

琉球大学学術リポジトリ

ペイアウト政策としての自社株買い：
完全市場を前提として

メタデータ	言語: ja 出版者: 国際地域創造学部 経営プログラム 公開日: 2022-02-03 キーワード (Ja): ペイアウト政策, 配当政策, 自社株買い, 株主価値 キーワード (En): 作成者: 桑原, 和典 メールアドレス: 所属: 琉球大学国際地域創造学部
URL	https://doi.org/10.24564/0002012661

ペイアウト政策としての自社株買い
－完全市場を前提として－
The Theory of Share Repurchases as a Payout Policy
Under the Perfect Capital Markets

桑原 和典

Kazunori Kuwahara*

2014年から2019年にかけて日本の株式市場で自社株買いを実施した企業は延べ3,803社であり、大半は自社株買い発表直後に株価が上昇するというアノマリーが生じている。このアノマリーを究明するために、本稿では、完全市場におけるペイアウト政策である配当政策と自社株買いを検討し、株主価値とは独立の関係にあることを指摘している。さらに、これら2つのペイアウト政策が完全市場では無差別であることにも言及している。

キーワード：ペイアウト政策，配当政策，自社株買い，株主価値

* 琉球大学国際地域創造学部 教授，〒903-2013 沖縄県中頭郡西原町字千原1番地

(2021年10月7日受理)
Management Program @ GRS University of the Ryukyus

I. はじめに

自社株買い（Share Repurchase）とは、自社が発行した株式を文字通り市場から買い戻すことであり、株主へのペイアウト政策の1つとして捉えることができる。この自社株買いは、取得後、速やかに消却することで、企業のファンダメンタルズとしては発行済み株式が減少して1株当たり利益が上昇する結果、株価が高水準になると考えられている。この発行済み株式数の算定方法も「消却」を前提とした会計処理となっている。

ところが、2001年の商法改正により、自社株買いは「速やかに消却」から目的を定めずに「金庫株」としての保有が認められるようになってきている。

例えば、ソフトバンクグループが2020年3月13日に発表した自己株式取得に関するプレスリリースでは、5,000億円を上限とする自社株買いを発表すると同時に「消却を検討」と明記している。その結果、他要因（資産売却や負債削減など）も含まれると考えられるが、下落傾向にあった株価が上昇傾向へと変化したのである。他方、ピーシーデポコーポレーションは、2017年8月10日に10億円を上限とする自社株買いを発表した時点では株価が上昇したが、この自己株式を消却せず金庫株として保有（2019年3月期の有価証券報告書現在）し続けている。この影響か否か不明であるが、株価は下落傾向に転じている。

そこで、本論文では、この自社株買いに関して、自社株取得後の「消却」と「金庫株」という異なる処理が株価に影響を及ぼしているか否かを検証することを目的とする。データとしては、2014年から2019年において東証一部に実施された自社株買い3,803社を対象とし、IRニュースやプレスリリースにおいて、自社株買いの実施を発表すると同時に自己株式の消却を明記しているか否かに分類し、自社株買い後の株価の影響を検証する。

自社株買いを含めたペイアウト政策には、MM理論、シグナリング仮説¹、エージェンシー仮説²、ライフサイクル仮説³、マーケットタイミング仮説⁴、流動性仮説⁵等、さまざまな理論モデルが存在している。

そこで、本稿では、まず、完全市場を仮定して、ペイアウト政策の1つである配当政策と株主価値との関係について完全市場を仮定したMM理論を基礎として検討する。次に、ペイアウト政策における配当と自社株買いの代替性を検討し、完全市場では、自社株買いは株主価値に影響を与えないことを指摘する。

