

企業のペイアウト政策と 株式価値

法人税が存在しないケース

榊原茂樹

Shigeki Sakakibara

関西学院大学 商学部 / 教授

神戸大学 / 名誉教授

発行企業による自社株の買い戻し（自社株買い。以下、法律用語の自己株式の取得と互換的に使用する）は、配当金支払いと並んで、株主への現金の支払い方法として、わが国でも定着してきたペイアウト政策である。平成6年改正以前の商法は、特定の例外的な場合を除いては、自己株式の取得を禁止しており、例外的に許容されて取得した場合でも、相当の時期に処分すべきものとされた¹⁾²⁾。

このような平成6年改正前商法における自己株式の取得の厳しい規制に対して経済界からは、かねてより規制緩和の要望がなされていたことを受けて、平成6年改正から平成13年改正前商法では、自己株式取得禁止の原則はこれまで通り維持しつつ、自社株買いを禁止する理由としていた起こりうる4つの弊害に対する防御策（取得の数量を配当可能利益の範囲内等に限る財源規制など）を講じたうえで、その例外的許容の範囲が拡大されてきた。すなわち、消却のための自己株式取得については、目的規制も数量規制もなしに自己株式取得が認められ、保有・処分型のものについては、まずその取得の目的を取締役または使用人に譲渡するための取得（ストックオプションの権利行使に備えた取得を含む）等に限定し、かつ、その目的のための取得を発行済み株式総数の10分の1を限度とする数量規制のもとでのみ自己株式取得禁止規制が緩和された。

1) 例外的に認められるケースは、株式の消却のためにするとき、合併または他の会社の営業全部の譲り受けによるとき、会社権利の実行にあたりその目的を達成するため必要なとき、および、法定されている株式の買い取り請求に応じて株式を買い取るとき等である（前田(2011)、144ページ）。

平成13年の抜本的商法改正は、企業の自己株式の取得にとって大転換となった。自己株式取得は、消却型と保有・処分型の区別なく、一般的に許容された。すなわち、保有・処分型のものについても、自己株式の取得の目的や数量に関する制約がなくなり、また、取得した株式の相当の時期の処分義務もなくなり、いわゆる金庫株制度が解禁されることとなった。自己株式取得は原則禁止から原則容認へと舵が切られたのである。さらに、平成15年の商法改正によって、取締役設置会社が市場取引または公開買い付けの方法により自己株式の取得を取締役会決議により行うことができる旨を定款で定めれば、その後は取締役会決議により機動的に自己株式を取得できることとなった。

以上のように逐次時を見て改正されてきた自己株式に関する法制は、平成17年会社法制定により体系的に整備され、規制は、財源規制と手続き規制を残すだけとなった³⁾。

本論文のテーマである自社株買いが株式価値に及ぼす効果の議論は、Miller, M. & F. Modigliani (1961) の配当政策・株式価値無関連命題をベースとして自社株買い・株式価値無関連命題を主張するのが、一般的である。本論文は、法人税がかからない世界を想定して、余剰現金を使って特別配当を支払うケースと自社株買いを行うケース、さらに、社債を発行した手取り金を使って自社株買いを行うケースについて、ペイアウト政策の株式価値への効果を検討する⁴⁾。

- 2) 自社株買いを原則的に禁止する理由として、
- (i) 資本金・資本準備金を財源とする場合には、出資の払い戻しとなって、会社債権者を害する、
 - (ii) 不公正な価格で一部の株主からのみ取得すると株主間の公平を害する、
 - (iii) 現経営陣による会社支配の維持に利用されるおそれがある、(iv) 相場操縦や

II アンレバード企業のペイアウト政策が株式価値に及ぼす影響(その1)

—保有現金を特別配当金として支払うケース

II-1 状況設定

まず、本論文の出発点としてもっとも簡単な状況でペイアウト政策と株式価値の関係を分析するために、負債を持たない企業(U. unlevered firm)を想定し、以下のような諸仮定を置く。

(仮定1) このアンレバード企業(U)の出発点の簿価ベースの貸借対照表は、以下のとおりである。

図表1 アンレバード企業のB/S(簿価ベース)

現金	1,000	自己資本	
本業資産	8,000	資本金	5,000
		資本剰余金	2,000
		利益剰余金	2,000
	9,000		9,000

(仮定2) 本業資産から毎年コンスタントに20%の営業利益を生む。

(仮定3) 本業資産のベータ値は1.2である。CAPMにおけるリスクフリーレートは2%で、株式市場のリスクプレミアムは5%である。

(仮定4) 現金資産は年率2%の利息を生むとし、金融資産のベータ値はゼロとする。

(仮定5) 発行済み株式総数は、1,000株である

(仮定6) 利益はすべて配当金として分配される。

(仮定7) 法人税と個人税は考えない。

インサイダー取引に利用される恐れがある、などの弊害が存在する、があげられる(長島・大野・常松法律事務所編(2010)、166ページ)。

3) 自己株式取得の法改正の変遷については、前田(2011)、垂井・那須(2009)、畠田(2009)に負っている。

4) 法人税が存在するケースでの自社株買いと株式価値の関係の分析については、榊原(2011, 2012)が詳しい。

以上の諸仮定の下では、シャープ (Sharpe, W.(1964)) = リントナー (Lintner, J.(1965)) の資本資産価格モデル (CAPM) によれば、本業資産への株主の要求収益率(R)は、

$$R(\text{本業資産}) = 0.02 + 0.05 \times 1.2 = 0.08(8\%)$$

であり、金融資産への要求収益率(R)は、

$$R(\text{金融資産}) = 0.02 + 0.05 \times 0 = 0.02(2\%)$$

である。

Ⅱ-2 現状 (ペイアウト実施前) の株主の富

(1) 今日の株式価値

以上の諸仮定の下では、この企業の本業資産の価値は、本業資産からの1,600の利益がすべて株主に帰属するので、その割引現在価値として、

$V_0(\text{本業資産}) = 8,000 \times 0.20 / 0.08 = 20,000$ となる。また、金融資産の価値は、金融収益がすべて株主のものとなるので、その割引現在価値として、

