

# アメリカ株式市場における自社株買い —— 擬制資本への投資と利潤の実物資本への不転化 ——

小 西 宏 美

## 目 次

はじめに

- 1 アメリカ非金融部門の株式市場における資金放出
    - 1.1 資金放出の実態
    - 1.2 自社株買い拡大の背景
  - 2 擬制資本としての自社株への投資
    - 2.1 自社株投資を選択する論理
    - 2.2 エクソンモービル、マイクロソフトにみる自社株投資
  - 3 自社株買いと利潤の実物資本への不転化
- おわりに

## はじめに

株式会社にとって今日ほど株価が重要視された時代もないのではなかろうか。上場企業は、買収される危機感から自社株の価格を常に注視し、株価が下落すると何らかの対策を迫られる。そうした危機感が経営者をして株主利益に沿う行動を取らしめているということもあるが、行過ぎると問題も出てくる。90年代、エネルギー産業で急成長したエンロンは株価を上昇させるために不正会計に手を染め、またそれを正すはずの会計事務所も積極的に不正に手を貸すという前代未聞の事件が起きた。こうしたことから分かるとお

り、株式市場と株価の動向は株式会社にとってますます重大な意味を持つようになってきている。

しかしアメリカ株式市場は、企業の資金調達の間としての役割を縮小させることになって久しい。本文で確認するとおり、アメリカの非金融部門企業全体をネットで見れば、80年代中ごろから既に株式市場における資金調達がマイナス、つまり資金放出を記録するようになってきている。そしてその傾向は2005年以降、さらに拡大している。言うまでもないが、株式市場というのはそもそも企業の資金調達の間として誕生、発展してきた。企業は株式市場において多数の投資家から資金を調達し、それを生産的投資に回すことで拡大再生産を実現してきた。しかし今日、企業は株式市場で資金を調達せずむしろ放出している。なぜ企業は株式市場において資金を放出するようになったのか。資金放出を繰り返す企業にとって株式市場というのはどういった意味をもつのか。本稿ではこうした問題を考察する。<sup>(1)</sup>

## 1 アメリカ非金融部門の株式市場における資金放出

### 1.1 資金放出の実態

企業が株式市場で資金を放出するようになってどのくらい経つのか。統計によって確認しよう。図1はアメリカにおける各部門の株式発行（純額）を示している。これをみると非金融部門は既に1980年代半ばからマイナスの株式発行、すなわち資金の放出を記録している。ただこれは非金融部門全体の資金調達と資金放出を合計してネットアウトしたものであるため、当然ながら全ての非金融部門企業が資金を放出していたわけではなく、積極的に株式を発行し資金調達を実行する企業も多数ある。しかし非金融部門全体としては80年代半ばから資金を放出している。1980年代にはほぼ毎年1,000億ドル前後の資金放出があり、91-93年に一旦資金調達を復活させたものの94年から再び資金放出を開始している。その後、海外や金融部門の資金調達が増加するものの非金融部門の資金放出はやはり年間1,000億ドル前後で推移して