II. 日本における自社株買いの状況：2014 年～2019 年

2014 年から 2019 年の 6 年間に於いて、日本の上場企業が実施した自社株買いは、合計 3,803 社⁶であり、年度別件数は以下のとおりである。

年度	2014	2015	2016	2017	2018	2019
件数	456	590	698	599	617	843

また、2018 年の 617 社について、東京証券取引所の証券番号別に掲示すると、

証券番号	1,000～	2,000～	3,000～	4,000～	5,000～
企業数	38	54	88	70	38

証券番号	6,000～	7,000～	8,000～	9,000～
企業数	98	70	94	67

となる。更に、建設業に該当するのは、以下の 36 社である。

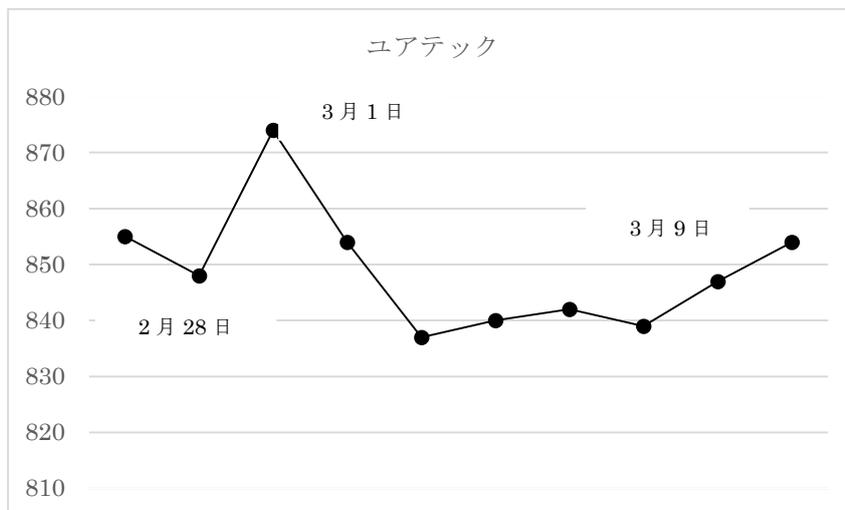
1801	大成建設	1866	北野建設	1965	テクノ菱和
1878	大東建託	1762	高松 C	1926	ライト工業
1925	大和ハウス	1821	三井住友建設	1433	ベステラ
1934	ユアテック	1835	東鉄工業	1787	ナカボーテック
1721	コムシス	1820	西松建設	1982	日比谷総合設備
1961	三機工業	1960	サンテック	1905	テノックス
1833	奥村組	1979	大気社	1799	第一建設工業
1928	積水ハウス	1822	大豊建設	1931	日本電通
1951	協和エクシオ	1865	青木あすなる建設	1439	安江工務店
1860	戸田建設	1813	不動テトラ	1432	動力
1969	高砂熱学工業	1793	大本組	1712	ダイセキ環境ソリューション
1952	新日本空調	1852	浅沼組	1964	中外炉工業

例えば、ユアテック[1934]は、以下のような時系列で自社株買に関する情報を IR 情報⁷で公表

している。

- ・2018年2月28日：「自己株式取得に関するお知らせ」を公表
- ・2018年3月1日：「自己株式の取得結果に関するお知らせ」を公表
- ・2018年3月9日：「自己株式の消却の完了に関するお知らせ」を公表

そして、当該期間における株価の推移⁸は以下のとおりであった。



このように、自社株買いは発表（当日の取引終了後）直後に情報が株価に織り込まれることで上昇する場合が多い。

そこで、次節では、まず、完全市場を仮定したペイアウト政策について言及し、株主価値に関して配当政策と自社株買いの関係を明示する。

III. ペイアウト政策としての配当：MM無関連説

1. MM理論における無関連配当説の仮定

Miller と Modigliani(1961)は、完全市場、投資家の合理的行動、将来予測に対する確実性等の幾つかの仮定の下、ペイアウト政策の 1 つである配当政策は株主価値に影響を与えないと結論付けている。

完全市場とは、証券の売買や発行に関して取引コストが発生せず、市場参加者は利用可能な情報に自由にかつ平等に接近でき、彼らはプライステイカーであり、法人税は存在しない等、である⁹。