$V_0(\text{金融資産}) = 1,000 \times 0.02 / 0.02 = 1,000$ となる。したがって、この企業の全体の価値(無負債なので株式価値総額になる)は、本業資産の価値と金融資産の価値の合計として、

$V_0(\text{企業全体}) = 20,000 + 1,000 = 21,000$ となる。発行済み株式総数は1,000株なので、一株当たりの株式価値は、

$P_0(\text{一株当たり株式価値}) = 21,000 / 1,000 \text{株} = 21.0$ となる。

同じ結論を別のやり方で求めてみよう。

企業から投資家全体(無負債なので株主全体)が受け取る事業利益(営業利益と金融収益の合計)は、

$8,000 \times 0.20 + 1,000 \times 0.02 = 1,600 + 20 = 1,620$ となる。また、本業資産と金融資産に対する投資家の要求収益率はそれぞれ、8%と2%であるから、

企業全体への平均投資要求収益率(R)は、

$$R = 0.08 \times (20,000 / 21,000) + 0.02 \times (1,000 / 21,000) = 0.07714(7.714\%)$$

となる。

また、企業ベータ(無負債なので同時に株式ベータでもある)は、

$$1.2 \times (20,000 / 21,000) + 0 \times (1,000 / 21,000) = 1.143$$

となる。この企業ベータとCAPMを使って企業資産全体に対する割引率を求めても、

$$0.02 + 0.05 \times 1.143 = 0.07714(7.714\%)$$

となる。

したがって、企業価値は、

$$V_0 = (1,600 + 20) / 0.07714 = 21,000$$

となり、資産ごとに価値を求めて合計したものと等しい。これは価値の加法性 (value additivity) と呼ばれている。ただし、企業ベータや企業全体の割引率を求めるときに企業価値=21,000を既知として資産ごとの割引率を加重平均していることには注意しよう。

(2) 現状ケースでの将来の株式価値の推移

現在のケースでは、企業価値は(したがって株式価値)は、どの時点(t)でも、

$$V_t = (1,600 + 20) / 0.07714 = 21,000$$

となり、一株当たり株式価値(P_t)は、どの時点でも、

$$P_t = 21,000 / 1,000 \text{株} = 21.0$$

となる。

従って株式を2年間保有する場合の企業価値(=株式価値)は、一年目末の配当の現在価値と二年目末の配当の現在価値と二年目末の配当落ち株式価値(=21)の現在価値の総和として、

$$\begin{aligned} V_0 &= 1.62 / (1 + 0.07714) + 1.62 / (1 + 0.07714)^2 \\ &\quad + 21 / (1 + 0.07714)^2 = 1.5 + 1.40 + 18.1 \\ &= 21 \end{aligned}$$

となる。

II-3 保有現金を特別配当として ペイアウトする決定の株式価値への影響

さて、経営者が保有現金500を使って、今日($t=0$)、特別配当として株主にペイアウトする案と、自社株買いによって現金を株主にペイアウトする案とを検討しよう。どちらが、今日($t=0$)時点の株主(既存株主)にとって有利であろうか。ただし、今日の定期配当金は支払ったあとである。本項では、まず特別配当金を支払うケースを考察し、第Ⅲ章で自社株買いのケースを取り扱う。

保有現金500を特別配当金としてペイアウトした場合の簿価ベースのバランスシートは、図表2のようになる。

図表2 保有現金を特別配当したときのB/S(簿価ベース)

現金資産	500	自己資本	
本業資産	8,000	資本金	5,000
		資本剰余金	2,000
		利益剰余金	1,500
	8,500		8,500

(1) 特別配当支払いアナウンス直後の

株式価値と既存株主の今日の富

今日の特別配当金と将来の定期配当金の総額の流れは、将来の利益はその全額が配当金として分配されるという仮定の下では、

$t=0$	$t=1$	$t=2$	$t=3$	$t=4$	
500	1,610	1,610	1,610	1,610	

となる。

最初に、ペイアウト実施後の企業全体の価値を本業価値と金融資産価値の総和として算定すると、

$$\begin{aligned}
 V_0(\text{企業全体}) &= V_0(\text{事業資産}) + V_0(\text{金融資産}) \\
 &= 8,000 \times 0.20 / 0.08 + 500 \times 0.02 / 0.02 \\
 &= 20,000 + 500 \\
 &= 20,500
 \end{aligned}$$

