

自社株取得と株主価値創造：エクイティファイナンスとの関連で

辻, 聖二
関東学院大学：助教授

<https://doi.org/10.15017/1057>

出版情報：経済学研究. 68 (4/5), pp. 47-60, 2002-08-30. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：



自社株取得と株主価値創造

—エクイティファイナンスとの関連で—

辻 聖 二

目 次

第1節 はじめに

第2節 アメリカ企業の自社株取得・配当政策 と株価の反応

第3節 自社株取得と株式の評価

- (1) 金融資産の売却による自社株取得と
株式の評価
- (2) 新規借入れを伴う自社株取得と株式
の評価
- (3) 自社株取得と配当

第4節 持合い解消と自社株取得—エクイティ ファイナンスとの関連で—

- (1) 米国企業のエクイティファイナンス
と株価パフォーマンス
- (2) 株式相互持合い解消とエクイティ
ファイナンス
- (3) 自社株取得と株価パフォーマンス

第5節 むすびにかえて

第1節 はじめに

不良債権の処理問題、景気回復と構造改革の遅れ、先行きに対する不透明感などから、現在の日本の株式市場は株価の低迷が続いている。投資家サイドからみた場合、証券投資環境が悪化し、キャピタルゲインの獲得を狙った証券投資戦略に頼ることが難しい今、企業側が株主に

対して積極的な利益還元策をとっているかどうか、株主重視の経営を行っているかどうかに関心が集まるようになっている。他方、経営者サイドも、グローバルな競争戦略の中で事業の「選択と集中」を行うとともに、資本の運用効率の向上を図っている。こうした状況の中、多くの日本企業が株主重視の経営姿勢を鮮明に打ち出し、利益還元手段の多様化、財務のリストラクチャリング、株式相互持合い解消に伴う株価下落圧力の緩和などを目的に積極的に自社株取得を行うようになってきた。

周知のように、我が国における自社株取得に関する研究の多くは、株主への利益還元策の多様化、株式需要の適正化、法律面を含めた制度上の問題を中心とするものである。本論文もまた、他の多くの研究と同じ様に、まず自社株取得が株価や各種財務指標に及ぼす影響を分析するとともに、配当と自社株取得が持つ効果の違いについても明らかにする。そして、本研究の主な目的は、それらの基本的な事項を踏まえた上で、株式相互持合い解消と自社株取得の問題をエクイティファイナンスとの関連で分析することにある。

次の第2節では、実際的な観点から、自社株取得の先進国であるアメリカの例を取り上げ、配当と自社株取得が株価にどのような影響を与えているのかを分析する。第3節では、自社株

取得が株価や各種財務指標に及ぼす影響を(1)保有金融資産の売却による場合、と(2)借入れを伴う場合、に分けて分析するとともに、配当と自社株取得が持つ財務的効果の違いについても明らかにする。第4節では、自社株取得を、発行済株数を減らす行動としてマイナスのエクイティファイナンスと捉え、発行済株数の増減という観点から、エクイティファイナンスと関連付けて株式相互持合い解消と自社株取得の問題を分析する。最後の第5節では、本研究の結論と課題を述べる。

第2節 アメリカ企業の自社株取得・配当政策と株価の反応

本節では、株主への利益還元策として積極的に自社株取得を利用しているアメリカ企業の事例を取り上げ、実際に配当と自社株取得が株価にどのような影響を与えているのかを分析する。

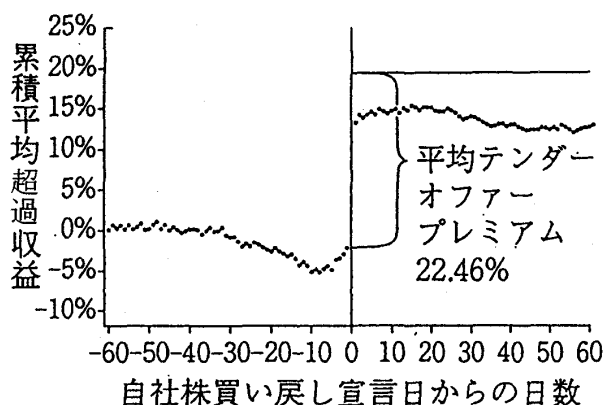
周知のように、アメリカ企業は株主への利益還元策として積極的に自社株取得を行ってきた。その結果、現在では自社株取得は配当と同程度の重要性を持つようになり、企業の将来の収益

性や成長性を判定する一つの重要なファクターとして株価の形成にも決定的な影響を持つようになってきている。このような事情から、アメリカでは自社株取得・配当政策が株価にどのような影響を与えるのかについて非常に多くの実証分析が行われている。

以下では、主としてL. Dann[6]とT. Vermaelen[22]の実証分析の結果を紹介し、自社株取得と配当が株価に及ぼす影響の違いを明らかにする。L. Dann[6]とT. Vermaelen[22]はともに、テンドーオファー(Tender Offer)による自社株取得が普通株の収益に及ぼす影響を実証的な観点から分析している。図1と図2から明らかなように、彼らの実証分析によると、自社株取得を宣言すると普通株の収益率が異常に高くなる、すなわち、株価が急激に上昇することがわかる。また、彼らは増配が株価に及ぼす影響についても分析を行っており、それらの結果から次のように結論づけている。

