

93-J-13

自己株取得の財務的意義

若杉敬明
東京大学経済学部

1993年6月

このディスカッション・ペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿である。著者の承諾なしに引用・複写することは差し控えられるたい。

東京大学経済学部

若杉 敬明

1. 自己株取得

自己株取得とは、企業がすでに発行している株式を自らの資金で取得することをいう。取得した株式を消滅させるばあいそれを「消却」といい、そのまま保有することを「自己株式保有」という。

自己株を保有するばあい、それを資産に計上する（したがって総資産には変化がない）方法と、自己資本から控除する方法とがある。わが国では、自己株取得そのものが認められていないので規定もないが、自己株取得が原則認められているアメリカでは、一定の制限付きで資産計上が許されているが、実際に行われている大部分のケースでは、自己資本からの控除がなされているといわれる。

自己株式を取得するためには、代金として支払うための資金を必要とする。その資金調達については、（1）すでに保有している資産をやりくりして調達する方法と、（2）新たに外部から調達する方法とが考えられる。（1）のうちのひとつは、庖手持ちの現預金・有価証券を換金する方法であり、余資運用などで当座資産を豊富に有しているばあいに可能である。他のひとつは、①何らかの事業用資産を処分して、その代金で自己株を購入するばあいである。いずれにしても、（1）の方法によれば、企業の保有資産の一部が自己株に代わるわけである。取得した自己株を保有するにせよ消却するにせよ、いずれにしても企業の資産規模および事業活動は縮小する。このばあい、自己株をそのまま資産計上すれば、資本構成に変化はないが、自己資本から控除すれば、負債比率の上昇を意味することになる。

他方、（2）の方法によれば、外部から資金が調達され、それが自己株に転換するだけであるから、既存の資産にはなんら変化がない。変化があるのは、貸借対照表の貸し方側である。もし、企業が、負債調達によって資金を賄うならば、明らかに自己資本比率が低下し企業の資本構成は変化する。しかし、普通株を発行し優先株を購入するばあいには次のようなことが生ずる。もし、企業が自己株をそのまま資産として計上するならば、自己資本が増加することになり、自己資

本比率が上昇する。他方、企業が自己株を自己資本から控除するばあいには、資本構成に変化はない。このばあいの自己株取得は、自己資本から負債への変更あるいは自己資本内部での種類の変更を伴うことになる。

このように見てくると、自己株取得は、企業の活動の縮小あるいは資本構成の変化、あるいは両者の組み合わせを意味することになる。

2. モデル

自己株取得が財務的にいかなる意味を持つかを簡単なモデルで分析してみよう。上述のように、自己株取得は、資産規模の縮小か資本構成の変更を意味するのであるから、問題を二つに分けて考える。最初に資産規模縮小の効果について考えてみよう。

資本構成の影響を除去するために、自己資本100%の企業を想定する。この企業は、自己株購入の資金を調達するために、資産の一部を売却ないし換金しようとしている。企業の資産のうち処分されない部分をA、処分される部分をBと呼ぶ。もちろん、企業は資産A、Bを用いてなんらかの活動をしているのであり、それぞれの資産はそれなりの収益をもたらしている。したがって、資産Bの処分は、企業の全体としての収益に影響を及ぼす。

その収益について、ここで、次のように仮定する。

1) 保有を継続する資産Aおよび処分する資産をB用いて行う事業は相互に独立であり、資産Bによる事業を行われなくなっても、資産Aを用いる事業は、それ以前と同じ収益をもたらす。

換言すれば、資産Aによる事業と資産Bを用いる事業とを同時に行うことによる結合効果ないしシナジー効果は存在していない。これは分析を単純化する仮定であり、以下の分析から明らかになるように、結合効果の有無は本質的な問題ではない。

2) 企業は成長を意図しておらず、新規の投資を行うことは予想されていない。したがって、純利益は、全額が配当として株主に支払われる。つまり、配当性向は100%である。

3) 企業が資産を利用して資本のために稼得した利益を営業利益とよび、営業利益から支払い利息を控除した利益を純利益とよぶ。この企業は、負債を調達していないので、支払い利息はゼロであり、営業利益は純利益に等しい。なお、単純化のために法人税は無視する。

