

自己株式取得とコーポレート・ガバナンス

金曜会企業を中心に

青地正史

1. はじめに

2001年6月の商法改正により、自己株式の取得が解禁された。¹⁾ 米国では、会社が発行する株式のうち、その会社が再取得したものを「treasury stock (金庫株)」²⁾、他者の保有するものを「outstanding shares」と呼ぶことから、この動きは日本でも「金庫株の解禁」として新聞等で報道された。この金庫株解禁への商法改正は、日本企業システムにとって画期的な出来事であり、経済研究者の関心がもっと寄せられてしかるべきである。³⁾ というのは、わが国会社法制は、1890(明治23)年制定の旧商法以来、実に1世紀以上もの久きにわたって自己株式取得の禁止を墨守してきたのであり、このたびの改正は180度の転換を意味することになるからである(表1)。この結果、日本の企業システムは、一段と米国型のそれに近づいたといえよう。

この間、自己株式取得の禁止も、さまざまな歴史的変遷を経てきた。戦前においては、高橋亀吉[1930]は、「防戦買」⁴⁾やインサイダー取引を指摘して、かかる規定の空文化を嘆いていた。しかし、戦時期になるとやや変化が生じた。1938年改正商法により、それまでの自己株式取得の絶対的禁止が、今回の改正前第210条のごとく例外を明記した原則的禁止へと変更されたからである。⁵⁾ これは、戦後の日本企業システムへの着実な出発点となった。戦後においては、経済団体連合会が一貫して自己株式取得規制の緩和を主張してきた。1960年代

の資本自由化の際は，外資によるテーク・オーバーの防衛手段の一つとして，また1980年代末の日米構造協議（SII）では，日本の証券市場を閉鎖的なものにして相互持合いの解消を求める米国側の要望に対して，それに代替する防衛手段として，その解禁が叫ばれた。今回の改正も，株価の低迷を重く見た経団連の動きが引き金となったのである。

表 1 自己株式取得に関する商法の変遷

1890（明治23）旧商法	217条	絶対的禁止
1899（明治32）新商法	151条	
1911（明治44）改正商法	151条	

1938（昭和13）改正商法	210条	原則的禁止 (例外：①②③) (例外追加：④) (例外追加：⑤⑥) (例外追加：⑦)
1950（昭和25）改正商法	210条	
1994（平成6）年改正商法	210条	
1997（平成9）年改正商法	210条	
2001（平成13）年改正商法	210条	

（注）・網羅的なものではない点に注意。

・①株式消却の場合，②合併などの場合，③権利実行の場合，④買取請求の場合，⑤利益消却の場合，⑥従業員持株の場合，⑦ストック・オプションの場合。

（出所）筆者作成。

この自己株式取得の経済的効用は多岐にわたるが，さしあたってはコーポレート・ガバナンスの視点からの活用が想定される。ここでは，以下の4点に着目したい。

第1に，自己株式取得は，株価を維持するために行われる。つまり，自己株式を取得し，株式市場に出回っている株式数を減らせば，株価を高めることができる。この結果，企業評価を高めるとともに，買占め屋（グリーン・メイラー）の標的になることが回避できる。こうして，テーク・オーバーを予防することになるのである。今回の商法改正は，主としてかかる目的を狙ったものであるが，何の事はない「防戦買」を法認したものであるといえよう。

第2は，以上よりも，さらに直接的な乗っ取り防止に利用される。穴戸善一[1993]にもあるように，米国の一部の企業は，敵対的企業買収の気配を感じるや，自社株買戻し（stock repurchases）によって浮動株を減少させ，究極的には非公開会社（going private）化することも辞さないといわれている。そこで，

持合い解消を進め安定株主構造に陰りを見せつつある日本企業（長島修 [2002]）にとって、自己株式取得は新手の乗っ取り防止策の第1候補と目されるのである。

第3に、ROEを高めることに直結する。会計上、勘定科目としての自己株式は、従来「資産の部」に書かれていたところ、今回の商法改正にもなって「資本の部」に控除形式で表示されることになった。そこで、自己株式を計上すると、「資本の部」→小となり、したがってROEの分母→小となって、ROEを高める。ROEを尊重する風土においては、もっぱらROEの数値を高めるためだけに自己株式の取得が行われることもある。