アメリカ株式市場における自社株買い（小西）

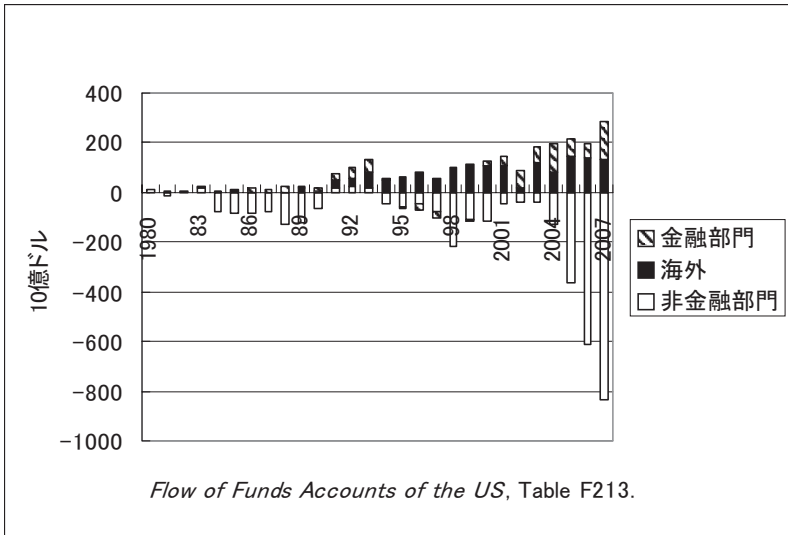


図1 アメリカにおける株式発行（純額）

いる。そして2005年以降になるとその規模は一気に拡大し、2007年には8,000億ドル以上の水準に達している。

こうした株式市場における資金放出の実態はアメリカ企業の「自社株買い」と「現金による M & A」である。<sup>(2)</sup> まず「自社株買い」であるが、これは企業が過去に一旦発行した自社株を買い戻す行為である。投資家から自社株を買い戻すことで株式市場に資金を放出する。また「現金による M & A」も株式市場における資金放出をもたらす。図2を見れば分るとおり、A社がB社を買収するというのはB社株式を株主から買い取る行為であり、A社、B社共に非金融部門であるとするとB社株の現金での買取りは非金融部門全体として投資家から一旦集めた資金を返還するという意味をもつ。よって合併、買収などにより投資家から現金で他社の株式を購入することも株式市場における資金放出をもたらす。ただし M & A が現金でなく株式交換で行われる場合は資金の放出にはならない。例えば図2のA社がB社株取得の対価として株主に自社株を交付した場合、非金融部門全体から現金（資金）は流

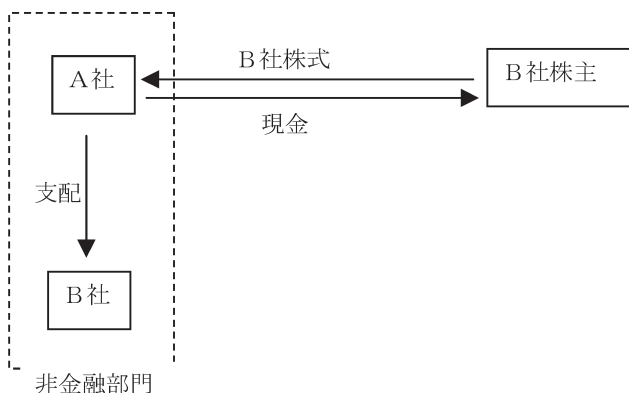


図2 現金でのM & Aによる資金放出

出していない。投資家の投資対象がB社株からA社株に変わるのみである。

では自社株買いと現金M & Aが、それぞれどの程度株式市場における資金放出に寄与しているのだろうか。図3-1、3-2はアメリカ企業全体（金融+非金融）の株式発行（純額）の内訳を表したものである。図3-1は、図1の出典となる資金循環表（*Flow of Funds Accounts of the US*）を作成している連邦準備制度理事会（Board of the Governors of the Federal Reserve System）が公表するデータに基づいているが、内訳の合計が図1の資金循環表の株式発行額と大きく異なるという問題がある。<sup>9)</sup> ゆえに本稿では、参考として図1と出典元は異なるが同様のデータを作成している別の統計を用いて図3-2を作成した。図3-1、3-2いずれも株式発行（公募+私募）はプラス（資金調達）で表されるのに対して、自社株買いと現金でのM & Aはマイナスの株式発行（資金放出）となる。以下では両方のデータを見ながら、自社株買いと現金M & Aを検討していく。

図3-1、3-2を見れば、いずれも自社株買いと現金M & Aによる資金放出がグロスの株式発行額を大きく上回っていることが分かる。アメリカ株式市場は、企業の資金調達というよりもむしろ自社株買いや現金M & Aによって一旦調達した資本を株主へ返還するといった役割を拡大させていると