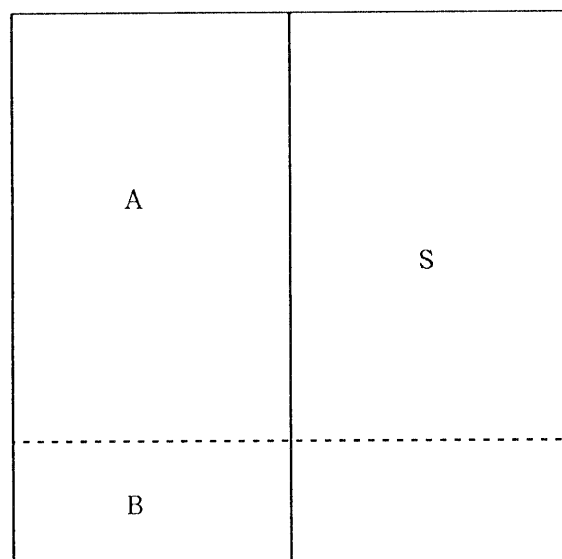
以上の仮定のもとでは、企業の従来活動は、事実上、二つの独立な部門から成り立っていると考えることができる。したがって、この企業にかんする評価は単純化して表すことができる。

一般に、株式の価値は、一株あたり利益 $(X_A + X_B) / N$ を、そのリスクに見合った要求収益率で資本還元したものである。XとYとの間に何らかの相関があるばあいには、利益Xに対する要求収益率、利益Yに対する要求収益率、および利益X + Yに対する要求収益率は一致しないのがふつうである。そして、Xを資本還元した価値とYを資本還元した価値との合計は、両者の合計X + Yを資本還元した価値に等しくならない。すなわち、加法定理は成立しない。

ここで想定した企業では、利益Xと利益Yとが独立であると仮定されているので、加法定理が成立する。したがって、従来株式の価値は、継続して保有される資産Aから一株あたり利益 X / N をそのリスクに見合った要求収益率 r で資本還元した価値と、売却される資産Bから一株あたり利益 Y / N をそのリスクに見合った要求収益率 p で資本還元した価値との和に等しい。

B / S

- A : 保有される資産
- B : 処分される資産
- W : 資産Bの売却可能価格
- S : 自己資本
- X_A : 保有資産Aからの利益
- X_B : 売却資産Bからの利益
- r_A : 利益 X_A に対応する
投資家の要求収益率
- r_B : 利益 X_B に対応する
投資家の要求収益率



N : 発行済株式数
n : 取得する自己株式数
P : 自己株取得前の株価
Q : 自己株取得後の株価

3. 自己株購入による株価の変化

自己株購入前のこの企業の価値は次のように表される。

$$P = \left(\frac{X_A}{r_A} + \frac{X_B}{r_B} \right) \frac{1}{N} \quad (1)$$

企業が、資産Bを価格W（必ずしも簿価に等しくない）で売却し、その資金で自己株を取得すると想定する。

ここで次のように仮定する。この企業が自己株取得のプログラムを発表すると、投資家はその情報を用いて株式の新しい価値を算出する。それがQであり、市場ではこの価値で株式が取り引きされる。公表後の株価はQということである。自己株はこの価格で購入されるのである。要するに、自己株取得という情報にかんしては市場は効率的市場であると前提されているのである。

したがって、次の関係が成立する。

$$W = Q \cdot n \quad (2)$$

$$Q = \frac{X_A}{r_A} \cdot \frac{1}{N - n} \quad (3)$$

(N - n) は、自己株取得後の株式数である。消却されるにせよ保有されるにせよ、取得された株式には配当は支払われない。(3)式の意味は、取得後の株価は、取得後の一株あたり利益(配当) X / (N - n) を要求収益率 p で資本化した価値に等しいということである。

(2)、(3)式より、取得後の株価Qについて次式を得る。

$$Q = \frac{X_A}{r_A} \cdot \frac{1}{N} + \frac{B}{N} = \left(\frac{X_A}{r_A} + W \right) \frac{1}{N} \quad (4)$$

この自己株取得が株主に利益をもたらすためには、

$$Q > P$$

でなければならない。(1) および (4) 式をこの不等式に代入すると次の関係を得る。

$$-\frac{X_B}{W} < r_B \quad (5)$$

ここに、 r_B は、企業が売却される資産 B を利用して行っていた事業の成果 X_B に対する投資家の要求収益率である。換言すれば、その資産への投資に対する資本コストである。