第4に、エージェンシー問題を回避するための、株主への利益還元を利用される。ジェンセン [1986] は、経営者の自由裁量下にある内部留保キャッシュ・フローこそが、放恣な設備投資や投機などに結びつきやすく、したがって経営者が自己株式の取得によって余分なキャッシュ・フローを株主へ還元してしまえば、自己規律を高めモラル・ハザードから遠ざかることができる、と考えた。非常に興味深い見解ながら、経営者にそこまでの高い自覚が望めるか問題であろう。

2．自己株式取得の実証分析

自己株式取得の実証分析に当り、本稿では金曜会企業をケースとして採用する。先発3大企業集団のうち、三井銀行と住友銀行が合併した今日、比較的原型をとどめるものとして、三菱グループが考えられるからである。

(1) 推定式

さて、表 2 に掲げた金曜会企業が、2002年4月から03年3月までに取得した自己株式は、計264億5千2百万円にのぼり、これは前年度の9倍強に当たる。このように自社株買いが進んでいるのであるが、金曜会企業がこの期間に

自己株式を取得した誘因は何であったのだろうか。そこで、それを探るために、先に見た4点をふまえ、つぎのような推定式を立てることにしたい。

$$\Delta y = \alpha + \beta_1 \Delta x_1 + \beta_2 \Delta x_2 + \beta_3 \Delta x_3 + u$$

ここに、 x_1 は、平均株価を示す独立変数であり、その変化率(03年平均株価/02年平均株価-1)を採用する。最近の株価の下落を、企業は自己株式取得でくい止めようとするのであれば、パラメータの符号はマイナスが予想される。 x_2 は、持合い状況を示す変数であるが、ここでは代理変数を用いる。というのは、企業集団の株式持合い比率をこれまで調査してきた『企業系列総覧』(東洋経済新報社)が、2000年度版以降⁶⁾降休刊中であり、金曜会企業の最近の株式

表 2 金曜会企業の自己株式等データ

	自己株式(百万円)		平均株価(千円)		特定株式(%)		ROE(%)		税引後利益(百万円)	
	2002年	2003年	2002年	2003年	2002年	2003年	2002年	2003年	2002年	2003年
三菱東京F・G	331	1,296	1,052	840	26.0	24.4	4.6	5.3	152,316	161,495
三菱商事	104	749	901	880	31.6	25.2	5.9	6.6	60,225	62,265
ピーエス三菱	1	56	155	411	67.6	73.6		2.8	9,066	979
麒麟ビール	0	13,628	1,006	877	26.5	23.1	3.0	4.2	23,122	32,540
三菱レイヨン	18	0	367	327	20.9	18.2	0.7	4.5	964	6,002
三菱製紙	5	38	219	177	36.0	32.2	3.2	26.7	2,583	17,661
三菱化学	57	469	332	261	29.8	27.0	13.2	6.1	45,253	21,386
三菱ガス化学	1,604	3,832	342	208	33.6	31.6	2.4	0.3	4,234	474
三菱樹脂	2	20	223	187	65.2	65.1	1.2	0.4	523	171
旭硝子	306	1,127	853	791	39.6	37.8	2.2	0.7	12,605	3,918
三菱製鋼	0	1	118	77	34.5	34.5	3.9	3.1	745	564
三菱マテリアル	26	182	246	199	19.2	18.0	29.7	15.4	61,316	26,853
三菱伸銅	0	0	195	168	44.1	39.1	21.6	2.3	2,503	277
三菱電線工業	1	15	214	111	50.1	50.9	12.7	32.9	6,039	11,479
三菱化工機	0	2	179	125	40.0	39.2	7.6	0.4	1,023	47
三菱電機	10	67	630	448	29.6	32.2	14.4	3.0	77,970	11,825
三菱重工業	16	139	436	359	17.3	12.5	2.1	2.7	26,447	34,330
三菱自動車工業	0	1	328	325	66.3	68.5	4.2	13.3	11,256	37,361
ニコン	163	544	1,278	1,230	33.2	34.3	3.4	5.0	6,003	8,142
三菱地所	115	1,118	1,160	972	31.6	34.1	8.5	4.3	71,057	36,039
日本郵船	63	2,934	437	410	27.8	26.3	5.5	5.0	17,538	14,292
三菱倉庫	64	234	1,097	784	36.4	34.7	4.6	4.1	6,449	5,547