アメリカ株式市場における自社株買い（小西）

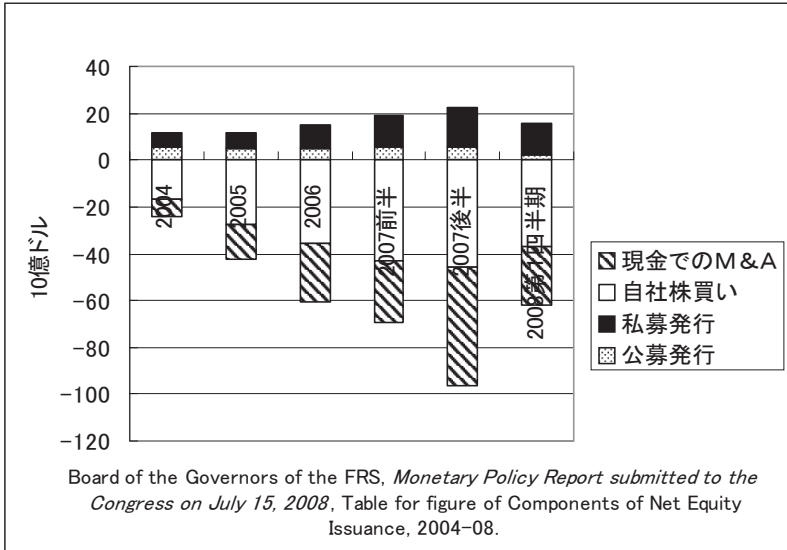


図 3-1 株式発行（純額）の内訳

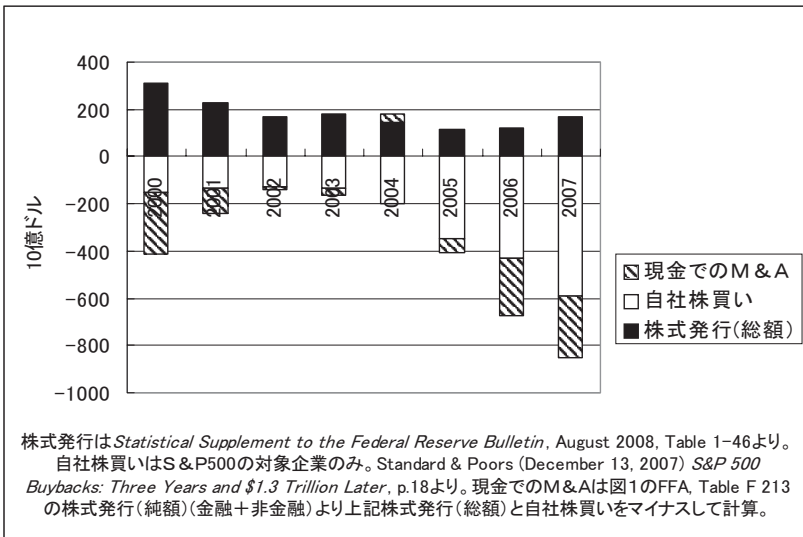


図 3-2 株式発行（純額）の内訳

言える。<sup>4)</sup> また株式市場における資金放出全体に占める自社株買いと現金 M & A は、どちらも同程度の規模もしくは自社株買いのほうがやや多くなっていることが分かる。本稿ではとくに自社株買いを中心に議論するが、これは後に見るとおり自社株買いが自社内における利潤の実物資本への不転化（実物投資の回避）と擬制資本としての自社株への投資という2つの対立する性格を孕んでいるためである。

## 1.2 自社株買い拡大の背景

アメリカでは1980年代から自社株買いが注目されている。一般的に企業が株式を買い戻す理由として以下の3点が挙げられる。1つ目は株主に対する利益還元策、2つ目は従業員のストック・オプション行使に対する準備、3つ目は将来の株式交換による M & A に対する準備である。<sup>5)</sup> とくに80年代以降、自社株買いが増加しているが、それは株主に対する利益還元策として注目されていることが背景にある。<sup>6)</sup> たとえば自社株買いは発行済み株式数を減少させることで一株あたり利益（EPS; Earnings Per Share =  $\frac{\text{当期利益}}{\text{発行済み株式数}}$ ）を上昇させると期待されている。また自社株買いそれ自体は自己資本<sup>7)</sup>を減少させるので、自己資本に対する当期利益の大きさを計った自己資本利益率（ROE; Return On Equity =  $\frac{\text{当期利益}}{\text{自己資本}}$ ）を上昇させる効果があるとも指摘されている。以下では企業の自社株買いがなぜ自己資本の減少をもたらすのかをバランスシートから検討してみよう。

企業は市場から買い戻した自社株を「消却」するか「自己株式（Treasury stock; 金庫株）」として保有するかどちらかである。まず自社株消却であるが、これは文字通りバランスシートから「消し去る」という方法である。

図4は現金100で自社株を購入し、それを消却した場合のバランスシートを表している。<sup>8)</sup> 資産側では現金100が自社株100に転換するが、自社株は資産として計上できないので控除される。また消却する場合は資本（自己資本）も同様に100だけ取り崩される。

もう1つは自己株式（Treasury stock）、いわゆる金庫株である。これは企

アメリカ株式市場における自社株買い（小西）

資産		負債・資本	
現金	100	負債	
		資本	
↓			
自社株	100	自社株	100

→ 網掛部分が消却によって取り崩される。

図4 自社株の消却

業が取得した自社株を将来の再発行に備えて「自己株式」として保管しておくというものである。図5は自己株式のバランスシート上の操作を表している。消却の場合と同様に、バランスシート上は取得した自社株は資産から削除される。また資本側では「自己株式-100」として資本全体から控除される。よって総資産、資本共に100だけ減少し、結果的には消却と同じように自己資本を減額させる。

自己株式として保管している自社株は、従業員がストック・オプションを行使したり、M & Aにあたって資金が必要になるなどの場合、再発行される。しかし企業は自ら保有する自社株の議決権を行使することも出来ないし、また配当を受け取ることも出来ない。ただ自己株式を再発行するとき株価が買い戻した際の価格を上回っていれば、その差額は剰余金として計上できる。<sup>9)</sup>

このように自社株買いは消却しても自己株式として継続保有してもいずれ

資産		負債・資本	
現金	100	負債	
		資本	
		自己株式	-100
↓			
自社株	100		

図5 自己株式 (Treasury stock ; 金庫株)