この式の意味するところは、企業が要求収益率 r_B に達しないような収益性の低い資産を持っているのならば、それを処分した方が株価が上がるということである。

なお、この分析において、 W は資産を処分したときに実際に入ってくる金額である。したがって、上の利益率は資産 B の帳簿上の価値に対してではなく、処分価値に対してであることに注意しなければならない。資産 B の真のコストつまり真の投資額は、取得原価ではなく機会原価である売却可能価格である。もしそれが帳簿価額より低ければ処分損が出るが、それはあくまでも帳簿上の問題であり、株価には何の関係もない。

この簡単なモデルで明らかにされたのは次の点である。企業が、採算のとれない投資——リスクに見合ったリターンが期待できない投資——を現在行っているならば、その活動を中止し、そのための資産を処分し、自己株を取得することにより株価を上昇させることができる。このばあい、自己株取得に応ずる株主も応じない株主も、従来の株価 P を Q に高められるので、株主の間で不公平は生じない。

4. 配当による分配のばあい

資産 B を処分した資金を、自己株取得ではなく配当として株主に分配するばあいはどのようなのであろうか。簡単のために、内部留保が W を上回る額まで蓄積されているので、これを取り崩しすことにより、資金 B を配当することが可能であると仮定する。もちろんこれは一時的な配当である。このばあい配当対象の株式数には変化がない。

企業が資産 A により事業を続けることにより、毎期、一株当たり (X_A/N) 円の配当が行われるので、それに対応する株価は、

$$Q' = \frac{X_A}{r_A} \cdot \frac{1}{N} \quad (6)$$

であり、この株価が永久に続くことになる。これに対して、一時的に入る一株当たり配当は、

$$\frac{W}{N} \quad (7)$$

である。したがって、資産 B を処分し一時配当を行った後の株主の保有する価値は

$$Q = \frac{X_A}{r_A} \cdot \frac{1}{N} + \frac{W}{N} \quad (8)$$

となり、自己株取得のばあいとまったく同じである。

なお、自己株取得と一時配当との違いは、以後の株価水準である。配当によるばあいも自己株取得のばあいも、以後の企業活動およびその利益になんら差はないが、発行株式数には相違があり、自己株取得のばあいの方が少ない。したがって、単純に株価を比較すれば、自己株取得による方が高くなる。もちろん、これは見かけ上の違いであり、自己資本の時価総額はまったく同じである。

5. 分析の含意

(1) 自己株取得の本質

非常に単純なモデルであるが、以上の二つの分析により自己株取得の本質が明らかにされた。まず、自己株取得が株主にとって意味があるのはどういうばあいであるかという点、企業が採算のとれない投資を行っているばあいである。そのばあいには、企業は不採算の投資は中止し自己株取得をするのは意味がある。しかし、不採算の投資を中止し回収した資金を分配する方法には、一時配当という形もありうる。実は、自己株取得も一時配当も、株主にとっては同じ価値をもたらす。

したがって、重要なことは不採算の投資を中止し回収するということであり、それをどのように分配するかは二次的な問題であることが明かである。

(2) 課税問題

税制の問題を無視してきたが、配当課税とキャピタル・ゲイン課税とで税率が異なるばあい、自己株取得か一時配当かは投資家にとって大きな意味を持つ。

簡単のために、企業が資産を処分する寸前に株式を購入した投資家を考えてみよう。その購入価格はP円である。自己株取得に応じた株主は(Q - P)円のキャピタル・ゲインを実現することになる。これは次のように書き換えられる。

$$\left(W - \frac{X_B}{r_B} \right) - \frac{1}{N} \quad (9)$$

なお、応じない株主はそれは評価益ということになる。

他方、一時配当のばあいには、株価は(6)式のようになる。(1)式と比べると、 $X_B > 0$ であるかぎり株主はキャピタル・ロスを蒙ることになる。もちろん、 $X_B < 0$ のばあいにはキャピタル・ゲインを享受できる。したがって、このばあい、キャピタル・ゲインあるいはキャピタル・ロスと配当との組み合わせということになる。

