

2023年12月20日 全8頁

# 米国主要企業に見るキャッシュの使い道

「成長投資」や「高い株主還元」を志向する株価の上昇率が高い

金融調査部 主席研究員 中村 昌宏

## 【要約】

- 日本と米国の主要企業について、当期純利益に対する配当や自社株買い実施金額の比率（総還元性向）を比べると、米国企業（S&P500）は日本企業（TOPIX500）よりも高い。2022年は米国 S&P500 構成企業が 80.5%と日本の TOPIX500 構成企業の 43.2%を大きく上回っている（いずれも中央値）。配当性向では両者に大きな差はないものの、米国では自社株買いを実施する企業が多く、183社で総還元性向が100%を超えている（日本は53社）。一方、配当や自社株買いでの株主還元に消極的な S&P500 構成企業も少なくない。総還元性向が10%以下の企業数は、TOPIX500 の38社に対して S&P500 は68社と多い。
- 米国の株式市場では、「成長投資」を重視した総還元性向の低い S&P500 構成企業の株価が高く評価されている。2012年末から2023年11月末までの株価上昇率を総還元性向の水準別に見ると、総還元性向の低い企業（10%以下）が相対的に高く、次いで高い企業（100%超）となっている。
- キャッシュの使い道にも日本と米国の主要企業に違いがある。S&P500 構成企業は、TOPIX500 構成企業に比べて設備投資等の有形固定資産に投じる比率は低い反面、M&A 等の株式取得を含む投資有価証券やソフトウェア等の無形固定資産への投資ウェイトが高い。また、有利子負債を増やす一方で自社株買いを進める傾向もうかがえる。
- 日本の上場会社では、資本コストや株価、PBR1 倍割れに対する経営層の意識は高まっている。米国と日本とでは環境が異なる部分はあるものの、グローバルな投資家とのコミュニケーションを想定する企業や PBR1 倍割れ解消に向けた取組みとして「成長投資」や「株主還元の強化」が掲げる企業にとって、成長投資を志向する株主還元方針（低い総還元性向）であっても投資家から高く評価される米国企業が少なくなかったこと、自社株買いを通じた株主還元の強化など、米国主要企業の例に今後の利益配分のヒントは多い。

