

自社株買いについて

伊豆 久

はじめに

今年六月の商法改正により、日本でも金庫株が解禁されることになった。

自社株取得は、これまで利益消却（九七年株式消却特例法）やストック・オプション（九七年商法改正）等の場合に限定されていたが、今回取得の目的と取得した自社株の保有期間に関する制限が撤廃されたのである。

米国を見ると、自社株買いは、すでに配当総額よりも大きな規模に達している。米国企業の自社株買い総額は、一九八〇年には配当総額の一〇分の一にすぎなかったが、九七、九八年には二年連続して配当を上回っている。会社から株主への「分配（distribution）」の手段として、自社株買いは配当以上に重要な役割を担うようになったのである。こうした現状を背景に、米国では、配当性向や配当利回りといった概念は意味を失っているとの指摘もある。替わって「自社株買い利回り（share repurchase yield）」なる概念（ネットでの自社株買い総額（自社株買い額 ストック・オプション等による再発行額）を時価総額で割ったもの）も提唱されている。

また、株式の発行による資本調達額と比較してみると、九〇年代の米国では、自社株買いが増資を上回り、株式による資金調達がネットでマイナスとなっている。もちろん、個別企業ごとに見れば、ベンチャー企業のIPOが盛んに行われたのであるが、米国企業全体で見ると、株式市場は資本調達のための市場としては機能していないことになる。そうなれば、株式会社にとって 資本 とは何か、が改めて問い直されるのも当然である。

そこで小稿では、米国における自社株買いについてその目的や配当との関係について簡単に整理し、若干の検討をおこなうこととしたい。

1 自社株買いの目的

九〇年代に米国で自社株買いが急増した理由は何であろうか。このテーマに関しては、すでに多くの論文が発表されているが、それらを要約するとおおよそ以下のようになる。⁽¹⁾

(1) 株主への余剰キャッシュの還元

自社株買いの目的は、第一に、余剰資金の株主への還元である。「会社は株主のモノである」との前提に立てば、資本コスト（株主の期待収益率）以上の利益をあげられない会社が出資金を株主に分配するのは当然のことである。しかし、例えば日本企業の場合、巨額の内部留保を蓄積している企業も少なくなく、株主も必ずしもそれに批判的ではなかった。ところが米国では、そのように内部留保が大きく（言い換えれば死蔵されている）キャッシュが大きいために、ROEの低い企業は、M & Aの格好の標的とされ、また機関投資家からも厳しい批判を受けることになる。それを反映して、ファイナンス論がいくつかの資本コストが、経営者、投資家双方で強く意識されているのである。（したがって、日本でも敵対的買収や資本コスト論がより一般化すれば、それに応じて余剰キャッシュの株主への還元も進むと予想される。）

しかし、余剰資金を株主に還元するとしても、ではなぜ、配当ではなく自社株買いが選ばれるのか、という問題が残る。その答えは、一つには、配当は継続的なものとの見方が根強いのに対して、自社株買いはそうした期

待をもたれることがなく、柔軟性に富むからである。米国においても、(日本ほどではないとはいえ)安定配当志向が強く、減配は一時的な業績悪化以上の悪い印象を市場に与えるとされている。他方、自社株買いは状況に応じた財務戦略と位置づけられており、その実施の有無や額について企業の自由度が高いのである。

なぜ配当は安定的、自社株買いは機動的との見方が定着しているのか、その理由は明らかではない。一つの理由として、配当は株主にとって強制的であるのに対して、自社株買いは株主に選択の余地が残されていることから、配当は、会社より強い意思表明になる点があげられるかもしれない。配当は、配当の受取りと配当落ちによる株価下額が全株主に一律に強制されるのに対して、自社株買いの場合、それに応じて持ち株を売却するかどうかは個々の株主の自由に任されており、株主には売却せずに以前と変わらない株価で株式を保有することも可能だからである。配当よりも自社株買いが選好されるもう一つの理由は、税制上の扱いの違いである。キャピタル・ゲインに対する税率は、一般に配当に対する税率よりも低い。そのため、配当を得られる代わりに配当落ちの分だけキャピタル・ゲインを失う配当よりも、配当落ちがない自社株買いのほうが、投資家にとってもありがたいのである。

(2) ストック・オプションへの対応

自社株買いが行われる第二の目的は、ストック・オプションの権利行使に備えるためである。

S & P 500社を対象にしたある調査では、自社株買いにより、発行済み株式は年率一％で減少してきたものの、うち半分(一％分)は、ストック・オプションの権利行使によって再び発行されているという。ストック・オプションの付与額が急増しているためで、年間のオプション付与額は、(発行済み株式総数に占める割合で)

九四年の一・〇%から九八年には一・六%へと増加している。残高ベース（付与されたオプションのうちまだ権利行使されていないもの）で見ると、九八年末で株式総数の六・三%に達している。