キャピタル・ゲインやキャピタル・ロスが評価益の段階で課税され、かつそれらの税率と配当に対する税率が同じであるならば、自己株取得も一時配当も株主にとっては無差別である。しかし、庖わが国の現状のようにキャピタル・ゲインやロスは実現したときのみ課税される税制では、株式保有を続けるという前提である限り、自己株取得に応じない株主にとっては、税の支払いを売却時まで延期できる自己株取得の方が有利である。②わが国のように、事実上、キャピタル・ゲインの方が税率が低いばあい、なるべく配当を貰わない方が有利であるから、やはり自己株取得の方が好ましい。

わが国では、自己株取得が行われるばあい、それは事実上配当であると理解して、「みなし配当課税」がなされるが、キャピタル・ゲイン課税がある以上それを配当とみなすことは論理的な一貫性を欠いていることは明かである。税務当局としては、一時配当のばあいと比較すると、自己株取得では課税が遅れることとなるので、徴税という観点からそのような措置をとっているものと思われるが、本来なすべきことは、キャピタル・ゲインおよび配当の課税にかんする公平性を考慮することである。

成長するばあいには、企業は内部留保や新株発行により自己資本調達を行う。企業が投資機会を失い縮小するばあいには、逆に内部留保の取り崩しや（新株発行の反対行為としての）自己株取得を取得するのは論理的にはきわめて自然なことである。税制をキャピタル・ゲイン課税と配当課税に分けるかぎり、内部留保の取り崩しによる「遅らされた配当」は配当課税し、本質的に売り出した株式を買い戻す行為である自己株取得による売買益はキャピタル・ゲイン課税するのが当然であろう。

6. 自己株取得と資本構成変更

資産の処分を伴わない自己株取得は、資本構成において自己資本を減らし負債を増加させる意味を持つ。ただし、普通株を発行して優先株を取得するという自己資本の交換のばあいには資本構成に変化がないことはいうまでもない。普通株しか利用されていないわが国の現状をかんがみて、ここでは負債調達により自己株取得を行うばあいだけを考える。結局これは、資本構成がいかなる意味を持つかという問題に帰着する。最適資本構の存在を認めない観点からは、資本構成を変更するための自己株取得はまったく無意味である。しかし、最適資本構成を認めるならば、何らかの理由で負債に比して自己資本が大きくなりすぎたとき、自己株取得により自己資本比率を下げることは株価を上昇させる効果を持つため望ましいということになる。ただし、このばあいも税制などを考慮しないかぎり、一時配当にするか自己株取得にするかを決められないことになる。

7. 自己株取得論議をめぐって

株式市場の低迷が続くなか、株価引き上げ効果等を期待して、自己株取得解禁論議が盛んである。一方では強力な反対論があるなか、解禁の必要性を説く主張も活発である。自己株取得論議をサーベイした証券団体協議会『自己株取得については』（1992.7.7）は自己株式取得のメリットとして次の諸点をあげている。

（1）自己株式保有による社外株式数の減少により、1株当たりの利益が増加し、実質的な増配が期待できるので、株主への利益還元に貢献する。

(2) 発行株式総数が過剰になったばあいの自己資本の調整手段が整備されていないわが国では、自己株取得が認められれば、企業は企業規模や成長性に応じた最適と考えられる資本構成を構築できるようになる。

(3) 金庫株式を使った多様な資本調達手段が可能になれば、わが国でも米国のように、革新的金融新商品が開発されるようになる。

(4) 大型企業買収などで多額の資金を要するが、自己株取得により相手方に自己株式を交付するストック・マージャーが可能になれば、資金をもたずに大型のM&Aを機動的に行えるようになる。

(5) 自己株取得により、市場に流通している浮動株を吸収できるので、敵対的企業買収に対する事前の防衛策となりうる。

(6) 現在の日本の従業員持株制度の下では、その定時買付が株価を変動させたり、また、持ち株会から退会してもすぐに換金できないといわれている。しかし、自己株取得制度の活用により買付時期や買付量の分散が可能になる。

(7) 米国で経営者へのインセンティブの手段として広く行われているストック・オプションを効率的に行うために有効である。

(8) 企業の株式が過小評価されていると経営者が確信しているとき、経営者がその旨のシグナルを市場に送る手段として有効である。

(9) 国際的に株式持合に対する批判が高まっているが、もし株式持合が制限されるようなことになれば、市場に大量の株式が放出されることになるが、自己株取得により吸収できれば暴落を回避することができる。