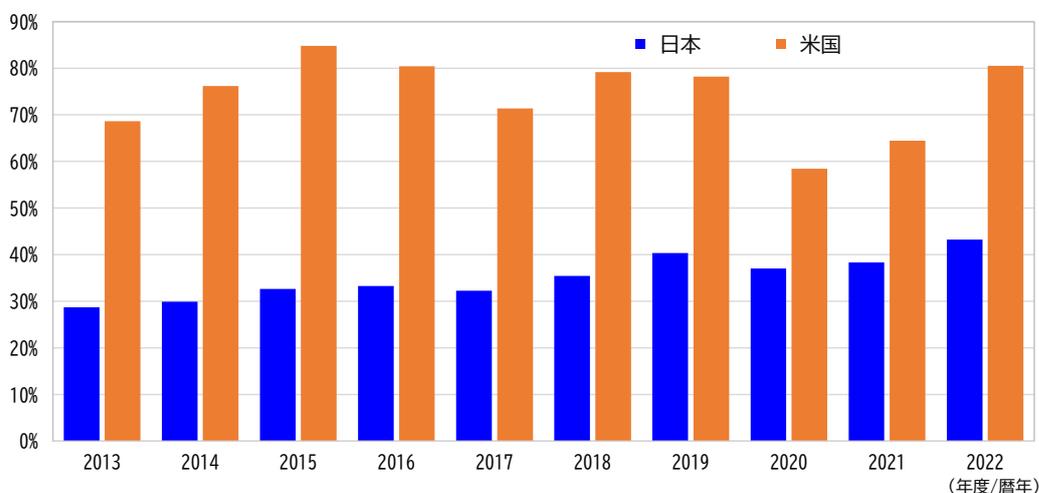
## 1. 日本の主要企業に比べ、米国主要企業の総還元性向は高い

日本の上場企業は年々株主還元を強化しているが、米国企業の当期純利益に対する株主還元比率は日本を大きく上回っている（図表 1）。TOPIX（東証株価指数）を構成する銘柄の中で時価総額や流動性が高い TOPIX500 と米国 S&P500 のそれぞれの企業（以下、「日本企業」、「米国企業」）について、配当と自社株買いの当期純利益に対する比率（総還元性向）の中央値を比較すると、2022 年は日本企業の 43.2% に対し、米国企業は 80.5% と 2 倍近い水準である（注：本レポートでは、米国企業は暦年、日本企業は 4 月から翌年 3 月の年度で集計している）。

両者の差の原因は、米国企業で自社株買いを実施する企業が多く、規模も大きいことにある。両指数を構成するそれぞれ 500 社について、過去 10 年分の当期純利益に対してどの程度の規模の自社株買いを行ったかを見ると、米国の中央値は 46% と日本の 9% を大きく上回っている（合計した当期純利益がマイナスの企業は除く）。配当の中央値では、米国が 33%、日本が 32% と大きな差がなかったことを踏まえると、日本ではまだ株主還元的手段として自社株買いは浸透していないといえる。

ペースは緩やかではあるが、日本でも株主還元に対する企業の意識は高くなっている。この 10 年間で自社株買いを実施する企業が増えたり、経営方針のひとつとして配当性向や総還元性向を採用したり目標値を引き上げたりする企業が増えた。TOPIX500 の各社の有価証券報告書を調べると、「配当政策」に株主還元比率を記載している企業数は、2013 年度の 181 社から 2022 年度には 287 社に増えている（2023 年 3 月末時点の構成企業ベース）。さらに、株主還元比率を採用するだけでなく、毎年約 1 割の企業が比率を高める等、株主還元を強化している。この結果、2013 年度は「20% 超 30% 以下」の総還元性向に約 3 割（28.2%）の 141 社が集中していたが、より高い総還元性向の企業が増え、2018 年度以降は最も企業数の多い総還元性向が「30% 超 40% 以下」となっている（7 ページ【参考 1】）。

図表 1 日米主要 500 社の総還元性向の推移（中央値）



（注）集計対象は、2023 年 10 月末時点で TOPIX500（日本）、S&P500（米国）の構成企業。  
（出所）LSEG、東京証券取引所資料を基に大和総研作成

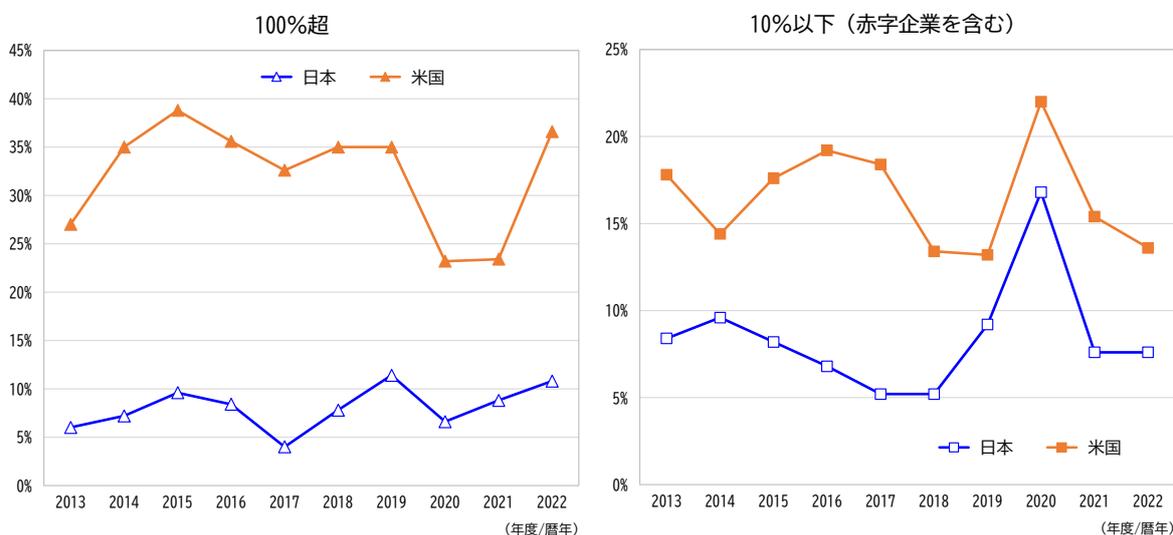
他方、日本企業に比べた米国企業の特徴に、①当期純利益を上回る「配当+自社株買い」を行う企業が多いこと、②その一方で、業績拡大を通じた株価上昇を志向し、配当や自社株買いでの株主還元には消極的な企業も多いこと、の2つがある（図表2、8ページ【参考2】）。

