

株式流通市場から見た自己株取得の影響

高橋, 元
長崎大学経済学部

<https://doi.org/10.15017/4494363>

出版情報：経済學研究. 61 (3/4), pp.39-49, 1995-10-01. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：



株式流通市場から見た自己株取得の影響

高 橋 元

1. 緩和された自己株取得

(1) 従来の状況

我が国では、『商法』210条において、原則として自社の発行する株式（以下「自己株式」と言う）の取得が禁止されている。それは、企業が自己株式を取得し、且つ保有することは、公益に反する面が強いからである。

すなわち、①取得原資の如何によらず企業の財産的基盤を損なう恐れがあること¹⁾、②株式取引の公正を阻害する恐れがあること²⁾、③株主総会決議を歪曲させる恐れがあること³⁾、などが指摘される。さらに、自己株式の取得方法・対価などによっては、特定株主を優遇（或いは冷遇）する恐れもある。

但し、『商法』210条には、例外的に自己株式を取得し得るケースとして、①株式の消却、②

合併又は他の会社の営業全部の譲渡によるとき、③会社の権利の実行に当たりその目的を達するために必要なとき、④合併・営業譲渡や譲渡制限などに反対する株主及び端株の換金化を希望する株主からの買取請求に応じるとき、を掲げている。これらのうち、株式流通市場と最も関係が深いと思われる①のケースを、もう少し詳しく見ることにしよう。「関係が深い」と言うのは、上記の4つのケースのうち、企業が積極的且つ能動的に自己株式を取得するケースは①のみであり、今次の改正趣旨に最も近いケースと判断される上、株式需給や企業の投資価値に与える直接的影響が大きいと判断されるからである。

改正前『商法』において、株式消却が認められているケースとは、減資の実施及び定款規定に基づく場合である（同法212条）。その場合、定款の解釈としては、従来、会社設立時の原始定款若しくは総株主の同意により変更した定款を指す説が有力であった。このうち原始定款による規定は、鉱山会社のような企業に限定され、一般的ではない。また、定款変更する場合の総株主の同意も現実的には困難である。もう少し緩やかな定款の解釈として、株主総会の特別決議⁴⁾により変更した定款を差すという主張があ

-
- 1) 資本若しくは資本準備金を原資とした場合には、出資の払戻に等しく、「資本維持の原則」に反する。配当可能利益を原資とした場合、同原則には違背しないものの、自己株式の保有は企業収益悪化局面においては株価下落による二重の損失を招く。
 - 2) 当該企業による株価操作が行われる懸念がある上、関係者によるインサイダー取引の温床となる懸念もあり、結果的に一般投資者の利益を損なう。
 - 3) 『商法』241条2項により、自己株式には議決権は認められないものの、自己株式取得により議決権総数を減少させることで、経営サイドの議決権を相対的に高め、株主総会を企業に有利に運営することが懸念される。

-
- 4) 3分の2以上の賛成を要する。

るが、それでも決議へのハードルは低くない。

以上のように、従来の法制度の下では、企業による自己株式取得は、事実上困難な状況にあった。

(2) 1994年法改正の歩み

自己株式取得の規制緩和を中心とする『商法』等改正法案は、1994年4月1日に国会に提出された。その後、6月10日に衆院本会議で可決、6月22日に参院本会議で可決されて成立し、6月29日に『商法及び有限会社法の一部を改正する法律(平成6年法律第66号)』として公布された。

一方、自己株式取得の規制緩和に伴う弊害防止等のために『証券取引法(以下『証取法』と言う)』の改正法案は4月19日に国会へ提出され、6月22日に参院本会議で可決成立、6月29日に『証券取引法の一部を改正する法律(平成6年法律第70号)』として公布された。

さらに、9月19日には『証取法』改正に関する政令と大蔵省令が、翌20日には改正『商法』に関連する法務省令が各々公布され、改正『商法』、改正『証取法』と共に、10月1日に施行されている。

これらの法制面での整備により、1994年10月1日以降に招集手続きが開始される株主総会で議決がなされた場合には、企業による自己株式の取得が可能となった。

(3) 改正の内容(自己株式の取得事由)