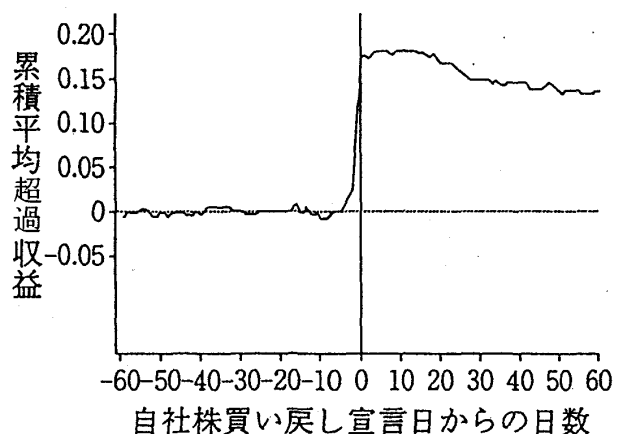
- ・配当と自社株取得はともに有意なアナウンス効果を持つ。企業が、自社株取得あるいは増配を宣言すると、株価は上昇する。
- ・平均的には、自社株取得の方が増配よりも

図1



(出所)L. Dann[6], p. 125, 図1

図2



(出所)T. Vermaelen[22], p. 149, 図1より作成

有意に高い株価反応を示す。

なお、これらの結論は、J. Aharony and I. Swary[1]の実証分析結果とも一致している。

T. Vermaelen[22]は、さらに自社株取得と株価との関係について分析を推し進め、以下の非常に興味深い結果を導き出している。

- ・ 自社株取得を行う企業は、自社株取得前の市場価格にプレミアムを付けて自社株を取得する。
- ・ 多くの場合、自社株取得発表後の株価は上昇するが、自社株取得後には株価が下落する。
- ・ 自社株取得後に株価は下落するが、しかしその株価は依然として自社株取得発表前の株価よりも高い。

T. Vermaelen[22]らの興味深い分析結果は、自社株取得と配当が経営者の私的情報をシグナルするために利用されるというシグナリング仮説を支持するものであると言える。

第3節 自社株取得と株式の評価

効率的な株価形成が行われる市場では、自社株取得は適正に行われればそれ自体は株価に中立的なはずである。しかしながら、自社株取得は増資の場合と同じように、しばしば資本構成の変化を通して財務レバレッジを変化させ、また借入れによって行う場合には金利負担の増加となって損益計算書に影響し、発行済み株式数の減少を通して一株当たり利益（EPS）にも影響する。また、アメリカや我が国の企業の多くが株価上昇や株価でこ入れを意図して自社株取得を行うケースが見られるなど、自社株取得が株式の評価に及ぼす影響は、かなり複雑であり様々な要因が絡み合っている。

そこでまず単純化のために、企業が投資のための増資を行うケースを考えてみよう。このとき、EPSや株価はどのようになるであろうか。企業が投資を行えば利益の総額は増えるかもしれないが、一方で発行済み株数も増えるから、必ずしもEPSが上昇するとは限らない。また、たとえEPSが上昇したとしても、新たな投資の事業リスク次第ではリスクプレミアムが大幅に上昇する（株価収益率（PER）が低下する）こともあり得るので、必ずしも株価が上昇するわけではない。周知のように、株式を評価する上で重要な問題は、増資によって調達された資本がどのようなリスクを持った事業に投資され、それによってどれだけの利益を上げたかということである。

自社株取得の場合もこれと同じように、自社株取得は発行済み株数の減少をもたらすが、それを行うためには手持ちの金融資産の売却や新規の借入れなどが必要になり、それらが全体としてどのように影響するかは一概には答えられない。以下では、(1)金融資産（または既存事業）の売却による自社株取得、(2)新規借入れを伴う自社株取得、について、効率的な株価形成が行われている市場において株式に対する評価にどのような影響が出るのかを分析する。さらに、自社株取得と配当が株価や個々の財務指標に及ぼす効果を比較検討する。

いま、A社は必要な資本をすべて株主資本で調達しており、金融資産Fと事業資産Bを保有しているものと仮定する。事業継続に必要な金融資産はなく、市場におけるA社の評価はそのファンダメンタルズを完全に反映しており、資産の簿価と時価との間の乖離はないものと仮定しよう。このとき、A社の貸借対照表は次のようになる。

表1. A社の貸借対照表

金融資産F	株主資本S
事業資産B	

さらに、A社の事業資産Bに対する最適成長率を g 、割引率を ρ 、当期の営業利益を X 、金融資産Fに対する利益率を R_1 、法人税率を t 、発行済株数を N とすると、A社の収益状況は表2のようになる。

表2. A社の収益状況

営業利益	X
営業外収益	$R_1 F$
営業外費用	0
税引き前利益	$X + R_1 F$
税引き後利益	$(1-t)(X + R_1 F)$
発行済株数	N

