

3.3 自社株買い

3.2 で特別配当の話をしました。よく似て非なるものに自社株買いがあります。自社株買いとは、自分の会社の株式を買い入れることです。平成13年の商法改正により、企業は自社株買いが原則として自由に行えるようになりました。企業が買い入れた自社株の取扱いは、再売却ができるように保有する方法（金庫株）と、償却してしまう方法（自社株償却）の2通りがあります。

表 3.15 自社株の処分

方法	内容
金庫株	買い入れた株式を会社で保有しておく方法。一定の期間を経て再び市場で売却することが可能
自社株償却	買い入れた株式を償却してしまう（会社の資本を減少させる）方法。その部分の株式は消滅してしまう

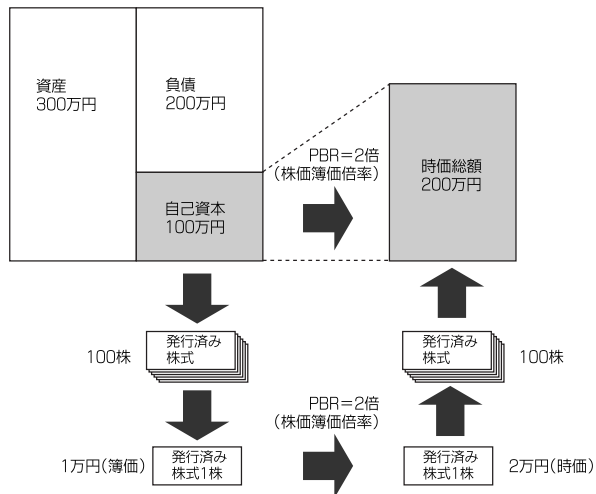
いずれの方法も、自社株式の買取りが必要になります。この買取りは原則として株主総会の決議が必要になります。ただし、定款にその旨を記載してあればその権限を取締役に委譲することも可能になっています。

3.3.1 自社株償却

会社は取締役会の決議により買い付けた自社株式を償却することができます。ところで、この自社株償却の効果を考えてみることにします。図 3.4 は会社の貸借対照表と株主価値（市場価格）の関係を表したものです。この会社は、300万円の資産と200万円の負債（他人資本）があります。自己資本はその差し引き分（100万円）です。これがこの会社の簿価（帳簿上の価格）です。一方、この会社が100株の株式を市場に流通させて（発行して）おり、その株式が1株あたり2万円で取引されている（時価が2万円）とします。

そうするとこの会社の株主価値は、100株×2万円＝200万円となります。

図 3.4 株式の簿価と時価の関係



これで PBR (Price Book-value Ratio : 株価簿価比率) が、次のように計算できます。

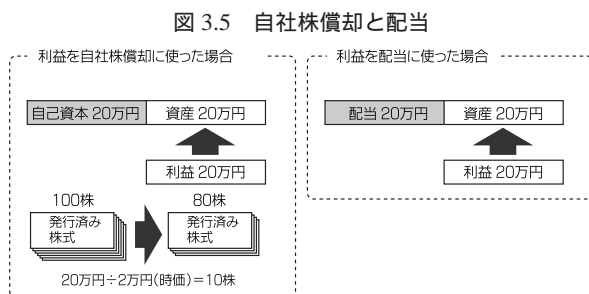
$$PBR = \frac{200 \text{ 万円}}{100 \text{ 万円}} = 2.0 \text{ 倍}$$

簿価と時価の差は会社の将来性への期待です。簡単にいえば、簿価とは現在の会社の価値を表しています。そして時価は、会社が将来新たに生み出す価値までも含めた価値です。会社が将来新たな価値を付け加えることができると考えれば PBR は次第に大きな数字になっていきます。そして、株価 (時価=市場価格) はその価値の平均 (期待値) のようなものです。

ところで、会社の経営者にとって見れば、PBR は高いほうがよいこととなります。なぜなら、PBR が高いことは、会社の将来生み出す価値により大きな評価が置かれていることになるからです。そこで、自社株償却が考えられます。もし、経営者が、「自分の企業の将来性は市場で評価されているより