今回の法改正においても、企業による自己株式取得が原則的に禁止されている点に変わりはない。ただ、例外的に自己株式取得が許容される事由を拡大するものであり、企業にとっては財務面での自由度が広がった。

新たに自己株式の取得が可能なケースとは、

①使用人への譲渡、②利益による株式の消却、③非公開会社などの特別なケース、の3点である。

① 使用人への譲渡

正当な理由がある時に限って、使用人への譲渡を目的とした自己株式の取得が認められるようになった。

正当な理由とは、①従業員持ち株制度⁵⁾、②永年勤続従業員など功労のある使用人に対する報奨のため、のように企業の業務運営や従業員の福利厚生に資する場合を意味する。但し、この場合、使用人兼任取締役は利益相反取引の問題などから使用人とは認められない。

このケースでの取得規制を挙げると、先ず数量規制として、取得出来る株式の総数は、総発行株式総数の100分の3が限度とされる。また、財源規制としては、取得株式の取引価額総額は配当可能利益が限度となっている。

自己株式の取得方法としては、上場株式は取引所における取引により、店頭登録株式は店頭売買取引によるものとされる。

また、取得後の措置としては、取得後6カ月以内に、使用人に譲渡しなければならない。

② 利益による株式の消却

先に記したように、従来の『商法』においては、212条1項において「株式ハ資本減少ノ規定ニ従ウニ非ザレバ之ヲ消却スルコトヲ得ズ。但シ定款ノ規定ニ基キ株主ニ配当スベキ利益ヲ以テスル場合ハ此ノ限ニ在ラズ」と記されており、減資の場合若しくは定款規定の有る場合にしか、利益による株式の消却を実施することが出来な

5) 米国ではESOP: Employee Stock Ownership Plan。

かった。この面では、今回の改正により、株主総会の普通決議⁶⁾によっても実施が可能になった。

改正後の利益による消却を目的とした株式の取得の規制としては、先ず数量規制は設けられていない。但し、財源規制としては①の場合と同様、取得株式の取引価額総額は配当可能利益が限度となっている。

取得の方法としては、上場株式は取引所における取引、店頭登録株式は店頭売買取引による点、①の場合と同様である。ただ、ここではさらに上場・店頭登録株式共に、公開買付けによる取得が認められている。

また、取得後の措置としては、遅滞なく株式失効（消却）の手続きをしなければならない。

なお、本稿では、特に株式流通市場への影響が大きいと思われるこのケースを中心に議論していく。

③ 非公開会社などの特別なケース

このケースには、株式の譲渡につき取締役会の承認を要する会社で、①株主からの株式の譲渡先指定請求に対し、会社が自己を相手先に指定し、売渡し請求した場合、②株主が死亡し、相続開始後1年以内に相続人から取得する場合、の2点がある。

ここでの取得規制には、数量規制として、両者を合わせて発行済株式総数の5分の1が限度とされ、財源規制としては上記2つのケースと同様、取得株式の取引価額総額は配当可能利益が限度となっている。

また、取得後の措置としては、相当の時期に処分しなければならないとされる。

(4) 自己株式の取得手続き

先ず、何れのケースにおいても、自己株式取得は株主総会における決議事項であることから、定時株主総会の普通決議により株主の包括的承認を受ける必要がある⁷⁾。つまり、定時株主総会においての決議が必要であり、臨時株主総会の決議に基づいて自己株式取得を行うことは認められない。これは、自己株式取得が株主の利害に直接関係する事項であることに加え、自己株式取得は会社にとって利益処分そのものではないものの、利益処分に関わる行為であり、その前提として会社の決算状況が確定する時点（定時株主総会）での決議が要求されるからである。なお、定時株主総会における自己株式の取得決議は、翌期の定時株主総会まで有効とされる。

次に、企業による自己株式の取得は投資家の判断に著しい影響を与えることに鑑み、内部者取引の禁止に関しては重要事項に該当するものとされる。従って、自己株式取得を行うという事実が公表された後でなければ、会社関係者等は当該会社の株式等の売買は出来ない。