(注) 平均株価は、2002年は前年1～12月の、2003年は前年1～12月の、最高値と最安値の中間値。

(出所) 自己株式は、各社貸借対照表、それ以外は、『日経会社情報』日本経済新聞社をもとに作成。

持合い比率は容易に知りえないからである。そこで、その代理変数として、『日経会社情報』(日本経済新聞社)が掲載する「特定株」の変化率(03年特定株比率/02年特定株比率-1)が選ばれた⁷⁾。持合い解消の受け皿として、自己株式取得が図られるという状況では、パラメータの符号はここでもマイナスが期待されよう。最後に、ジェンセンの仮説が成り立つとすれば、当期利益の増加分が、少なくとも利益還元の対象になると見て、 x_3 は当期利益の動向を表す独立変数(ここでも変化率、03年税引後純利益/02年税引後純利益-1を採用する)が導入された。もっとも先の印象から、高い t 値は期待できそうにない。ちなみに、ROEと税引後純利益の相関係数は0.921であり、多重共線性をおそれROEに関する変数は独立変数からは除外した⁸⁾。

以上の $\Delta x_1 \sim x_3$ の三つの変数に Δy を回帰するのであるが、 Δy は金曜会企業が2002年~03年にかけて取得した自己株式の変化率(03年自己株式/02年自己株式-1)である。もちろん、自己株式の増加が、以上の変数で説明尽くせるものではないことはいうまでもない。コーポレート・ガバナンスに限っても攪乱項 u には、たとえばストック・オプションや従業員持株制度のための自己株取得などが含まれることが想定されるからである。

(2) 分析結果

残差に外れ値が検出されたためキリンビールを除外した⁹⁾ OLS分析の結果は、つぎの通りである(カッコ内は t 値、***は1%水準で有意を示す)。

$$\Delta y = 11.809 + 24.191\Delta x_1 + 7.826\Delta x_2 - 0.768\Delta x_3 : ad-r^2 = 0.462$$

$$(4.559)***(4.161)***(0.248) \quad (-0.595)$$

結論からいえば、金曜会企業のこのところの自己株式取得は、株価維持対策であったことが確認できる。 Δx_1 のパラメータ24.191を見ると、 t 値は4.161と高く1%水準で優れて有意である。これは、今回の商法改正の立法趣旨そのままに、企業が株価維持行動を行ったことを意味する。これに対し、 Δx_2 の t 値は最も小さく、かつ帰無仮説 $\beta_2=0$ を棄却できない。ここから、金曜会企業の2002年~03年にかけての自己株式取得は、持合い株解消の受け皿とする行動

である、という見方は支持されないこととなる。これは、大方の予想を裏切るものである。また、 Δx_3 の t 値の符号は負、しかも有意でない。ジェンセンの仮説は、少なくとも今日の日本においては非現実的であるというべきであろう。¹⁰⁾

結局、以上の結果は、「各社が自社株買いに走るの一にも二にも株価防衛のためだ」という『週間ダイヤモンド』[2003]の記事を傍証することになった。しかし、これは筆者の予想にも反するものである。章を改め検討することにしたい。

3. 株式持合い解消について

筆者は、実は金曜会企業の最近の盛んな自己株式取得は、持合い株解消の受け皿とするものであろうと推測していた。つまり、持株解消分は、自己株式によって取って替えられているのであろうと見ていた。というのは、ニッセイ基礎研究所[2001]も指摘するように、90年代の深まりとともに持合い株解消が加速しており、そのうえ外国人投資家も増加し続け、テーク・オーバーの危険きわまりない市場環境が醸成されつつあるとの見方に立っていたからである。

しかし、分析結果から、むしろ金曜会企業の悠揚迫らぬ様子に驚かされる。この点は、どのように考えればよいのだろうか。そこで、まず当事者の説明を聞くことにしよう。たとえば三菱電機[2002]は、「当社は、経済情勢の変化に対応して、財務政策等の経営諸施策を機動的に遂行することが可能となるよう自己株式の取得を行なう」と述べていた。他の三菱系企業もこのような抽象的な文言に終始しており、ここからは核心的な理由はつかめない。

