

# 自己株式の取得と消却

中 井 和 敏

## 要 約

旧商法や新たに制定された会社法により、企業が過去に発行した株式を当該企業自身が証券市場などから買い戻しを行うことによって取得した株式（自己株式）を消却し、発行株式数を減少させることができるようになった。このような自己株式の取得や消却に対する規制緩和によって、企業は財務戦略の多様な展開が可能になった。しかしながら、一方では、会社法や関係法規によってさまざまな規制が設けられている。これら法的規制などの具体的な内容について検証しながら、企業にとって自己株式を取得し消却することによる株式価値への影響、あるいは資本政策を含めた経営的意義についても考察した。

## 1. はじめに

発行した株式を当該企業自身が買い戻し、保有する株式のことを自己株式という。わが国の旧商法ではこの自己株式の取得を原則として禁止してきた。しかしながら、1994年（平成6年）の旧商法の改正、翌1995年（平成7年）の租税特別措置法の改正、さらに2001年（平成13年）10月1日に施行された旧商法の改正などにより、自己株式の取得と保有に関する規制の大幅な見直しが行われ、将来、株式を消却することを目的とした取得も可能になった。

2006年（平成18年）に新たに施行された会社法は、原則としてこの時の改正内容を引き継いだものになっている。以来、特に近年において上場企業各社で自己株式を取得するケースが多くなってきた。野村証券金融経済研究所の調査によれば、2008年（平成20年）度上半期（4～9月）における実施企業数は延べで1,385社にのぼり、前年同期比73.8%増であったとの報告がなされている<sup>(1)</sup>。

本稿では、この自己株式取得および消却について、どのような変遷を経て規制緩和がなされてきたのかを確認しながら、自己株式取得および消却に関する経営的意義について検討するものである。

## 2. 自己株式取得および消却に関する法改正の経緯

### (1) 自己株式取得の解禁に至るまで

先述したように、1994年（平成6年）の旧商法の改正によって、株主総会決議による自社株買いが、財源と目的を限定した形で認められ、期間や数量の制限なく自己株式を保有することが可能となった。また、自己株式の取得規制も撤廃され、株式消却、ストック・オプション（Stock Option）等に活用できるため、企業にとっては経営・財務戦略の自由度をより高めることができる条件が整ったともい

えるのである。

自己株式取得が解禁されるまでの経緯についていえば、まず1997年（平成9年）に「株式の消却の手続に関する商法の特例に関する法律」が制定され、資本市場の効率化・活性化を目指す政策が実施された。同時に、かねてから経済界から要請があったストック・オプション制度が導入され、当該企業の取締役や従業員への株式譲渡を目的とする自己株式の取得も認められた。さらに、翌1998年（平成10年）には同法律の改正が行われ、取得した自己株式の消却もより柔軟に実施できるようになった。この改正により、資本準備金による株式消却も可能になった。2001年（平成13年）以降は、自己株式の取得は「原則禁止から原則自由へ」と方向転換し、目的を定めずに市場から自己株式を取得し保有し続けるという、いわゆる金庫株も認められるようになったのである。金庫株とは改正前の旧商法では自己株式の取得についてはそれが容認されることに限定条件がいろいろあった。しかし、改正後は取得の手続きや取得する際の財源規制など、一定の条件を満たしていれば容認されることになった。このため、このようにして取得した自己株式をすぐに処分あるいは消却しなくてもよくなり、保有期間や保有する株式数にも制限がなくなったことと相俟って、企業は取得した自社の株式をより長く保有することができるようになった。こういった株式を、このように会社の金庫に保有する株式という意味で、「金庫株」という言い方がなされるようになったのである。

金庫株は、M&A（企業の合併や買収）、合併などの組織再編における対価の代用として活用するために保有するケースが多く見られるが、さらには1株当りの利益を高めるといった財務指標向上を目的とするために保有する場合もある。なお、自己株式の取得については、証券市場における通常の取引や公開買付けを通して、あるいは、株主総会の決議を経て、特定の株主との直接交渉によっても可能であることを付記しておく。

## （2）自己株式取得禁止の主な理由

2001年（平成13年）の旧商法が改正され、株主総会での定款変更により取締役会で自己株式の取得について取得時期や買戻しの価格や株式数などを決議することができるようになったが、それまでは、企業が自己株式を取得することを原則禁止していた。

この主な理由として次のことが挙げられる。

### ①企業に求められる「資本充実・維持の原則」との矛盾

自己株式を取得することは発行済み株式を株主から買い戻すことであり、このことによって企業の金銭的財産が社外に流出する。これはいうまでもなく、株主から当該企業に出資された資金を株主に返還することであり、資本充実あるいは維持の原則と矛盾する。