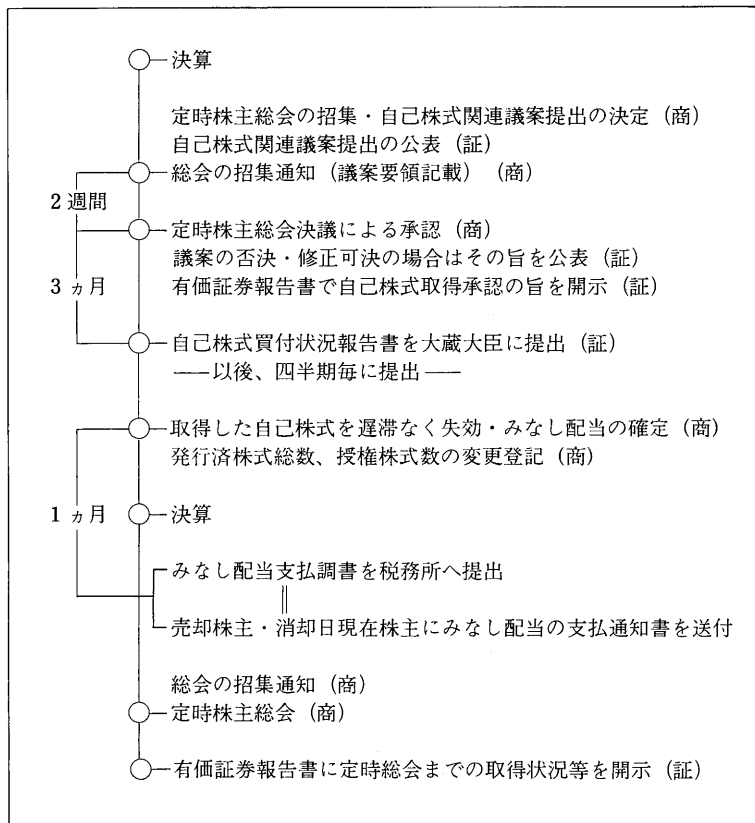
また、企業が自己株式を取得する場合には、適切な情報管理を行い、未公表の重要事実が存在しないことの確認が要請される。さらに、変動操作としての相場操縦にならないように十分な注意が必要とされる。

これらの精神を反映して、自己株式の取得を実施する企業は『証取法』上の継続開示会社としてディスクロージャーの充実が求められている。すなわち、①四半期毎に取得状況等を記載した報告書を大蔵大臣に提出・開示すること、②有価証券報告書に、その年度の自己株式取得状況等を記載して開示すること、③公開買付け

6) 過半数の賛成を要する。

7) 改正『商法』210条2項。

図-1 自己株式取得のスケジュール
——利益による消却のケース——



(注) 図中、(商)は「商法」、(証)は「証券取引法」の規定に基くものである。

の場合には、さらに公開買付報告書による開示も必要、などである。

なお、自己株式取得に関わるスケジュールを利益による消却の場合について示すと、図-1のようになる。

(5) 財源規制と配当可能利益

これまで記したケースに共通する財源規制としては、自己株式取得総額が配当可能利益を超えないこと、と定められている。また、営業年度末に資本の欠損を生じる恐れがある時は、自己株式の取得は出来ない。これらに違反した場

合には取締役等に賠償責任が生じることになる。

なお、配当可能利益については、従来、

$$\text{配当可能利益} = \text{純資産} - (\text{資本} + \text{その他準備金})$$

のように定義されていたが、自己株式を取得・消却した企業については、以下のように定義変更される。

$$\text{配当可能利益} = \text{純資産} - (\text{資本} + \text{その他準備金} + \text{保有自己株式評価額})$$

これは、企業が保有する自己株式分を控除しないと、それに相当する金額が自己株式取得に二重に使用可能となってしまうことから、それを防止するために講じられた措置である。

2. 自己株式取得規制緩和の背景

(1) 産業界・経済界からの要望

従来も、産業界・経済界からは、自己株式取得に関する規制を緩和するように要望が出されていた。

その背景には、我が国経済の国際化の進展に伴い、特に外資系企業による株式保有が増加し、中には敵対的な買収が話題になるような事例が生じた事情がある。こうした行為に対する企業側の防止策として、自己株式の取得が需要されたものと思われる。