そこで一つの推測として、金曜会企業では持合い株解消が進行しているとはいえ、テーク・オーバーの危険水準には、まだ達していないとの判断があるのではなかろうか。なるほど表 3 から、対前年度の変化率では、1992年～97年には平均 -0.01 (1%の減少)であったものが、98年は -0.07 にまで落ち込んでおり、表 2 から03年には -0.05 となっている。¹¹⁾しかし、表 3の最下段の

平均値が示すように、それらは決して20%を下ってはいない。その閾値を、金曜会企業がどの程度と見ているかは不明であるが、6大企業集団の中では依然最高の持合い比率を保っており、まだ決定的な段階に立ち至っていないと考えられているように思われる。

ところで、今日の持合い株解消は、時価会計導入の影響であるといわれることが多い。そこで、この点について一言しておきたい。有価証券は、「売買目的有価証券」と「その他有価証券」に大別される。前者では、発生する評価損益をP/Lに算入するが、後者では、部分資本直入方式の場合は同様であるが、

表 3 金曜会企業の株式持合い比率の推移 (単位: %)

	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年
三菱銀行	25.43	25.62	25.45	25.38	25.17	20.20	20.11	18.05
三菱信託銀行	28.37	27.35	26.43	26.06	25.68	27.03	27.09	26.83
東京海上火災	22.48	22.61	22.31	22.26	22.06	22.94	23.27	21.15
三菱商事	33.03	33.22	32.72	33.10	32.89	36.41	34.52	31.42
三菱建設			99.81	70.69	70.65	71.12	70.85	70.77
キリンビール	19.15	19.20	20.23	20.39	21.26	21.63	21.71	21.61
三菱レイヨン	22.68	22.85	22.62	22.70	22.31	22.17	22.29	19.29
三菱製紙	31.62	31.87	32.02	31.88	31.45	30.63	30.46	28.76
三菱化学	22.04	22.12	21.85	24.73	24.27	24.51	25.46	23.45
三菱ガス化学	24.67	24.68	23.62	24.60	24.27	23.66	23.26	22.04
三菱樹脂	57.34	57.32	57.50	56.95	56.08	56.17	55.94	55.15
三菱石油	43.64	44.60	43.31	36.24	36.57	37.26	39.27	
旭硝子	28.00	28.09	28.17	28.09	27.94	27.88	27.84	26.66
三菱製鋼	36.76	37.18	37.17	37.10	36.66	36.17	36.15	34.51
三菱マテリアル	24.70	24.90	24.68	24.78	24.42	24.62	24.77	20.68
三菱伸銅	53.19	53.27	51.51	43.56	43.45	43.37	43.46	42.01
三菱電線工業	49.53	49.75	48.74	48.45	48.43	48.19	48.08	46.66
三菱化工機	36.57	36.68	36.24	40.29	40.22	39.71	38.19	36.87
三菱電機	16.55	16.47	16.09	16.06	15.81	16.42	16.25	15.03
三菱重工業	19.97	19.93	19.43	18.78	18.32	18.59	18.85	15.52
三菱自動車工業	56.03	56.44	56.63	52.91	53.33	53.87	53.67	50.80
ニコン	28.16	27.88	28.18	28.46	27.17	27.84	27.96	26.03
三菱地所	27.12	26.46	26.38	25.36	24.43	24.42	24.56	22.04
日本郵船	26.02	26.07	25.09	24.69	24.56	24.80	24.83	22.27
三菱倉庫	41.93	42.57	42.29	42.27	42.62	43.13	43.83	41.03
平均	26.37	26.33	26.11	27.54	26.94	26.78	27.31	25.97

(出所) 『企業系列総覧』東洋経済新報社をもとに作成。

全部資本直入方式の場合は、評価損益はP/Lに算入せずB/Sの「資本の部」に計上するにとどめることになっている。この場合、自己資本比率には影響を与えるが、損益には直接の影響は出ない。持合い株は後者に該当するから、評価損が出る場合、自己資本比率を低減させるが、全部資本直入方式をとる限り、いわれるほどのダメージは出ないと考えられる。というより、そもそも現行の時価会計は、そのように設計されているのである。したがって、当該企業が銀行でもない限り¹²⁾、また部分資本直入方式をとらない限り、時価会計の影響は過大視すべきではない、といえるのではなかろうか。