### ②不公正な株式売買と企業価値への影響

当該企業自身が自社株式を売買することは、本来的に存在する情報の非対称性を背景にして、株式売買に企業自身による株価操作が行われる可能性がある。このような不正が行われるならば一般投資家が不利益を被るのは明らかである。また、特定の株主だけを対象にした自己株式の売買の発生も予想され、これを容認することは他の株主との不公平さを誘発することになる。加えて

当該企業の業績悪化に伴い株価が下落した場合、当然保有している自己株式価値も下落することになり<sup>4)</sup>、このことは企業価値を毀損することにもなる。

### ③経営者の自己保身への利用

当該企業が保有する自己株式には議決権がないため、当該企業の経営者が会社の資金で自己株式を取得することは、取得した株式を当該経営者に都合の良い株主に割当てることが可能になり、これによって、実質的に当該企業を支配することができる。しかしながら、このことは他の株主の利益を損なうことになりかねない。

こういったことが自己株式取得を禁止する主な理由であった。

## (3) 自己株式取得および消却の動向

企業が自己株式を取得する主な理由として、ライブドア事件を契機にM&Aに対する防御策、すなわち、ある企業にM&Aそれも「敵対的買収」を迫られ、証券市場を通して当該企業の株式を買い占めることができたとしても、当該企業が保有している株式までも買い占めることはできない。また、単に議決権の優劣だけでなく、自己株式には議決権や配当請求権がないため、敵対的買収を阻止するために、他の信頼できる株主に保有している自己株式を買い取ってもらい、議決権の優位性を確保することもできる。あるいは、ストック・オプションとして自社の取締役や従業員などに将来買い取ってもらうこともできる。

また、自己株式には議決権もなく配当の対象にもならない。このため、取得した自己株式を長く保有するのではなく、自己株式の消却を行い、株式数を減少させる手段として活用することが多い。これによって、発行株式数が減少するため、結果として「1株当りの利益」あるいは「1株当りの純資産」が向上し、そのことによって配当金額の増加が期待できるのである。

例えば、1000株発行している企業があり、この企業の利益が5000万円であったとしよう。この場合、1株当りの利益は5万円になる。この企業が20%の配当性向で配当を実施していたと仮定し、発行株式数の半分を消却し配当性向20%を維持した配当を継続的に行ったとすれば、既存の株主はいくらの配当金を手にすることができるのだろうか。

自己株式を取得し消却しなければ、1株当りの配当金は「5万円×20%＝1万円」ということになる。これに対し、自己株式の半分、すなわち「1000株×0.5＝500株」を消却したとし、配当性向20%を維持した配当を実施したとすれば、1株当りの利益は「5000万円÷500株＝10万円」になり、配当性向20%の場合の配当金は「10万円×20%＝2万円」ということになり、株主への1株当りの利益還元は1万円から2万円に跳ね上がる。自己株式を消却した分だけ当該企業の株式数が市場から減少すれば、1株当りの利益が増加することは明らかである。

このように、企業が取得した自己株式に対し利益等を財源として消却することによって、当該企業が発行した株式数の減少とともに、そのことにより、当該企業の貸借対照表においても自己株式を消却した分だけ当該企業の資産（「純資産の部」）が減少する。その結果、発行済み株式数が減少すると、1株当りの資産価値（純資産÷発行株式数）が増加する。したがって、既存の株主にとっては配当な

図表1 自己株式消却を実施した主な企業

業種	企業名
銀行	横浜銀行, 静岡銀行, 群馬銀行, 福島銀行
損保	東京海上ホールディングス, 日本興亜損保, ニッセイ同和損保, 富士火災
製薬	武田薬品工業, アステラス製薬
小売り	セブン&アイ・ホールディングス, 丸井グループ
ガス	東京ガス, 大阪ガス
自動車	トヨタ自動車
通信	NTTドコモ

(出所) 日本経済新聞 (2008年9月11日朝刊)

どの面で恩恵を受ける。また、自己株式の消却は財務的な経営指標の改善、株価対策、あるいはM&Aによる敵対的買収防止といった点でも効果があり、自己株式を取得し消却することが多くの企業で行われるようになった。

特に、2001年(平成13年)の旧商法の大改正により自己株式取得が原則自由になり、取得した株式を保有し続けるといったいわゆる「金庫株」も容認されることになった。これに伴い翌2002年(平成14年)に「自己株式及び法定準備金の取崩等に関する会計基準」が公表され、自己株式取得や消却などの会計処理についても法整備が行われた<sup>(2)</sup>。こういった背景もあり、企業はこのようにして取得した自己株式を消却するケースも多く見られるようになった。参考として2008年(平成20年)8月度までに自己株式の消却を実施した主な企業を示しておく(図表1)。