さらに、自己株式の取得・消却には、企業が財務運営上の自由度を獲得するという側面もある。すなわち、発行済株式の一部を消却する代表的手法としては、予てより減資という道が開かれていた。併し、減資は、収益構造に問題を孕んでいる企業に実施例が多いことから、一般の企業にとってはイメージ・ダウンに繋がる恐れがある。その点、消却目的で自己株式の取得が可能になったことで、限定的ではあるにせよ、企業にとっては財務運営上の選択肢が広がることとなった。

(2) バブル期を跨いだ環境変化

バブル形成期には、大量のエクイティ・ファイナンスが実施された。この時期は、平成景気の盛り上がりを背景に過剰な投資が行われ、国際化・自由化の流れの中で資金調達手段も拡大したことから、企業は過剰なファイナンスを実

施した。その結果、事後的に評価すると、株式の余剰感が発生してきた。

そこに、バブル崩壊、平成不況に見舞われたことで、企業の自己資本利益率（ROE）は急低下を示した。このことは、その市場価格による逆数としての株価収益率（PER）の上昇・高止まりと裏表の関係であり、投資価値の低下という構造的な問題を残した。

さらに、バブル崩壊後には、従来の我が国企業の経営システムの特徴のひとつでもあった持ち合い構造が解消する傾向が強まった。この背景としては、①企業の資金調達手段の多様化やバブル崩壊後の銀行の貸し渋り傾向の強まりなどから、持ち合い構造の一角を支えてきたメインバンク制度に崩壊の兆しが見えてきたこと、②長期不況の中で、企業が決算対策として株式売却による益出しを実施してきたこと、③ストラの一環として、保有株式の売却を実施する企業も出てきたこと、④一連の日米経済交渉などで、我が国の系列取引に対する批判が集まるなど、外圧が強まったことによる影響、などの諸点を挙げることが出来る。

これらは、直接的に自己株式の取得を示唆するものではないが、こうした環境変化は資本市場からの自己株式取得への要請を強める背景となった。

(3) 証券界からの自己株式取得に関する要望

証券界からの自己株式取得緩和要請は、株価対策としての立場からのものである。

先ず、需給面では、企業による自己株式の取得が株式の余剰感を解消し、持ち合い解消の受け皿としても機能することが期待された。

次に投資価値面では、低下傾向を示す ROE、株価水準が低下したにも関わらず高止まりを続

けるPERなどを改善させ、市場における株価割高感を払拭させようという狙いがあった。

これらが、本当に自己株式取得の副次効果として実現するかどうかはともかく⁸⁾、株価低迷に喘ぐ業界としては市況改善に繋がる可能性があるものには、何に対してでも期待を持ち、その実現に向けて注力せざるを得ない状況にあったものと推察される。

3. 自己株式取得の影響（株式需給面）

(1) トータルとしてはプラス効果

従業員持株会への譲渡、株式消却、目的の如何に関わらず、自己株式取得は新たな需要創出であるから、この面では株式需給面にプラスのインパクトを与えるであろう。

また、利益により株式の消却が実施された場合は、その前後の投資価値の評価により一様ではないが、市場への総需要に変化がなければ供給減少によるプラス効果が残るであろう。

(2) 持ち合い解消の受け皿としての評価

簡単な試算結果が報告されている⁹⁾。これによると、計算上は東証上場企業の取得(=消却)可能株式数は747億株と求められる。これは、上場株式数3,353億株の22.3%に相当する。

一方、銀行及び事業法人の持株比率は46.3%であり、株式数に換算すると、1,552億株となる。これが全て放出されるものと仮定すると、そのうちの48.1%が自己株式の取得で吸収され

ることになる。

ただ、ここでの試算は、①データ制約上、株式相互持ち合いの定義を法人保有株式で代替していること、②それらが全て放出されると仮定していること、③配当可能利益が全額自己株式取得に充てられると仮定していること、などの問題を孕んでいる点を忘れてはならない。

(3) 放出される銀行株の帰趨

我が国の株式持ち合いは多重構造になっており、その実態を正確に数値化することは極めて困難である。ただ、便宜的に大別すると、旧財閥系に象徴されるグループ系列（一般事業会社間の系列を含む¹⁰⁾）と、メインバンク・システムに基づく銀行系列とに区分される。

