

2023年10月19日 全5頁

上期は低 PBR・自社株買い企業の株価が上昇

市場参加者の「期待」に応える企業の「実践」の有無が今後の焦点

金融調査部 主席研究員 中村 昌宏

[要約]

- 2023年度上半期の自社株買い実施企業数と金額は、前年同期をやや下回った。3月末時点で東京証券取引所（東証）のプライムまたスタンダード市場に上場する企業を対象に集計したところ、自社株買いを行った企業数は548社（前年同期比▲11社）、金額は4兆271億円（同▲6,139億円）となった。企業数は高水準が継続するも、5半期連続で増加していた金額は増勢ペースが一旦止まった。
- 一方、株式市場では、自社株買い実施企業は相対的に高く評価されている。当該企業を対象に3月末から9月末までの株価上昇率を計測したところ、自社株買いを行った企業544社の株価上昇率（中央値）は13.3%と、未実施の企業2,612社の7.3%よりも高い。とりわけ、PBRが低い企業の株価パフォーマンスが良好であった。3月末時点のPBRが0.6倍以下で自社株買いを行った企業（132社）の株価上昇率が21.6%だったのに対し、PBRが1.0倍超で自社株買いを行わなかった企業（1,165社）は2.8%に留まっている。
- 3月末に東証が「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」を発表したことで、自社株買いを「一時的な対応」と市場参加者等にみなされないよう上場企業が慎重になったのとは対照的に、市場参加者は低 PBR で自社株買いを行う企業の対応を高く評価したといえる。
- 上半期の自社株買いと株価上昇率の傾向等を見ると、既に「PBR1倍割れ企業に対する変化の期待」が織り込まれていると考えられる。今後は、「上場企業が期待に対してどのように応えるか」といった「実践」や「進捗」へと、市場参加者の関心が移るだろう。過去10年間で見れば、新たに株主還元比率を明示する企業や比率を上方改定する企業が増えてきている。株主還元の強化は株価上昇につながりやすいが、株主還元の原資の持続性、利益成長の確度で企業の評価が分かれていくと予想される。

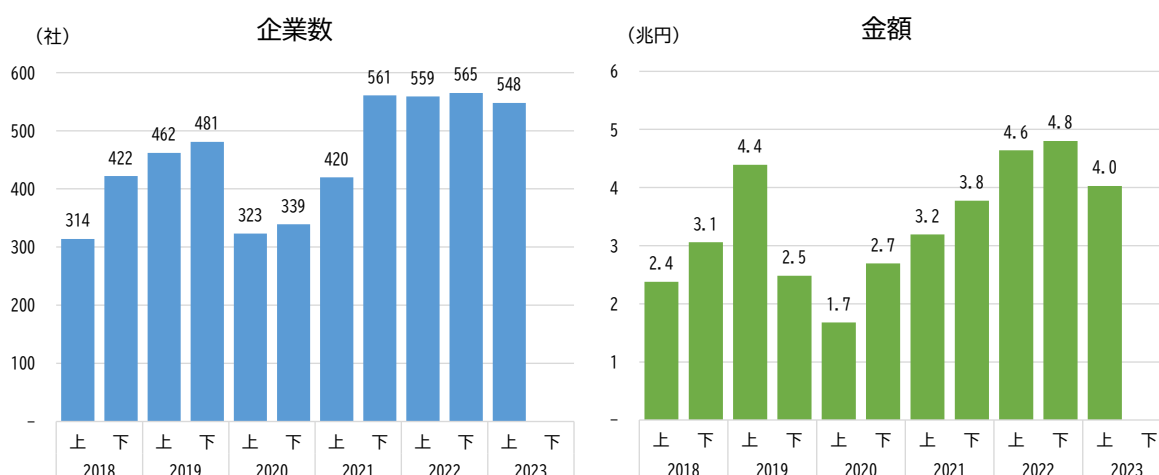
1. 2023 年度上半期の自社株買いは、それまでの増勢ペースが一服

2023 年 3 月末時点で東京証券取引所（以下、東証）のプライム市場またはスタンダード市場に上場している企業を対象に集計したところ、2023 年度上半期は 548 社が自社株買いを実施した（図表 1 左）。2018 年度以降で見ると企業数の水準自体は高いものの、前年度（上半期 559 社、下半期 565 社）に比べて微減となった。

