

# 上場企業の資本政策

～ファイナンス・自己株式取得・買収防衛策などへの取組み

平成30年4月27日

株式会社資本市場研究所きずな



## 資本政策の全体像

上場企業の資本政策について、改めて現状を見直してみたい。

先ず資本政策とは狭義には会社の資本の部に影響する株式等の発行・消却・保有と利益剰余金の配当などの事を指すが、広義には下図左側の目的に沿って会社側が行う政策全体のことを意味する。上場会社の資本政策を俯瞰したいが、それぞれの目的に沿った資本政策概要や現状は次の様になっている。

最も重要な資本政策はファイナンスであるが、株式などでの調達以外にバランスシート上の負債に分類される社債の調達も含まれる。昨年(2017年)の上場企業による主なファイナンスは、公募増資が4,242億円(116件)、第三者割当増資が8,815億円(238件)、新株予約権付社債が7,957億円(39件)、社債が9兆830億円(457件)となっている。この内、社債については金融機関などが発行するもので、一般的な普通社債(シニア債)に比して返済順位が

劣後する債券(劣後債)も含まれているが、これは金融当局や格付機関が劣後調達の社債の一部を資本性の資金と認める為で、形式的には負債であっても実質的には一部を資本として見做している。最近の傾向としては、低金利下にあって投資家の少しでも高い利回りを求めるニーズに応える目的もあり、もともとの格付けが高く負債が多い大企業などの劣後債調達を行う傾向が強まっている。一方、市場の需給関係に直接影響を及ぼす公募増資などは減少傾向にあり、リーマンショック直後に金融機関を中心に大企業が大規模な資本調達に走った2009年に比べると昨年は10分の1水準まで減少している。

投資家側から見て期待値の高い配当や自己株式取得は合わせて株主還元策とも言われるが、2017年度の東証1部企業の配当は12.17兆円(前年比8.3%増、三菱UFJモルガンスタンレー証券見通し)に対して、上場企業の2017年度自己株式取得枠は4.47兆円(前年比約7%減、アイ・エヌ情報センター調べ)となっている。これは、企業業績の拡大とコーポレートガバナンス改革で企業側の増配傾向が強まったが、一方で、昨年度の株式相場の上昇により