このうち、一般事業会社間の持ち合い解消は相互的であり、会社数も多いことから、前期の試算結果がある程度機能しよう。また、銀行が保有する一般事業会社の株式売却についても、これに準じた効果が期待出来るであろう。

問題は、一般事業会社が保有する銀行株の売却にある。メインバンク制度が完全に崩壊するとは思えないが、企業サイドからは既存の複数の取引銀行を絞り込む姿勢が強まっており、銀行株の保有量（株数）に関する見直しなども一段と進むものと思われる。

8) この点は、以下で評価を与えることとする。

9) 日興証券提供。試算の前提、計算過程は以下の通り。

・試算の前提（データの出所：東証統計月報、株式分布状況調査）
（対象決算期：1993年3月期）

a. 東証1・2部上場会社数1,655社
b. 自己資本合計154兆6,108億円
c. 配当可能利益74兆7,070億円
 [=(自己資本- (資本金+法定準備金))]
d. 上場株式数3,353億株
e. 単純平均株価1,000円
f. 取得(=消却)可能株数(c/e)747億株
g. 金法・事法持株比率46.3%
 [金法は、投信+年金を除く全国銀行]
h. 金法・事法持株数(d * g)1,552億株
10) ここでの「グループ系列」という語義は、銀行系列以外の株式持ち合い関係を総称する、極めて緩やかな意味合いで用いている。

一方、銀行の数は、信託銀行を含めても、100行（東証上場分）しか存在しない。これは東証上場銘柄数（1,702銘柄）の6％に満たない。そうした中では持ち合い解消に伴って銀行株の売却が集中化する懸念があろう。つまり、銀行が売却する株式は多様であるから市場で希薄化され、企業による自己株式取得によって吸収されることも可能だが、それらの企業と相互的な持ち合いが成立している場合には、売却される銀行株は消化されない可能性が生じる、ということである。まだ何年かかけて不良債権の償却を進めなければならない銀行にとっては、自己株式取得を行う資金的余裕が乏しいケースが多いであろうし、それが可能な場合でも銀行の体力を低下させる懸念が残る。BIS基準の問題も、この面での銀行による自己株式取得を躊躇させることとなろう。しかも、そうした問題を抱える銀行の株式が、投資対象として市場で受入れられるかどうかについての疑問も残る。

こうした問題は、資本市場が整備されていく過程での摩擦と捉えることも出来るが、株式流通市場には混乱¹¹⁾をもたらすこととなろう。以上のように、株式持ち合い解消の受け皿としての自己株式取得は、銀行と一般事業会社間の非対称性を考慮する限り、その効果を期待することは困難と思われる。

(4) 安定株主としての従業員持株制度

企業経営者にとって、敵対的な買収行為は好ましくない。その意識が、資本の自由化と歩調を合わせて株式持ち合い構造を強め、安定株主の確保に努めてきた理由のひとつともなっている。

勿論、公開会社の制度の下では、自由な資本取引が保証される必要があるから、どのような動機に基づく株式の売買も排除すべきではない。併し、我が国の企業経営において、安定株主の存在が果たしてきたプラス面の効果も否定出来ないであろう。

この点では、自己株式の持続的保有（金庫株）が認められないことで、企業側の選択肢は狭まるものの、もし自己株式の取得・消却を通じて企業価値を高めることが出来れば、株価も上昇し、敵対的買収者の意欲を削ぐ効果は期待出来るよう。

さらに、従業員持株制度を活用することは、この面でもより重要性が高いであろう。従業員福祉の向上に資すると同時に、従業員のモラルを向上せしめ、安定株主作りにも寄与することになるからである。実は、今回の自己株式取得制度の緩和については、この点が最も有効なのではないかと思われる。

4. 自己株式取得の影響（投資価値面）

(1) 基本的（単純）な議論

投資価値面への自己株式取得の影響は、先ず利益による消却目的の自己株式取得によって、発行済株式数が減少することから生じる。投資家にとっては、これにより企業財務がどう変化するかが問題となる。

単純に考えると、自己株式取得・消却を行った場合は、分母の発行済株式数が減少するから、一株当たり利益（EPS）は上昇する¹²⁾ように見える。ROEについても、自己資本が減少する分だけ、向上が期待される。併し、これらは、表