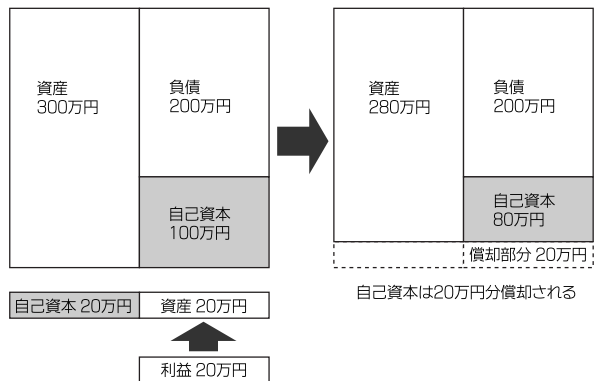
もっと高い。」と考えるのであれば、自社株償却をすることに意味があるのです。

前述の企業で、当期利益が 20 万円あったとします。この全額を使って自社株償却をするのであれば、図 3.5 の左側のような処理を行います。市場で自社株を買い付ける。(20 万円 ÷ 2 万円 = 10 株 購入することができます。ただし、その分だけ資産(現金)が減ります。)



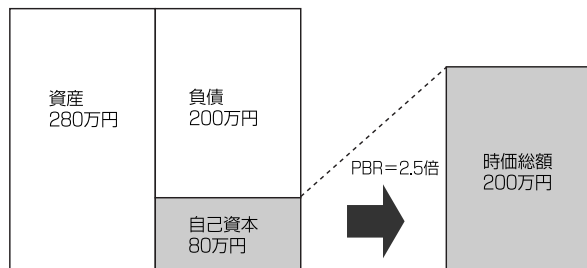
この計理処理を図 3.4 で示した貸借対照表と合算すると、図 3.6 のようになります。

図 3.6 貸借対照表の修正



一方、株式数の増減が市場に大きなインパクトを与えない程度のものであれば、株式数が増減したからといって全体で見た株主価値（200万円）が変動するわけではありません。このことを表したのが図 3.7 になります。自己資本が減って、株主価値が変わらないわけですから、PBR は $2.5 (= \frac{200 \text{ 万円}}{80 \text{ 万円}})$ 倍に増加しています。

図 3.7 新たな株式の簿価と時価の関係



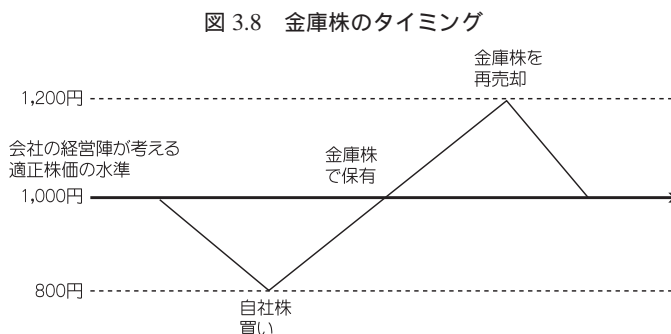
これらの自社株償却は次のようにまとめられます。

1. 利益を用いて自社株を購入する
2. 自社株を償却する=発行済み株式総数が減少する
3. 全体の株主価値は変わらない
4. 1株あたりの市場価値が増加する
配当を行ったのと同じ効果がある
5. 配当と異なりその時点で投資家に所得税が課せられない
(税の繰り延べ効果がある)

3.3.2 金庫株

金庫株も自社株買いからスタートします。自社株償却と異なるのは、自社株償却は買い取った株式を償却してしまうのに対して、金庫株では買い取った株式を発行済みのままの状態にしておくことです。会社の金庫に株式を保管しているイメージなので金庫株といわれています。(表 3.15 参照)

金庫株は、図 3.8 のように使うとその効果が表れます。



ここでは、会社の経営陣は自社の株式の適正価格の水準が1株あたり1,000円であると考えていたとします。しかし、もし株価が800円の水準にまで下落したとします。この状態では、この会社は市場から正当な評価を受