この10年間、総還元性向が100%超（配当と自社株買いの合計金額が当期純利益を超える）となる企業数の比率の推移を見ると、TOPIX500では5~10%程度にすぎないが、S&P500ではコロナ禍の2020~2021年を除いて25~40%と高い（図表2左）。米国企業では1株あたり配当金や配当性向等の会社計画や目標等を掲げるケースは多くないが、実際には株主への還元を積極的に行う企業が多い。

一方、配当や自社株買いを通じた株主還元に関心のない企業も少なくない。過去10年間で配当を1度も行っていない米国企業は92社（日本企業：6社）、自社株買いを行っていない企業は38社（同37社）、両方とも行っていない企業は14社（同2社）と、いずれも日本よりも多い。また総還元性向が10%以下（赤字企業を含む）の企業数の比率は15~20%と、日本（5~10%）よりも高い（図表2右）。

総じていえば、多くの企業が歩調を合わせるかのように総還元性向が上昇している日本に対し、米国企業は100%（超）や0%（還元なし）のような、株主還元か成長投資かのどちらかに集中した利益の配分スタンスを取る傾向にあるといえる。

図表2 総還元性向構成比の日米比較（左：100%超、右：10%以下）



（注）集計対象は、2023年10月末時点でTOPIX500（日本）、S&P500（米国）の構成企業。  
（出所）LSEG、東京証券取引所資料を基に大和総研作成

## 2. 株価は「配当＋自社株買い」企業より「成長投資」企業の方が高い

では、このような総還元性向での米国企業のスタンスの違いは、株価に影響があったのだろうか。日本では、配当方針の引き上げや自社株買いのアナウンスメントは株価にプラスに寄与する傾向にあるが、米国では高い株主還元姿勢よりも内部留保に充当して成長投資の原資に向ける姿勢の方が、この10年間の株価パフォーマンスは高かった。

図表3では、過去10回（10年間）のうち総還元性向が100%超の期間が6回以上あった企業を「高」（106社）、赤字または10%以下の期間が6回以上あった企業を「低」（49社）、その他を「中」（345社）とし、2012年末を起点とした2023年11月末の株価水準（倍）の範囲（最小値、下位25%値、中央値、上位25%値、最大値）と平均値を区分ごとに表している。各区分のデータ数の中央50%（下位25%値～上位25%値：四分位範囲、図表中のシャドー部）を見ると、最も株価パフォーマンスが高かったのは「低」の区分で、次いで「高」の区分だった。

ここで、「低」の区分で株価パフォーマンスが高いのは、近年の業績の急成長でS&P500に採用されたばかりの企業が多く、それらの企業ではまだ利益の多くを成長投資に充てているためではないかとの考え方もある。実際、2012年末と2023年10月末時点の構成企業を比較すると、指数の約1/3に相当する163社が変わっており、中でも株主還元姿勢の低い区分では約2/3の33社が新たに採用された銘柄である。そこで継続企業（「高」75社、「中」246社、「低」16社、計337社）で比較したのが図表3の下表である。継続企業では、「高」や「中」に比べた「低」の四分位範囲での超過幅は縮小しているものの、それでもデータ中央50%で「低」→「高」→「中」のパフォーマンス順は変わらない。米国では、「成長に向けた投資」を志向する企業が高く評価され、そうでない企業の中では「稼いだ利益を株主に還元する」ことが好まれる傾向にある。