また、投資家の合理的行動とは、現金として配当を受け取ることと資産として市場価値を示す株式を保有することは、同一金額であれば無差別であるということである。つまり、手元現金の水準は、投資家自らが株式売買で調整できるという自家製配当という行動を選択することができるからである。例えば、現時点において投資家 W 氏は、A 社の株式を 1 株保有しているとする。そして、この A 社株式の 1 株当たり配当 D_t 円を受け取り、配当落ち後の株価を P_t 円とすると、W 氏の株主価値（ SV_t : Shareholder's Value）は、

$$SV_t = D_t + P_t$$

となる。このとき、投資家 W が、仮に、現金水準として $[D_t + \alpha]$ 円を要求する場合、保有する A 社株式のうち α 円分だけを売却して現金を受け取ることができるということである。ただし、株式売買等に伴う取引コストは 0 であり、株式は無限分割が可能であるとしている。この結果、

$$SV_t = [D_t + \alpha] + [P_t - \alpha]$$

となり、 SV_t は配当水準を変更しても一定であるため、投資家は配当の受け取りと株式保有が無差別となるのである。

そして、将来予測に対する確実性とは、全ての投資家が、将来投資や将来収益に対して同質的期待をもち、完全に確信しているということである。

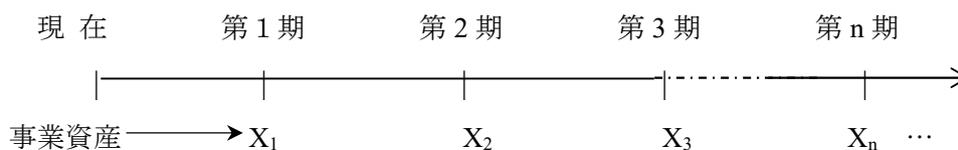
さらに、企業の投資政策は所与とし、投資家に配分されるキャッシュフローは常に一定であるとしている。

2. 配当政策と株主価値との関係

上記仮定の下、配当施策と株主価値との関係を示すために、Z社を以下のように設定する。

- ・資産は事業資産(Business Property)のみで、自己資本比率は100%とする。
- ・事業資産(所与)が創出するキャッシュフローは每期 X で一定とする。
- ・事業資産に対する減価償却費と期中投資と運転資本の合計である純投資は0とする。
- ・資本構成は所与とする。仮に、外部資金での調達を実施する場合は増資となる。
- ・流通株式数は m 株とする。
- ・配当は各会計期間の期末に1回だけで実施し、配当総額は D_t とする。
- ・事業資産に対する期待収益率は μ とする。

まず、Z社の事業資産から創出されるキャッシュフローについて、一般的に時系列で示すと、



となる。そして、現時点（第1期首）における事業資産価値(BP₀)を割引キャッシュフロー(DCF)モデルで算定すると、

$$\begin{aligned}
 BP_0 &= \frac{X_1}{(1+\mu)} + \frac{X_2}{(1+\mu)^2} + \frac{X_3}{(1+\mu)^3} + \dots \\
 &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{X_t}{(1+\mu)^t}
 \end{aligned}$$

となる。そして、事業資産は所与で、每期一定のキャッシュフロー \bar{X} を創出するので、上記モデルは、ゼロ成長モデルとして示すことになるので、次のとおりとなる。

$$BP_0 = \frac{\bar{X}}{\mu}$$

そして、第 1 期末におけるペイアウト政策前の株主価値[SV_1]は、事業資産価値[BP_0]とキャッシュフロー[\bar{X}]の合計となるので、

$$SV_1 = BP_0 + \bar{X}$$

となる。ここで、第 1 期末において投資家にペイアウトとして配当金額 D_1 を配分すると、期末における株主価値[SV_1]は、以下のとおりとなる。

$$SV_1 = [BP_0 + (\bar{X} - D_1)] + D_1$$

そして、配当政策と株主価値との関係を明示するために、以下のように 3 つのパターンで検証する。このとき、Z 社の事業資産価値、期末キャッシュロー、流通株式数については次のように設定し、配当金額だけを各パターンで変更する。

$\bullet BP_0 : 100,000$	$\bullet \bar{X} : 10,000$	$\bullet m : 200$
--------------------------	----------------------------	-------------------

(1) 配当金額が期末キャッシュフローの範囲内($\bar{X} > D$)の場合

この場合、株主価値は、株式時価総額が[$BP_0 + (\bar{X} - D)$]、配当総額が D となる。例えば、Z 社の期末における配当金額(D)を 8,000 とすると、株主価値は、

$$\begin{aligned} \text{株主価値} &= [BP_0 + (\bar{X} - D)] + D \\ &= [100,000 + (10,000 - 8,000)] + 8,000 \\ &= 110,000 \end{aligned}$$