ここで、

$$\text{税引き後営業利益} = (1-t) X$$

$$\text{最適投資額} = \text{最適内部留保額}$$

$$= Bg$$

$$\text{配当可能額} = (1-t) X - Bg$$

となることから、

$$\text{A社の総市場価値} = \text{株式時価総額}$$

$$= \text{継続事業価値}$$

$$+ \text{金融資産価値}$$

$$= [(1-t) X - Bg]$$

$$/ (\rho - g) + F$$

となり、A社の現在のEPS、ROE（株主資本利益率）、株価はそれぞれ以下のようになる。

$$\text{EPS} = (1-t)(X + R_1 F) / N$$

$$\text{ROE} = (1-t)(X + R_1 F) / S$$

$$\text{株価} = [(1-t) X - Bg + (\rho - g) F] / (\rho - g) N$$

(1) 金融資産の売却による自社株取得と株式の評価

ここで、A社が保有する金融資産Fをすべて売却し、その代金で自社株取得を行い株式を消却したとする。このとき、A社の貸借対照表と収益状況はそれぞれ表3および表4のようになる。

表3. A社の貸借対照表

事業資産B	株主資本S - F (= B)
-------	--------------------

表4. A社の収益状況

営業利益	X
営業外収益	0
営業外費用	0
税引き前利益	X
税引き後利益	$(1-t) X$
発行済株数	$[(1-t) X - Bg] N /$ $[(1-t) X - Bg + (\rho - g) F]$

$$\text{A社の総市場価値} = \text{株式時価総額}$$

$$= \text{継続事業価値}$$

$$= [(1-t) X - Bg]$$

$$/ (\rho - g)$$

なので、A社のEPS、ROE、株価はそれぞれ以下のようになる。

$$\text{EPS} = (1-t) X [(1-t) X - Bg +$$

$$(\rho - g) F] / [(1-t) X - Bg] N$$

$$\text{ROE} = (1-t) X / (S - F)$$

$$\text{株価} = [(1-t) X - Bg + (\rho - g) F]$$

$$/ (\rho - g) N$$

いま、当該事業Bの利益率が金融資産Fの利益率 R_1 よりも高いならば、すなわち

$$R_1 < X/B$$

ならば、自社株取得の前後でA社のEPSとROEは上昇するが、株価は変動しない。

では、EPSもROEも上昇しているのに株価が上昇しないのはなぜであろうか。それは、自社株取得を行う前のA社は、低リスク低リターンの金融資産Fと高リスク高リターンの事業資産Bという二種類の資産からなるポートフォリオを形成していたが、自社株取得によって低リスク低リターンの金融資産Fがなくなったため、ROEが上昇した。しかし同時に、ポートフォリオとしてのリスクも上昇したため、リターンの上昇とリスクの上昇が相殺し合い株価は変動しなかったと考えられる。

逆に、このA企業が事業資産Bよりも高リスク高リターンの金融資産Fを持っていた場合、EPSもROEも低下することになる。このとき、リターンは低下するがリスクも低下するので、互いの効果が相殺され、全体として自社株取得は株価に対して中立的になる。

(2) 新規借入を伴う自社株取得と株式の評価

次にA社が新規借入を行って、その借入金で追加的に自社株取得・株式消却を行うと仮定しよう。このとき、A社の貸借対照表と収益状況はそれぞれ表5および表6ようになる。

表5. A社の貸借対照表

事業資産B	借入金D
	株主資本 $S - F - D$ ($= B - D$)

表6. A社の収益状況

営業利益	X
営業外収益	0
営業外費用	$R_0 D$
税引き前利益	$X - R_0 D$
税引き後利益	$(1-t)(X - R_0 D)$
発行済株数	$[(1-t)X - Bg - (\rho - g)D]N / [(1-t)X - Bg + (\rho - g)F]$

ただし、DはA社の借入れ金額、 R_0 はその利子率を表す。

A社の総市場価値＝継続事業価値＋負債利用

に伴う法人税節約効果

$$= [(1-t)X - Bg]$$

$$/ (\rho - g) + tD$$

A社の株式時価総額＝A社の総市場価値－

負債価値

$$= [(1-t)X - Bg]$$

$$/ (\rho - g) + tD - D$$

なので、A社のEPS、ROE、株価はそれぞれ以下のようになる。

$$EPS = (1-t)(X - R_0 D) \times$$

$$[(1-t)X - Bg + (\rho - g)F] /$$

$$[(1-t)X - Bg - (\rho - g)D] N$$

$$ROE = (1-t)(X - R_0 D) / (S - F - D)$$

$$株価 = [(1-t)X - Bg + (\rho - g)F] \times$$

$$[(1-t)X - Bg - (\rho - g)(1-t)$$

$$\times D] / (\rho - g) [(1-t)X -$$

$$Bg - (\rho - g)D] N$$

いま、当該事業Bの利益率が借入れ利子率 R_0 よりも高いならば、すなわち

$$R_0 < X/B$$

ならば、借入を伴う自社株取得・消却によってEPSとROEは上昇する。そして、株価も上昇することになる。これは、借入れに対する支払利息が税控除されることによる節税効果が生じた