### 3. 自己株式取得および消却の法的手続き

#### (1) 自己株式取得に関するガイドライン

東京証券取引所は2008年(平成20年)6月20日、東京証券取引所自主規制法人名で「自己株式取得に関するガイドライン」を公表した。それによると「このガイドラインは、法令等の正式な解釈を示すものではない」とした上で次のような点を指摘している。その内容には重要な点が含まれているので、長い引用になるがポイントになる点を列挙しておく。

##### ①自己株式取得に係る留意点

2007年(平成19年)9月30日の金融商品取引法の施行に伴い「有価証券規制府令」<sup>(3)</sup>において、上場会社による自己株式の買付けにあたり、遵守すべき一定の要件(発注時間、発注価格、買付注文数量など)が定められている。したがって、自己株式取得を実施する上場会社においては、有価証券規制府令を遵守して買付けを行うことが求められる。仮に、有価証券規制府令の要件を形式的に満たしていたとしても、相場のくぎ付け等の行為が認められれば、相場操縦禁止規定に抵触することになる。

特に、決算期末日やファイナンス期間といった特定の期間においては、自己株式の買付けを、自社の株価を維持する又は引き上げるために利用するインセンティブが働くことも想定されるので、株価の維持や引き上げを意図しているのではないかといった疑念を持たれやすいことに留意する必要がある。

なお、個別具体的な買付けの決定に関与する者が未公表の他の重要事実を知ったうえで自己株式の買付けを行うことは、インサイダー取引規制の対象となるので、その点についても留意が必要である。

## ②東京証券取引所自主規制法人が注視する行為形態

当法人は、有価証券規制府令に規定される買付け要件の遵守状況のほか、相場操縦規制等に抵触するかどうかを調査する場合には、主に次の行為形態を注視しているとし、その内容を（図表2）のように示している。

図表2 東京証券取引所が注視する自己株式取得の行為形態

項目	内容	備考
維持的買付け	直前の約定価格の水準を買い支えるような自己株式の買付けを反復継続して行っているかどうか。	いわゆる相場のくぎ付けを行っているかどうかであり、例えば、直前の約定価格より安く買い付けることができる状況にもかかわらず、直前の約定価格近辺の指値で自己株式の買付けを反復継続して行うような場合等が左記に該当する。
決算期末の買付け	決算期（中間決算期、四半期決算期を含む）末日以前の5営業日において、維持的買付けや買上がりなど、株価を意識したと思われる自己株式の買付けを行っているかどうか。	
ファイナンス期間中の買付け	株式及び新株予約権付社債券の募集又は売出しの価格決定に影響を及ぼし得る期間内に、あるいは募集又は売出しの期間中に、自己株式の買付けを行っているかどうか。	

（出所）東京証券取引所自主規制法人「自己株式取得に関するガイドライン」  
2008年（平成20年）6月20日公表より作成

東京証券取引所内の自主規制法人では、特に自己株式取得の買付けに際し、内閣府令で定められた規定に沿ってこのようなガイドラインを設定し、同取引所の立場から公正な証券取引が行われるように自主規制を設けているのである<sup>(4)</sup>。

ちなみに、内閣府令における自己株式取得の買付けの要件の代表的な項目としては次のようなものがある。

- ①金融商品取引業者の数は、多数の取引業者で買付け等が行われると売買が繁盛であるとの誤認を与えるという理由で、1日1社に限定している。
- ②買付け等の注文の時間については、立会の終値は種々の基準値段として使用されているとの理由で、立会終了後30分前以降に行われないことと定められている。
- ③買付け等の注文の価格については、始値決定前は指値注文によることと前日の最終の売買の価格を上回る価格で行わないこと、始値決定後は指値注文によることと直前の売買の価格を上回る価格で反復継続して行われないこと、そして、買付けの委託時における当日の高値を上回らないこ

ととしている。これには、相場操縦を疑わせる形態、流動性が低い銘柄の買付けが困難にならないといった理由がある。

- ④買付け等の注文の数量については、流動性が低い銘柄についての買付けの機会を過度に制限しないことに配慮しながらも、売買が繁盛であるとの誤認を与えるという理由で、種々のケースを基に制限を設けている。