ストック・オプションの権利行使に新株の発行で対応すれば、発行済み株式数が増加し、一株あたり利益の希薄化が生じてしまう。企業が自社株を買い戻す目的の一つは、それを避けるための金庫株の買い増しなのである。実際、ストック・オプションの権利行使に対しては、新株の発行ではなく金庫株の再発行がなされるのが普通である。

ストック・オプションと自社株買いの関係は、株価の上昇の著しい会社において特に顕著である。株価が権利行使価格を大きく上回り、権利行使される可能性、すなわち希薄化が顕在化する可能性が高まると、それに対応して自社株買いが増加するからだと推測されている。株価が上昇した九〇年代に自社株買いが急増したのはこのためだと考えられる。

また、（一般社員ではなく）経営者を対象にストック・オプションを付与した企業には、株主への利益還元に一定の傾向が見られるとの指摘もある。オプション取得者の利益を大きくするためには、株価下落（配当落ち）をもたらす配当ではなく、自社株買いや内部留保のほうが望ましい。だとすれば、これは、利益処分案の決定権を握る経営者がオプションを付与されることによって生じる、財務政策上の一種の歪みだと見ることもできる。実際、企業のストック・オプション付与は、その後の自社株買いの有意の先行指標となっており、株式残高に対してストック・オプションの残高が五%ポイント上昇すると、自社株買いが〇・四%ポイント増加する関係にあることが確認されている。

2 自社株買いと株価

以上のように、米国における自社株買いの主たる目的は、第一に配当と並ぶ株主への利益還元であり、第二にストック・オプションの権利行使への対応、となっている。

この点、日本では自社株買いが、常にいわゆる「株価対策」との関連で議論されてきたのと対照的である。

もちろん、自社株買いと株価との関係は、米国においても議論されてこなかったわけではない。八七年一〇月のブラックマンデー時には、自社株買いの発表・実施が株価にプラスの影響を与えている。また、理論的にも、自社株買いにはシグナル効果があるとされる。正統派のファイナンス理論によれば、資本構成は企業価値に影響を与えないはずであるが（MM理論）、にもかかわらず経営者が自社株買いを行うのは、その時点における株価が安いと判断したからにほかならない。つまり、自社株買いは経営者から市場に向けた株価に関する強いシグナルの発信であり、それが確かな根拠に基づくものであれば、市場がそれに反応してもおかしくない（ペッキングオーダー理論）。

しかしながら、自社株買いと株価を直接的に結びつけることには異論も多い。自社株買いにシグナル効果が存在するとすれば、それは、経営者が未公表の内部情報にもとづいて自社株買いを決定したと判断されるからであり、広義のインサイダー取引に当たることになる。株価に反映されていない企業価値に関わる情報が存在するのであれば、それはディスクロージャーという方法で市場に伝達されるべきであって、自社株買いがシグナル効果をもつのは、情報の非対称性が大きい（情報開示・伝達がスムーズに行われていない）ためだと考えられる。

3 自社株買いと資本制度

これまで自社株買いが原則禁止されてきた最大の理由は、それが資本充実の原則に反するからであった（その他、不正取引の未然防止、会社支配の公正確保など）。株式会社という制度は、出資者の有限責任を認める代りに、唯一の担保資産たる資本の充実・維持義務を課すことで債権者保護を図ってきた。そのために、額面株式の額面未満での発行禁止、発行価額の全額払込み、配当規制、利益準備金制度等が設けられると同時に、事実上の減資にあたる自社株買いを禁止してきたのである。その自社株買いが解禁された背景としては、したがって、第一に、債権者保護にとつて、これまでの資本制度が必ずしも必要かつ十分なものではないと見なされるようになったことがあげられる。銀行の健全性が、資本の額ではなく、資産のリスクウエイトを加味した自己資本比率で判断されるようになったのはその端的な例である。さらに米国では、資本概念自体が否定されている州も少なくない。その場合、債権者保護は、詐欺的な取引の禁止、取締役の忠実義務の強化、債権者と会社の配当規制を含む個別契約、連邦証券規制等よつて図られていくとされる。²⁾

第二には、株主の利益配当請求権の高まりがあげられよう。日本の場合、株式の持合いによつて、株主への利益還元や資本コストに対する意識は低いままであったが、持合いの解消や外国人投資家のシェア上昇など純投資の復活によつて、株主への分配を軽視することが許されなくなつていく。

そして、この二つの要因が重なることで、株主と債権者、資本と負債の質的な違いが、縮小ないし相対化される方向に向かつていのである。資本も負債もいずれも会社の資金調達方法の一つであつて、出資者の負担するリスクとリターン、したがつて会社の負担する資金コストが異なるものの、その違いは絶対的なものではなくなりつつある。