東証が 3 月末に上場会社に対して要請（「[資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて](#)」）を行ったことで、PBR1 倍割れに対する経営層の意識は高まっただろうが、直ちに自社株買いを実施するようなケースは限られたようだ。自社株買いや増配は対応策のひとつではあるが、東証が要請の説明資料の中で「自社株買いや増配が有効な手段と考えられる場合もありますが、自社株買いや増配のみの対応や一過性の対応を期待するものではありません」と説明したことも、上半期の実施企業数に影響を与えた可能性もあろう。実施金額からも上場企業の自社株買いへの姿勢が一旦落ち着いたことがうかがえる。この上半期の実施金額は 4.0 兆円と、過去 11 半期では 4 番目に高い水準ではあるが、昨年度（上半期 4.6 兆円、下半期 4.8 兆円）に比べると減少している（図表 1 右）。

3 月末時点の PBR の水準別では、特に PBR が低い企業で自社株買いの活用が少ない。企業数の構成比がそれぞれ概ね 2 割以上となるように、①高 PBR（1.0 倍超）、②中 PBR（0.6 倍超 1.0 倍以下）、③低 PBR（0.6 倍以下）に区分すると、③低 PBR では 6.5 社に 1 社に留まっている。PBR が同じく 1 倍以下の②中 PBR が 5.2 社に 1 社の割合であることに比べ活用率が低い。2018 年度以降の自社株実施企業数の増加は主に③低 PBR に属する企業で、2022 年度（通年）には③低 PBR 企業で自社株買いの活用率が高まったものの、この上半期は再び消極的な姿勢に戻ったようだ。

図表 1 東証プライム、スタンダード市場に上場する企業の自社株買いの実績推移



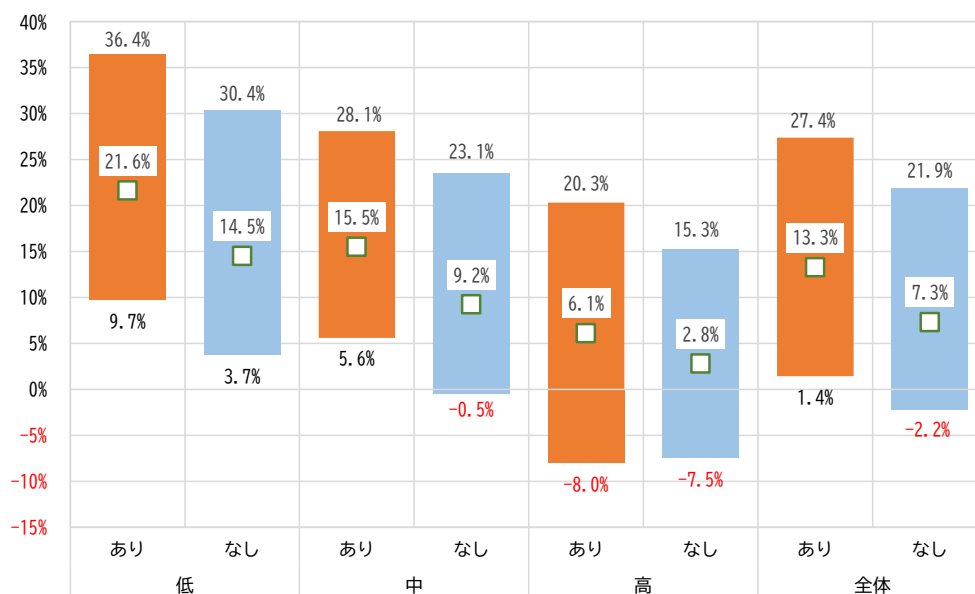
（注）対象企業は 2023 年 3 月末時点での東証プライム市場または同スタンダード市場の上場企業。また、自己株式取得の経過（前月分の取得実績等）は月の初めに公表されるため、当月 7 日までに公表された内容は前月の実績としている。2023 年度上半期は、4 月 8 日から 10 月 7 日までの公表資料を基に算出している。（出所）アイ・エヌ情報センター、東京証券取引所資料を基に大和総研作成