その他、「発行会社以外の者による買付けの委託等」「買付けの名義」「取引の公正の確保のため適当と認められる方法」についてといった項目に規定を設けている。

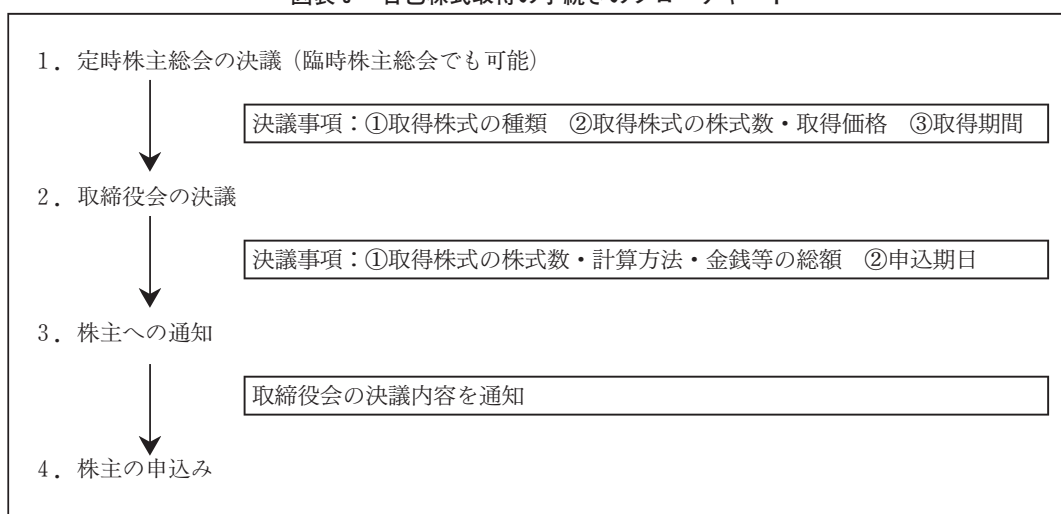
東京証券取引所では、このような内閣府令の遵守の徹底化によって、取引における公正性の確保を図ろうとしているのである。

## (2) 自己株式取得の手続き

会社法の施行によって、各企業は自己株式の取得がより機動的に行うことができるようになった。旧商法での自己株式を取得する際の手続きは、まず定時株主総会において自己株式の取得を決議し、次回の定時株主総会開催までに取得する株式の種類、取得株式数、取得価額などを決めて実施するとされていた。これに対し、会社法では株主総会の決議が必要であることに変わりはないが、定時株主総会だけでなく臨時株主総会の決議があれば自己株式の取得ができるようになったのである。

但し、会社法によれば「次に掲げる行為により株主に対して交付する金銭等(当該株式会社の株式を除く。以下この節において同じ。)の帳簿価額の総額は、当該行為がその効力を生ずる日における分配可能額を超えてはならない」<sup>(6)</sup>としている。そして、その「3号」において「第157条第1項の規定による当該株式会社の株式の取得」と規定し、取得する際の財源について規制を設けている。参考までに自己株式取得の際の必要な手続きをフローチャートとして示しておく(図表3)。

図表3 自己株式取得の手続きのフローチャート



(出所) 名南経営センターグループ (2006) 『新会社法の実務』生活情報センター, p.127 (一部筆者修正)

さらに、会社法では「特定株主からの取得」<sup>(6)</sup>として、会社法第160条から第164条において、相続人等や子会社からの株主の取得など多くのケースを想定した自己株式の取得に関する規定を設けている。

なお、第165条第1項として自己株式を取得する場合、会社法「第157条から第160条までの規定は、株式会社が市場において行う取引又は証券取引法第27条の2第6項に規定する公開買付けの方法（以下この条項においては「市場取引等」という。）により当該株式会社の株式を取得する場合には、適用しない。」ということを確認した上で、同条第2項において「取締役設置会社は、市場取引等により当該株式会社の株式を取得することを取締役会の決議によって定めることができる旨を定款で定めることができる。」と規定し、多様な状況においても自己株式の取得ができることを示しているのである。そして、自己株式を取得する場合、原則として財源規制を設けているが、株式保護の観点から会社自身の積極的な意向がない自己株式取得には財源規制を設けているわけではない。会社法で規定されている自己株式取得事由について、取得する際の財源規制の有無を含め表示しておく（図表4）。

図表4 自己株式取得ができる場合

	事 由	財源規制の有無
1	取得条件付株式の条件発生による取得	あり
2	譲渡制限株式の譲渡を承認しない場合の取得	あり
3	株主総会決議に基づく取得	あり
4	取得請求権付株式の取得請求に応じた取得	あり
5	全部取得条件付種類株式の総会決議に基づく取得	あり
6	譲渡制限株式の相続人等に対する売渡請求に基づく取得	あり
7	単元未満株式の買取請求に応じた取得	なし
8	所在不明株主の株式を買取る場合の取得	あり
9	端数株の処理に応じた取得	あり
10	事業の全部を譲り受ける場合の取得	なし
11	合併後消滅する会社からの株式の継承する場合の取得	なし
12	吸収分割する会社からの株式の継承する場合の取得	なし
13	法務省（会社法施行規則第27条）で定める場合の取得	なし

