

# アナリストの眼

## 自社株買いが支える日本株式市場

### 【ポイント】

1. トランプ関税の影響が業績の下押し材料と懸念される中で、日本株は最高値を更新した。
2. 主体別売買動向を分析すると事業法人の買い越しが続いている。政策保有株式の売却があることを踏まえても、自社株買いの勢いの方が強い。
3. 今年も自社株買いは過去最高ペースで進捗。ROE（自己資本利益率）の水準が低く、今後も自社株買い拡大の余地はある。

### 1. 最高値を更新した日本株式市場

2025年8月、日経平均株価は1年1ヵ月ぶりに最高値を更新し、東証株価指数 TOPIX も 3,000pt を超えて、日経平均株価同様、最高値を更新した。2025年に入ってから日本株は、米国のトランプ大統領による関税政策の影響を見極める展開が続き、一時的に株価が大きく調整する局面があったが、その後株価は持ち直し、最高値更新に至った。もちろん関税の影響が15%で決着（再度修正される可能性はある）したことで、今後の見通しがつきやすくなったことも、株価上昇の材料となったとは考えられるが、今年度の第1四半期の決算を終えて前年同期比減益で着地していること、また日銀による近い将来の利上げが一定程度織り込まれている逆風材料を鑑みると、株価は堅調に推移していると言えよう。

### 2. 主体別売買動向

株価を見る上で、個別企業のファンダメンタルズを分析することが重要であることは言うまでもないが、株式市場の方向感を探るうえで需給動向を分析することもマーケットを見る上で重要なヒントとなり得る。

そのヒントとなるデータの中でJPX（日本取引所グループ）が週間ペースで公表している主体別売買動向を取り上げたい。

図表1は主要な投資家の現物と先物合算の売買金額を売り買い差し引きした数字で、年次ごとに集計したものになる。ここ数年間の傾向として一般的に逆張りの主体と評される信託銀行（主に年金などのフローが反映されている）や個人投資家は、株価の上昇が続く中で売り越し額が大きくなっている。

図表1. 主体別売買動向（主市場現物+先物）

（単位：億円）

年次	海外	信託銀行	事業法人	個人
2010年	18,359	4,265	-1,970	-12,479
2011年	-3,129	10,781	6,126	1,817
2012年	46,234	-10,144	3,867	-18,788
2013年	156,881	-35,896	6,557	-84,308
2014年	6,055	26,711	11,100	-36,363
2015年	-32,819	16,470	29,467	-49,210
2016年	-21,899	26,070	22,216	-33,385
2017年	19,611	-78	12,490	-55,517
2018年	-132,566	13,794	25,839	-2,233
2019年	24,673	-2,024	41,689	-46,031
2020年	-61,040	20,060	12,646	-9,011
2021年	-24,771	-8,959	15,610	4,871
2022年	-48,160	348	51,877	9,069
2023年	45,833	-55,837	36,762	-11,655
2024年	-57,086	-26,562	79,954	-6,981
2025年(7月まで)	13,495	-43,489	62,676	-19,187

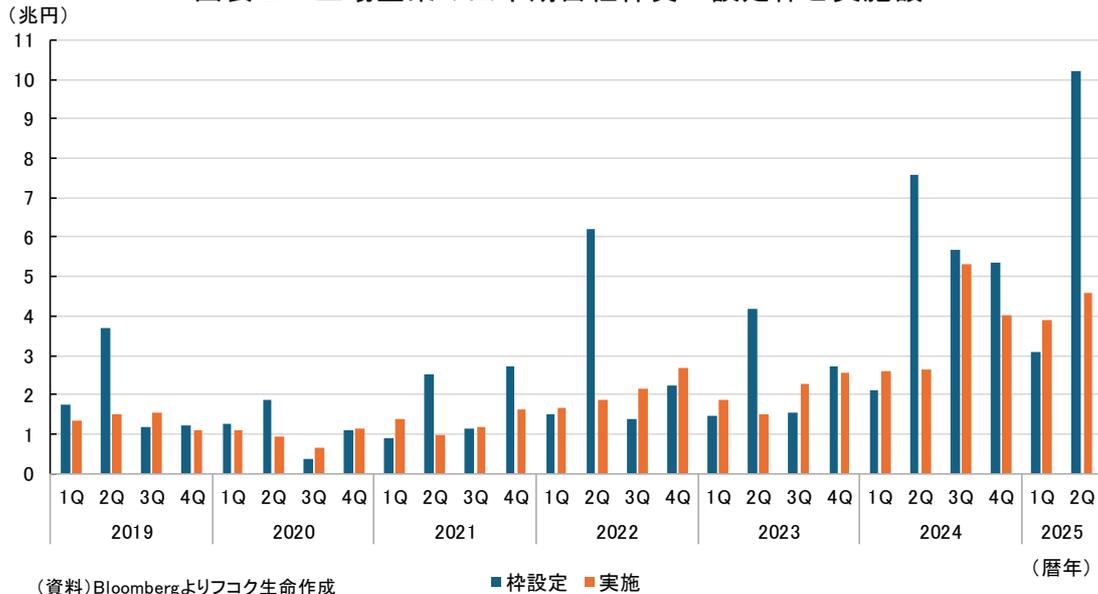
（資料）JPXデータよりフコク生命作成

一方で事業法人が大きく買い越しとなっており、直近の2024年や2025年（7月まで）の数字を見ると信託銀行や個人投資家の売り越し額を吸収した形となっている。また、事業法人に関しては2011年以降買い越しが継続しており、多少の波はあるとは言え、買い越し額が徐々に大きくなっていることがわかる。