図表3 株主還元姿勢と株価パフォーマンス（S&P500構成銘柄、2012年末～2023年11月末、倍）

株主還元姿勢	最小値	下位25%	中央値	上位25%	最大値	平均値
高 (104/106)	0.42	1.67	3.16	5.35	29.24	4.36
中 (318/345)	0.32	1.68	2.79	4.58	152.22	4.16
低 (37/49)	0.33	4.82	8.91	14.26	106.32	14.22

(※1) 期間中のS&P500株価指数の変化： 3.20

(※2) 2012年12月末、2023年11月末ともに指数に採用されていた銘柄に限定した場合

高 (75)	0.42	1.64	2.63	4.85	13.09	3.44
中 (246)	0.32	1.48	2.41	3.96	152.22	3.76
低 (16)	0.33	1.94	5.55	11.53	50.48	10.10

(注) 株価変化率は、2012年末時点を「1」とした倍率。株主還元姿勢の区分は、2023年10月末時点のS&P500指数構成企業のうち、過去10回（10年間）で総還元性向が100%超の期間が6回以上あった企業を「高」、赤字または10%以下の期間が6回以上あった企業を「低」、その他を「中」とした。区分の中のカッコ内は「(2012年末と2023年末の株価のある企業/当該区分の株主還元姿勢に該当する企業数)」を表す。