これらについて簡単にコメントしてみよう。(3)、(4)および(7)は、金庫株式に限らず新株でも可能であるから、現在わが国で原則禁止されている自己株取得を導入すべきという根拠にはなりえない。また、(6)については、従業員持株制度の運営を工夫すべき問題であり、自己株取得で解決すべき問題ではない。

(5)については確かにそのような効果は否定できないであろう。(9)の株式持合批判は持合により外国企業が日本企業を買収できないという指摘も含んでいることを考えると、仮に解禁するとしても自己株取得のこのような効果をむしろ弱める工夫が必要ということになるかもしれない。

すでに分析してきたように、企業が過剰投資などにより効率の悪い投資を止めることは利益を改善し株価上昇という形で株主への利益還元に貢献する。また、最適資本構成を認める立場からは、自己株取得の資本構成是正効果を否定できない。その意味では、(1) および (2) のメリットは確かにある。しかし、税制などの要因を考慮しないならば、内部留保取り崩しによる配当という自己株取得に代わる手段があるので、どうしても自己株取得を解禁すべきという根拠としては必ずしも強力ではない。

(8) のシグナリングについては、アメリカで支持者が多い。株式市場が混乱や低迷が続いているときには、市場が非効率的になりがちで、株価が過小評価される恐れがある。企業についての豊富な情報にもとづいて、経営者が、明らかに自己株式が過小評価されている判断した時には、市場にそれを伝える必要がある。株主に損害を与えているわけだからである。記者会見などでも良いが、自己株取得という直接的行動は、経営者のそれだけ強い確信の現れであるとアメリカではとられている。自己株取得がこのような意味をもっているというコンセンサスがあれば、確かにそれなりの意義はあろう。しかし、シグナリングの方法として何か他の方法が確立できるならば、必ずしも自己株取得でなければならないということがないことも確かである。

(9) の持合解消の手段としての自己株取得であるが、時価公募のさいの新株が親引けなどをとおしてグループ企業に割り当てられ、持合が確立されて来たことを考慮すると、それを解消するためにマイナスの新株発行としての自己株取得は確かに説得力がある。したがって、持合を制限するというような状況が生じたときには、持合の解消にかぎって自己株取得を認めるというような臨時措置を考えることは可能であろう。

なお、ここで持合が株式に与える影響について言及しておこう。わが国の株式は、1990年以降こそ貧弱であるが、長期的にはリスクに見合ったパフォーマンスをあげてきている。しかし、その投資収益の90%以上はキャピタル・ゲインによるものであった。売買ができないという前提の持合株式においてはキャッシュフローである配当だけしか投資収益として認知できないので、投資収益率はきわめて低い。その意味では、リスクに見合ったリターンを確保していない。したがって、本稿の分析に基づけば、持合の停止により企業の効率は改善され、株

価は上昇する可能性がある。しかし、他方で、持合のための資金は事実上他の企業の持合による部分であるから、持合の投資収益率が低いと同じ意味でそれらの要求収益率は低い。したがって、両者がキャンセルされ、持合は株価に対して中立的と考えて良いであろう。つまり、持合の有無は株価に影響を与えないということである。

これらのメリット論に対して慎重論は、まずインサイダー取引や相場操縦の防止にかんする懸念である。証券取引法によるインサイダー取引規制が不十分であり、また新設された証券取引等監視委員会の体制が万全でないことから、不正の抑止力があまりに弱く、自己株取得にメリットがあるにしても弊害の方がはるかに大きいという主張である。慎重論のもうひとつは、上述のように、自己株取得でなければできないことはきわめて少なく、現行の制度に代替的な手段が用意されているので、大きなデメリットを覚悟に解禁するのは犠牲が大きすぎるという見解である。

8. むすびに

自己株取得の本質とは何かを財務理論の観点つまり株主の観点から主とし考察してきた。理論的な結論は、自己株取得はそれなりの意義を有しているが、原理的には、自己株取得でなければできないことはないということである。解禁を論議するさいには、ぜひともこの点を正しく理解しておく必要がある。

参考文献

1. 『企業金融と自己株取得に関する研究の中間報告』日本証券経済研究所、1992年7月
2. 『自己株取得について』証券団体協議会、1992. 7. 7