株価水準が上がった為、自己株式取得を抑える動きが出たようだ。

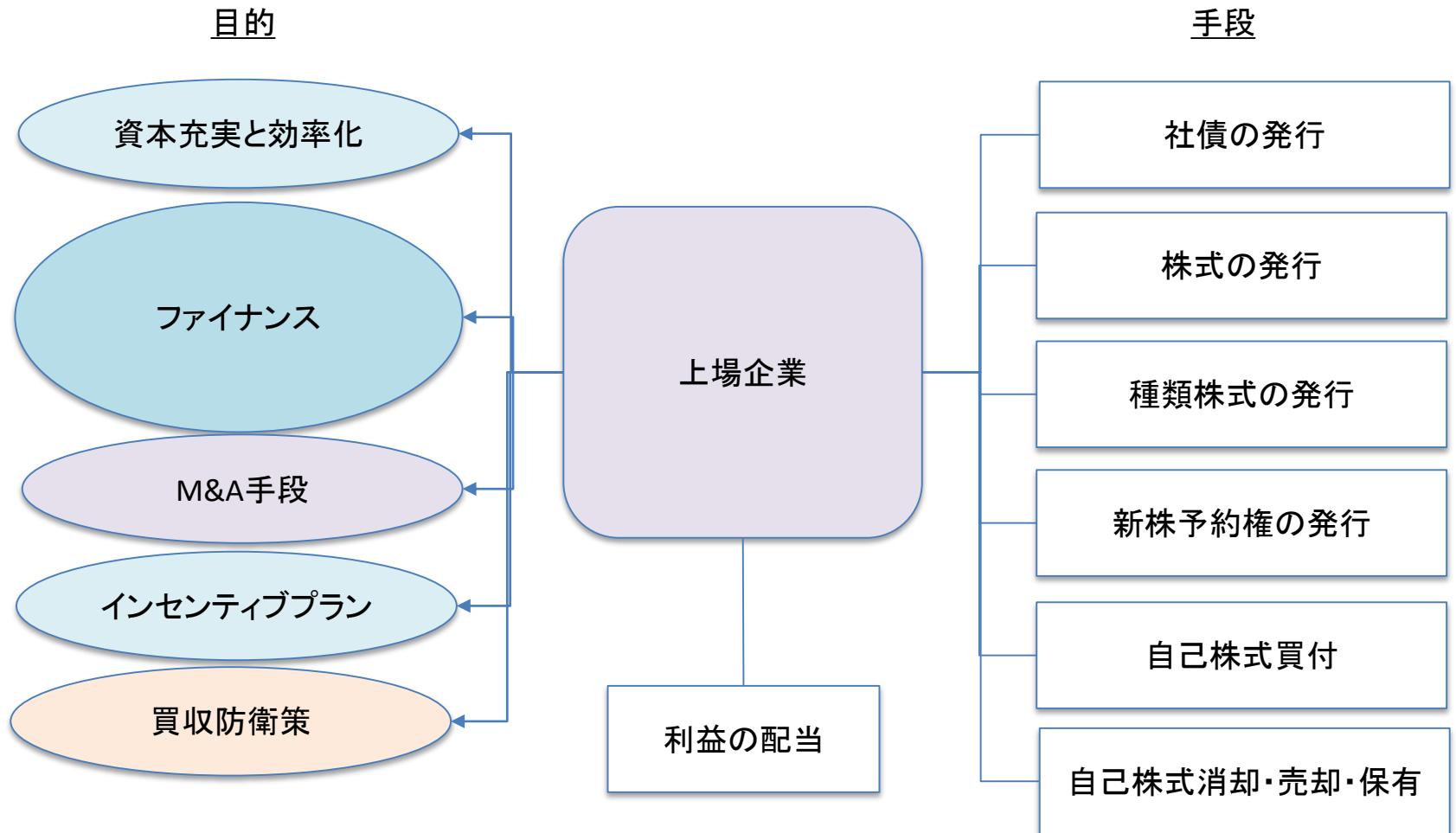
業績動向以外に投資家の注目する上場企業の情報として、M&Aに関するものが多いが、現金を使うのか、株式交換自己株式を利用するのかで、資本政策の意味が異ってくる。また、自己株式を利用する場合においても、新たに新株式を発行する場合もあれば、自己株式取得で保有している金庫株を利用する場合もあって、ファイナンス・自己株式取得・大きな資金需要であるM&A戦略などが密接に繋がっている場合もある。

買収防衛策に関しては、種類株式や新株予約権を利用するものが中心となる。種類株式は、役員の選任や定款の変更などの重要な株主の決議事項に関して、普通株式より多く議決権を付与したりするスキームが中心だが、新株予約権を利用したものは、敵対的な買収者以外の株主に対して極端に低い行使価額の新株予約権を付与することで、敵対的な買収者の実質的な買収コストを引き上げようとするものだ。

またインセンティブプランは、役員や従業員に会社の業績が拡大した場合の経済的メリットが出るよう、自己株式や新株予約権を付与するものだが、金額的には限られるものであっても企業としての資本政策の一部として株主に説明する必要がある。

以上の企業の決定は、企業の資本の効率性やコーポレートガバナンス上の必要性が株主から求められてもいる。

# 上場企業の資本政策の全体像



## 自己株式取得とその使い道

先ず上場企業の自己株式取得について、そのプロセスは次の様になっている。

1. 上場企業は、定款若しくは株主総会で自社株式取得枠を定める。
2. 自己株式の取得方法は、特定の株主から買う場合は株主総会で、公開買付(TOB)や市場から取得する場合は取締役決議で行う。市場から取得する具体的な方法では、証券会社や信託銀行に委託して立会時間中に取引所で取得する方法か、ToSTNeT-2(終値取引)及びToSTNeT-3(自己株式立会外買付取引)を利用した事前公表型(買付実施日の前日の立ち合い時間後に買付内容を公表)の買付がある。
3. 上場企業の自己株式に関する情報開示としては、取得枠の設定・具体的な取得決議・取得の結果それぞれに関して取引所の適時開示制度の対象であり、法定開示(金商法)としては取得枠の決議を株主総会若しくは取締役会で行った時から取得状況・処理状況・保有状況を毎月報告する義務がある。

4. 取得した自己株式は、資本の部のマイナス勘定として計上する必要がある。つまり、取得した自己株式は消却如何に係わらず自己資本から控除されるので、取得段階で自己資本はその分縮小している。