も資本を減少させる。よって自社株買い後も当期利益が減少しなければ、一株あたり利益 (EPS) や自己資本利益率 (ROE) は上昇する。これらは投資家が投資先を選択するにあたって重視する指標であるため、自社株買いが行われると株価が上昇することも多い。<sup>(10)</sup> また企業側もそうした効果を考えて自社株の株価が急激に下落したり低迷したりしている場合に、株価の上昇を狙って自社株買いを行うこともある。しかし自社株買いは、バランスシートで見たとおり総資産を縮小させるので当期利益が減少することもあり、必ずしも一株あたり利益や自己資本利益率が上昇するとは言えない。

## 2 擬制資本としての自社株への投資

80年代から継続して取得してきた自社株を企業はどの程度消却しているのか、また自己株式として保管しているのか。S & P 500銘柄の対象企業に限定して言えば、自社株は消却されずむしろ自己株式として保管されている場合が多いとのレポートがある。<sup>(11)</sup> また2004年第4四半期から2007年第3四半期までの3年間で買い戻された自社株のうち47.7%は自己株式となり、残りは従業員のストックオプションやM & Aに使用されたという指摘もある。<sup>(12)</sup>

いずれにせよ買い戻された株式は消却されるよりはむしろ自己株式として企業内に残るか、もしくは市場に再放出される割合が高いと推察できる。

たとえば企業が利益を生み出しその結果として社内に現金が溜まっていく。現金が企業内に過大に積みあがれば、他社からの買収のターゲットとなるリスクを高める。よって、もし将来の投資や企業買収に備えて利益を何らかの形で社内に留保しておきたいということになれば、現金より自社株という形で残しておいたほうが良いという判断になる。将来的に投資が必要になれば保有する自己株式を再発行して資金を調達すれば良いのである。ただ現金ではなく自己株式を保有する場合、自社株の価格下落というリスクを抱える。しかし逆に再発行する際に株価が上昇していれば企業はその差額を利益として受け取ることができる。つまり買い戻した自社株を自己株式として保有す



ることは、自社株に投資するという性格を併せ持っているのである。以下では、企業にとって1つの投資先としての自社株という観点から自社株買い（自社株投資）を考察していきたい。

## 2.1 自社株投資を選択する論理

多数の投資先がある企業がなぜ自社株を選択するのか。以下では企業の投資先を次の3つに分けて考える。

- ①設備投資などの実物投資
- ②他社株投資（配当・キャピタルゲイン目的の他社株投資、M & Aによる他社株投資）
- ③自社株投資

通常、企業が実物投資や他社株投資を実行する際には、以下の条件式が満たされていると考えられる。<sup>(13)</sup>

$$\text{実物投資や他社株投資の期待収益率} > \text{資本コスト}$$

この条件式が満たされていれば、その投資はプラスの純現在価値（NPV；Net Present Value）を持っていることになり資産を増加させることができる。

では次に企業が自社株投資を行う状況について検討しよう。図3-1、3-2でみたとおり2005年以降とくに自社株買いが拡大しており、現金でのM & Aを上回る規模となっている。もちろんこれはあくまでも現金でのM & Aのみで株式交換によるM & Aを合計した全体としての他社株投資との比較ではないが、それでも自社株投資が他社株投資を上回る勢いで拡大しているであろうことが予想できる。<sup>(14)</sup> また2005年以降、自社株投資は設備投資をも上回る規模にまで拡大している。<sup>(15)</sup> 企業にとって自社株投資が、他社株投資や実物投資にも勝る有利な投資対象になっていると言えよう。こうした事態が発生するのは、以下2つの条件式のうちどちらかが成立していると考えられる。

- 自社株投資の期待収益率 > 資本コスト  
> 実物投資や他社株投資の期待収益率 … ①
- 自社株投資の期待収益率 > 実物投資や他社株投資の期待収益率  
> 資本コスト … ②

①は、自社株投資の期待収益率のみが資本コストを上回り、その他の実物投資や他社株投資のそれは資本コストを下回っている。よって自社株投資のみが正の純現在価値 (NPV) をもたらすことになる。②は3つの投資先全ての期待収益率が資本コストを上回っているが、自社株投資の期待収益率がもっとも高くなっている。

では自社株投資による期待収益率とは何か。自社株投資を行い社内に自己株式を保有した場合、それには配当が割り当てられない。よって自社株投資によって得られる期待利益は株価の上昇によってのみもたらされる。すなわち上記式における自社株投資の期待収益率とは自社株の期待株価上昇率と言い換えることができる。すると上記2式は以下のとおりとなる。

- 自社株の期待株価上昇率 > 資本コスト  
> 実物投資や他社株投資の期待収益率 … ①'
- 自社株の期待株価上昇率 > 実物投資や他社株投資の期待収益率  
> 資本コスト … ②'

このような状況が成立するならば企業は他の投資先と比較した上で、自社株をもっとも有利な投資対象として選択する。では一体どういった状況下でこのような条件式が成立するのだろうか。上記式でもとくに以下の部分だけを取り出してみると、自社株投資の性格がより鮮明に表れてくる。