となる。

(2) 配当金額と期末キャッシュフローが一致($\bar{X} = D$)する場合

この場合、株主価値は、株式時価総額が BP_0 、配当総額が D となる。例えば、Z 社の期末における配当金額(D)を 10,000 とすると、株主価値は、

$$\begin{aligned} \text{株主価値} &= [BP_0 + (\bar{X} - D)] + D \\ &= [100,000 + (10,000 - 10,000)] + 10,000 \\ &= 110,000 \end{aligned}$$

となる。

(3) 配当金額が期末キャッシュフローの範囲を超越($\bar{X} < D$)する場合

配当金額 D が当期末のキャッシュフロー \bar{X} を上回る金額を $Y (= D - \bar{X})$ とすると、この Y 分だけ増資によって資金調達が必要となる。ここで、資金調達方式は資本構成が所与と仮定されているので増資での対応となる。そして、増資時に増加する株式数を h とすると、増資時の株価は、

$$\text{増資時の株価} = \frac{Y}{h}$$

となる。この増資時の株価は増資後の株価と一致するので、次のようになる。

$$\frac{Y}{h} = \frac{\bar{X}}{m + h}$$

例えば、Z社の期末における配当金額(D)を 12,000 とすると、増資額は 2,000 ($\because 12,000 - 10,000$) となる。また、上記の関係式から、

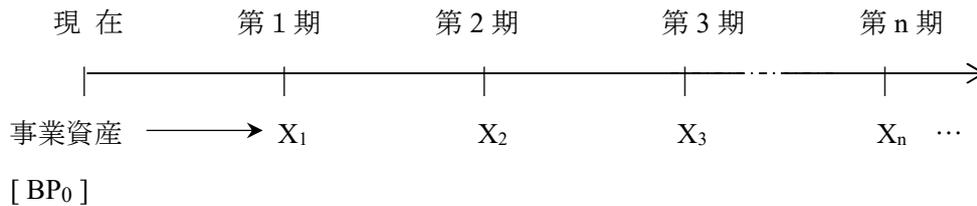
$$\frac{2,000}{h} = \frac{10,000}{200 + h}$$

と示すことができ、増資時の増加株式数 $[h]$ は 50 となり、増資時の株価は 40 となる。つまり、期末に発生するキャッシュフロー以上に配当を実施しても、株式時価総額と配当総額を示す株主価値は 110,000 [$\because [100,000 + (10,000 - 12,000) + 12,000]$] となり、どの配当政策でも株主価値は一定であり、配当政策は株主価値に影響を与えないことが理解できる。

IV. ペイアウト政策としての自社株買い

1. 自社株買いと株主価値との関係

本節は、MM 無関連説と同様の仮定の下、ペイアウト政策の 1 つである自社株買いと株主価値との関係を示すために、前述と同様に Z 社について検証する。



現時点（第 1 期首）における Z 社の株価を P_0 とすると、流通株式数が m 株なので、

$$P_0 = \frac{BP_0}{m}$$

と示すことができる。そして、第 1 期末にキャッシュロー X_1 が発生した直後（ペイアウト政策前）の株価 P_1 は、

$$P_1 = \frac{BP_0 + X_1}{m}$$

となる。ここで、 X_1 のうち W ($X_1 \geq W$) のキャッシュローを用いて自社株買いを実施する場合、自己株式取得時の株価は P_1 なので、取得株式数を n 株とすると、

$$n = \frac{W}{P_1}$$

という関係式になる。そしてこの自社株買い実施後の株価を P_{SR} とすると、

$$P_{SR} = \frac{1}{[m - n]} \times [BP_0 + (X_1 - W)]$$

という関係式となる。完全市場を仮定した場合、適正価格を示す株価 P_1 で自社株買いを実施しても、自社株買い実施後の株価は適正価格を示すだけなので、

$$P_1 = P_{SR}$$

つまり、

$$\frac{BP_0 + X_1}{m} = \frac{1}{[m - n]} \times [BP_0 + (X_1 - W)]$$

という関係式で示すことができる。

2. 自社株買いと株主価値との関係：数値例

自社株買いと株主価値の関係をより具体的に示すために、Z社の事業資産価値、期末キャッシュフロー、流通株式数については次のように設定する。

・ BP_0 : 100,000	・ X : 10,000	・ m : 200
--------------------	----------------	-------------