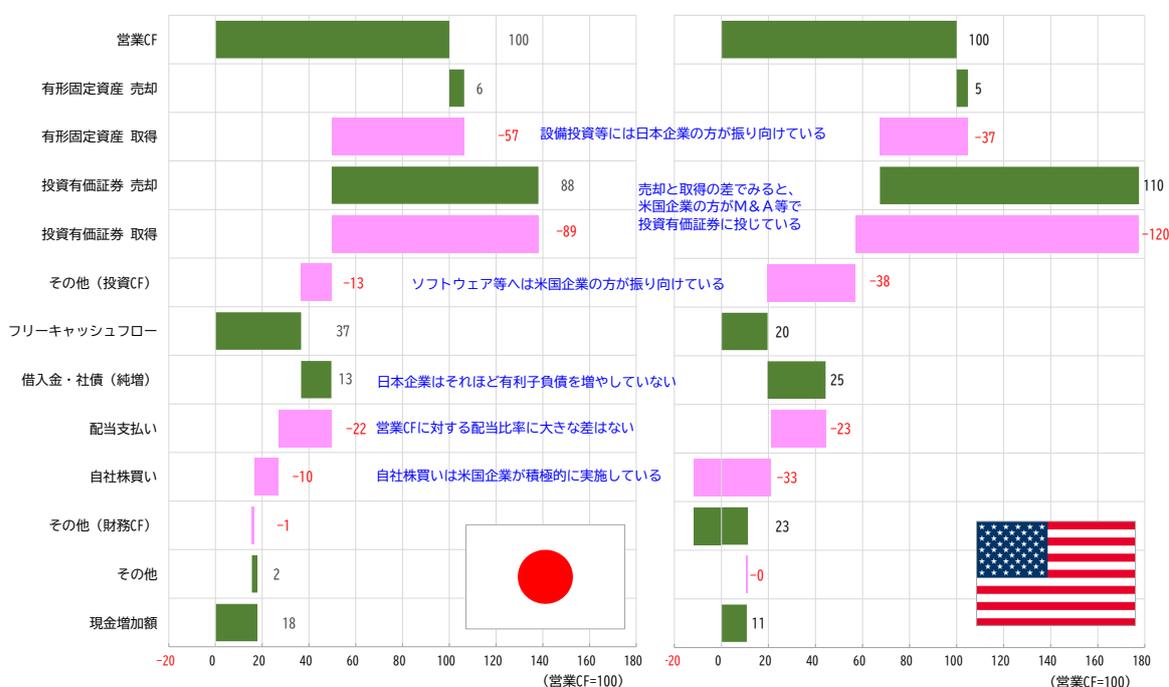
(出所) LSEG を基に大和総研作成

### 3. 米国企業の投資の内訳では株式取得やソフトウェア等への投資が特徴

米国企業が「成長に向けた投資」、または「株主還元」を志向する傾向は、日本企業と比べたキャッシュの使い道の違いからもうかがえる。TOPIX500 と S&P500 の構成企業について、この 10 年間合計の営業活動によるキャッシュフロー（営業 CF）に対する投資活動によるキャッシュフロー（有形固定資産、投資有価証券、その他）、財務活動によるキャッシュフロー（有利子負債、配当支払い、自社株買い、その他）の比率を求め、図表 4 では各項目の単純平均で「日本企業と米国企業の平均的なキャッシュの使い道」を表している。

これによると、米国企業は投資（投資 CF）に営業 CF で稼いだキャッシュの 80%を投じており、日本企業の 63%に比べて積極的である。項目別では、M&A 等の株式取得を含む投資有価証券やソフトウェア等への投資（その他投資 CF）の比率が高い。他方、設備投資等の有形固定資産に向ける比率は日本企業の方が高い。投資資金は営業活動で得られるキャッシュの範囲で賄われているが、米国企業は有利子負債での調達も多い。営業 CF の 1/4 相当の借入金や社債等を増やしている。他方、総還元性向が 100%を超える企業が多いことは、配当支払いや自社株買いに表れている。配当支払いでは日本企業と米国企業に大きな差はない（22～23%）が、自社株買いについては米国企業では営業 CF の 1/3 相当を使っているのに対し、日本企業は 1 割程度と差が大きい。

図表 4 日本と米国の主要企業のキャッシュフロー比較



(注) 集計対象は、2023年10月末時点でTOPIX500、S&P500の構成企業。各社のキャッシュフロー計算書を基に2023年3月末までの決算期から遡って10期分を合計し、営業キャッシュフローの金額を100として指数化した各項目の単純平均を採用した。

(出所) LSEG を基に大和総研作成

## 4. 日本企業への示唆

2023年3月末、東京証券取引所（以下、東証）は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。これを契機に、資本コストや株価、PBR1倍割れに対する経営層の意識は高まっている。上場企業は、株主総会後遅滞なく東証に提出する「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」の中で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報告するが、決算発表等の際に使われる適時開示情報伝達システム（TDnet：Timely Disclosure network）を通じて開示し、自社の考えを多くの人に伝えようとする企業もある。2023年3月末までの5年間ではTDnetを利用した開示で表題に「PBR」や「資本コスト」を含むものはなかったが、2023年4月1日から12月15日までの期間では85社あった。東証は、2024年1月15日にコーポレート・ガバナンス報告書に「**【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応】**」というキーワードを記載している企業を抽出した一覧表の公表を予定している（以降毎月更新予定）。また、同月中には対応のポイント・取組事例の公表等を行い、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた取組みの検討・開示をさらに促進しようとしている。

このような中、米国の株主還元の特徴や株価パフォーマンスの比較は、日本企業に参考になるだろう。中でも、「グローバルな投資家との建設的な対話を中心に据えた企業向けの市場」と位置づけられているプライム市場に上場する企業にとって、成長投資を志向する株主還元方針（低い総還元性向）であっても、投資家から高く評価されるケースが少なくなかった点は、今後の利益配分のヒントにもなるだろう。

PBR1倍割れに直面している企業であれば、成長投資や株主還元の内容も参考になろう。2023年8月29日の東証の資料（「[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関する企業の対応状況とフォローアップ](#)」）によると、同年7月14日時点でプライム市場に上場する3月期決算企業でPBR1倍未満の改善に向けた取組み内容としては、「成長投資」や「株主還元の強化」を挙げる企業が多かった。営業地域や事業内容の違いで米国の例がそのまま日本企業に合致するわけではないが、資本コストや資本収益性を意識すると同時に、米国のように株式取得やソフトウェア等の生産性向上への投資配分を引き上げる等、見直すことも検討材料になろう。また、自社株買いについても、2022年度は上場企業の約4社に1社しか行っていないことから、今後の株主還元策のひとつに挙げる企業も増えると予想される。