自社株式を取得した後の処理は、すぐ消却してしまうか、一旦金庫株として保有するかに分かれる。

金庫株は企業の次の資本政策において利用されるが、新株の発行と違うところは、利用される(金庫から出る)タイミングでの価格の内、取得簿価が自己資本として復活し(資本の部の自己株式マイナス分が消え)、価格と取得簿価の差額は資本剰余金として計上される。具体的な利用方法は以下の様なものがある。

- a. 自己株式の売出し(市場での効果としては、公募増資に近い)
- b. 新株予約権の行使に伴う金庫株の利用(ストックオプションや資金調達目的で発行した新株予約権の権利行使の際に利用)
- c. 株式交換などでの利用(M&Aの際の買収対価として利用)

d. その他、インセンティブ・プランとしての従業員等への割当て(該当自己株分を信託設定する場合も)

上記の様に、自己株式の取得・保有・再利用が可能になったことで上場企業の資本政策は大きな柔軟性を持つことになったが、一方では株主や投資家に対して各社の資本政策の方向性を明確に示す必要性も増している。加えて、組織再編に伴う企業の統合・分割・買収なども柔軟化しており、平成30年度税制改正では、経済産業省の要望により、自社株式等を対価とした買収を円滑化するため、買収に応じた株主に対する株式譲渡所得課税を繰り延べが認められた。(買収者は改正産業競争力強化法の認定者)

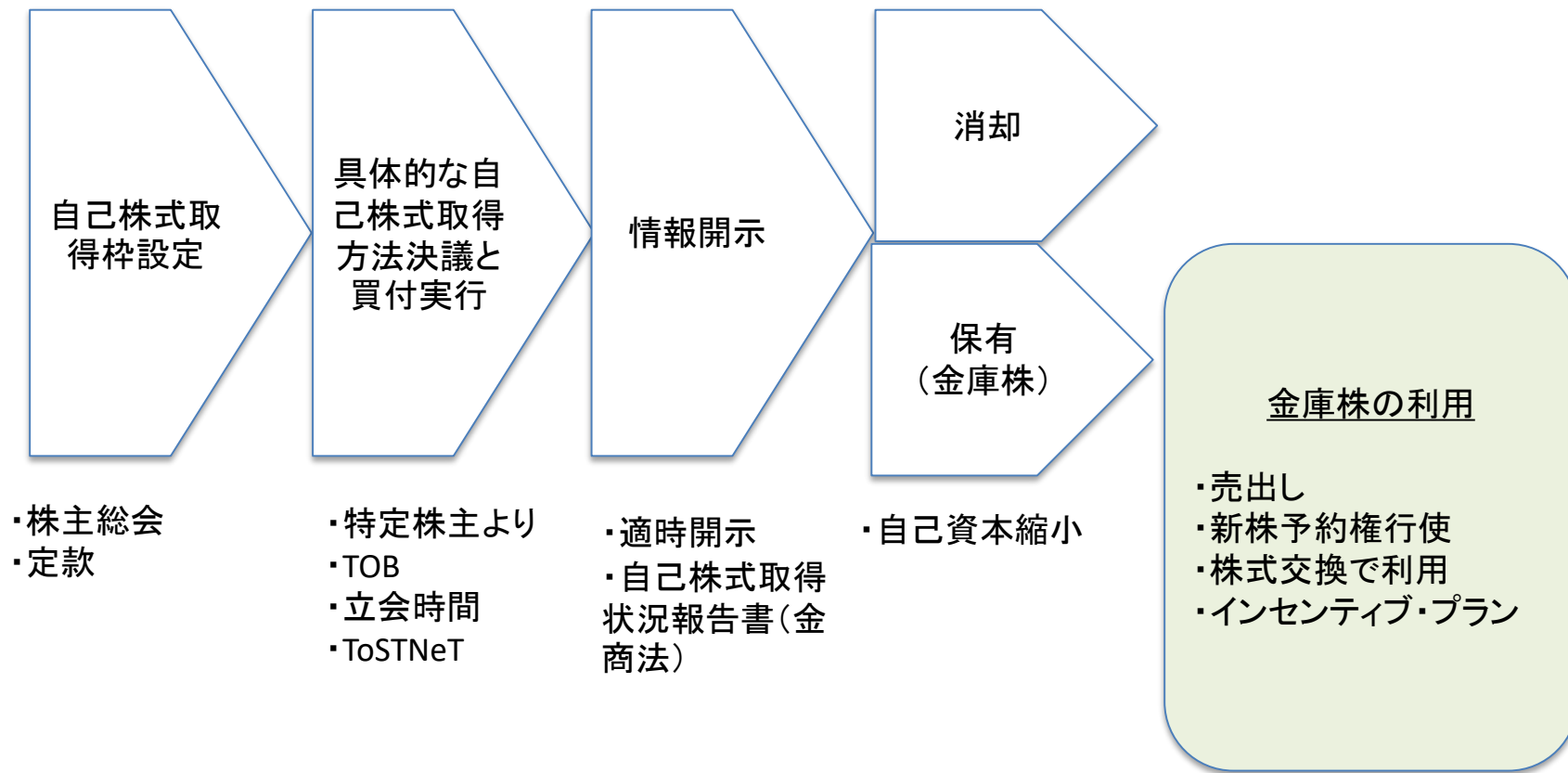
一方、株主や投資家の自社株式取得(上場会社)に関する期待の第一は、市場における需給関係の改善だろうが、総会決議での相対買付や、実質的に売り手が決まっているToSTNeT-3での買付方法では、直接的に需給関係に影響を及ぼすことが少ない。