ためである。したがって、直接的には借入れによって財務レバレッジを高めたことが株価上昇の要因であり、自社株取得の果たした役割は間接的なものであると言える。結果的には自社株取得によって株価が上昇したわけであるが、この点には十分注意されたい。

なお、新規借入れを利用して自社株取得を行った場合、EPS、ROE、株価のいずれも上昇するが、PERだけは逆に低下することにも注意されたい。これは、財務レバレッジの上昇が株主に帰属するキャッシュフローの変動性を高め、株主持分に対するリスクを上昇させるからである。

(3) 自社株取得と配当

ここでは、最初の状態に戻ってA社が自社株取得ではなく、それと同じ金額だけ配当を行ったと仮定しよう。このとき、A社の一株当たり配当は

$$F/N$$

となり、貸借対照表と収益状況はそれぞれ表7および表8のようになる。

表 7. A社の貸借対照表

事業資産 B	株主資本 S - F (= B)
--------	---------------------

表 8. A社の収益状況

営業利益	X
営業外収益	0
営業外費用	0
税引き前利益	X
税引き後利益	(1-t) X
発行済株数	N

$$\begin{aligned} \text{A社の総市場価値} &= \text{株式時価総額} \\ &= \text{継続事業価値} \\ &= [(1-t) X - Bg] / (\rho - g) \end{aligned}$$

なので、A社のEPS、ROE、株価はそれぞれ以下のようになる。

$$\begin{aligned} \text{EPS} &= (1-t) X / N \\ \text{ROE} &= (1-t) X / (S - F) \\ \text{株価} &= [(1-t) X - Bg] / (\rho - g) N \end{aligned}$$

いま、当該事業Bの利益率が金融資産Fの利益率R₁よりも高いならば、すなわち

$$R_1 < X / B$$

ならば、配当支払い直後のROEは上昇するがEPSと株価は下落する。しかし、株主はすでに配当金を受け取っているので配当支払い前後で株主の保有する資産の総額は変わらない。

もちろん、株主は保有株式の一部について売却または自社株取得に応じたり、受取配当金でA社株を買い増したりすることによって様々な財務ポジションを実現することができる。したがって、個々の財務指標や株価だけを見ていくと自社株取得と配当は異なるもののようにも見えるが、財務的な実態にほとんど違いは見られない。とするならば、自社株取得と配当の主な違いは、その分配方法としての特質にあるということになる。

これを実際上の観点から見ていくと、第一に、配当は株主総会で決定されるわけだが、極端な場合、49%の議決権付株主が反対しても残り51%の株主が賛成すれば、すべての株主に対してそれぞれの持分に応じて一律に配当金が支払われることになる。これに対して、自社株取得の場合、株主は、これに応じて現在の現金所得を欲するか、それとも自社株取得には応じず将来のキャピタルゲインに期待するかを選択する

ことができる、というメリットがある。第二に、企業内のキャッシュの水準を配当で調整しようとする各期において配当金が大幅に変動することになり、株主(投資家)の誤解を招く可能性があるが、自社株取得の場合はそうした誤解を招く可能性をより低く抑えることができると考えられる。

第4節 持合い解消と自社株取得—エクイティファイナンスとの関連で—

資本の運用効率向上やリストラクチャリングに伴う資産のスリム化に加え、2001年度から長期保有の有価証券を時価評価するため、我が国の金融機関や事業会社は少なくとも今後数年にわたって株式相互持合いの解消を進めていくと思われる。そこで、本節では、現実に関わり得る様々な要因を考慮に入れながら、エクイティファイナンスとの関連で株式相互持合い解消と自社株取得の問題を分析・整理したい。

まず、前節と同じように、企業がエクイティファイナンスを行うケースを考えてみよう。理論的にはエクイティファイナンスは株価に中立的である。株価が合理的・効率的に形成されているならば、新しく株式が時価で発行されても一株当りの企業価値は変わらないからである。しかしながら、多くの実証分析では、中期的に公募増資を行った企業のパフォーマンスは見劣りする、という結果が得られている。バブル経済期にあたる1980年代後半から90年代前半のエクイティファイナンスは転換社債の比率が非常に高かったが、当時転換社債を発行した企業のリターンを見ても、公募増資とほぼ同じような結果が得られている。一般的に、市場では「エクイティファイナンスを行う企業は買い」、つ

まりエクイティファイナンスは新規投資のために行われ、その投資によって企業収益が将来的に向上すると判断されることが多いようである。しかしながら、実際の株式市場の動向を見ると、エクイティファイナンスを実施するまでのリターンが高く、実施後のリターンは低い。

何故エクイティファイナンスが株式投資のリターンにマイナスに影響するのであろうか。現実的な観点から、その理由として以下の二つのことが考えられる。

まず第一に、「情報の非対称性」に起因する株式の過大評価がエクイティファイナンスの実施によって修正される可能性がある、ということである。一般に、経営者は自らが経営する企業に関して外部投資家よりも多くの情報を持つと考えられる。経営者は外部資金調達的手段として株式と債権を自由に選ぶことが出来る。そこで、経営者があえて債権による資金調達よりも株式による資金調達を有利であると判断してエクイティファイナンスを行うならば、このことは企業あるいは経営者にとって株式による資金調達が相対的に有利であり、投資家にとっては債権に比べて株式の魅力が相対的に低いはずである、ということを示唆している。つまり、経営者が現在の株価を相対的に割高であると判断している時にエクイティファイナンスは実施されやすいのである。