となる。この結果を利用して、経営者が500の現金のペイアウトをアナウンスした後の企業資産全体のベータ値(無負債企業なので株式ベータでもある)を求めると、

$$\begin{aligned}
 \text{企業ベータ} &= (20,000 / 20,500) \times 1.2 \\
 &\quad + (500 / 20,500) \times 0 \\
 &= 1.1707
 \end{aligned}$$

となる。バランスシートから安全資産である現金が500だけ社外に流出した分、企業ベータ値は、現金流出前の1.143より、高くなっている。

この企業ベータしたがって株式ベータを使うと、図表2の企業に対する株主の要求投資収益率(R)は、CAPMによって、

$$R = 0.02 + 0.05 \times 1.1707 = 0.078535$$

となる。

金融資産の保有額が500となった企業全体の今日の価値(特別配当金込み)は、配当割引モデル(DDM)によると、

$$\begin{aligned}
 V_0(\text{企業全体}) &= \text{今日の特別配当金} + \text{特別配当金支払い直後の今日の株式価値} \\
 &= 500 + (1,610 / 0.078535) = 500 + 20,500 \\
 &= 21,000
 \end{aligned}$$

となる。

したがって、特別配当金込みの(cum dividend)一株当たりの今日の株式価値(P_0^{cum})は、

$$P_0^{cum} = 21,000 / 1,000 \text{株} = 21.0$$

となり、特別配当金落ちの(ex dividend)一株当たりの今日の株式価値(P_0^{ex})は、

$$P_0^{ex} = 20,500 / 1,000 \text{株} = 20.5$$

となる。一株当たり特別配当金の金額の0.5(=500 / 1,000株)だけ、株式価値は、現金を特別配当金として支払う前と比較して、低下している。

このケースでは、株主の今日の富(財産)は、一株を保有する株主の富($t=0$)

$$\begin{aligned}
 &= \text{受け取り特別配当金} + \text{株式価値 (特別配当金落ち後)} \\
 &= 0.5 + 20.5 \\
 &= 21
 \end{aligned}$$

となる。

この21は、500をペイアウトしないケース（以下「現状ケース」と呼ぶ）の株主の富と同額であるが、富の構成要素は異なる。すなわち、現状ケースの株主の富は、企業内の保有現金1,000を反映して21の価値を持つ株式一株保有から成り、特別配当ケースでは、株主のポケットに入った特別配当金0.5と、企業から保有現金が流出した財務状態を反映して20.5の価値を持つ株式一株の保有との合計21である。

したがって、声高に余剰現金を特別配当として分配せよと叫ぶアクティビスト・ファンドにとっては、法人税を含む諸税金や取引コストがかからない世界では、特別配当金が支払われなくても、あるいは特別配当金が支払われた場合に、株式を保有し続けても（一株当たり21）、現金を特別配当金（=0.5）として受け取りその直後に株式を売却（=20.5）して企業から退出しても、富総額は同じ（=21）である。

(2) 将来の株式価値の推移

このケースでは、将来の株式価値総額（=企業価値）は、どの時点(t)をとっても、

$$V_t = 1,610 / 0.078535 = 20,500$$

となり、一株の価値(P_t)は、どの時点でも、

$$P_t = 20,500 / 1,000 \text{株} = 20.5$$

となる。現状のケースと比較して、一株当たりで0.5（全体で500）の現金が企業外にペイアウトされたことによって、ペイアウト後の株式価値は同額の0.5だけ減少する。従って2年間株式を保有する場合の今日の特別配当支払い直後の配当落ち株式価値(P_0^{ex})を確認すると、一年目の通常配当の現

在価値と二年目の通常配当の現在価値と二年目の通常配当落ち株式価値（=20.5）の現在価値の合計として、

$$\begin{aligned}
 P_0^{ex} &= 1.61 / (1 + 0.078535) \\
 &\quad + (1.61 + 20.5) / (1 + 0.078535)^2 \\
 &= 1.493 + 1.384 + 17.623 \\
 &= 20.5
 \end{aligned}$$

となる。

Ⅲ アンレバード企業の ペイアウト政策が株式価値に 及ぼす影響(その2) —保有現金で自社株買いを行うケース

Ⅲ-1 自社株買いアナウンス直後の 株式価値と既存株主の富

今日経営者が、現金500を原資として直ちに自社株買い(*stock repurchase, SR*)を行う、と発表した。自社株買い実施後のバランスシートは図表3に示されている。図表2と図表3のどちらのケースでも、500の現金をペイアウトした後のバランスシートの借方側で示されるビジネスの実態は同じである。

図表3 保有現金で自社株買いしたときのB/S(簿価ベース)

現金資産	500	自己資本	
本業資産	8,000	資本金	5,000
		資本剰余金	2,000
		利益剰余金	2,000
		自己株式	▲ 500
	8,500		8,500

自社株買い取りの価格はいくらだろうか。それは、理論的にはこのニュースが発表されてすぐ効率的市場で付く値段である。効率的市場とは、企業情報が直ちに、かつ正しく市場価格に反映され

る市場であり、理論価値=市場価格が成立する市場のことを言う。

自社株買いのニュースを受けて株価は瞬時に P^{SR} となり、経営者はこの価格で買い戻すことになった⁵⁾。したがって、この P^{SR} は、次式を満たす。

$$\left\{1,000株 - \frac{500}{P^{SR}}\right\} \times P^{SR} = 1,610 / 0.078535$$

上式の左辺は、自社株買い実施後の発行済み株式総数に自社株買い発表直後の株式価値を掛け合わせた株式価値総額を表し、右辺は、配当総額(=利益総額)を企業全体に対する市場の投資要求収益率(7.8535%)で割り引いた自社株買い直後の株式価値総額(=企業価値)を表す。ここで、配当に対する市場割引率が7.8535%であるのは、現金ペイアウト後の企業の実態が前項の特別配当金支払いのケースと同じであり、企業ベータ(したがって株式ベータ)が1.1707であるという理由による。

