されていない)、回っている会社はほとんど存在しないようである。もっと大物の例として、イノベーションは技術革新だと日本人は思っているが、これは経産省(通産省)の歴史的誤訳として有名である。

書き出すときりがないのでこのあたりで証券用語に戻る。私が最近おかしいと思っているのは、自社株買いが「株主への還元」だと

説明されている点である。意味や定義がいろいろなのではなくて、説明として明らかに間違っていると思うのだが訂正されない。とくに2024年は上場企業の自社株買いが増加していて、メディアで話題になることが多いのだが、ほぼすべての記事が株主還元だと書き、何がどう還元されているのかを説明しない(まあ、還元ではないのでできるはずもないのだが)。だから以下で丁寧に訂正しておくことにする。

基本情報を少し簡条書きで説明するところごとおりである。

①自社株買いとは、会社が自社の株を買うことである。制度としては今世紀初頭にほぼ現在の姿になった。

②買い取るための原資は、定義の甘い言い方をすれば内部留保である。つまり経費ではない。会社の現金資産が株式という資産に替わるとのことだ。

利回りの平均値は1・5〜1・8%と思われる。17兆円の1・8%は約3000億円。配当抑制(イコール手元資金増加)の効果としては、それほど大きくない。やはり財務指標の改善が重要だということなのだろう。

○自社株買いでトクするのは誰か

ここで「自社株買いは配当と同じように株主還元か」を整理してみる。自社株買いを株の売り手から見ると、単なる保有株の売却である。何も還元されてなどいない。むしろ、株主資本が減少することによって、「売らなかつた株主」と「買い取った企業」が、株価上昇を期待する。メリットを得るのは、そちらのほうなのである。

では自社株買いに応じることでトクする、大きなメリットのある株主はいないのかと言うと、いる。大株主である。とくに、売りたい大株主にはメリットがある。大量売却すれば売っている間に株価が急落するからだ。売りたい大株主とは、持合いを解消したい企業、そして外国人投資家である。株を大量に売ろうというときに、その株の発行企業が、いわば買取を保証してくれているようなものだからである。換言すれば、自社株買いの急増が起きているのは「持合いを解消したい会社(株主)がいて」「これに応じることで自社の株価を高めに誘導したい(下落を回避したい)会社があって」「外国人投資家がこの動きに便乗している」という構造の中で起きていると考えると分かりやすくて的確であろう。

景気動向

武藤泰明の
経営者目線で読む



労働市場のトレンド
未来予測の羅針盤!

表1 日本企業の資金調達推移 (1000億円)

年度	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
増資	-37	-15	-38	-59	-106	-91	-35
社債	64	56	94	142	86	64	54
借入	89	101	199	497	128	181	86

資料：法人企業統計

表2 東証1部、プライム企業の配当性向 (%)

年度	2019	2020	2021	2022	2023
配当性向	47	36	33	34	32

注：東証が1、2部、マザーズからプライム、スタンダード、グロースに区分変更したのは2022年4月4日なので、上のデータは21年度までが東証一部企業、22年度以降がプライム企業のものである。

③取得した株式について、会社は議決権を持たないし配当も得られない。つまりほぼ、株主権のない状態である。

④自社株式は、株主資本にカウントされない。つまり他の株主から買い取った時点で、その株式は株主資本から消える。

⑤取得した株式は、償却することができる。それ以外に「使いみち」として、社員や役員に付与するストック・オプションがある。また他の会社を買取しようとする場合、株式交換でこの自社株を現金のかわりに使うことができる。

⑥法人企業統計を見ると、日本企業の資金調達手段として、増資はずっとマイナスである(表1)。つまり、自社株買いによって、調達した資金を返済している。

○自社株を買う理由

ではなぜ会社は自社株を買うのか。一番の

理由は、上場会社の場合、株価に直結する財務指標が良くなるからである。具体的にはROA(自己資本利益率÷純利益÷自己資本)は、自社株買いで自己資本が小さくなるので上がる。これは株主資本の効率的な使用だと評価され株価も上がる。あるいはEPS(一株あたり利益)も、株数が減れば上昇する。なお、あまり問題視されないが、自己資本比率は下がる。かつては無借金で自己資本比率の高い会社が優良だとされていたのだが、現代では、そういう会社は株主資本の使い方が非効率だとして経営者が批判される。だから米国には、自己資本がマイナスの巨大企業がある。つまりROAの分母がマイナスの値になっている。これでは指標にならないので、最近ROIC(純利益÷(株主資本+有利子負債))をモノサシとするケースもあるようだ。

第二に、自社株買いによって配当を減らすことができる。表2は東証プライム企業(2021年度までは東証一部企業)の配当性向(配当額÷純利益)をみたものだが、ざっと言うと利益の3分の1を配当に回している。自社株買いで株数が減れば配当コストも抑えることができる。

なお日経新聞(12月21日朝刊)によれば、上場会社の2024年の自社株取得枠の設定は約17兆円で、純利益の3割に相当する。つまり、会社が配当で使う(株主に分配する)額と、自社株の取得に使うお金(一部予定を含む)は、ほぼ同額である。ただ、株価配当