また、機関投資家などが重要視する上場企業の資本

政策は、資本の効率的利用で、代表的な指数にROE (Return On Equity: 自己資本利益率)がある。この東証1部銘柄の加重平均数値は3月末で7.6%(連結ベース)となっており15%と言われる欧米企業の平均に比べて半分程度となっている。分母のE=自己資本の中には、利益剰余金として現金や流動性のある有価証券で内部留保されている部分もあり、企業が事業展開で有効に活用しないのであれば、配当や自社株式取得で株主へ利益還元するべきと考える投資家は多い。(※成長企業は事業拡大の為の投資が先行するので、そもそもの利益率が低く、投資家にとってもこの資本の効率的利用よりは成長優先される。)

なお、近年使われ始めているリキャップCB(新株予約権付社債)は、自社株式を取得する為に社債(負債)を発行することで、配当原資となる利益剰余金は直接使わずに自己株式に係る市場の需給関係の改善や一時的な資本の効率化を図ろうとするものだが、株価が上昇して新株予約権の行使が進めば、結局新株式が発行されて自己資本が再び増加するので、機関投資家の評価は分かれるところだ。

# 自己株式取得プロセス



## 買収防衛策について

敵対的な買収者に対抗する策を企業が取りこたをを買収防衛策というが、敵対的買収行為の事例としては昭栄に対する村上ファンド(2000年)、ニッポン放送に対するライブドア、東京放送に対する楽天(2005年)、ブルドックソースに対するスティールパートナーズ(2007年)、日本ギア工業に対する成和(2014年)などが上げられる。

先ず敵対的買収者とは何をさすかだが、一般的には企業の経営者の同意を得ないで企業買収行為を行うものとされ、これに対抗する為の施策が買収防衛策となる。その代表的な手法は新株予約権を使うものと種類株式を使うものがあるが、新株予約権を利用するものは敵対的な買収者が現れた場合に発動するのに対して、種類株式を利用するものは敵対的買収者を事前に防ぐ目的で利用されている。

上場企業に多く利用されている買収防衛策は、新株予約権を利用したもので、基本的なスキームの概要は、次の様なものが多い。

- ・敵対的買収者(下図、大規模買付ルールに適合しない者を指す)が認められた場合に発動するライツ・プランを公表する。

- ・このライツ・プランは、行使価額1円の新株予約権を株主全員に付与するもので、但し、大規模買付者(例えば20%)が行使できないという制限を行使条件として付けたもの。

- ・実際に大規模買付者が現れた場合、買付目的の表明を求め、それを公表する。また、その買付目的が企業価値向上に資するものかどうかについて独立委員会で一定期間検討し、その内容を公表する。

- ・独立委員会が大規模買付ルールに違反したと認めた場合に限り、ライツ・プランを実施する。

この様な買収防衛策を導入している上場企業数は現在400社程度だが、ピーク時は570社程度(2008年、レフコ調べ)が導入していた。しかし、海外投資家や機関投資家などが中心となって買収防衛策には反対することが多く、また最近のコーポレートガバナンス強化の動きやスチュワードシップ・コード導入で、投資家と企業の会話が進んだことで買収防衛策を廃止する企業も延べ数で200社を超えて