これに対しては、株式市場で機関化が進み、高度な専門知識を持った機関投資家は合理的な判断を行っているため、割高な株式には投資しないはずである、という反論もあるかと思われる。しかしながら、機関投資家の場合、期間収益の運用成績競争に晒されているので、逆に機関化が進めば進むほど長期的に最も合理的であると思われる運用が出来なくなってしまう、と

ということも考えられる。

第二の理由は、経営者の「モラルハザード」に関するものである。新規エクイティファイナンスで多額の資金を手にとると、一般に経営者は、投資意思決定に際して資金面での制約から解放され、十分に収益性の高くない事業やプロジェクトであっても投資する可能性が高くなると思われる。中期的に市場の監視機能（ガバナンス）が働いているとしても、調達した資金の使い道を投資家が十分にモニターすることは困難である。多額の資金が経営者の裁量下にある場合は、そうでない場合に比べて経営者の規律が緩みやすいであろう。このように、エクイティファイナンスを実施した企業は、そうでない企業と比べて、収益性の低い事業やプロジェクトに投資する可能性が相対的に高く、その結果として（資本の運用）効率が悪化し、株価が下落すると考えられる。

もちろん、運用効率悪化の一因は、景気拡大期（または当該企業の業績好調期）で株価が上昇局面にある時期にエクイティファイナンスが増加するため、エクイティファイナンス実施後に景気（または当該企業の業績・成長性）が減速するに連れて収益性が落ち込むことも考えられる。ただし、この主張は、経営者が株価の割高な局面にエクイティファイナンスを増加させ

る、という第一の理由の傍証にもなり得ることに注意されたい。

(1) 米国企業のエクイティファイナンスと株価パフォーマンス

エクイティファイナンスを実施した企業のリターンが低いという現象は、アメリカでも多く指摘されている。T. Loughran and J. Ritter[14]の実証分析（表 9 参照）によると、1970年から1990年の間に「公募・売出しを実施した企業（実施企業）」と「ほぼ時価総額が同じであり、過去 5 年間公募・売出しを実施していない企業（類似企業）」とのパフォーマンスを比較した場合、公募・売出し実施後 5 年間の平均年率リターンは、公募・売出し実施企業が 7.0%であるのに対して、公募・売出しを実施していない類似企業は 15.3%であったという。

しかも、実証分析を行った 21 年間のうち 19 年間にわたって、公募・売出し実施企業のリターンは公募・売出し実施していない類似企業のリターンよりも劣っていた。

ここで興味深いことは、エクイティファイナンス実施後 6 ヶ月間のパフォーマンスには大きな違いが見られないが、その後 18 ヶ月間の格差が大きいことである。エクイティファイナンス実施後 2 年目のリターンを見ると、公募・売

表 9 米国におけるエクイティファイナンスと株価パフォーマンス

（単位：％、社）

	最初の 6 ヶ月	次の 6 ヶ月	1 年目	2 年目	3 年目	4 年目	5 年目	5 年間の 等比平均
実施企業	5.6	0.5	6.6	0.1	7.5	9.1	11.8	7.0
類似企業	5.7	6.8	12.9	12.3	16.2	17.7	17.4	15.3
T 値	-0.2	-9.0	-5.6	-12.2	-8.1	-7.4	-4.5	-16.8
サンプル数	3,469	3,550	3,561	3,614	3,496	3,154	2,805	3,702

（出所）T. Loughran and J. Ritter[14]

表10 米国企業の発行済株式数の変化と株価パフォーマンス

(単位：％)

	5年リターンの平均			発行済株式数の変化			時価総額構成比		
	減少	現状維持	増加	減少	現状維持	増加	減少	現状維持	増加
1926－1992	27.8	22.3	15.6	-11.1	1.7	99.7	3.9	93.2	2.9
1926－1947	18.8	18.9	15.1	-8.3	0.7	93.2	2.9	90.0	7.1
1948－1970	24.0	18.9	15.0	-4.5	1.0	57.1	3.6	92.3	4.1
1971－1992	40.7	29.1	16.9	-13.3	2.1	113.4	3.9	93.5	2.6

(出所)W.Nelson[16]

出し実施していない類似企業のリターンが12.3％であるのに対して、公募・売出し実施企業のリターンはわずか0.1％に過ぎない。投資家が足元の好業績を過大評価し、「割高」な公募・売出し価格のエクイティファイナンスに応じた可能性が高いことを示唆している。

なお、エクイティファイナンス実施後のリターンが低いのは、実施時まで高いリターンを享受したことに対する長期のリターン・リバーサルとして説明されることもあるが、彼らの実証分析結果によると、年間で市場全体の平均的なパフォーマンスを50％以上アウトパフォームした企業についてその後5年間のリターンを見ると、公募・売出し実施企業と公募・売出し実施していない類似企業の間に明らかな格差が出ている。また、ベータ値に基づくリスク・リターン関係やPBR（株価純資産倍率）によっても公募・売出し実施企業と公募・売出し実施していない類似企業のリターンの格差を十分には正当化できないとしている。