上式を解くと、 P^{SR} は21となり、自社株買いの株数は23.81株となる。買い戻し後の発行済み株式総数は、 $1,000株 - 23.81株 = 976.19株$ となる。

さて、1株保有していて自社株買いに応募した株主にとっての今日の富は、

$$\begin{aligned} & \text{株主の富(自社株買いに応募：} t=0) \\ &= \text{買い戻しに応募して手に入れた現金+残りの株式の価値} \\ &= 21 \times 0.02381 \text{株} + 21 \times 0.97619 \text{株} \\ &= 0.5 + 20.5 \\ &= 21 \end{aligned}$$

となる。富総額は、現状ケースと特別配当のケースの2つのケースと変わらない。

次に、1株保有していて自社株買いに応じなかった株主の今日の富は、

$$\begin{aligned} & \text{株主の富(自社株買いに応じない：} t=0) \\ &= \text{一株保有の価値} \end{aligned}$$

$$= 21$$

となって、今日の富総額は、現状ケース、特別配当ケース、自社株買いに応募したケースの3つのケースとも変わらない。

Ⅲ-2 自社株買い実施後の株式価値の推移

自社株買いのアナウンス直後の株式価値は21であったが、実施以降の株式価値はどのように推移するだろうか。将来の一株当たりの配当金は、配当金総額を自社株買い実施後の発行済み株式総数で割った値、

$$1,610 / 976.19 \text{株} = 1.649$$

となるので、どの時点においても、一株の価値(P_t^{SR})は、

$$\begin{aligned} P_t^{SR} &= 1.649 / 0.078535 \\ &= 21 \end{aligned}$$

となる。配当に適用される割引率が7.8535%であるのは、特別配当のケースと同じ理由による。

ここで、この将来の株式価値(=21)を使って、自社株買いに応じずに1年間1株を保有する株主の富を計算すると、一年後の受け取り配当とその配当落ち後の株式価値の合計の現在割引価値として、

$$\begin{aligned} & \text{今日の富(一株の価値)} \\ &= (1.649 + 21) / (1 + 0.078535) \\ &= 21 \end{aligned}$$

となる。

他方、買い戻しに応じた株主にとって、一年後の富(W_1^{SR})は、

$$\begin{aligned} W_1^{SR} &= \text{保有株数} \times \text{一年後の一株当たり配当} \\ &+ \text{保有株数} \times \text{一年後の株式価値} \\ &= 0.97619 \times 1.649 + 0.97619 \times 21 \\ &= 1.61 + 20.5 \\ &= \text{一年後の配当込みの保有株式の価値} \\ &= 22.11 \end{aligned}$$

5) 本稿では、あらかじめ買い取り価格を株主に通知する公開買い付けや特定の株主からの取得は考察の対象外で、買い取り価格がマーケットで決まる「市場において行う取引」が考察の対象である。

となる。今日の富(W_0^{SR})は、今日自社株買いに応じて受け取った金額の0.5を加えて、

$$\begin{aligned} W_0^{SR} &= 0.5 + 22.11 / (1 + 0.078535) \\ &= 0.5 + 20.5 \\ &= 21 \end{aligned}$$

となる。自社株買いに応じて、応じなくても、今日の株主富は変わらない。

Ⅲ-3 比較分析

(1) 現状のケース(ペイアウト実施前)と
自社株買いのケースの株式価値比較

どちらのケースでも今日および将来の株式価値は21である。自社株買いにより発行済み株式総数や自己資本が減るので一株あたり利益(EPS)や自己資本利益率(ROE)が改善されるから、自社株買いは株式価値を上昇させると主張されることが多い。確かに EPS は1.62(=1,620 / 1,000株)から、1.649(=1,610 / 976.19)へと増加し、 ROE も、0.18(=1,620 / 9,000)から0.1894へと改善している。しかし、そのような根拠は、少なくとも現在の諸仮定、特に税金を考えない仮定の下では、一面をとらえているのみで、全体としては正しくない。

その理由は、リスク・バッファの役割を持つ安全資産である現金保有が減ると、企業ベータが上昇し(先のケースでは、1.143から1.1707へと)、したがって、キャッシュフロー全体に適用される割引率も7.714%から、7.8535%へと上昇するからである。 EPS や ROE などの財務比率の向上のプラス効果は、割引率の上昇というマイナス効果によって正確に相殺されるのである。

(2) 特別配当のケースと自社株買いのケースの
株式価値比較

特別配当金支払いの場合の配当落ち株式価値は20.5で、自社株買いアナウンス直後の株式価値

は21である。この違いの理由は何だろうか。安全資産である現金(金融資産)が B/S から500だけ無くなり、残りの現金資産額と本業資産額は両ケースで同じであることから、ペイアウト実施後の企業価値総額すなわち株式価値総額は両ケースで同額(=20,500)である。しかし、株式買い戻しのケースでは発行済み株式数が減少するために、21(20,500 / 976.19株)と20.5(20,500 / 1,000株)の差が出るのである。