- 自社株の期待株価上昇率 > 資本コスト > 実物投資の期待収益率

… ③

自社株の期待株価上昇率 > 実物投資の期待収益率 > 資本コスト

… ④

③式は、企業が自社内で実物投資をやっても負の純現在価値 (NPV) しかもたらさないのに対して擬制資本としての自社株に投資すれば正の純現在価値 (NPV) が実現することを表している。また④式は、実物投資も自社株投資も正の純現在価値 (NPV) を保持しているが、擬制資本としての自社株の価格上昇率が実物投資の期待収益率を上回っていることを示す。

株価はその企業が将来生み出す期待キャッシュ・フローの割引現在価値の合計を反映しているとする、より多くの利益を獲得できる新たな実物投資先があってはじめて将来の期待キャッシュ・フローが増加し、それによって擬制資本たる株価が上昇すると言える。しかし企業が自社株投資を行う場合は、正の純現在価値 (NPV) をもたらず新たな実物投資先がないにもかかわらず株価が上昇する、もしくは新規実物投資の期待収益率以上に株価が上昇する、といったケースが想定される。

上述のような状況が実現するのはどういった場合だろうか。その鍵は既存投資の高い利益率にある。株価は確かに企業が将来生み出す期待キャッシュ・フローの割引現在価値の合計であるが、将来のキャッシュ・フロー増加は必ずしも新規投資によるものである必要はない。既存投資が将来、更に大きな利益を生み出すのであれば、それによって株価は上昇する。新規の実物投資の期待収益率が低い中でも、既存投資が将来さらに大きな利益を生み出すことが予想されれば、自社内で新たな実物投資先がないにもかかわらず擬制資本としての自社株がより高い収益をもたらすことになる。自社株投資を行う企業はまさにこうした状況にある。

## 2.2 エクソンモービル、マイクロソフトにみる自社株投資

自社株投資が新規実物投資の低い期待収益率と既存投資の高い期待収益率

によってもたらされていたことは、前述のとおりである。しかし、そもそも現在よりも将来さらに大きな利益を生み出す既存投資などあるのだろうか。新たに投資せずともより大きな利益をもたらす既存投資とは何なのか。以下では、これまで自社株投資を積極的に行ってきた企業を個別に検討することで、この問題の答えを探っていくこととする。

Standard & PoorsはS & P 500銘柄に組まれている企業の自社株買いデータについて定期的にレポートを出している。<sup>(6)</sup> それによればとくに自社株買いを積極的に行っているのがIT産業やエネルギー産業、金融業などである。中でもエネルギー分野のエクソンモービル、IT産業におけるマイクロソフトは2004年第4四半期から2007年第3四半期までの3年間でそれぞれ自社株買い総額が762億ドル、574億ドルとS & P 500社の中でも1、2位の規模となっている。<sup>(7)</sup> 以下では両社の自社株買いとその源泉を明らかにすることで、上述の問題を考察する。

エクソンモービルは1999年11月にエクソン社とモービル社が合併してできた巨大エネルギー会社である。表1は新会社が誕生した1999年から2007年までの連結キャッシュ・フロー計算書である。前述のとおり、企業の投資先を①実物投資、②他社株投資、③自社株投資の3つに分けた上でエクソンモービルがそれぞれにどの程度投資しているのかを見ていこう。まず①実物投資であるが、キャッシュ・フロー計算書の中ではLine 7の「有形固定資産の取得」がこれに相当する。また②他社株投資は、Line 9の「投資、貸付」に含まれる。Line 9は他社株投資以外にも貸付金などを含むが、公表されているキャッシュ・フロー計算書にはこれ以上細かい内訳が掲載されていないため、本論ではとりあえずこの項目を参考とする。他社株を購入する際、現金以外でも株式交換という方法があるが、キャッシュ・フロー計算書はあくまでも現金の出入りを示すものであるため株式交換による他社株取得が反映されない。しかし1999年以降エクソンモービルが他社を買収したという記述はAnnual Reportで見られない。もし株式交換による買収があったならばキャッシュ・フロー計算書の「普通株売却」(Line 20)による現金取得を上