（出所）会社法「第155条」などを基に作成。

### (3) 自己株式の消却について

#### ①消却方法

では、このようにして取得した自己株式を企業はどのように扱えばよいのであろうか。この問題について検討してみることにする。会社法では、当該株式を企業自身が取得し続けることを特に制限しているわけではない。金庫株として保有することを容認している。会社法の第178条の第1項で「株式会社は、自己株式を消却することができる。」とし、その場合は「消却する自己株式の数を定めなければならない。」と規定している。なお、「種類株発行会社にあつては、自己株式の種類及び種類ごとの数を定めなければならない」としているのである。また、第2項では「取締役会設置会社においては、前項（第1項）後段の規定による決定は、取締役会の決議によらなければならない。」としている。

このように自己株式の消却が行われれば、当該企業の発行済株式数は、消却された自己株式数だけ減少する。この結果、1株当たり利益や純資産額が上がることになるので、上場企業では、自己株式の消却を行うことにより株価維持を図ることもある<sup>7)</sup>、と指摘されることが多い。参考までに、自己株式を取得し消却した場合の会計処理（仕訳）について示しておく。

#### 【事例】

（設定条件）会社法に基づいて、取締役会で帳簿価額500万円（株式数100株）を取得し、その自己株式を消却する場合、その他利益剰余金を財源とした場合。

##### 1) 自己株式を取得した時の仕訳

借 方		貸 方	
自己株式	500万円	現金預金	500万円

##### 2) 自己株式を消却した時の仕訳

借 方		貸 方	
その他利益剰余金	500万円	自己株式	500万円

#### ②自己株式消却と株価について

自己株式を消却すると株価に対しどのような影響をもたらすのか、この問題について検討する。但し、条件などはあくまでも机上の仮想的条件である。

#### 【設定条件】

- |                |
|----------------|
| ①株価 2000円      |
| ②一株あたり利益 200円  |
| ③キャッシュ保有量 50億円 |

このような条件の下、キャッシュ保有量の半分25億円を財源として自己株式を消却すれば、発行済株式数は1/2になり、その結果、「1株当たり利益は倍の400円」になる。こういった場合、株価収益率（PER：株価÷1株当たり利益）が10倍というのが納得できる数値だとすると、株価は4000円になり、既存の株主にとって、保有している株式の1株当たり利益は倍になる。自己株式の株価が比較的割安の時にこのような自己株式の消却を実施すれば、企業価値向上に活用することができる。

企業価値を高めることは株主価値の向上にもつながるため、近年、保有している自己株式の消却を通じ株主価値の増大を行う企業が増えている。特に、自己株式の株価が比較的割安だとみなされている場合、企業資金を自己株式の消却に使用することによって、株主価値の向上を実現することができる。株主や投資家にとっても、1株当たり利益が高くなることは株主価値の向上を意味しており、企業において自己株式消却に関心が高まっている傾向が見られるのはこのような要因が背景にあるように推察されるのである。

自己株式を消却する際のポイントは、いうまでもなく自己株式の消却株式数ではなく、発行済株式数のなかで占める消却株式数の割合、すなわち比率が重要である。例えば、消却株式数が同じであっても、発行済株式数との割合が5%と10%ではその価値は倍違ってくることはいうまでもない。



### ③自己株式取得の税・会計処理の変更等について

資本金5000万円の株式会社があったとする。そして、株主からの要請に基づき、自己株式500万円を取得したとする。この場合の税と会計処理についても検討しておくことにする。

会社法では自己株式を取得した場合、従来、貸借対照表の「資産の部」に計上していたが、今回の改正で、自己株式の減少として「純資産の部」に表示することになった。

なお、自己株式を純資産の部において控除形式で表示するのは2002年（平成14年）4月1日以降開始事業年度から適用になっている。会計的にはこのように処理するのであるが、税務上では依然として、有価証券(資産の部)として扱われていた。このため、これらについて統一性を図るという理由で、会社法の施行に伴って法人税法を改正し、税法上も資本の控除項目として扱われるようになった。さらに、自己株式の税務上の帳簿価額も資本金等の額から控除することにもなった。したがって、先の事例のように資本金5000万円の株式会社が自己株式500万円を取得した場合、「純資産の部」の「株主資本」項目の末尾に「自己株式」という勘定科目を控除項目として使用し、一括して「△500万円」と表示するのである。

なお、自己株式の取得、処分あるいは消却に伴って発生する付帯費用は、営業外費用として損益計算書に計上する。その際、これらの費用は取得原価に含めない。これは、自己株式の取得は資産を取得するものではなく、株主に対する出資金の払い戻しと解釈するので、発生する付帯費用は取得原価に算入しない処理を行うことになる。

自己株式を取得する際の税務処理は、原則として上場企業の株式の証券市場からの買付などに関しては、会計と税務処理は一致している。しかしながら、未公開企業の株式については、税務上ではあくまでも「株主資本の部分清算」と解釈されるケースが多い。これは、自己株式を取得する際、当該株式を売却する株主が特定できるということにも起因している。