まず、自社株買い実施前の株価 P_1 は、

$$P_1 = \frac{100,000 + 10,000}{200} = 550$$

である。ここで、期末キャッシュフロー10,000のうち、8,250を利用して自社株買いを実施したとする。このとき、自社株買いによる取得株式数は、

$$\text{取得株式数} = \frac{8,250}{550} = 15$$

であり，自社株買い実施後の株価 P_{SR} は，

$$P_{SR} = \frac{1}{(200 - 15)} \times [100,000 + (10,000 - 8,250)] = 550$$

となる。したがって，完全市場では自社株買い実施前の適正価格で自社株買いを実施しても，株価は 550 で変化せず一致していることが理解できる。

V. ペイアウト政策としての配当と自社株買いの代替性

1. 配当と自社株買いの代替性

本節では、完全市場の下で、配当と自社株買いの代替性を検証する。前節と同様に、Z社を用いるが、ここでは、期末における1株当たり株主価値に注目する。1株当たり株主価値とは、株主価値を流通株式数で除した数値であり、第1期末におけるペイアウト政策前の株主価値は以下のとおりとなる。

$$1 \text{ 株当たり株主価値} : \frac{SV_1}{m} = \frac{BP_0 + X_1}{m}$$

まず、 X_1 のうち W ($X_1 \geq W$) のキャッシュローを用いて配当を実施する場合、1株当たり配当および（配当実施後）株価は、次のようになる。

$$1 \text{ 株当たり配当} : D_1 = \frac{W}{m}$$

$$(\text{配当実施後})\text{株価} : P_{\text{ex-dividend}} = \frac{BP_0 + [X_1 - W]}{m}$$

そして、第1期末における1株当たり株主価値は、この1株当たり配当と株価の合計となるので、

$$\frac{SV_1}{m} = D_1 + P_{\text{ex-dividend}}$$

となる。

次に、 X_1 のうち W ($X_1 \geq W$) のキャッシュローを用いて自社買いを実施する場合、自社株買い実施後の株価 P_{SR} は、前述同様、

$$P_{SR} = \frac{1}{[m - n]} \times [BP_0 + (X_1 - W)]$$

と示すことができ、この株価が自社株買い実施後の 1 株当たり株主価値を示している。つまり、

$$\frac{SV_1}{m} = P_{SR}$$

となり、

$$\frac{SV_1}{m} = D_1 + P_{\text{ex-dividend}} = P_{SR}$$

という関係式が成立する。

2. 配当と自社株買いの代替性：数値例

配当と自社株買いの代替性をより具体的に示すために、Z 社の事業資産価値、期末キャッシュフロー、流通株式数については次のように設定する。

$\cdot BP_0 : 100,000$	$\cdot X : 10,000$	$\cdot m : 200$
------------------------	--------------------	-----------------

まず、第 1 期末における 1 株当たり株主価値は、

$$\begin{aligned} \frac{SV_1}{m} &= \frac{BP_0 + X_1}{m} = \frac{100,000 + 10,000}{200} \\ &= 550 \end{aligned}$$

となる。ここで、期末キャッシュフロー 10,000 のうち、配当として 6,600 を配分した場合、1 株当たり配当 D_1 は、

$$D_1 = \frac{6,600}{200} = 33$$

となり、配当実施後の株価 $P_{\text{ex-dividend}}$ は、

$$P_{\text{ex-dividend}} = \frac{100,000 + [10,000 - 6,600]}{200} = 517$$

となる。したがって、第1期末における配当後の1株当たり株主価値は、

$$\begin{aligned} 1 \text{ 株当たり株主価値} &= \text{配当} + \text{配当実施後株価} \\ &= 33 + 517 \\ &= 550 \end{aligned}$$

となる。

次に、期末キャッシュフロー10,000のうち、自社株買いの資金として6,600を配分した場合、自己株式の取得価格は、

$$P_1 = \frac{100,000 + 10,000}{200} = 550$$

である。そして、キャッシュフロー6,600で取得できる株式数は、

$$\text{取得株式数} = \frac{6,600}{550} = 12$$

である。したがって、自社株買い実施後の株価 P_{SR} は、

$$P_{\text{SR}} = \frac{1}{(200 - 12)} \times [100,000 + (10,000 - 6,600)] = 550$$