4．おわりに

したがって、時価会計の影響で株式相互持合いが解消され、その解消分が自己株式取得で穴埋めされるという関係は、いまだ安定的ではない。一般的には、高度成長期の均衡状態（表 4の上段）を脱し、新たな均衡（同表下段）に向かっている、少なくとも現在はその両者の複数均衡が成立しているという見方も一面ではできようが、金曜会企業のケースに見たものは、その点守旧的な日本企業の姿であった。一部の論調から想定される21世紀は同表下段へとシフトしていくという図式はわかりやすいが、そのガバナンス構造も見えてはならず、今後の動向は予断を許さないものがある。

表 4 制度補完関係

会計	株式保有	自己株式取得	ガバナンス
取得原価主義 (1949)	相互持合い (1960前後)	原則的禁止 (1938)	メインバンク制 (1960前後)
時価主義 (2001)	持合い解消 (1990以降)	原則的自由 (2001)	?!

(注) カッコ内は、開始年。

(出所) 筆者作成。

自己株式取得は解禁されて2年にもならず、データ蓄積が薄く、その動向はまだ把握できない面が多い。そこで本稿は、推定式の暫定的な構築とささやか

な現状報告を、さしあたって行ったものである。もう少しデータが出揃った数年後に、対象企業の範囲も広げより厳密なクロス・セクション分析を行う予定である。

2003年秋の今、自己株式取得についての経済分析は、まだ緒についたばかりである。

〔参考文献〕

- 高橋亀吉 [1930] 『株式会社亡国論』 万里閣書房。
穴戸善一 [1993] 「経営者に対するモニター制度」伊丹・加護野・伊藤編 『日本の企業システム 第1巻』 有斐閣。
長島 修 [2002] 『日本経済の新段階』 法律文化社。
Jensen [1986] *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*.
American Economic Review 76.
日本経済新聞社 [2002][2003] 『日経会社情報』。
『週間ダイヤモンド』 [2003] 5月3日10日合併号。
ニッセイ基礎研究所 [2001] 「株式持ち合い状況調査」 [http:// www.nli-research.co.jp](http://www.nli-research.co.jp)
三菱電機 [2002] 「自己株式の取得に関するお知らせ」 5月24日取締役会決議。

〔注〕

- 1) 「商法等の一部を改正する等の法律」平成13年法律第79号。
- 2) 他社および個人株主。
- 3) 胥鵬 [2001] 「自己株式取得の法と経済分析」 『経済志林』 第69巻第3号, 市川昭三 [2001] 「買収防衛策と自己株式取得」 村松司叙編 『M & A 21世紀・1 企業評価の理論と技法』 中央経済社など若干のものが存在するにすぎない。なお, 胥鵬 [2001] は, 「日本における自社株式取得に関する経済分析は, 筆者が知っている限り皆無に近い」と述べている(351頁)。
- 4) 株価の下落に際し, その発行会社が自ら株式を購入し, 株式市場から株数を減らして株価の維持をはかること(高橋亀吉 [1930] 45頁)。
- 5) それ以前も, 解釈上あるいは他の条文上, 例外がなかったわけではない。
- 6) その理由として, 持株会社が増え持合い関係が一部不明になった企業があることや, 三井銀行と住友銀行が結びつき, これまでと同様な持合い関係を調べることが無意味となったことが考えられる。

- 7) 変化率を採用する限り，問題は少ないといえよう。
- 8) Δy と ROE との相関係数が，税引後利益とのそれよりも低いため，ここでは前者を捨てることにした。
- 9) マダラ（和合肇訳）『計量経済分析の方法』シーエーピー出版，1996年，37頁。
- 10) 金曜会企業ではないが，村田製作所は自己株式取得の動機について，「投資を積極化する環境になく，余剰資金が増えているから」（泉谷裕副社長）と説明する。一部の企業ではジェンセンの説も示唆的である。
- 11) 先述した通り，『日経会社情報』が掲載する「特定株」の資料にもとづくものである点に注意。
- 12) 銀行の場合はいうまでもなく，BIS 規制の関係から，自己資本比率の低下はゆゆしき問題となる。