11) 例えば、価格形成上の歪み。

12) 支払い配当額を一定若しくは配当性向を一定と仮定すれば、一株当たり配当金も上昇する。

面的な議論であり、トータルとしての企業の価値については、実は何も変わっていないという主張がある。それは以下のような事情による。

まず、企業が自己株式の取得・消却を行うと、発行済株式数が減少する反面、自己株式購入に用いた現金も社外に流出する。つまり、完全に効率的な市場に在っては、株数の減少と資産の減少が見合うこととなり、自己株式取得の前後で投資価値に変化はなく、株価も変化しないことになるのである。

ただ、幾つかの条件を考慮すると、若干異なった議論が導出される。以下では、もう少し踏み込んだ評価を、EPS, ROE, BPS(一株当たり純資産)の3つの指標について行うことにしよう。

(2) EPS への影響

単純な議論では、まず発行済株式数に対する取得株式数の逆数倍だけ、EPS が上昇することが示唆された。つまり、発行済株式数が2分の1に減少すれば、EPS は2倍になる。併し、これは機械的にEPSを修正した結果であり、既述のように、現実には配当可能利益の範囲内で自己株式取得を行うと、その分だけ現金¹³⁾が社外に流出することになる。

従って、自己株式の取得・消却に伴う現金流出が、バランスシートや期間損益に与える影響をEPSの計算に反映させる必要が生じる。例えば、期初に自己株式を現金で取得すると、取得に要した現金の金利相当分だけ期間損益を減少させることになる¹⁴⁾。このため、自己株式取得後のEPS評価を厳密に行おうとすれば、発行

済株式数が減少することによるEPS増加効果と、現金流出に伴うEPS減少効果とを比較考慮する必要がある。

そこで、以下では、簡単なモデル式により、自己株式の取得が株主還元策としてEPSを向上させるケースを考えてみよう。まず、記法を以下のように定める。

EPS_A : 自己株式取得後のEPS
 EPS_B : " 前のEPS
 N : " 前の発行済株式数
 n : 取得・消却した自己株式数
 i : 金利
 P : 取得株価

いま、期初に余裕資金で自己株式を取得し、その他の事象に変化がないものと仮定した場合の、1年後(期末)のEPSの変化について考えてみよう。

自己株式取得後にEPSが上昇するためには、

$$EPS_A \geq EPS_B \quad (\text{但し, } EPS_B > 0)$$

が成立する必要がある。そこで上の式から、

$$\frac{EPS_A}{EPS_B} \geq 1$$

が導かれるが、この式の左辺を書き換えると、

$$\begin{aligned} \frac{EPS_A}{EPS_B} &= \frac{N \cdot EPS_B - P \cdot n \cdot i}{N - n} \times \frac{1}{EPS_B} \\ &= \frac{N - n \cdot i \left(\frac{P}{EPS_B} \right)}{N - n} \dots\dots\dots \text{①式} \end{aligned}$$

と表される。①式は ≥ 1 であるから、

$$\frac{N - n \cdot i \left(\frac{P}{EPS_B} \right)}{N - n} \geq 1$$

と表示され、また、 $N - n > 0$ の筈だから、この条件を満たすためには、

$$i \left(\frac{P}{EPS_B} \right) \leq 1$$

13) 自己株式取得に関わる原資が手許資金であろうと、借入金であろうと、資金源泉を問わず、対価としての支払い手段は現金である。

14) (1)における反論は、自己株式取得の前後での価値がこの面から変わらないというものであった。

でなければならない。ここで、 $i > 0$ だから、

$$\frac{P}{EPS_B} \leq i$$

となり、 $EPS_B > 0$ より、

$$\frac{EPS_B}{P} \geq i$$

→ 取得前益回り ≥ 金利水準

のようになる。

つまり、自己株式を取得することで EPS を向上させるためには、自己株式取得前の益回りが金利水準を上回っているという条件が満たされなければならない。換言すれば、この条件を満たす価格で自己株式を取得しなければ、取得後の EPS は向上しないことになる¹⁵⁾。