したがって、余剰と判断した現金を株主にペイアウトする場合には、配当支払いよりも自社株買いを選択するほうが、ペイアウト実施後に高い株価(しかし現状ケースと同じであるが)を維持できることは、少なくとも株価を維持したい経営者にとっては好都合であろう。

(3) 3つのケースの比較

以上の(1)と(2)の分析を要約して、現状ケース、特別配当支払い、自社株買いの3つのケースの今日($t=0$)の株式価値と株主の富を図示すると、図表4のようになる。既存株主の今日の富は、3ケースともおなじである。また、一株当たり株式価値を算定するのに必要な情報を要約すると、図表5のようになる。

図表4 株式価値と株主の富の比較(法人税がないケース)

	現状	イベント実施後	
		特別配当	自社株買い
株式価値	21	20.5	21
株主の富	21	0.5+20.5=21	応じた 0.5+0.97619×21 =0.5+20.5=21
			応じず 21

(注) 特別配当のケースの株主の富を構成する0.5は特別配当金である。自社株買いに応じた株主の富を構成する0.5は自社株買いに応募して受け取った金額である。

図表5 株式価値の算定のための情報

(法人税がないケース)			
	現状	特別配当	自社株買い
割引率	7.714%	7.8535%	7.8535%
純利益総額	1,620	1,610	1,610
発行済み株式総数	1,000株	1,000株	976.19株
一株当たり利益	1.62	1.61	1.65
一株当たり株式価値	21	20.5	21
自己資本利益率	18%	18.94%	18.94%

税金や取引手数料など取引コストのかからない完全市場を仮定すると、自社株買いによって一株あたり利益や自己資本利益率が向上したとしても、安全弁としての現金資産がなくなることにより投資家の要求収益率(割引率)が高くなるために、現状ケースと比較して株式価値が向上すると考えることは幻想であることが、図表5からも再確認される。

(4) 効率的市場で成立する理論価値(=21)より

高い価格(たとえば25)で自社株を買い取る

ケース

自社株買いの買い戻し価格は、自社株買いアナウンス後に効率的市場で成立するはずの配当割引現在価値としての株式価値に等しく決定されるべきである。

ここで、経営者がアクティビスト・ファンドの圧力に屈して、現金資産500でアクティビスト・ファンドの全保有株数20株を価格25で相対取引により自社株買いするケースを考えよう。この場合、自社株買い後の発行済み株式総数は、 $1,000 - 20 = 980$ 株となり、980株は、その他の株主によって保有されている⁶⁾。

自社株買いアナウンス後の株式価値総額は、本業資産の価値が、

$$V(\text{本業資産}) = 1,600 / 0.08 = 20,000$$

となり、金融資産の価値が、

$$V(\text{金融資産}) = 500 \times 0.02 / 0.02 = 500$$

6) このような効率的市場で成立する理論価値よりも高い価格で特定の株主から買い取る場合、当該特定の株主以外の株主に自分をも売主にする 것을請求できる権利が一般的には認められているので、

となるので、価値の加法性によって、

$$V(\text{企業全体}) = 20,000 + 500 = 20,500$$

となる。したがって、一株当たり価値(P_0^{SR})は、

$$P_0^{SR} = 20,500 / 980 \text{株} = 20.92$$

となり、これは自社株買い実施前の21より低く、また、理論的価値で自社株買いをしたケースの21よりも低い。

将来の配当落ち後の株式価値(P_t^{SR})は、どの時点(t)においても、

$$S_t^{SR} = (1,610 / 980 \text{株}) / 0.078535$$

$$= 1.643 / 0.078535$$

$$= 20.92$$

となり、効率的市場で成立する株式価値で買い戻す場合と比べても0.08だけ永久に低くなる。

屋上屋を重ねる議論となるが、1年間保有する投資家にとっての今日の株式価値は、

$$S_0^{SR} = (1,610 / 980 \text{株} + 20.92) / (1 + 0.078535)$$

$$= (1.643 + 20.92) / (1 + 0.078535)$$

$$= 20.92$$

となる。

相対取引による自社株買いにおいて、アクティビスト・ファンド(および、それに加えて自分をも売主とすることを請求した株主)に対して効率的市場が示唆する株式価値より高い買い取り価格の提示は、その他の株主からの価値の収奪を意味する。

IV レバード企業の自社株買いと株式価値(その1)

—アンレバード企業が社債の発行手取り金で自社株買いを行うケース

負債を発行している企業について、ペイアウト政策と株式価値の関係を分析するために、本章IVでは、アンレバード企業が社債を発行した手取り金で自社株買いを行うケースを、次章Vでは、通常

定款でそのような請求を認める規定を適用しない旨の定めがない限り、前記アクティビスト・ファンドはその保有全株式を買い取らせることができない場合が発生する。

よく観察される、すでに負債を発行しているレバード企業が保有現金を使って自社株買いを行うケースを分析する。

IV-1 自社株買い直後の株式価値と 既存株主の富

本稿の出発点において想定した図表1の企業が、2%クーポン付の社債を2,200だけ発行して得た手取り金で自社株買いを実施すると、アナウンスした。負債発行による自社株買いは株式価値にどのような影響を及ぼすだろうか。その他の前提条件は以前と同じである。自社株買い後の貸借対照表(簿価ベース)は図表6のようになる。