けていないと、経営陣は考えるでしょう。そこで、自社株買いの登場です。企業が自社株買いを実施したとき、市場はそれを企業からのアナウンスだと捉えるからです。買い取った株式を償却するにしても、金庫株として保有するとしても、いずれにおいても、それは経営陣が自社の株式が現在の水準では低く評価されすぎていると考えるときに採る行動だと知っているからです。

また、企業が大量の自社株を買い占めてしまうと、一時的に、株式の需給関係が崩れます。つまり、買い手が多くなるわけですから、売り手市場となり株価が引き上げられるという仕組みです。これは自社株買いの副作用のようなものです。

さて、この企業は買い入れた株式を金庫株として保有しておきます。そして株価が上がってきたとします。1,000円をこえ、1,200円に達したとします。この水準では、この企業の株式は経営陣の考える適正株価をこえる価格がつけられている状態です。ここで、経営陣は金庫株を市場で再売却すればよいわけです。自社株買いをした水準が800円、売却価格が1,200円。400円の利益が出ています。結局、この利益は残余の株主の持分の増加となります。仮に、会社が金庫株を売却したことによって株価が1,000円（経営陣が適正価格と考える水準）にまで下落したとしても、200円分の利益は上げられています。

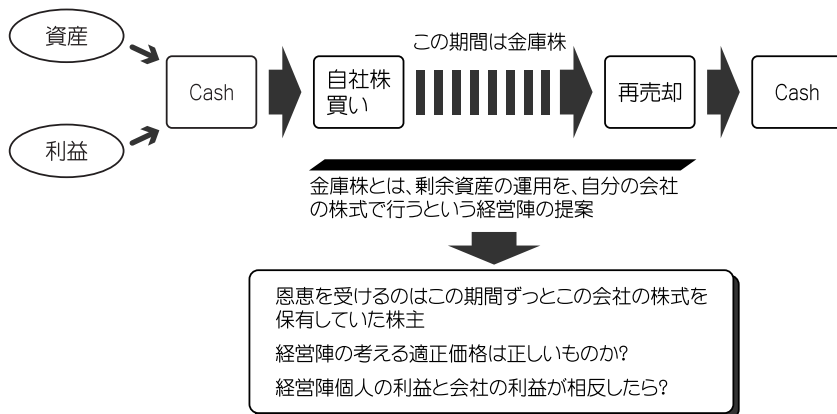
このように考えると、金庫株は会社の経営陣からのメッセージであるということがわかります。自分たちの考える適正価格より低い評価を受けているときには自社株買いを行い、高い評価を受けているときは再売却を行うわけです。そして、このようなときには証券取引法の定めにより、その内容を届け出ることが義務付けられていますから、外部からでもそのことがわかります。会社のことを一番よく知っている経営陣の判断を無料で閲覧することができるわけですからこの情報は貴重なものです。そして、自社株買いと市場での再売却を適切に行っている企業は、市場から株主価値を守る努力をしている企業ということがいえます。ただし、自社株買いを行うためにはそれなりの現金が必要となりますから、それに見合うだけの十分な資金力のある企

業しか自社株買いはできません。

たとえば、トヨタ自動車は2005年4月末現在で、約9.5%の金庫株を保有しています。これは、トヨタ自動車の経営陣が現在の株価水準では、企業が低く評価されていると判断していることのアナウンスです。貴重な情報になりますね。

金庫株の仕組みをまとめると、図3.9のようになります。結局、金庫株とは、会社の剰余資金を自分の会社を運用対象とする資産運用の手段に他なりません。ただし、経営陣は会社の経営について誰よりもその実情を知っている人たちですから、この運用手段は悪い選択肢ではないかもしれません。そして、その成果は金庫株であった期間の最初から最後まで株式を保有していた株主に還元されることとなります。長期投資を推進するという観点からも金庫株はよいものかもしれません。

図 3.9 金庫株の仕組み



金庫株について注意しておきたいのは、その副作用です。会社が急激に市場から自社株を回収してしまうと、市場に流通する株式が減ってしまい、売り手市場となって株価が上がってしまいます。これは、株式の価値が上がったのではなく、買いたいのに通じている株式が少なくなったというために

起こる現象です。このことを逆に利用して経営陣が個人的な利得を得ることを目指してしまうと、一般の投資家が損害を被ることとなります。