アメリカ株式市場における自社株買い（小西）

表1 エクソンモービルの連結キャッシュ・フロー計算書

単位：100万ドル

Line	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
営業活動によるキャッシュ・フロー									
1 当期純利益	8,055	18,132	15,889	11,669	22,204	26,106	36,929	40,551	41,615
2 非現金取引の調整	7,148	7,349	8,996	8,017	9,649	10,325	10,476	10,680	12,125
3 内、減価償却	8,175	8,001	7,848	8,310	9,047	9,767	10,253	11,416	12,250
4 営業資産の増減（現金や負債を除く）	-205	78	-1,769	445	-214	5,649	3,665	-463	1,139
5 その他	15	-2,622	-227	1,137	-3,141	-1,529	-2,932	-1,482	-2,877
6 営業活動から得た現金（純額）	15,013	22,937	22,889	21,268	28,498	40,551	48,138	49,286	52,002
投資活動によるキャッシュ・フロー									
7 有形固定資産の取得	-10,849	-8,446	-9,989	-11,437	-12,859	-11,986	-13,839	-15,462	-15,387
8 子会社・有形固定資産の売却、投資の回収	972	5,770	1,078	2,793	2,290	2,754	6,036	3,080	4,204
9 投資、貸付	-1,476	-1,648	-1,035	-2,012	-809	-2,287	-2,810	-2,604	-3,038
10 貸付金回収	387	985	1,735	898	536	1,213	343	756	391
11 市場性証券の取得	-61	-41	-	-	-	-	-	-	-646
12 市場性証券の売却	42	82	-	-	-	-	-	-	144
13 その他	-	-	-	-	-	-4,604	-	-	4,604
14 投資活動に使用した現金（純額）	-10,985	-3,298	-8,211	-9,758	-10,842	-14,910	-10,270	-14,230	-9,728
財務活動によるキャッシュ・フロー									
15 長期負債増減	113	-663	41	150	-787	-92	114	285	383
16 短期負債増減	-489	-1,913	-507	-176	-1,015	-1,793	-310	-117	402
17 株主への現金配当	-6,091	-6,374	-6,448	-6,386	-6,945	-7,111	-7,478	-7,867	-7,910
18 少数持分株式、関連会社株式の持分増（-）減（+）	-200	-227	-401	-161	-247	-215	-681	-493	-659
19 普通株取得	-670	-2,352	-5,721	-4,798	-5,881	-9,951	-18,221	-29,558	-31,822
20 普通株売却	348	493	301	299	434	960	941	1,173	1,079
21 その他	2,210	-3,129	-2,306	-281	-322	-66	-1,306	367	182
22 財務活動に使用した現金（純額）	-4,779	-14,165	-15,041	-11,353	-14,763	-18,268	-26,941	-36,210	-38,345
23 為替変動による現金増減	53	-82	-170	925	504	532	-787	727	1,808
24 現金、現金等価物の増（+）減（-）	-698	5,392	-533	682	3,397	7,905	10,140	-427	5,737
25 年初の現金、現金等価物	2,386	1,698	7,080	6,547	7,229	10,626	18,531	28,671	28,244
26 年末の現金、現金等価物	1,688	7,080	6,547	7,229	10,626	18,531	28,671	28,244	33,981
27 Line 7 + Line 3	-2,674	-445	-2,141	-3,127	-3,812	-2,219	-3,588	-4,046	-3,137

Exxon Mobil Corporation, 2003 Summary Annual Report ~ 2007 Summary Annual Report (p.1)

回るバランスシートでの資本金の増加があることが予想されるが、それも見られない。そのため以下ではキャッシュ・フロー計算書のLine 9の「投資、貸付」を他社株投資の参考とする。またLine 8には「子会社・有形固定資産の売却、投資の回収」という項目がある。毎年の実物投資や他社株投資の純額（投資額－回収額）を計算するためには、Line 8を実物投資の回収と他社株投資の回収（子会社の売却）に分けてそれぞれを投資額から控除しなければならないがそれも明らかにならないため、以下ではグロスの投資額のみを分析対象とする。最後の③自社株投資についてはLine 19の「普通株取得」とLine 20の「普通株売却」が相当する。本来なら両者を合計したネットで見べきだが、実物投資と他社株投資がグロス金額しか判明しないため、自社株投資についてもLine 19の「普通株取得」のみをグロスで検討する。

まずそれぞれの投資規模を比較してみる。実物投資を表すLine 7の「有形固定資産の取得」は1999年以降100億ドルから150億ドルに増加傾向にある。ただこの大半は既存固定設備の資本減耗を補填する性格の投資であり、新たな投資先への実物投資（新規投資）はわずかであったと考えられる。というのもLine 3の「減価償却」をみればその金額は80億ドルから120億ドルとなっているためである。Line 7の「有形固定資産の取得」とLine 3の減価償却を合計した新規の投資額（Line 27）をみれば、その規模は20億ドルから40億ドルの間で推移していることになる。それに対して他社株投資を含むLine 9の「投資、貸付」は10億ドルから30億ドルの規模で増減している。さらに自社株投資を示すLine 19の「普通株取得」は当初は10億ドルにも満たない水準だったが、2004年以降急増し2007年には318億ドルまで拡大している。2000年以降、エクソンモービルは3つの投資先のうち自社株投資をもっとも大量に行い、減価償却を除く新規実物投資と他社株投資はその半分から十分の一程度の規模でしか実行していないのである。こうしたことから同社にとって自社株がもっとも有利な投資対象であったと推察できるが、ではなぜそうした状況が発生したのか。前述の議論に従えば、それは現在よりも将来さらに大きな利益を生み出す既存投資があったからこそ、自社株投資がもっとも高