図表6 社債を発行して自社株買いを行った企業のB/S
(簿価ベース)

現金	1,000	社債	2,200
本業資産	8,000	自己資本	
		資本金	5,000
		資本剰余金	2,000
		利益剰余金	2,000
		自己株式	▲2,200
	9,000		9,000

自社株買いの株数を n 株、自社株買いのアナウンス後に成立する株価を P_L^{SR} とすると、

$$n \times P_L^{SR} = 2,200$$
が成立しなければならない(L はlevered企業を表す)。

法人税を考えない現在の仮定の下ではMM命題I(1958)が成立するので、資産側が同じ図表1と図表6の企業は、資本構成が違って企業価値は変わらない。したがって、

$$V_L = 21,000$$

である。この社債への投資は安全だと想定して、投資家の要求収益率を2%と仮定すると、社債の

価値評価額は、

$$B_L = 2,200 \times 0.02 / 0.02 = 2,200$$

となる。したがって、自社株買いアナウンス後の株式価値総額(S_L^{SR})は、

$$S_L^{SR} = V_L - B_L = 21,000 - 2,200 = 18,800$$

となる。

以上より、自社株買いアナウンス直後に効率的市場では、

$$S_L^{SR} = (1,000 \text{株} - n) \times P_L^{SR} = 18,800$$

が成立し、 $n \times P_L^{SR} = 2,200$ であることから、

$$P_L^{SR} = (18,800 + 2,200) / 1,000 \text{株} = 21$$

となり、また、

$$n = 2,200 / 21 = 104.76 \text{株}$$

となる。自社株買い実施後の発行済み株式総数は、895.24株となるので、

$$P_L^{SR} = S_L^{SR} / 895.24 \text{株} = 18,800 / 895.24 \text{株} = 21$$

としても算出される。

さらに、MM命題2(1958)を使っても、株式価値を算出できる。株主の要求収益率(k_e^L)は、

$$\begin{aligned} k_e^L &= \text{アンレバード企業の株主の要求収益率} + \\ &\quad (\text{アンレバード企業の株主の要求収益率} - \text{負債資本提供者の要求収益率}) \times \text{レバレッジ比率(時価ベース)} \\ &= 0.07714 + (0.07714 - 0.02) \times (2,200 / 18,800) \\ &= 0.08383 \end{aligned}$$

となる。

株主に帰属する利益(NI)は、

$$NI = (8,000 \times 0.20 + 1,000 \times 0.02) - 2,200 \times 0.02 = 1,620 - 44 = 1,576$$

なるので、株式価値総額(S_L^{SR})は、

$$S_L^{SR} = 1,576 / 0.08383 = 18,800$$

となり、一株当たり株式価値(P_L)は、

$$P_L = 18,800 \div 895.24 \text{株} = 21$$

となり、同じ結果が得られる。

さらに補足すると、法人税が存在しない場合、有負債企業の株式ベータは、

$$\begin{aligned} \text{株式ベータ (levered beta)} \\ &= (1 + \text{レバレッジ比率 (時価ベース)}) \times \text{企業} \\ &\quad \text{ベータ (unlevered beta)} \\ &= (1 + (2,200 / 18,800)) \times 1.143 \\ &= 1.27676 \end{aligned}$$

となり、CAPMによって、株主の要求収益率(k_e^L)は

$$k_e^L = 0.02 + 0.05 \times 1.27676 = 0.08383$$

となり、上と同じ結論へと導ける。

以上より、法人税を考えない世界では、負債発行によって得た手取り金で自社株買いを行っても、株式価値は、自社株買いを行わない場合と変わらない。

さて、1株保有していて自社株買いに応じた株主にとっての今日の富(W_0^{SR})は、

$$\begin{aligned} \text{株主の富 (自社株買いに応募: } t=0) \\ &= \text{買い戻しに応じて手に入れた現金} + \text{残りの} \\ &\quad \text{保有株式の価値} \\ &= 0.10476 \times (2,200 / 104.76 \text{株}) + 0.89524 \\ &\quad \times 21 \\ &= 2.2 + 18.8 \\ &= 21 \end{aligned}$$

となり、前章までのアンレバード企業の、現状ケース、保有現金500の特別配当、保有現金500で自社株買い、の3つのケースと変わらない。

次に、1株保有していて自社株買いに応じなかった株主の今日の富は、

$$\begin{aligned} \text{株主の富 (自社株買いに応じない: } t=0) \\ &= 1 \text{株保有の価値} \\ &= 21 \end{aligned}$$

となって、今日の富は、自社株買いに応じたケース

や前章までの3つのケースとも変わらない。保有現金のどれだけを使って特別配当を実施するのか自社株買いを実施するのか、あるいは、どれだけ負債資本を発行してその手取り金で自社株買いを実施するのかに関わらず、今日の株主の富は同一で、しかもそれらの諸政策の実施前のものと変わらない。完全資本市場を仮定すると、ペイアウト政策を工夫することによって株主の富を増価させることはできないのである。

社債の発行による自社株買いは負債比率を高め、したがってレバレッジ効果によって自己資本利益率は高まるが、同時にファイナンシャルリスクの発生に伴う株主の要求収益率の高まりによって、株式価値への正味効果はゼロとなるのである。