なお、税の存在を無視すると、全く利益を生んでいない遊休資産がある場合に、それを売却することで現金を取得し、その現金により自己株式の取得・消却を行うのであれば、金利の影響分を考慮する必要はない。この場合、他の条件に変化がなければ、自己株式の取得・消却によって発行済株式数が減少する分だけ EPS は上昇する¹⁶⁾ ことになる。但し、現実には、資産売却に対する税金の存在は極めて大きいから、やはりこうした結果にはならないであろう。

以上のように、自己株式取得・消却は、単純に EPS の上昇をもたらす訳ではなく、個々の企業の資産内容や収益構造の相違などによって、その影響も異なるものと評価される。

(3) ROE への影響

PER に関する議論と同様に考えると、自己株

式取得により ROE が向上するためには、次式が成立することが必要である¹⁷⁾。

$$ROE_A \geq ROE_B$$

上式は、以下のように書き換えられる。

$$\frac{ROE_A}{ROE_B} \geq 1$$

この式の左辺を書き換えると、

$$\begin{aligned} \frac{ROE_A}{ROE_B} &= \frac{(EPS_A/BPS_A)}{(EPS_B/BPS_B)} = \frac{EPS_A}{BPS_A} \times \frac{BPS_B}{EPS_B} \\ &= \frac{BPS_B}{BPS_A} \times \frac{EPS_A}{EPS_B} \\ &= \left(\frac{BPS_B(N-n)}{N \cdot BPS_B - P \cdot n} \right) \times \left(\frac{N-n \cdot i \left(\frac{P}{EPS_B} \right)}{N-n} \right) \\ &= \left(\frac{N-n}{(N-n) \left(\frac{P}{BPS_B} \right)} \right) \times \left(\frac{N-n \cdot i \left(\frac{P}{EPS_B} \right)}{N-n} \right) \\ &= \frac{N-n \cdot i \left(\frac{P}{EPS_B} \right)}{(N-n) \left(\frac{P}{BPS_B} \right)} \dots\dots\dots \text{②式} \end{aligned}$$

②式は ≥ 1 、また $N-n > 0$ であり、この条件を満たすためには、

$$n \cdot i \left(\frac{P}{EPS_B} \right) \leq n \left(\frac{P}{BPS_B} \right)$$

でなければならない。さらに、 $EPS_B > 0$ 、 $BPS_B > 0$ であるから、

$$BPS_B \cdot i \leq EPS_B$$

$$\frac{EPS_B}{BPS_B} \geq i$$

$$ROE_B \geq i$$

→ 自己株式取得前 ROE ≥ 金利水準

のようになる。

つまり、自己株式の取得・消却により ROE を向上させるためには、自己株式取得前の ROE が金利水準を上回っていることが必要である。

15) この条件が満たされない場合、時価発行増資を行えば EPS 上昇が可能となるが、それは如何にも自家撞着的である。

16) この場合は、単純な議論におけるプラス効果がその俟残る。

17) 以下では、先に定めた記法のうち、EPS に関わる部分を各評価対象指標と置き換えて用いることとする。

既に見たように、EPS の場合には株式の取得価格に条件が付されたが、ROE に関しては取得価格は関係なく、取得前の ROE 水準と自己株式取得の代替物としての現金の収益率（金利）との大小関係により、ROE が向上するか否かが決定されることになる。

(4) BPS への影響

BPS については、単純に考えても、自己株式の取得・消却により、配当可能利益から取得相当分の自己資本が減少するため、発行済株式数の減少だけで BPS が上昇するとは限らない。

自己株式の取得・消却により BPS が上昇することは、以下の算式が成立することと同義である。

$$BPS_A \geq BPS_B \quad (\text{但し, } BPS_B > 0)$$

これを書き換えると、

$$\frac{BPS_A}{BPS_B} \geq 1$$

となる。これまでの諸指標の展開に倣うと、上式の左辺は以下ようになる。

$$\begin{aligned} \frac{BPS_A}{BPS_B} &= \frac{N \cdot BPS_B - P \cdot n}{N - n} \times \frac{1}{BPS_B} \\ &= \frac{N \cdot BPS_B - P \cdot n}{(N - n) BPS_B} \\ &= \frac{N \cdot BPS_B}{(N - n) BPS_B} - \frac{P \cdot n}{(N - n) BPS_B} \\ &= \frac{N}{N - n} - \frac{n \left(\frac{P}{BPS_B} \right)}{N - n} \\ &= \frac{N - n \left(\frac{P}{BPS_B} \right)}{N - n} \dots\dots\dots \textcircled{3} \text{式} \end{aligned}$$

