

CFOが検討したい、自社株買い

谷山邦彦

デロイトトーマツFAS株式会社
バリュエーション ディレクター

1 自社株買いの背景

昨今の株安の背景や自社株取得制限の昨年までの撤廃に伴い、自社株の市場買付を行う企業は増加してきている。企業にとって自社株買いの利用目的は、資本効率の改善、株主への利益還元、機動的な資本政策の遂行、あるいは、持合の解消、あるいは、事前の買収防衛等、多様化してきている。

2 自社株買いのエコノミックス

自社株買いを行うと、一株当たりの利益(EPS)は自己株式を発行済み株式数から控除するため、EPSが

増加する。PERが一定であれば、株価が上昇すると考えられている。しかしながら、コーポレートファイナンス理論では、自社株買いは、株価に対して中立であることをまず確認する必要がある。

ここで簡単なケースを考えてみよう。

余剰資産50,000、事業資産50,000を所有している株式資本100%の会社を想定しよう。各資産の期待収益率は余剰資産5%(永久ベーク)、事業資産15%(永久ベーク)、リスクとリターンを同レベルと仮定し、期待収益率と同率の割引率を使用

することにする。

また、単純化のため税金は考慮せず、株価は100とし、発行済株式数を1,000とする。

結果として、収益は各資産に各期待収益率をかけた合計10,000となる。その時、EPSは10として計算され、PERは10となる。

次に、余剰資産全額50,000を売却し、その資金をもとに500株の自社株買いを実施したと仮定しよう。同様に計算すると、EPS15を得ることができる。

もし、PERが一定であるならば、PER10とEPS15の積として、株価は150と計算される。しかしながら、EPSは15であり割引率15%であるので、資本還元した100が理論上

の株価として算定される。その時PERは六・六七に下がることになる。

すなわち、コーポレートファイナンス理論上では、株価は依然として100となるので、自社株買い自体は中立であることがわかる。

こうしたロジックを確認した上で、市場では、自社株買いをプラス材料として受け止め、シグナル効果として、株価が上昇する場面が多いことや、市場で流通する株式数が減少するため、需給関係により、株価上昇につながりやすくなることを認識する必要がある。次に、CFOが検討すべき自社株買いの戦略上の課題をみていこう。

3 自社株買いの戦略上の課題

自社株買いを、財務戦略、事前買

前提条件①

資本100%、有利子負債0%の会社
●発行済株式数……1,000
単純化のため税金は考慮しない
●株価……100

	金額	期待収益率	割引率
余剰資産(有価証券)	50,000	5.0%	5.0%
事業資産	50,000	15.0%	15.0%
収益	10,000 (=50,000×5%+50,000×15%)		
EPS	10 (=10,000÷1,000)		
PER	10 (=100÷10)		

前提条件②

余剰資産を売却し、500株を自社株買い
●発行済株式数……500

	金額	期待収益率	割引率
事業資産	50,000	15.0%	15.0%
収益	7,500 (=50,000×15%)		
EPS	15 (=7,500÷(1,000-500))		
PER	10		
株価	150		
株価	100 (=15÷0.15)		
PER	6.67 (=100÷15)		

戦略上の課題	
財務戦略	①最適な資本構成 ②資本コストの改善 ③余剰資金の活用 ④株主に対する利益還元 ⑤EPSの上昇 ⑥ストック・オプションに伴う希薄化の防止
事前買収防衛策 (安定株主対策)	①浮動株の吸収 ②持合解消 ③経営権の強化
M&A戦略	①買収対価として利用

取防衛策(安定株主対策)、M&A戦略として位置づけ、それぞれの課題を整理してみよう。

1 財務戦略

まず、財務戦略上の課題として、①最適な資本構成、②資本コストの改善、③余剰資金の活用が挙げられる。

自社株買いが余剰資金を用いることにとどまらず、有利子負債で調達することを考えてみよう。負債コストは、株式資本コストより一般的には低いことが想定されるので、加重平均資本コスト(WACC)を下げる効果がある。一方、有利子負債による自社株買いは負債比率の悪化を伴うので、格付けに悪影響を及ぼすことになり、信用スプレッドの上昇に伴う負債コストの上昇をもたらす可能性がある。

したがって、CFOとしては、目標の格付け維持を考慮しながら、トレード・オフの関係にある最適資本構成を目標とすることになるだろう。

また、余剰資金をマイナスの有利子負債と位置づけるなら、設備投資や運転資本への純投資への使途がなければ、自社株買いによる加重平均資本コスト(WACC)の低減を図ることが、余剰資金をもつ企業にとって、資本コストの改善として有利に働くことになる。

次に、④株主に対する利益還元、⑤EPSの上昇についてみてみよう。自社株買いは株主資本を減少させるので、ROEが上昇する。また、株式数の減少はEPSを上昇させる。このEPSの上昇により、一株当りの配当余力が拡大し、増配による株主に対する利益還元が高まることになる。

財務戦略上の最後の課題である、⑥ストック・オプションに伴う希薄化の防止については、企業が取締役や従業員に対してストック・オプションを付与している場合、ストック・オプションの権利行使に備えて、新株の発行によらず、自社株の割当を通じ希薄化防止を手当てすることができる。

次に、買収防衛策の課題として、①浮動株の吸収、②持合解消、③経営権の強化が挙げられる。

短期のキャピタルゲイン狙いの株主からの購入による、浮動株の吸収が行われる。買付後には長期保有株主の維持や安定株主の持分割合を増加させることが可能となる。また、自社株公開買付の場合、自社株を保有する経営者が応じない選択をとれば、その経営者の持分比率は上昇することになり、経営権が強化されることになる。

さらに、有価証券時価評価の導入に伴い、有価証券をリスク資産と考えられる場合には、相手方の要請に応じ、自社株買いによる持合解消も実施されてきている。あるいは、新たな提携先へシフトするため、既存の持合関係を一旦、解消するために自社株買いが利用されることがある。

3 M&A戦略

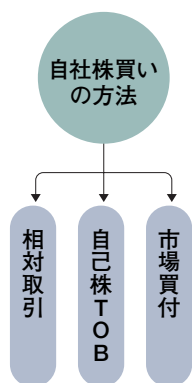
会社法の施行による、合併、株式交換、会社分割の際の対価の柔軟化に伴い、買収対価として株式の利用が挙げられる。新株発行による方法以外に、事前に自社株買いを行い、自己株式の処分、すなわち、自己株を吸収合併消滅会社等への株主に割り当てて、発行済株式総数の増加

による価値の希薄化を防止することができる。また、新株発行に比べ、配当負担、株式の管理コストの低減も図ることができる。

4 自社株買いの方法

最後に、自社株買いの方法について整理してみる。

上場会社の自社株買いの方法としては、市場買付、公開買付制度(TOB)を利用した自社株買いと特定株主から取得する相対取引による方法が想定される。特定の株主から相対取引により、自己株式を取得する場合には、株主総会における特別決議も必要になることから、上場会社ではあまりみられない。



自社株買いを行う場合には、原則として株主総会の普通決議が必要であるが、取締役会設置会社であれば、自社株買いを取締役会決議により決定できる旨を定款に定めることにより、取締役会決議で決定することができる。