2. 株式市場では「低 PBR 銘柄の自社株買い」を好感

自社株買いの増勢は一旦止まったものの、株式市場は自社株買いを行う企業に好意的だったようだ。3月31日から9月29日の株価上昇率(中央値)は、集計対象3,156社では8.3%だが、このうち自社株買いを行った企業544社では13.3%、未実施の企業2,612社では7.3%と、自社株買いを行った企業の方が高い結果となっている(図表2上)。同時に、上半期はPBRが低い企業ほど株価上昇率が高かった。PBRの低い企業が「変化すること」に期待した動きと推察される。株価上昇率(中央値)は、①高PBR(1,404社)の3.1%に対し、②中PBR(897社)が10.8%、③低PBR(855社)が15.4%となっている。PBRの水準と自社株買い実施の有無とを合わせると、上半期は「低PBR・自社株買いあり」が21.6%、「高PBR・自社株買いなし」が2.8%と、大きな差となった。中央値だけでなく、各区分に属する企業全般でも同じ傾向にある。各区分の上下25%値を加味した範囲(中央値に近い半数の企業がある範囲)では、「高PBR・自社株買いあり・下位25%値」を除き、自社株買いを行った企業群の方が株価上昇率が高い(図表2下)。

図表2 上半期のPBR水準別にみた自社株買いの実績と株価上昇率(中央値、上下25%値)

PBR	企業数 (注)			株価上昇率(中央値)		
	全体	自己株式取得あり	自己株式取得なし	全体	自己株式取得あり	自己株式取得なし
高 (1.0超)	1,404	239	1,165	3.1%	6.1%	2.8%
中 (0.6超 1.0以下)	897	173	724	10.8%	15.5%	9.2%
低 (0.6以下)	855	132	723	15.4%	21.6%	14.5%
全体	3,156	544	2,612	8.3%	13.3%	7.3%



(注) PBRがマイナスまたは15倍超の企業等は除く。1株あたり純資産は、2023年1月1日から3月31日まで
に四半期末または決算期末を迎えた各社の決算短信・有価証券報告書での数値を採用している。

(出所) 各社開示資料、Bloombergを基に大和総研作成

自社株買いを行った企業の株価上昇率の方が相対的に高くなる傾向は、これまでも同様に見られている（図表 3）。過去 5 期間（2018～2022 年度、株価上昇率は 1 年間で計算）では、2020 年度を除けば総じて自社株買いを行った企業の方が株価上昇率は高い。2020 年度は新型コロナウイルス感染症流行に伴う世界的な株安の中で過剰に売られた企業が「低 PBR」に属したが、業績堅調な一部企業の株価反発の影響等で、自社株買いの実施有無による株価パフォーマンスの関係が逆転している。ただし、その 2020 年度を含めても、平均して 2%ポイント程度、自社株買いを行った企業群の方が株価上昇率が高い。

この上半期では、自社株買い実施企業の良好な株価パフォーマンスの傾向が一層強まっている。特に、PBR が 1 倍以下の②中 PBR と③低 PBR では、PBR1 倍超の①高 PBR に比べ、自社株買いの有無による株価上昇率の差が大きい。PBR1 倍以下での自社株買い有無による株価上昇率（中央値）の差は②中 PBR が 6.3%ポイント、③低 PBR が 7.1%ポイントと、①高 PBR の 3.3%ポイントを上回っている。

図表 3 PBR 水準別にみた自社株買いの有無でみた株価上昇率の差異

PBR \ 年度		2018 (通年)	2019 (通年)	2020 (通年)	2021 (通年)	2022 (通年)	2023 (上半期)
高 (1.0超)	上位25%	+2.6%	+1.2%	+4.2%	+2.5%	+0.9%	+5.1%
	中央値	+3.8%	+1.6%	+3.3%	+3.0%	▲0.4%	+3.3%
	下位25%	+4.0%	+2.0%	+3.1%	+2.8%	+0.2%	▲0.5%
中 (0.6超 1.0以下)	上位25%	▲0.1%	+1.4%	▲5.0%	+3.0%	+6.1%	+5.0%
	中央値	+2.1%	▲0.4%	+2.1%	+3.6%	+3.3%	+6.3%
	下位25%	+0.7%	+0.9%	+6.9%	+0.8%	+2.6%	+6.1%
低 (0.6以下)	上位25%	+0.4%	+3.4%	▲1.3%	+5.1%	▲0.6%	+6.1%
	中央値	+4.6%	+2.6%	▲2.2%	+1.8%	+1.7%	+7.1%
	下位25%	+5.6%	+2.8%	▲0.1%	+3.0%	+3.3%	+6.0%
全体	上位25%	+2.2%	+1.7%	▲0.8%	+3.0%	+3.1%	+5.5%
	中央値	+3.6%	+1.5%	+1.2%	+2.4%	+2.4%	+5.9%
	下位25%	+2.7%	+1.2%	+3.2%	+2.0%	+2.1%	+3.7%
							平均値 (2018-2022)
							+1.8%
							+2.2%
							+2.2%