特に、ある会社が何らかの理由で減資をする場合、出資した元本を超えた払戻しがあった場合、超過部分については「見なし配当」ということで処理される。税法では、自己株式を取得する場合も同様で、例えば、利益の内部留保分を取崩して株主から当該会社の株式（自己株式）を取得した場合、配当を行ったと見なされるのである。しかしながら、このような見解は自己株式を消却するという本来的な財務行動の本質にはそぐわない、とする考え方もある。

## 4. 自己株式取得および消却と経営的意義

### (1) 自己株式取得と株主

会社法では配当とこの自己株式の取得について大幅な見直しをした。この見直しの主旨は、配当と自己株式の取得とを会社存続中の会社財産の株主への払戻しとして統一的に把握して、横断的な規制を整備した点にある<sup>(8)</sup>といわれている。

たしかに、株主にとっては、当該企業が保有していた自己株式を消却し、発行株式数を減少させれば、1株当たりの当期純利益が増加するので、増配などを行えば株主に還元したことになる。一方、企業にとっては保有した自己株式の取扱い如何では、株価の下支えなど財務戦略上多様な選択肢が増

えることになる。しかし、株主にとって経済的に合理的な行動が、経営者にとっても常に経済的に合理的とはかぎらない。そのため、会社は余剰収益を自社株買いや配当の形で投資家に還元する代わりに、資本を握って手放さなかったり、価値を破壊する派手な企業買収を繰り返したり、設備投資に没頭したりすることがある<sup>(9)</sup>のも事実である。

また、自己株式取得が株価に影響を与える要因のひとつにシグナル効果が上げられる。シグナル効果とは、市場が企業の事業内容を適切に評価しておらず、株価がファンダメンタル価値を下回ると思われる状態にあるとき、経営者が自社の株価に対する見方を示すことで、株価の修正が行われることである。このシグナル効果を生じさせるためには、必ずしも自社株買いをとまなう必要はないが、自社株買いを行うことによって、経営者はより強い確信を市場に伝えることができる。しかし、シグナル効果を目的とした自社株取得で気をつけなければならないのは、株価の過小評価が、経営者の誤認、あるいは希望的観測によるものであってはならないという点である。かりに市場の見方が適切であり、株価が適正水準にあるとすれば、結果的に、高値による購入、あるいは事業への追加投資の抑制となって、むしろ株価に対してはマイナス要因になる。したがって、シグナル効果を目的とする自社株取得においては、株価がファンダメンタル価値を下回っているとするとする根拠を、市場が納得する形であわせて提供できなければならない<sup>(10)</sup>。

## (2) 自己株式取得および消却と資本政策

取得した自己株式は、これまで、例えば株式自身に市場性を持っていない未上場企業では事業再編や相続といった限定的な特定の目的にしか活用されないと考えられていた。しかし、自己株式の取得の容認とともに、自己株式の処分についても単に消却だけでなく売却や代用、あるいはストック・オプションなどへ利用も可能になった。このことは、資本政策の観点からいえば、極めて多様な政策展開ができるようになったことを意味している。また、自己株式を保有することは、増資などを行う場合、発行事務コストや持株比率への影響も軽減されることになる。

ストック・オプションは2001年（平成13年）の旧商法改正によって新株予約権に統合され、例えば、インセンティブとしてこの権利を有している取締役などがこの権利を行使する場合、会社側は発行された新株だけでなく、保有している自己株式を譲渡することもできるようになった<sup>(11)</sup>。ストック・オプションが付与される対象者は、改正前まで当該企業の取締役と従業員に限定されていたが、その規制が撤廃されたため他企業との資本提携の手段としても活用できるようになった<sup>(12)</sup>。

自己株式取得と資本政策の問題を検討する場合、株式会社エヌ・ティ・ティ・ドコモ（以下「NTTドコモ」と称する）の例を紹介しておく、NTTドコモでは自己株式取得に関する基本方針として、以下のような方針を掲げている。

それは「当社は、株主還元を経営の重要課題の一つと位置付けており、財務体質の強化や内部留保の確保に努めつつ、自己株式の取得についても弾力的な実施を検討していきます。取得した自己株式の保有については、原則として発行済株式総数の5%程度を目安とし、それを超える部分は年度末等に一括して消却することを検討していきます。」というもので、NTTドコモは、「株主還元を経営の重

要課題」と位置付けながらも、自己株式取得については発行株式数の5%程度に抑え、それを超えるものについては年度末に一括消却すると明言している。これは、財務体質の強化や内部留保の確保の方策のひとつとして自己株式取得や消却を活用することを意味している<sup>(13)</sup>。