また、W.Nelson[16]は、1926年から1992年にかけて発行済株式数の変化と株価リターンの関係について実証分析を行っている。そこでは、年度末の発行済株式数に応じて、企業全体を(1)発行済株式数が減少した企業の中で減少率の大きい上位5％を減少企業（買い戻し企業）、(2)

発行済株式数が増加した企業の中で増加率の大きい上位5％を増加企業、(3)その中間に位置する残りの90％の企業を現状維持企業、の3つに分類し、それぞれのグループ毎に等金額のポートフォリオを構成し、その後5年間にわたる配当を含む年間平均リターンを求めている。W.Nelson[16]の実証分析結果（表10参照）によると、1926年から1992年の平均で各ポートフォリオの年間リターンは、減少（買い戻し）企業が27.8％、現状維持企業が22.3％、増加企業が15.6％であり、現状維持企業に対して増加企業のリターンは6.7％劣る一方、減少（買い戻し）企業のリターンは5.5％上回る。また、1971年以降はそれぞれのポートフォリオのリターンの格差が一段と拡大して、現状維持企業に対して増加企業のリターンは12.2％劣る一方、減少（買い戻し）企業のリターンは11.6％上回っている。

なお、分析の対象となった67年間のうち59年間は減少（買い戻し）企業のパフォーマンスが増加企業のパフォーマンスを上回ったという。このように、アメリカでは中期的にエクイティファイナンスを行った企業のリターンが低い一方、自社株取得等により発行済株式数を減らした企業のリターンが高くなる傾向が見受けられる。

以上、エクイティファイナンスを実施した企業のリターンが中期的に低い状況が日米両国で続くことを踏まえれば、その原因をファイナンス実施までの割高なバリュエーションやファイナンス実施後の資本の運用効率悪化等のファンダメンタルズに求めることが妥当であると思われる。そこで、以下では、このような視点から株式相互持合いの解消や自社株取得の問題を検討していくことにする。

(2) 株式相互持合い解消とエクイティファイナンス

現象面だけを見れば、株式相互持合い解消とエクイティファイナンスは二つの面によく似ているといえる。まず第一に、株式相互持合いを企業同士が互いに相手企業の金庫株を保有している状況であるとみなせば、株式相互持合い解消は金庫株の放出による企業の「資金調達」と解釈することができる。第二に、株式相互持合い解消は市場で流通する「株式数を増加」させることになる。この議論の延長として、株式相互持合いの解消が株式の需給関係を悪化させ、結果として株価下落につながると懸念されてきたのである。ところで、この「資金調達」と「株式数の増加」という側面は、本来エクイティファイナンスによって実現されるものであり、ここに株式相互持合い解消とエクイティファイナンスの類似点があると考えられる。

しかしながら、これまでの議論との関連で、以下の二つの点において株式相互持合い解消とエクイティファイナンスの違いを明確に認識しておく必要があると思われる。一つは、株式相互持合い解消の場合、株式を市場に放出するタイミングは持合い解消される企業が自ら決めるわけではない、ということである。つまり、た

とえ持合い株式を保有している企業が一般の投資家よりも多くの情報を持っているとしても、保有株式の売却は、株価が割高であるという判断だけではなく、本業での取引関係の変化や資産の圧縮などの事情が背景にあると考えられる。したがって、エクイティファイナンスを実施する企業の株式リターンが低い理由の一つが、株価が割高な局面でのファイナンスの実施にあるとするならば、株式相互持合いの解消は必ずしもこの要件を満たしているとは言い難いのである。

もう一つは、株式相互持合い解消の場合、経営者の規律が緩む可能性は低いという点である。持合い株式を放出する企業には株式に換わって新たに資金が流入することになるが、現状では多くの企業経営者が事業の「選択と集中」を進めており、収益性の低い投資を行う可能性は限定的であると考えられる。むしろ、経営者が株式相互持合い解消を嫌う一つの理由は、経営の安定性を損なうことであり、株式相互持合い解消に伴って現在の経営陣に対するさまざまな圧力が強まったり、従来の取引関係に大きな変化が生じる可能性が高いことを示唆している。1980年代後半のバブル経済期以降、株式相互持合いを行っていた企業や金融機関などは十分なコーポレートガバナンス機能を果たせなかったといわれている。証券投資収益を重視する投資家が新しい株主となり企業経営を監視するならば、経営者と株主の間に適度な緊張関係を生み出すことも期待できる。

株式相互持合い解消について以上のような解釈の下に議論を進めるのであれば、株式相互持合い解消はエクイティファイナンスに似ている側面もあるが、必ずしも持合い解消の進行によって株価下落に結び付くとは言い切れないよ