いる。なお、買収防衛策の導入に関して企業価値研究会（経済産業省）は次の様な原則（2005年5月）を公表している。

**【企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則】**

企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、または向上させる目的をもってなされること。

**【事前開示の原則】**

事前に株主、投資家等に導入の目的、内容等を具体的に開示すること。

**【株主意思の原則】**

株主総会決議に基づき導入するか株主の相対的意思によって廃止できる手段を与えるなど株主の合理的な意思に依拠すること。

**【必要性・相当性確保の原則】**

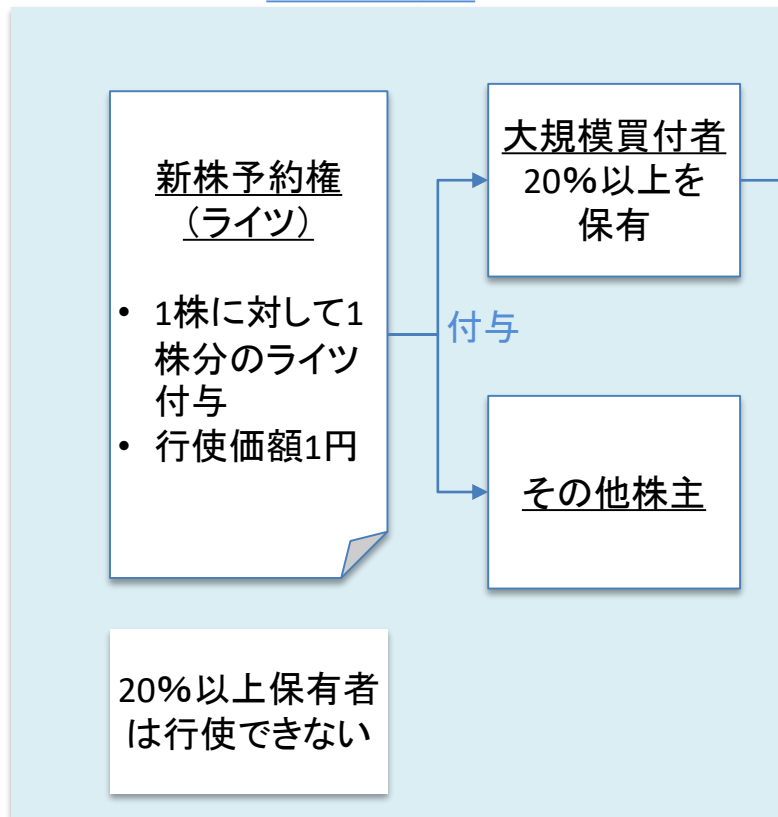
株主平等原則、財産権の保護、経営者の保身のための濫用防止などに配慮した必要かつ相当な方法によること。

東京証券取引所においては、原則的に議決権の優位な種類株式がある場合、普通株式の上場は出来ないが、国益や企業存続そのものに係る場合、ごく例外的に

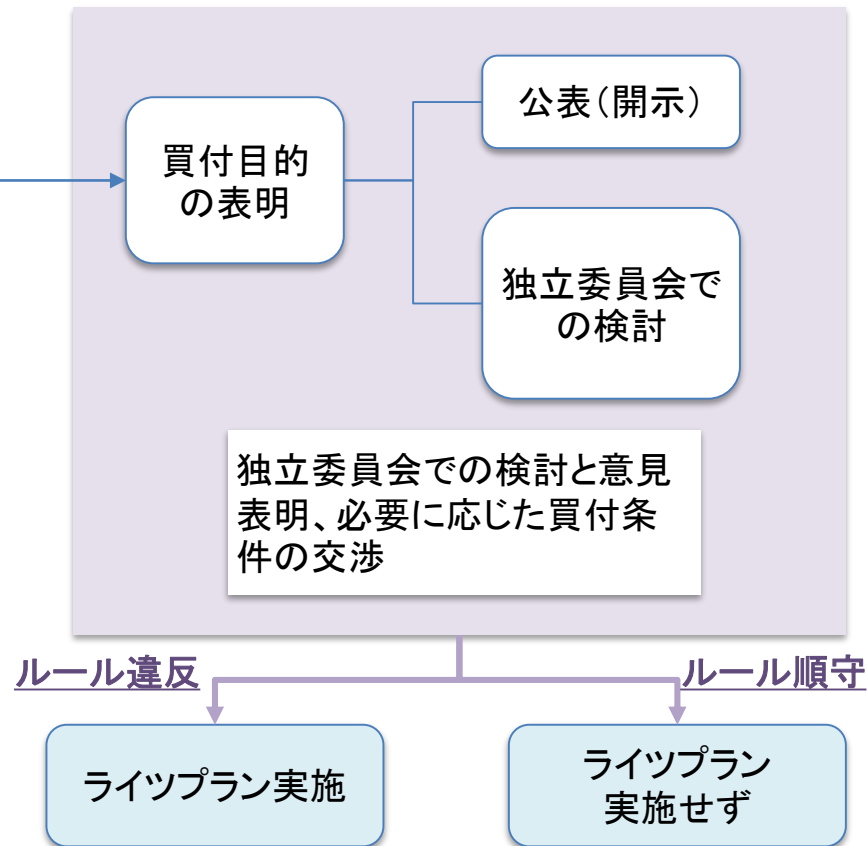
認められており、国際石油開発帝石が経済産業大臣に割り当てた拒否権付き種類株式（株主総会において決議すべき事項のうち、種類株主総会の決議がある事を必要とするもの。所謂黄金株）、CYBERDYNEが経営者に対して発行した普通株式の10倍の議決権を保有する種類株式（議決権全体の55%超）があり、敵対的買収行為を防いでいる。