## アメリカ株式市場における自社株買い（小西）

い利益率をもたらしたということになる。エクソンモービルの既存投資はなぜそのような高い期待利益率を実現することができたのか。

その原因は2001年から2008年6月まで続いた原油価格の高騰にある。図6は原油価格（WTI）を表している。これをみると過去10年以上1バレル20ドル前後で推移していた原油価格が2001年以降、急激な勢いで上昇していることが分かる。7年で140ドル以上にまで上昇した。こうした原油価格の上昇はエクソンモービルに莫大な利益をもたらした。採掘から精製、販売までを一貫して手がける会社にとって原油価格の上昇は利益増大に直結している。原油価格の上昇は、同社が生産する石油製品全般の価格を上昇させる。1999年に合併した後、2000年にはアメリカ企業として市場最高の177億2,000万ドルの純利益を記録している。<sup>(18)</sup> これにより同社が保有している既存固定設備（油田、精製所、パイプライン、販売所など）はこれまで以上に莫大な利益を生み出すこととなった。新規の実物投資も一定程度行われているが、原油

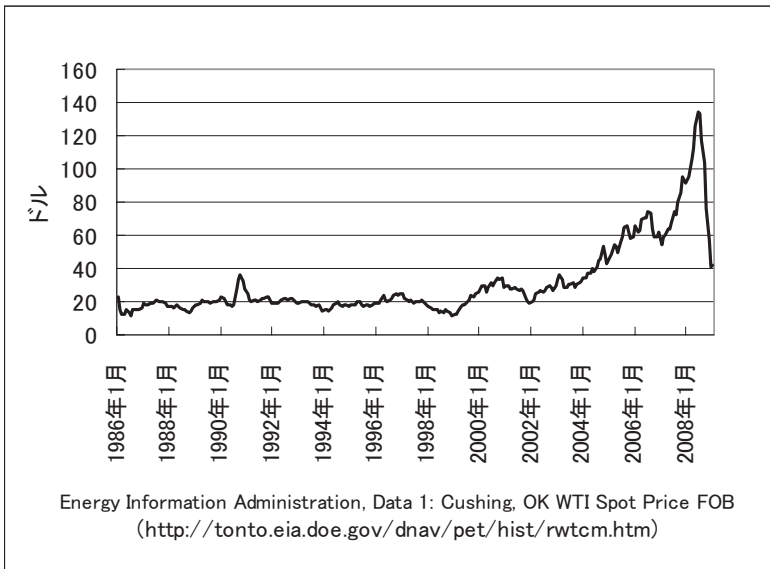


図6 WTI原油直物価格（ドル／1バレル）

価格の上昇はそうした新規設備投資よりも既存の設備投資の利益率を急上昇させる。新規設備投資の場合はこれから新たに費用をかけて固定設備を建設するのに対して、既存投資の場合は一定の補修や更新にコストがかかるものの新規投資に比べれば遥かに小規模で済む。原油価格の上昇が既存投資の期待利益率をより大幅に高めたのは言うまでもない。これによりエクソンモービルにとって自社株がもっとも有利な投資対象となったのである。

次は同じように多額の自社株投資を実行しているマイクロソフトの例を見ていきたい。ここでもエクソンモービル同様に投資先を①実物投資、②他社株投資、③自社株投資の3つに分けて見ていこう。表2は同社の連結キャッシュ・フロー計算書、図7はキャッシュ・フロー計算書、損益計算書その他から作成した3つの投資先への投資額を表している。以下では図7を中心に検討するが、その前に同図の自社株投資、他社株投資、実物投資の細かい内訳について説明しておく。まず実物投資であるが、これは表2の連結キャッシュ・フロー計算書にある「有形固定資産の取得」(Line 11)と「減価償却