うに思われる。

では、株式相互持合い解消は株価にほとんど影響しないのであろうか。もちろん景気や企業業績の動向によって株価が大きく左右されることは言うまでもない。ここでは、あえてそういった景気や企業業績の動向を無視し、市場における「株式数の増加」と株価リターンとの関係に集中することにする。これまでも繰り返して述べてきたように、もし経営者が自社の株式を割高であると判断するならば、そのような時期に有利な条件でエクイティファイナンスを実施する可能性が高いと考えられる。経営者の割高であるという判断が実際に正しければ、株価は近い将来調整に向かうと思われる。したがって、比較的株価が高水準な時期に多くのエクイティファイナンスが行われ、ファイナンス実施後は株価の調整局面を迎える傾向が強いと考えられる。

株式相互持合い解消は、株式を市場に放出するタイミングを内部者（持合い解消される企業の経営者）が選ばないという点でエクイティファイナンスと異なるが、むしろそうであるからこそ株式相互持合い解消時の株価水準がその後の株価動向に大きな影響を与えると思われる。つまり、株式相互持合いの解消は、持合い解消される企業の株価が低迷しており比較的割安であると判断される時期に行われるのであれば、市場が放出された株式を比較的容易に吸収でき株式市場全体に与える影響は限定的であると考えられる。他方、株価が高水準に推移しており比較的割高であると思われる時期に株式相互持合いの解消が行われるのであれば、それは株式市場の上値を押さえ調整を促す一因になると考えられる。

(3) 自社株取得と株価パフォーマンス

以下では、自社株取得が株価リターンにプラスの影響を及ぼす要因について検討する。

自社株取得は配当の代替手段と見ることもできるが、エクイティファイナンスの逆の現象、すなわちマイナスのエクイティファイナンスであると見ることもできる。自社株取得を行えば市場に流通する発行済株式数が減少する。企業が自社株取得を行う背景には、現在の株価水準ではエクイティによるプラスの資金調達が不利である、または新しい投資機会に資金を振り向けるよりも自社株を購入したほうが有利である、という経営者の判断がある。つまり、経営者から見て自社の株価が割安であるということを示唆している。

また、自社株取得は経営者に規律を強いることになると思われる。というのも、企業が保有する現預金や有価証券を原資として自社株取得を行うならば、エクイティファイナンスとは逆に経営者の裁量下にある手元資金を減らすことになる。一方、負債利用を増やして自社株取得を行えば支払利息の増加が経営者に圧力を加えることになるからである。1980年代のアメリカでLBO（レバレッジドバイアウト）が成功を収めた一つの理由は、新しい経営者が負債のプレッシャーに直面しながら経営を行うという負債のガバナンス機能がうまく働いたからであるとも言われている。

これまでの多くの実証分析から、自社株取得の実施を発表した企業の株価リターンは市場平均を上回る、という結果を得ている。これは、自社株取得の発表が、企業業績見通しの上方修正と同じように、投資家が予期していなかったポジティブ・サプライズになったからであると考えられる。ここで興味深いことは、自社株取

得発表後数日間という短期間だけではなく、数ヶ月の期間でも株価リターンが高いことである。事実、1995年11月から1999年3月までの間に東証一部上場企業のうち255社が消却を目的とした自社株取得を発表した。これらの企業の対TOPIXでの累積超過リターンを調べてみると、発表が行なわれた月の前月末株価を基準として平均値で、1ヵ月後が3.7%、6ヵ月後が7.2%、12ヵ月後が12.8%であった。

もちろんこれらの議論だけで自社株取得の優位性を主張することは困難であると思われるが、依然として多くの日本企業が過剰な設備や金融資産を抱えている現状においては、自社株取得の効果に注目する必要がある。

第5節 むすびにかえて

我が国では自社株取得の歴史が浅く、事例もアメリカと比べると少ないため断定的な判断は難しいが、先に見たようにアメリカでの実証研究でも、発行済株式数を減少させた企業の株価リターンは中期的に市場の平均を上回っている。株価が割安であるというシグナリング効果や経営者の規律強化の効果を考え合わせれば、今後も自社株取得が企業のパフォーマンスに好影響を与える可能性は決して低くないと考えられる。

最後に、現在の我が国企業を取り巻く様々な経済環境に照らして、以下の二つの点から自社株取得の意義を強調しておきたい。第一に、企業が保有する現預金や有価証券を原資とした自社株取得は、日本企業が求められている資産の有効利用に適っている。経済動向や企業収益の悪化に伴って設備や負債の過剰がしばしば指摘されるが、貸借対照表を見ると、日本企業の中には依然としてアメリカ企業よりも現預金や有

価証券など短期金融資産の比率が高く、本業で求められる以上に金融資産を保有しているところが数多く見受けられる。この視点に立てば、日本企業の中には現預金や有価証券の見直しが必要な企業も多数存在し、この資金を原資とした自社株取得は資本の運用効率の改善や資産リスクチャリングに寄与する。また、株式相互持合い解消を資金ニーズよりも事業の関係を維持する目的で互いに保有してきた金庫株の放出であるとみなせば、一方で自社株取得により株式の消却を進めることが合理的であると考えられる。