# 一般的な買収防衛策

## ライツ・プラン



## 大規模買付ルール



## 求められる資本政策とは何か

求められる資本政策を簡単に言えば、企業価値を向上させ株主を始めとするステークホルダーに対して利益の増加をもたらすものだろう。2015年6月に定められたコーポレートガバナンス・コードにおいては、資本政策について次の様に定めている。

### 【原則1－3. 資本政策の基本的な方針】

上場会社は、資本政策の動向が株主の利益に重要な影響を与え得ることを踏まえ、資本政策の基本的な方針について説明を行うべきである。

### 【原則1－6. 株主の利益を害する可能性のある資本政策】

支配権の変動や大規模な希釈化をもたらす資本政策（増資、MBO等を含む）については、既存株主を不当に害することのないよう、取締役会・監査役は、株主に対する受託者責任を全うする観点から、その必要性・合理性をしっかりと検討し、適正な手続を確保するとともに、株主に十分な説明を行うべきである。

本稿では、第2章で株主還元策としての自己株式取得、

第3章で買収防衛策を説明してきたが、資本をどう調達し、どの様に有効に活用していくかが資本政策の基本とすると、ファイナンスや政策保有株式に関することも資本政策として重要である。

特にファイナンスは、短期的な市場の需給関係に大きく影響する場合があります。また希薄化は既存株主の利益を損ねる可能性もある。リーマンショック直後には、大企業や金融機関による大規模な（発行済みの3割を超えるような）公募増資が実施された際、海外投資家から株主の承認なしに大きな希薄化が起きることが問題視された。その為に整備されたライツ・オファリング制度は、既存株主からみて選択肢が多いものだが、コミットメント型・ノンコミットメント型に限らず市場において制度が定着しているとは言い難い状況だ。第三者割当増資については、業務提携や資本提携で実施されるが、割当て先がファンドの場合は、業務上の効果が分かりにくい部分もあり、特に支配権に影響する場合は原則的に株主の承認が必要になる。またMSワラントといわれる調達方法は、行使価額が株価が下落した際に下方に修正される新株予約権を証券会社などに第三者割当を行い、割当てられた証券会社が市場で売却と権利

行使を繰り返すことで、発行企業が資金調達する仕組みだが、引き受ける証券会社は資金使途と株式の流動性には十分配慮する必要がある。

政策保有株式については、今年3月に改訂されたコーポレート・コードにおいてはより具体的な基準が企業側に求められ、補足原則として次の様な規程が示された。

① 上場会社は、自社の株式を政策保有株式として保有している会社(政策保有株主)からその株式の売却等の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない。

② 上場会社は、政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではない。

結局資本政策は、経営戦略に密接に絡むことが多く、買収や会社分割・事業部門の売却や統合などを進める事業拡大や組織再編などを進める場合にも、経営者による資本コストの適格な把握はコーポレートガバナンス・コードにおいても意識するように求められている。

上場会社の資本政策の中心には取引所に上場している株式があり、その株式を構成する要因として株価・配当・流動性・株主構成など常に市場の影響を受けて変化するものがある。上場企業の経営者は、その事業戦略に合わせてこれらの要因に関して明確な方向性を示すことも求められており、特に大規模な資金調達を行ったり株主数が多い企業では、株主に対する一層の配慮が必要になっている。

# コーポレートガバナンス・コードと資本政策