IV-2 自社株買い実施後の株式価値の推移

自社株買いのアナウンス直後の株式価値は21となったが、実施以降の株式価値はどうなるだろうか。将来のいかなる時点($t=1, t=2, \dots$)の株式価値総額(S_t^{SR})は、純利益の全額が配当金として支払われるという仮定の下では、将来の定額の純利益を評価時点までに割り引いた現在価値となるので、

$$\begin{aligned} S_t^{SR} &= (0.2 \times 8,000 + 0.02 \times 1,000 - 0.02 \\ &\quad \times 2,200) / 0.08383 \\ &= 1576 / 0.08383 \\ &= 18,800 \end{aligned}$$

となる。自社株実施後の発行済み株式総数は895.24株であるので、一株当たり株式価値(P_t^{SR})は、

$$\begin{aligned} P_t^{SR} &= 18,800 / 895.24 \text{株} \\ &= 21 \end{aligned}$$

となり、自社株買い実施前および実施直後と変わらない。

V レバード企業の自社株買いと 株式価値(その2)

—レバード企業が保有現金を使って
自社株買いを行うケース

既に負債を発行している企業(L)が保有現金を使って自社株買いを行ったときの株式価値への影響を分析しよう。

図表6のレバード企業が保有現金1,000を使って自社株買いを行ったとしよう。その時のバランスシートは図表7のようになる。

図表7 現金を使って自社株買いを行った
レバード企業のB/S (簿価ベース)

本業資産	8,000	社債	2,200
		自己資本	
		資本金	5,000
		資本準備金	2,000
		利益剰余金	2,000
		自己株式	▲3,200
	8,000		8,000

保有現金1,000を使った自社株買いのアナウンス直後の株式価値を P_L^{SR} とし、買い戻し株数を n とすると、次式が成立する。

$$n \times P_L^{SR} = 1,000$$

図表7の企業の価値は、税金を考えない世界ではMM命題が主張するように、総資産額が本業資産8,000に等しく、かつ、全額自己資本で資本調達している企業の価値に等しい。したがって、II-2の(1)の本業資産の価値の分析と同様に、

$$V_L = 8,000 \times 0.2 / 0.08 = 20,000$$

となる。したがって、株式価値は、

$$S_L = \text{企業価値} - \text{社債価値}$$

$$= 20,000 - 2,200$$

$$= 17,800$$

となる。

保有現金を使って自社株買いを行う図表7の企業の自社株買い直前の発行済み株式総数は、前章IVの分析によると895.24株であるから、自社株買いのアナウンス直後の株式価値を P_L^{SR} とし、買い戻し株数を n とすると、次式が成立する。

$$(895.24 \text{株} - n) \times P_L^{SR} = 17,800$$

$n \times P_L^{SR} = 1,000$ であることを利用して上式を解くと、

$$P_L^{SR} = (17,800 + 1,000) / 895.24 \text{株} \\ = 21$$

となり、保有現金でさらに自社株買いを進めても、株式価値は変わらない。また、 $n = 47.62$ 株を得て、自社株買い後の発行済み株式総数は847.62株となる。

ここでも、保有現金を使った自社株買いによる負債比率の上昇は、自己資本利益率を高めるが、同時に株主の要求投資収益率(k_e^L)を、保有現金を使った自社株買い実施前の8.383%から、

$$k_e^L = 0.02 + 0.05 \times \beta^L \\ = 0.02 + 0.05 \times (1 + (2,200 / 17,800)) \times 1.2 \\ = 0.08742 (8.742\%)$$

へ高めるために、株式価値へのネットの影響はゼロとなるのである。

VI 結びにかえて

以上、我々は、完全資本市場を前提とすれば、株主への現金のペイアウト政策としての配当金支払いと自社株買いは、その原資が保有現金であるか社債発行の手取り金であるかに関わらず、株主価値にとって無差別であることを確認した。特に、自社株買いの場合、自社株買いによる発行済み株式総数の減少が一株当たり利益の上昇や自己資本利益率の上昇と自動的に結びつくことから、自社株買いによって株式価値は向上するはずだ、

と主張されることがあるが、同時に負債比率の上昇により株主の要求投資収益率が引き上げられるために、自社株買いの株式価値へのネットの効果はゼロとなるのである。

しかし、このような自社株買いと株式価値の無関連性は、法人税が存在しない世界でのみ当てはまる主張であることに注意しなければならない。法人税が存在すれば、榊原(2011, 2012)が主張するように、自社株買いは機械的に株式価値を高めるのである。ここで「機械的に」という意味は、経営者が自社株買いの発表に何らかの意図なりメッセージを託さなくても株式価値は上昇する、という意味である。すなわち、法人税が存在する世界での自社株買いは株式価値を上昇させるメカニズムを内包しているのである。したがって、自社株買いは、経営者が自社の株価は割安であるというメッセージを市場に発信したものである、あるいは、保有現金を使った自社株買いは、経営者が現金を無駄使いしないという株主重視の姿勢を株式市場に発信したものである、という解釈には、注意深くあらねばならない。