先述したように、取得した自己株式は保有し続けても、消却してもどちらでもよいことになっている。どちらを選択するかは当該企業の経営判断であることはいうまでもない。ただ、多くの企業は1株当りの利益の向上を目指し、結果として株式の市場価格を上昇させ、このことを通して時価総額の増大を志向する。

経営指標のひとつに株主資本利益率がある。一般的には「ROE (Return On Equity)」と称され、次の算式で求めることができる。

(算式)

$$\text{株主資本利益率 (ROE)} = \text{当期純利益} \div \text{株主資本} \times 100$$

企業は調達した資本（自己資本と他人資本）を活用して事業展開を図る。そして獲得した売上収益や営業外収益などからさまざまな費用を吸収し最終利益が株主への還元のための原資となる。したがって、株主からすれば自分が投資した分からどれだけの利益が獲得されたのかが最大の関心事になる。このため、株主が投資した、いわゆる株主資本に対する利益率（株主資本利益率）の数値は効率的に経営が行われた成果であるという意味で、株主優先というある種の国際基準からすれば、海外を含めた多くの株主あるいは投資家が最も重視する経営指標のひとつといえるのである。したがって、企業においてもこの株主資本利益率（ROE）の数値を経営目標として設定するケースも多く見られるのである。

株価や発行株式数と保有資産の関連で収益性を測定する経営指標に「株価収益率 (PER : Price Earnings Ratio)」「株価純資産倍率 (PBR : Price Book-value Ratio)」あるいは「1株当たり純資産 (BPS : Book-value Per Share)」などがある (図表 5)。

いずれの指標も株主の観点から経営の効率的運用を測定・把握するものである。

また、先述した「ROE」についていえば、貸借対照表上では「総資本＝総資産」と表示されるため、「総資産－負債＝純資産」すなわち総資産（総資本）から負債を差し引けば純資産を求めることができる。「株主資本」は広義の純資産として扱うこともあるので、「当期純利益÷純資産」という算式を使用しても算出可能である。このことから、「ROE＝EPS÷BPS」ということになる。ROEは利益を増加させることで向上させることができるが、自己株式の消却による純資産の圧縮によってもこの

図表 5 主な経営指標および関連性と算式

経営指標	算式
株価収益率 (PER)	株価 ÷ 1株当たり利益
1株当たり利益 (EPS)	当期純利益 ÷ 発行株式数
1株当たり純資産 (BPS)	純資産 ÷ 発行株式数
株価純資産倍率 (PBR)	株価 ÷ 1株当たり純資産

ROEを向上させることができる。また、ROEの数値は当該企業の株価が割安か割高かを直接的に示すことにはならないが、ROEの数値を向上させることは、結果として「1株当たり利益(EPS)」を向上させることにもなる。しかしながら、このEPSを高めることは、反対に「株価収益率(PER)」を低下させることにつながる。何故ならば、株価収益率(PER)を求める算式は「株価÷1株当たり利益」であり、1株当たり利益が増えることは分母が大きくなることであり、株価を増えた分母(1株当たり利益)で除すことは、株価が低下することを意味するのである。しかしながら、ROEが高まることは、将来的には当該企業の価値が高まることになり、このことが当該企業の株価が上昇することにつながることを示すことになるものと推察されるのである。

このように、自己株式を取得し消却することは単に自社の株価向上を目的としたものだけでなく、ROEの向上を目指した経営政策が考えられる。さらには、NTTドコモのように広い意味での資本政策の一環としても考える必要もあるのではないだろうか。

企業は内部留保や増資、負債調達など行いながら新規投資、M&A、研究開発投資などを目指しながら、必要に応じて増配や自社株取得を実施するなど財務構成の適正なバランスを維持することが求められる<sup>(14)</sup>。NTTドコモの自己株式取得および消却の姿勢は、企業経営の継続性という観点での適切な資本施策あるいは財務管理の在り方を示していると思われるのである。

## 5. おわりに

アメリカのサブプライムローンが世界的な規模で問題化する状況にあって、2008年(平成20年)9月15日、アメリカの大手証券会社であり投資銀行でもあったリーマン・ブラザーズ(Lehman Brothers: Lehman Brothers Holdings Inc.)は「連邦倒産法第11章」の適用を連邦判所に申請すると発表し事実上倒産した。同社の2007年(平成19年)11月末日時点の経営規模は、売上高224億90百万ドル、総資産6,910億63百万ドル、資本金590億3百万ドル、従業員数28,556名であった。