(注) 対象企業や 1 株あたり純資産の計算方法は図表 2 と同じ。図表中の数値は、自社株買いを行った企業群の該当する株価上昇率（上下 25%値、中央値）から、自社株買いを行っていない企業群で対応する株価上昇率を引いたものを表す。

(出所) 各社開示資料、Bloomberg を基に大和総研作成

3. 自社株買いの金額を増やした企業の株価上昇率も相対的に高い

「自社株買い」や「PBR1 倍割れ」が株式市場で好感される中、自社株買いの実施金額を増やした企業も評価されている。次ページの図表 4 では、直近 5 年間の平均実施金額（2018 年度から 2022 年度の各上半期を基に算出）と 2023 年度の上半期の実施金額を比較し、PBR 水準ごとの企業数と株価上昇率（中央値）を表している。これによると、自社株買いを増やした企業 472 社では 13.2%と、減らした企業（今上半期での実施を見送った企業を含む）895 社の 8.5%に比べて株価上昇率は高い。また、PBR 水準が低いほど、両者の差は広がっている。

図表 4 過去 5 年間で比べた上半期の自社株買いの規模（増減）と株価上昇率

PBR	企業数 (注)			株価上昇率 (中央値)		
	全体	増加	減少	全体	増加	減少
高 (1.0超)	584	209	375	3.5%	5.7%	2.9%
中 (0.6超 1.0以下)	446	147	299	13.5%	15.5%	13.1%
低 (0.6以下)	337	116	221	17.2%	21.6%	14.5%
全体	1,367	472	895	9.6%	13.2%	8.5%

(注) 対象企業や1株あたり純資産の計算方法は図表2と同じ。自社株買いの増減は、2018～2022年度の5期間の各上半期の平均実施金額と、2023年度の実施金額を比較して分類している。

(出所) 各社開示資料、Bloombergを基に大和総研作成

4. 今後の展望 ～「期待」から「実践」・「進捗」に関心がシフト～

株式相場の行方を予測することは難しいが、3月末の東証から上場会社への要請や、その後の自社株買いと株価上昇率の傾向等を見ると、既に「PBR1倍割れ企業に対する変化の期待」が織り込まれていると考えられる。下半期も引き続き「期待」に基づいた銘柄選好が続くこともあり得るが、徐々に「上場企業が期待に対してどのように応えるか」といった「実践」や「進捗」へと、市場参加者の関心が移るのではないだろうか。

一般的には、上場企業の株価は1株あたり利益（EPS）の水準や成長率の影響を受けやすい。この上半期に株価が上昇したことでPERが高くなった企業にとっては、EPSを成長させるような経営戦略、資本コストや資本収益性を意識した戦略の立案や実践が重要となる。

戦略の開示件数は、当面、増えると見込まれる。既に3月期決算の企業の中には、前期の決算内容を説明する資料に資本コストや資本収益性に対する考え方を示す企業が多くあった。また、7月以降は「資本コストや株価を意識した経営の実現」や「PBR向上（改善）」を表題に含む資料を開示する企業も増えている。さらに、10月11日に開催された東証の「[市場区分の見直しに関するフォローアップ会議](#)」（第12回）では、企業における資本収益性や市場評価の改善に向けた取組みの検討・開示をさらに促進していく観点から、要請に基づいて開示している企業の一覧表を、2024年の年明けを目途に公表すると計画している旨の言及があった。

戦略の立案が開示されれば、その戦略の内容、実現の確度、定点観測が重要となってくる。過去10年間で見れば、新たに株主還元比率を明示する企業や比率を上方修正する企業が増えてきており、その流れから増配や自社株買いを戦略の一部に挙げるケースも出てこよう。株主還元の強化は株価上昇につながりやすいが、今後は株主還元の原資の持続性、利益成長の確度がより注目されるだろう。上半期に見られた「低PBRで自社株買い実施企業」全般への選好は、今後は「長期的な成長（増益）を通じた株主還元の拡充か否か」で分かれていくと予想される。