引用・参考文献

- ◎ Baker, H. K.(ed.)(2009) / *Dividends and Dividend Policy* / John Wiley & Sons, Inc.,2009.
- ◎ Constantinides, G.,M., Harris, M., and R. M. Stulz(eds)(2003) / *Handbook of the Economics of Finance, Vol.1A Corporate Finance*/ Elsevier B.V.,2003. (加藤英明監訳(2006)／『金融経済学ハンドブック コーポレートファイナンス』／丸善株式会社)
- ◎ Dittmar, Amy K.(2000) / “Why Do Firms Repurchase Stock?” / *Journal of Business* 73:3,pp.331-355.
- ◎ Hovakimian, Armen, Tim Opler, and Sheridan Titman(2001) / “The Debt-Equity Choice” / *Journal of Financial and Quantitative Analysis*,36:1, pp.1-24.
- ◎ Lintner, J.(1965) / “The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investment in Stock Portforio and Capital Budgets” / *Review of Economics and Statistics*,47 (February 1965), pp.13-37.
- ◎ Litzenberger, R.H. and K. Ramaswamy(1979) / “The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices” / *Journal of Financial Economics*, Vol.7,pp.163-195.
- ◎ Miller, M.(1977) / “Debt and Tax” / *Journal of Finance* ,32(May 1977),pp261-276.
- ◎ Miller, M.H. and F. Modigliani(1961) / “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares” / *Journal of Business*, Vol.34, No.4(October 1961), pp.411-433.
- ◎ Modigliani, F. and M.H. Miller(1958) / “The Cost of Capital Corporation Finance, and the Theory of Investment” / *American Economic Review*, Vol.48(June 1958), pp.261-297.
- ◎ —(1963) / “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction” / *American Economic Review*, Vol.53(June 1963), pp.433-443.
- ◎ Sharpe, W. F.(1964) / “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk,” / *Journal of Finance*, Vol.19 (September 1964), pp425-442.
- ◎ 畠田 敬(2007)／「説明困難な壁」を乗り越える挑戦」／季刊ビジネス・インサイト、No.58、Summer 2007、6-21ページ／現代経営研究所・神戸大学大学院経営学研究刊。
- ◎ 畠田 敬(2009)／「自社株買い」／花枝英樹・榊原茂樹共編著『資本調達・ペイアウト政策』、第10章／中央経済社。
- ◎ 花枝英樹・芹田敏夫(2008)／「日本企業の配当政策・自社株買い—サーベイ・データによる検証—」／現代ファイナンス、No.24、2008年9月、129-160ページ。

- ◎石川博行(2007)／『配当政策の実証分析』／中央経済社。
- ◎前田 庸(2011)／『会社法入門(第12版)』／有斐閣。
- ◎長島・大野・常松法律事務所編(2010)／
『アドバンス 新会社法(第3版)』／商事法務。
- ◎岡田克彦(2010)／「行動ファイナンスと資本調達・
ペイアウト政策」、／榊原茂樹・加藤英明・岡田克彦共編著
『行動ファイナンス』、第6章／中央経済社。
- ◎榊原茂樹(1986)／『現代財務理論』／千倉書房。
- ◎榊原茂樹(2009)／「資本構成の基礎理論」／
花枝英樹・榊原茂樹共編著『資本調達・ペイアウト政策』、
第2章／中央経済社。
- ◎榊原茂樹(2011)／「自社株買いが株式価値に及ぼす
影響に関する理論的分析：税金が存在するケース」／
甲南経営研究(甲南大学経営学会)、
第52巻第1号(通巻185号)、平成23年7月、1-25ページ。
- ◎榊原茂樹(2012)／「自社株買いのアナウンスによる
株式価値の増加—理論的増加額とその原因分析—」／
商学論究(関西学院大学商学研究会)、
第60巻第1・2合併号(商学部開設60周年・
商科開設100周年記念号)、平成24年12月、97-125ページ。
- ◎垂井英夫・那須香織(2009)／『自己株式の課税関係』／
財経詳報社。
- ◎山口 聖(2008)／「自社株買いと長期の
株価パフォーマンス」／現代ファイナンス、
No.23、2008年3月、153-169ページ。

The Effect of Cash Payout Policy on the Common Stock Value of the Firm under the Condition of the Perfect Capital Market

Shigeki Sakakibara

After the amendment of commercial law of year 2001, open-market stock repurchase by issuing firm has become an increasingly important method of paying out cash to shareholders for many Japanese firms. Between 2000 and 2005, their announced value has increased 529% from ¥0.69 trillion to ¥4.34 trillion.

Our objective in this paper is to better understand the effect of the cash payout policy in the form of stock repurchases and dividend on the common stock value. The starting point for our analysis is the classic contribution of Miller & Modigliani (1961). According to MM, the dividend policy is irrelevant to the value of the firm and a residual in the perfect capital market. Analogous to the dividend irrelevance theorem, it is maintained that the stock repurchase decision is neutral to the common stock value of the issuing firm

This paper clarifies that the irrelevance theorem of stock repurchase plan is valid irrespective of the sources of cash to pay out the shareholders. Whether we use excess cash held on the balance sheet, or the proceeds from new debt financing, the independent theorem holds equally. This paper also reports that the stockholder's wealth (dividend paid or cash received from stock repurchase plus stock price just after cash payout) is the same for dividend payout and stock repurchase, but that the stock

price just after cash payout for dividend payout is lower by the dividend per share than the stock price for the stock repurchase. This paper thus maintains that for the chief financial officer wishing to keep stock price higher, he or she should adopt stock repurchase plan rather than dividend payout if he or she is forced to pay out idle cash to shareholders.