リーマン・ブラザーズ倒産後、世界的規模で起こった株価の大幅な下落は各国に衝撃を与え、1929年の世界恐慌の再現かと思わせる危機的状況に陥った。このため、G7(主要7カ国財務相・中央銀行総裁会議)を開催し、世界金融システムの安定化のための対応策について早急に協議し行動計画をとりまとめた。その内容はかつてわが国が行ったように金融機関へ公的資金を投入することによって金融不安の払拭を図り、徐々に実体経済を回復させながら安定的な経済成長を促すものであった。わが国も例外ではなく、今回の金融危機に対する緊急対策として、地域金融機関への予防的な公的資金投入の復活、中小・零細企業へ対する円滑な融資、投資家保護の徹底化、あるいは金融商品に対する時価会計の適用緩和など多くの対策が検討されている。

それに加え、2008年(平成20年)10月10日、日本政府はリーマン・ショックの影響による日本を含めた世界的な株価暴落を受け、企業が発行した株式を自ら買い戻す「自社株買い(自己株式の取得)」の規制を年内に限り撤廃する方針を公表した<sup>(15)</sup>。自己株式取得に際し、買付け数量や価格あるいは買付け時間など諸条件が設定されているのは、故意に株価上昇を狙うといった人為的な相場操作を防止するためである。しかしながら、今回の株価急落への緊急対応策として提示された企業の「自社株買

い(自己株式の取得)」の規制撤廃は、株価急落に歯止めをかけることが目的である。株価下落は企業業績に大きな影響を与える。今回のアメリカ発の世界的な金融不安は、アメリカ経済の景気後退、為替相場におけるドル下落や円高などにより、主として輸出によって経済が支えられていたわが国にとって、その影響は計り知れないものがある。いち早く打ち出された諸施策が金融危機回避に有効に機能することを期待したのである。

## 注

- (1) 野村証券金融経済研究所「自社株買い実施状況」(2008年10月6日発表)
- (2) 伊藤邦雄(2006)『現代会計入門(第6版)』日本経済新聞出版社, pp.387~388
- (3) 正式な名称は「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令」である。
- (4) 2001年(平成13年)10月1日より自己株式取得の目的・保有等の規制が緩和されたが、同時に「証券取引法第162条の2」が新設され、具体的な買付け要件を定めた「上場等株券発行者である会社が行う上場等株券の売買等に関する内閣府令」(自己株式取得内閣府令。金融商品取引法施行後は、有価証券の取引等に関する内閣府令)が施行された。この件の内容については「東京証券取引所ホームページ」(<http://www.tse.or.jp>)の中の「自己株式取得内閣府令等について」に詳しい解説がある。
- (5) 会社法「第2編株式会社 第5章計算等 第6節剰余金の配当等に関する責任 第461条第1項」を参照。
- (6) 会社法「第2編株式会社 第2章株式 第4節株式会社による自己株式の取得 第2款第2目特定の株主からの取得」を参照。
- (7) 内布光(2007)『基礎から学ぶ会社法』青山社, p.173
- (8) 神田秀樹(2006)『会社法入門』岩波新書, p.131
- (9) Stephen Davis, Jon Lukomnik and David Pitt-Watson. *The New Capitalists*. Harvard Business School Press, 2006 (鈴木泰雄訳(2008)『新たなる資本主義の正体』ランダムハウス講談社, p.236
- (10) 井手正介・高橋文郎(2000)『経営財務入門』日本経済新聞社, p.218
- (11) 旧商法改正のうち、最も注目されたのが、いわゆる「金庫株の解禁」であるが、その施行時点(2001年10月1日)では、まだ処分時の会計処理や税務上の取扱いが未整備であったため、2002年(平成14年)3月31日までは自己株式の処分が禁止されていた。しかし、この問題も法的整備が進み同年4月1日より可能となった。
- (12) 会社法「第2編株式会社 第3章新株予約権 第1節総則 第236条から第237条、およびその他関連条項」を参照。
- (13) ㈱NTTドコモ ホームページ (<http://www.nttdocomo.co.jp>) 参照。
- (14) 井出正介・高橋文郎(2000)『前掲書』p.235
- (15) 2008年(平成20年)10月14日、「有価証券の取引等の規制に関する内閣府令の特例に関する内閣府令」について、証券市場の状況を考慮し、適用期間は2008年(平成20年)10月14日から施行し、2008年(平成20年)12月31日までと限定しながらも、自己株式取得に関する規定を緩和する内閣府令が公布・施行された。その主内容は、①1日の買付け数量を直近4週間の1日平均売買高の25%までとする上限を100%に引上げる。②買付け時間については、金融商品取引所の取引終了時刻の直前30分間以外の時間に自己株券の買付けを行うこととするという現行規定を適用しないで、取引終了時刻まで買付けができる、と規定を変更する施策内容である。このような変更措置は2003年(平成15年)にも僅か3ヶ月間であったが、市場安定化のために自己株式取得に際し、買付け数量などの規制を緩和したこともある。