ここで、 $\textcircled{3} \geq 1$ 、 $N - n > 0$ であるから、

$$n \left(\frac{P}{BPS_B} \right) \leq n$$

が求められ、

$$\frac{P}{BPS_B} \leq 1$$

$$\rightarrow \text{取得前 } PBR \leq 1$$

のようになる。

つまり、自己株式の取得・消却により PBR を上昇させるためには、自己株式取得前の PBR が 1 以下であることが要求される。

従って、この観点から自己株式の取得を行う場合には、EPS の場合と同様、取得価格に留意する必要がある。自己株式の取得価格が高ければ PBR も上昇してしまうから、BPS 以下の株価水準で実施しなければならない。

(5) 若干のまとめ

以上、自己株式の取得による資金移動から派生する金利収入減、消却による発行済株式数の減少、それに伴う実質配当流出抑制効果（一株当たり配当を一定と仮定）などから、EPS、ROE、BPS への影響を考えてみた。

自己株式の取得・消却が、これら投資価値の上昇をもたらすためには、上記の各条件を満たさなければならない。特に EPS や BPS については、自己株式の取得価格の水準が鍵を握っていることから、実施に際してはこの面への配慮が求められよう。

繰り返して言えば、企業は自己株式を取得する対価として、現金を社外に流出させる。この際、対価として社外流出させた現金の収益率（金利）よりも、社内に取り込んだ自己株式の収益率（EPS を上昇させる場合は益回り、ROE を向上させる場合は ROE_B など）の方が高ければ、株主にとってのメリットとなる。これは、低収益率の資産を放出し、高収益率の資産を企業内に取り込む、という思想の延長線上の考え方である。

BPS についても、自己株式を取得することは、自社の純資産を購入することであるから、その購入価格（株価）が実際の価格（BPS_B）よりも割安であれば、株主にとってはメリットになるのである。

但し、ここでの議論は簿価ベースの BPS を基準にしている。我が国においては、依然「含み」の存在が企業評価を左右するケースも多いことから、含み資産の額を最も把握し易い企業自身が、含み修正後の BPS を下回っている株価で自己株式の取得を行うことは、先の条件式を満たしていない場合でも大いに有り得ることと思われる。その場合、時価会計主義を採用していない我が国において、含み資産額の数値情報が、「未公表の重要事実」に該当するかどうかという判断が求められよう。

また、当然のことであるが、定時株主総会において自己株式の取得が決議されれば、それが株価形成に反映されることになる。すなわち、発行企業にとっては、自己株式の取得コストが上昇し、上記の諸条件を満たすケースであっても、結果的にはその不均衡¹⁸⁾が解消する可能性もあろう。このことは、単純な議論における反論で眺めたように、市場効率性のレベルの問題と捉えることも出来る。

本稿では、問題を単純化して眺めるために静態的な世界における議論を進めてきた。併し、企業経営者が市場の認識以上に、自社の収益方向性に強気な確信を持っており、しかも結果的に経営者の判断が正しいような場合には、必ずしも上記のような条件に拘束されることはないであろう。

なお、自己株式の取得・消却が実施されれば、

借入依存度が上昇（自己資本比率は低下）する懸念も残る。また、場合によっては、バブル崩壊後に我が国に蔓延している「縮み指向」を助長することも懸念されよう。

先般、市場活性化策の一環として、みなし配当課税の凍結措置がとられたことにより、自己株式取得に関わる実務上の桎梏のひとつが解かれた。その後、自己株式の取得・消却の実施を表明もしくは検討する企業も出現するようになった。併し、この制度が我が国に定着し、有効に機能していくためには、まだ幾つかの解決課題が残る。先ず、みなし配当課税は凍結ではなく、撤廃することが必要であるし、消却目的以外の自己株式保有、すなわち金庫株の存在を認め、将来のストック・オプション導入への道筋を開くなど、より踏み込んだ対応が求められよう。

（長崎大学経済学部）

18) 例えば、益回り $\geq$ 金利、というような関係。