日本株式市場のメインプレイヤーである「海外投資家を買わないと株価が上がらない」と言われてきたのだが、今や事業法人の存在感は海外投資家に匹敵すると言っても過言ではないだろう。

では、なぜここまで事業法人の買いがここまで大きくなっているのか、答えは言うまでもなく自社株買いである。

図表 2. 上場企業の四半期自社株買い設定枠と実施額



### 3. 加速する自社株買い

自社株買いは2023年にJPXから「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」が発表されて以降、買いのペースに拍車がかかっている。図表2にある通り2024年には過去最高となる約14.6兆円の自社株買いが実施されているが、2025年は半分の2Qまで既に約8.5兆円買われており、昨年の記録を更新する勢いだ。

前述「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」では発表当時、東証プライム市場の約半数、スタンダード市場の約6割の上場会社がROE8%未満、PBR（株価純資産倍率）1倍割れと、資本収益性や成長性といった観点で課題がある状況で、企業価値向上の実現に向けて、資本コストや株価に対する意識改革が必要との指摘がなされていた。

ROEやPBR改善の手段として自社株買いは使いやすい。自社株買いを行うことで  $ROE = \text{純利益} \div \text{自己資本}$  の分母を減らすことができる上、  $PBR = ROE \times PER$ （株価収益率）に分解できるため、ROEが改善することでPBRの改善にもつながる。もちろん自社株買いでは無く増配を選択したとしても、同様の効果が発揮されるわけだが、配当は継続性を求められる側面もあり、一過性の利益が出た場合などでは、自社株買いが選択されるケースも多いと言える。

### 4. 売り手にも回り得る事業法人

そもそも自社株買いを行っている事業法人が日本株式市場の主たる買い手になっている事実違和感を持つ方がいるかもしれない。なぜならここ数年、株式市場における大きな

トピックの一つに政策保有株式の売却があるからだ。政策保有株式とは取引先との関係維持や強化のためなど、経営戦略上の目的で企業が保有している株式のことを指す。ただ資本効率の観点から政策保有株式の保有意義が問われる時代となり、足元では売却が加速度的に進められている。

政策保有株式を抱えているのは銀行等の金融機関のみならず、事業法人も然りであり、取引先の株を長年に渡って保有しているケースは今でも沢山ある。つまり、事業法人からの政策保有株式売りもそれなりのサイズで出ているのだが、この場合にも自社株買いで吸収してしまうケースが少なくない。

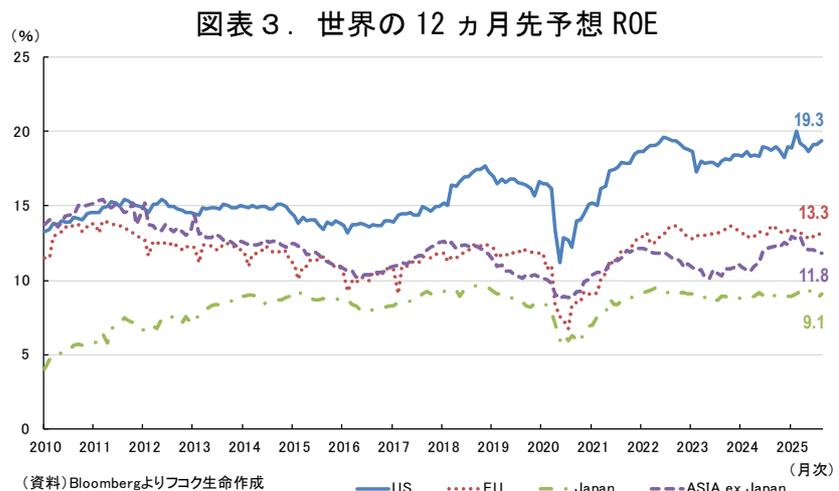
例えば A 社が保有している B 社株を売却しようとする際に、B 社は A 社が保有している B 社株を引き取ってしまうということだ。この場合 A 社は株売りだが、B 社は株買いで差し引きゼロということになる。

もちろん、全ての取引において政策保有株式の売却を自社株買いが吸収するわけではないが、政策保有株式の売却が存在していることを加味しても、トータルすると事業法人は、図表 1 で示したような買い越し主体となるのだ。

## 5. 自社株買いは継続するのか

もう一つ議論となりそうなのが、自社株買いの継続性だ。これから先のことは蓋を開けてみないとわからないが、個人的には現状のサイズ感の自社株買いはしばらく続くと考えている。理由は ROE の水準である。

図表 3 では世界の各地域における ROE の水準を示しているが、日本の ROE は足元で 9.1% とここ数年伸び悩んでおり、10% 台前半の EU やアジアよりも低く、20% 近い米国には 2 倍以上の水をあげられている。先ほど自社株買いを行う事で ROE の改善が見込める旨記載したが、現実を見るとそこまで改善されていない。



これは企業が稼いだ利益を通じて、増配や自社株買いを通じた株主還元に戻っている金額が十分では無く、手元の資本として積み上がっているため、ROE が上昇していない状況だと考えられる。世界基準に ROE がキャッチアップしていくために、株主還元が今以上に強化される余地は十分にあると言えよう。その手段として自社株買いが選択される、つまり自社株買いが今よりも増える可能性は高い。

## 6. 終わりに

もちろん、「自社株買いが増える＝株価が上昇する」という安易なロジックは成立しない。マクロやファンダメンタルズを分析することは株式市場に携わる上で極めて重要だ。また、根本的に利益やキャッシュを還元だけに充てるのではなく、投資に使うことも今後の成長のために必要なことである。ただし、マーケットの方向感を探るのに需給も無視できない材料と言えよう。

(株式グループ 筒井 由宇太)