第二に、自社株取得は経営者の株主に対する姿勢を通じて間接的にリスクチャリングを評価する尺度となる。議論を単純化するために、ステークホルダーとして従業員、株主、債権者の3主体だけが存在すると仮定しよう。このとき、仮に経営者が従業員や債権者を重視するならば、過剰な株主資本を維持することは悪いことではない。というのも、雇用や所得の安定を求める従業員にとって倒産等のリスクを回避するために財務体質が強すぎるということは問題にならないし、事業が赤字に陥った時に融資した元本と利息の支払いを守るクッションとして株主資本は重要であり、高い株主資本比率を維持することは債権者の利益にも適うからである。しかしながら、その一方で、株主資本比率が高いために資産効率が悪化すれば投資した資本のリターンは低下し、これは株主にとってデメリットとなる。もし経営者が株主を重視するならば、自社株取得を行うことによって株主資本の総額を適切に調整することが望ましい。事業の収益性が安定しているならば、積極的に自社株取得や負債利用を促進し、財務レバレッジを高めることも正しい選択肢の一つであろう。こ

のように、自社株取得は経営者が株主をどの程度重視しているかを見極める試金石ともなりうるのである。

経営者がどのステークホルダーを重視するかの判断は、リストラクチャリングの内容に影響すると考えられる。雇用と所得の安定を求める従業員にとっては、企業全体が赤字にならない限り不採算事業でも存続させることが望ましいであろう。債権者にとっては、融資の元本と利息の支払いが優先されるため、中期的に赤字の続く事業からは撤退すべきであるが、必ずしも当該事業の収益性が企業の加重平均資本コストを上回る必要はない。しかし、株主が最も重要なステークホルダーである場合、仮に会計上の利益が黒字であっても、加重平均資本コストを下回る収益しかあげられない事業からは撤退するというリストラクチャリングが求められることになるであろう。

参考文献

- [1] Aharony, J. and I. Swary., "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholder's Returns: An Empirical Analysis", *The Journal of Finance*, Vol. 35, 1980, pp. 1-12.
- [2] Barclay, M. and C. W. Smith, Jr., "Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus Open-Market Repurchases", *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, 1988, pp. 61-82.
- [3] Bartov, E., "Open-market Stock Repurchases as Signals for Earnings and Risk Changes", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 14, 1991, pp. 275-294.
- [4] Bartov, E., Krinsky, I. and J. Lee., "Evidence on How Companies Choose Between Dividends and Open-market Stock Repurchases", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 11, 1998, pp. 89-96.
- [5] Choi, D. and S. Chen., "The Differential Information Conveyed by Share Repurchase Tender Offers and Dividends Increases", *Journal of Financial Research*, Vol. 20, 1997, pp. 529-543.
- [6] Dann, L., "Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders", *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, 1981, pp. 113-138.
- [7] Dann, L. and H. DeAngelo., "Corporate Financial Policy and Corporate Control: A Study of Defensive Adjustments in Asset and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, pp. 87-127.
- [8] Dann, L., Masulis, R. and D. Myers., "Repurchase Tender Offers and Earnings Information", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 14, 1991, pp. 217-252.
- [9] Denis, D., "Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchases and Special Dividends", *The Journal of Finance*, Vol. 45, 1990, pp. 1433-1456.
- [10] Guay, W. and J. Harford., "The Cash-flow Permanence and Information Content of Dividend Increases versus Repurchases", *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, 2000, pp. 385-415.
- [11] 花枝英樹「自己株式取得と企業財務」『経済研究』（成城大学）第124号，1994，

- pp. 23-52.
- [12] Jagannathan, M., Stephens, C. and M. Weisbach., "Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases", *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, 2000, pp. 355-384.
- [13] John, K. and J. Williams., "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium", *The Journal of Finance*, Vol. 40, 1985, pp. 1053-1070.
- [14] Loughran, T. and J. Ritter., "The New Issues Puzzle", *The Journal of Finance*, March 1995, pp.
- [15] Miller, M. and K. Rock., "Dividend Policy under Asymmetric Information", *The Journal of Finance*, Vol. 40, 1985, pp. 1031-1051.
- [16] Nelson, W., "Evidence of Excess Returns of Firms That Issue or Repurchase Equity", 1998.
- [17] *New York Stock Exchange Fact Book*, New York Stock Exchange, various dates. NY, NY.
- [18] 日本証券経済研究所『企業金融と自己株式取得に関する研究の中間報告』1992.
- [19] Nohel, T. and V. Tarhan., "Share Repurchases and Firm Performance: New Evidence on the Agency Costs of Free Cash Flow", *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, 1998, pp. 187-221.
- [20] Ofer, A. and A. Thakor., "A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends", *The Journal of Finance*, Vol. 42, 1987, pp. 365-394.
- [21] Stephens, C. and M. Weisbach., "Actual Share Repurchases in Open-market Repurchase Programs", *The Journal of Finance*, Vol. 53, 1998, pp. 313-333.
- [22] Vermaelen, T., "Common Stock Repurchases and Managerial Incentive", *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, 1981, pp. 139-183.
- [23] Vermaelen, T., "Repurchase Tender Offers, Signaling, and Managerial Incentives", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 19, 1984, pp. 163-181.
- [24] Williams, J., "Efficient Signalling with Dividends, Investment, and Stock Repurchases", *The Journal of Finance*, Vol. 43, 1988, pp. 737-747.

[関東学院大学 助教授]