となる。

つまり、キャッシュフロー6,600を利用してペイアウト政策を実施する場合、配当でも自社株買いでもペイアウト政策後の1株当たり株主価値はともに550であり、完全市場においては無差別であることが理解できる。

VI. 結語

完全市場において、ペイアウト政策としての配当は Miller と Modigliani も指摘しているように、株主価値に影響を与えない。同様に、完全市場では自社株買いも株主価値に影響を与えないことを本稿では記号と数値を用いて指摘している。そして、配当と自社株買いは、完全市場では投資家にとって無差別であることも合わせて指摘している。

ただ、実証データからも理解できるように、現実的に自社株買いは株主価値に影響を与えており、次稿以降では、この点についてさまざまな理論モデルから検証する予定である。

-
- ¹ シグナル仮説については、Bhattacharya, S. [1979], Vermaelen, T [1984], Miller, M. and Rock, K. [1985] や John, K, and William, J. [1985] Bartov, E, [1991], Grullon, G. and Ikenberry, D. [2000]を参照。
 - ² エージェンシー仮説については、Jensen, M. [1986]を参照。
 - ³ ライフサイクル仮説については、DeAngelo, H. and DeAngelo, L. and Stulz, R [2006] を参照。
 - ⁴ マーケットタイミング仮説については、Grullon, G. and R. Michaely [2004] を参照。
 - ⁵ 流動性仮説については、Barclay and Smith [1998], Amihud [2002], Brockman et al. [2008] を参照。
 - ⁶ データに関しては、各社の IR 情報、有価証券報告書、および IR BANK, 証券会社株価情報を参照。
 - ⁷ ユアテック HP, 「株主・投資家のみなさまへ」「平成 29 年度その他情報」の添付資料を参照。
 - ⁸ Yahoo ファイナンスの株式時系列データを参照。
 - ⁹ M. Miller and F. Modigliani [1961] P. 412 参照。

参考文献

- Amihud, Y. [2002] "Illiquidity and Stock Returns: Cross Section and Time Series Effects," *Journal of Financial Markets* 5, pp.31-56.
- Barclay, M. J. and C. W. Smith, Jr. [1998] "Corporate Payout Policy," *Journal of Financial Economics* 22, pp.61-82.
- Bartov, E. [1991] Open-market stock repurchase as signals for earnings and risk changes. *Journal of Accounting and Economics* 14 PP.275-294.
- Bhattacharya, S. [1979] "Imperfect Information, Dividend Policy, and the 'Bird in the Hand' Fallacy." *Bell Journal of Economics*, 10, No.1. pp. 259-270.
- Brockman, P., J. S. Howe and S. Mortal [2008] "Stock Market Liquidity and the Decision to Repurchase," *Journal of Corporate Finance* 14, pp.446-459.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and R. Stulz [2006], "Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory", *Journal of Financial Economics* 81(2), pp.227-254.
- Gullon, G. and Ikenberry, D. [2000] "What Do We Know About Stock Repurchase?" *Journal of Applied Corporate Finance* 13(1), pp.31-51.
- Gullon, G. and Michaely, R., [2002], Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *Journal of Finance* 57, pp. 1649-1684.
- Gullon, G. and R. Michaely [2004], "The Information Content of Share Repurchase Programs," *Journal of Finance*, 59(2), pp. 651-680.
- Jensen, M.C. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76, pp. 323-329.
- John, K., and J. Williams (1985) "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium," *Journal of Finance*, 40 (4) , pp.1053-1070.
- Miller, M. and F. Modigliani [1961] "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares," *The Journal of Business* 34(4), pp. 411-433.
- Skinner, D. [2008] The evolving relation between dividends, earnings, and stock repurchases. *Journal of Financial Economics* 87, pp. 582-609.
- Vermaelen, T [1984] "Repurchase Tender Offers, Signaling, and Managerial Incentives," *Journal of Financial and Quantitative* 9(2), pp. 139-183.