## 5. 【参考図表】 日米の主要企業の総還元性向

【参考1】 日本（TOPIX500 構成企業）の総還元性向の推移

総還元性向	2013		2014		2015		2016		2017	
	企業数	累積分布								
100%超	30	6.3%	36	7.4%	48	9.8%	42	8.6%	20	4.0%
90%超 100%以下	6	7.5%	8	9.1%	6	11.0%	3	9.2%	9	5.8%
80%超 90%以下	10	9.6%	7	10.5%	14	13.9%	13	11.8%	17	9.3%
70%超 80%以下	7	11.0%	9	12.4%	18	17.6%	23	16.5%	13	11.9%
60%超 70%以下	15	14.2%	15	15.5%	22	22.0%	20	20.6%	21	16.1%
50%超 60%以下	27	19.8%	28	21.2%	27	27.6%	40	28.7%	37	23.5%
40%超 50%以下	37	27.5%	40	29.5%	52	38.2%	49	38.7%	56	34.8%
30%超 40%以下	92	46.7%	98	49.7%	94	57.3%	95	58.0%	122	59.4%
20%超 30%以下	141	76.0%	132	76.9%	114	80.6%	130	84.5%	125	84.5%
10%超 20%以下	73	91.3%	64	90.1%	54	91.6%	42	93.1%	51	94.8%
10%以下	13	94.0%	16	93.4%	10	93.7%	10	95.1%	13	97.4%
株主還元なし	14	96.9%	15	96.5%	8	95.3%	5	96.1%	3	98.0%
最終赤字（当期損失）	15	100.0%	17	100.0%	23	100.0%	19	100.0%	10	100.0%
小計	480		485		490		491		497	
上記企業数での中央値	28.7%		29.9%		32.6%		33.3%		32.2%	
未上場または決算期変更	20		15		10		9		3	
合計	500		500		500		500		500	

総還元性向	2018		2019		2020		2021		2022	
	企業数	累積分布								
100%超	39	7.9%	57	11.5%	33	6.6%	44	8.8%	54	10.8%
90%超 100%以下	14	10.7%	18	15.1%	8	8.2%	12	11.2%	26	16.0%
80%超 90%以下	12	13.1%	14	17.9%	13	10.9%	17	14.7%	16	19.2%
70%超 80%以下	20	17.2%	21	22.2%	17	14.3%	24	19.5%	34	26.0%
60%超 70%以下	21	21.4%	30	28.2%	38	21.9%	26	24.7%	22	30.4%
50%超 60%以下	43	30.1%	45	37.3%	51	32.2%	47	34.1%	57	41.8%
40%超 50%以下	56	41.4%	65	50.4%	64	45.1%	72	48.6%	68	55.4%
30%超 40%以下	120	65.7%	109	72.4%	94	64.0%	94	67.5%	92	73.8%
20%超 30%以下	114	88.7%	64	85.3%	75	79.1%	84	84.3%	67	87.2%
10%超 20%以下	30	94.7%	27	90.7%	20	83.1%	40	92.4%	26	92.4%
10%以下	9	96.6%	5	91.7%	4	83.9%	8	94.0%	7	93.8%
株主還元なし	4	97.4%	4	92.5%	7	85.3%	6	95.2%	1	94.0%
最終赤字（当期損失）	13	100.0%	37	100.0%	73	100.0%	24	100.0%	30	100.0%
小計	495		496		497		498		500	
上記企業数での中央値	35.4%		40.4%		37.1%		38.3%		43.2%	
未上場または決算期変更	5		4		3		2		0	
合計	500		500		500		500		500	

（注）2023年10月末時点でTOPIX500に採用されている企業を基に集計。表中の「年度」は、当該年の4月1日から翌年の3月31日の間に決算期末を迎える決算期を表す。決算期を変更した企業は、決算期が12カ月の年度は集計対象とするが、変則決算期は除いている。