例えば、株主と債権者の損益の違いを、オプションを使って説明しようとする考え方は、そうした変化の一つの現れと言えるであろう。すなわち、株主の場合、投資利益は無限に大きくなる可能性がある一方、その損失は最大でも投資額を超えることはないため、そのリターン特性は「コールオプションの買い」と同型である。また、債権者のポジションは、企業がいくら利益をあげても利益は一定（金利）であるため、「プットオプションの売り」と同じである。発行会社からしても、バブル崩壊後指摘されるようになった株主重視の意味は、具体的には資本コストの重視であつて、社員権としての側面はそこに含まれていない。議決権等のいわゆる共益権は、株主の投資家としての利益を守るための従たる役割を担うものにすぎない、というかつての議論が、現実のものとなりつつあるのである。そして、資本と負債の違いがこのような形で把握されるならば、普通株式と普通社債を両端として、その中間的なリスクとリターンの組み合わせを持つ種類株式等の発行がさらなる弾力化に向かうのも不思議ではない。

しかし振り返ってみれば、一九五〇年以前は、資本金は定款記載事項であり、その変更には株主総会の特別決議が必要であつた。それが同年の商法改正で授權資本制度が導入されたことにより、その枠内では取締役会の決議により自由に増資を行うことができるようになった。また、一九六六年の改正では、それまで株主総会の特別決議が必要とされていた第三者割当増資について、特に有利な価格でなければ取締役会の決議だけでよいこととなった。すなわち、戦後の資本制度は、高度成長期の旺盛な資金需要に対応して、自己資本の調達を簡易化する方向で改正されてきたのである。

しかしながら、七〇年代以降の時価発行増資の本格化、バブル期の行過ぎたエクイティ・ファイナンスの結果、日本企業は、過剰な資本（準備金）を抱えてしまった。資本準備金は、やがては資本に組み入れられて株式の無

償交付の形で株主に還元されるはずであったが、それは果たされないまま、九〇年代になると今度は逆の方向への自由化、つまり（事実上の）減資が段階的に解禁されていったのである。すなわち、自社株買いは、長らく株式の消却や、自社株を持つ会社を合併した場合などに限定されていたが、九四年の商法改正で社員持株会への譲渡のための取得が認められたほか、株式の利益消却が定時株主総会の決議でできるようになり、九七年改正でストック・オプションのための取得が認められ、同じく九七年の株式消却特例法で（株主総会ではなく）取締役会の決議で利益消却が可能となり、さらに九八年の消却特例法改正で、（配当可能利益だけでなく）資本準備金を財源とする株式の消却が認められた。そして今年六月の商法改正で、自社株買いは目的の制限なく行えるようになったのである。

これによって、企業は、資本も負債と同様、柔軟にその増減を図れるようになったのであり、財務政策の自由度は極めて高くなった。しかし、その自由を監視するのは誰なのだろうか。商法上の資本制度が大きく変わっても、企業は、債権者を軽視すれば格付けの引下げという形で、株主の軽視は株価の下落という形で市場からのチェックを受けるので問題はない、との見方もある。しかし、それは現実的だろうか。また、今回の商法改正に関連して行われた不公正取引防止のため証取法の改正やその運用は、市場の公正を維持するのに十分なのだろうか。日本の企業金融は、企業のガバナンスや証券市場のあり方と相互に影響しつつ大きく変わろうとしているが、残された課題も少なくないように思われる。

注

(一) 以下、本節は、Scott J. Weisbender, "Corporate Share Repurchases in the 1990s: What Role Do Stock Options Play?", FRB

working paper, April 2000; Murali Jagannathan, Clifford P. Stephens, and Michael S. Weisbach, "Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases", *Journal of Financial Economics*, vol.57, issue 3, 2000; Amy K. Dittmar, "Why do firms repurchase stock?", *Journal of Business*, vol.73, no.3, 2000; George W. Fenn and Nellie Liang, "Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives", *Journal of Financial Economics*, vol.60, issue 1, April 2001, 12-46。

- (2) 米国の資本制度については、伊藤靖史「アメリカにおける資本制度と債権者保護」『商事法務』一六〇一号、二〇〇一年七月二十五日、太田 洋「『金庫株』の解禁問題に関する論点整理」(一)、「商事法務』一五八六号、一五九〇号、二〇〇一年二月十五日、三月二十五日参照。他方、米国では州間の会社法緩和競争が激しいという特殊事情があり、その一方で、会社法の欠陥は、連邦証券規制、債権者との契約、会計原則の厳格な適用等によって埋め合わされているのであるから、米国での資本概念廃棄だけをそのまま日本に導入することは適切でないとの批判もある。上村達男「資本準備金による自己株償却をめぐる問題点」『ジュリスト』一一三三号、一九九八年四月十五日。

(いづみ ひさし・主任研究員)