（出所）LSEG、東京証券取引所資料を基に大和総研作成

## 【参考 2】米国（S&amp;P500 構成企業）の総還元性向の推移

総還元性向	2013		2014		2015		2016		2017	
	企業数	累積分布								
100%超	135	28.0%	175	35.9%	194	39.6%	178	36.2%	163	32.9%
90%超 100%以下	43	36.9%	33	42.7%	32	46.1%	36	43.5%	32	39.3%
80%超 90%以下	31	43.3%	24	47.6%	33	52.9%	35	50.6%	29	45.2%
70%超 80%以下	27	48.9%	31	54.0%	33	59.6%	40	58.7%	27	50.6%
60%超 70%以下	36	56.3%	47	63.7%	36	66.9%	28	64.4%	38	58.3%
50%超 60%以下	49	66.5%	39	71.7%	22	71.4%	30	70.5%	28	63.9%
40%超 50%以下	24	71.4%	25	76.8%	14	74.3%	18	74.2%	32	70.4%
30%超 40%以下	22	76.0%	13	79.5%	18	78.0%	14	77.0%	22	74.8%
20%超 30%以下	15	79.1%	15	82.5%	11	80.2%	8	78.7%	15	77.8%
10%超 20%以下	12	81.6%	13	85.2%	9	82.0%	9	80.5%	18	81.5%
10%以下	17	85.1%	9	87.1%	6	83.3%	10	82.5%	17	84.9%
株主還元なし	41	93.6%	37	94.7%	34	90.2%	31	88.8%	32	91.3%
最終赤字（当期損失）	31	100.0%	26	100.0%	48	100.0%	55	100.0%	43	100.0%
小計	483		487		490		492		496	
上記企業数での中央値	68.6%		76.2%		84.8%		80.4%		71.4%	
未上場または決算期変更	17		13		10		8		4	
合計	500		500		500		500		500	

総還元性向	2018		2019		2020		2021		2022	
	企業数	累積分布								
100%超	175	35.3%	175	35.1%	116	23.2%	117	23.4%	183	36.6%
90%超 100%以下	31	41.5%	36	42.4%	30	29.2%	33	30.0%	29	42.4%
80%超 90%以下	40	49.6%	33	49.0%	31	35.4%	29	35.8%	40	50.4%
70%超 80%以下	38	57.3%	32	55.4%	31	41.6%	38	43.4%	36	57.6%
60%超 70%以下	42	65.7%	49	65.3%	40	49.6%	58	55.0%	29	63.4%
50%超 60%以下	32	72.2%	27	70.7%	45	58.6%	40	63.0%	31	69.6%
40%超 50%以下	18	75.8%	28	76.3%	29	64.4%	29	68.8%	41	77.8%
30%超 40%以下	23	80.4%	25	81.3%	34	71.2%	37	76.2%	22	82.2%
20%超 30%以下	18	84.1%	10	83.3%	18	74.8%	27	81.6%	15	85.2%
10%超 20%以下	12	86.5%	17	86.7%	16	78.0%	15	84.6%	6	86.4%
10%以下	9	88.3%	8	88.4%	10	80.0%	13	87.2%	5	87.4%
株主還元なし	30	94.4%	29	94.2%	24	84.8%	38	94.8%	29	93.2%
最終赤字（当期損失）	28	100.0%	29	100.0%	76	100.0%	26	100.0%	34	100.0%
小計	496		498		500		500		500	
上記企業数での中央値	79.2%		78.2%		58.4%		64.5%		80.5%	
未上場または決算期変更	4		2		0		0		0	
合計	500		500		500		500		500	

（注）2023年10月末時点でS&P500に採用されている企業を基に集計。当該年の1月1日から12月31日の間に決算期末を迎える決算期を表す。決算期を変更した企業は、決算期が12ヵ月（または52週、53週）の場合は集計対象とするが、変則決算期は除いている。

（出所）LSEGを基に大和総研作成