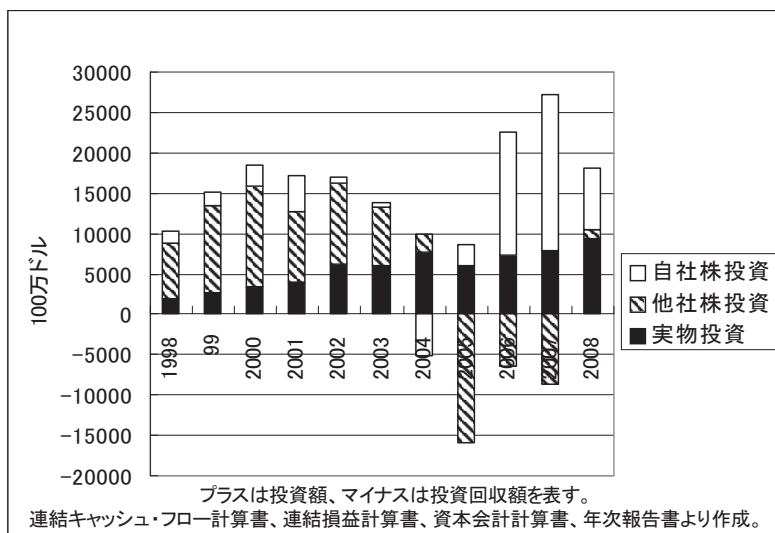


図7 マイクロソフトの投資



その他非現金項目」(Line 2) を合計して新規の実物投資額を算出した上で、損益計算書の「研究開発支出」を足し合わせたものである。マイクロソフトの場合、ソフトウェア会社という産業の特徴から考えると、有形固定設備の取得よりむしろ研究開発投資が大きいことが予想できるため研究開発支出も含めて「実物投資」とした。次に「他社株投資」であるが、これは表2の連結キャッシュ・フロー計算書にある「他社買収（現金買収総額）」(Line 12)、「投資資産取得」(Line 13)、「投資資産償還」(Line 14)、「投資資産売却」(Line 15) を合計し、それに株式交換による他社買収を足し合わせたものである。株式交換による他社買収は同社の年次報告書 (Annual Report) に記載があったものを利用した。キャッシュ・フロー計算書の「投資資産」(Line 13–15) は他社株以外にも社債や国債など有価証券などを含む。しかし有価証券の細かい内訳が公表されていないため、ここではこうした数値を「他社株投資」として扱う。最後に「自社株投資」であるが、これは表2の連結キャッシュ・フロー計算書の普通株取得 (Line 6) と普通株発行 (Line 5) を合計したネットの取得額から、資本金計算書 (Stockholders' Equity Statements) 記載のストック・オプションによる株式の再発行支出を差し引いた金額を表す。

以上の点を踏まえた上で図7のマイクロソフトの投資額をそれぞれ見ていこう。実物投資は1998年には20億ドル弱だったものが2008年には90億ドル以上にまで拡大している。この大半（8–9割）は研究開発支出によって占められている。ソフトウェア会社という同社の業務内容を反映したものである。次に他社株投資であるが、これは2003年まで3つの投資先のうち最大の規模であった。しかし2004年に急減し2005–2007年はむしろ投資を回収している。表2の連結キャッシュ・フローをみれば分かるが、この時期「投資資産取得」(Line 13) が急速に減少していることがその原因である。そしてこの時期から逆に増加しているのが自社株投資である。自社株投資は2005年までは50億ドルを超えることがなかったが、2006年以降一気に拡大している。2006年は150億ドルを超え2007年には200億ドル弱まで増加している。実物投資も安定的に増加しているが、2006–2007年にかけて自社株投資はそれを遙かに上回

表2 マイクロソフトの連結キャッシュ・フロー計算書

Line	1998	99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
単位:100万ドル											
営業活動											
1 当期純利益	4,490	7,785	9,421	7,346	5,355	7,531	8,168	12,254	12,599	14,065	17,681
2 減価償却その他非現金項目	1,320	926	1,250	1,536	938	1,393	1,186	855	903	1,440	2,056
3 その他	2,623	4,426	755	4,540	8,216	6,873	5,272	3,496	902	2,291	1,875
4 営業活動から得た現金(純額)	8,433	13,137	11,426	13,422	14,509	15,797	14,626	16,605	14,404	17,796	21,612
財務											
5 普通株発行	959	1,350	2,245	1,620	1,497	2,120	2,748	3,109	2,101	6,782	3,494
6 普通株取得	-2,468	-2,950	-4,896	-6,074	-6,069	-6,486	-3,383	-8,057	-19,207	-27,575	-12,533
7 普通株配当支払	-	-	-	-	-	-857	-1,729	-36,112	-3,545	-3,805	-4,015
8 プットワラント前受金	538	766	472	-1,367	-	-	-	-	-	-	-
9 その他	-28	-28	-13	235	0	0	0	-18	89	54	120
10 財務活動に使用した現金(純額)	-999	-862	-2,192	-5,586	-4,572	-5,223	-2,364	-41,078	-20,562	-24,544	-12,934
投資											
11 有形固定資産の取得	-656	-583	-879	-1,103	-770	-891	-1,109	-812	-1,578	-2,264	-3,182
12 他社買収(現金買収純額)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-1,063	-4	-207	-649	-1,150	-8,053
13 投資資産取得	-19,304	-36,441	-42,290	-66,346	-89,386	-89,621	-95,005	-68,045	-51,117	-36,308	-20,954
14 投資資産償還	1,890	4,674	4,025	5,867	8,654	9,205	5,561	29,153	3,877	4,736	2,597
15 投資資産売却	10,798	21,159	29,752	52,848	70,657	75,157	87,215	54,938	54,353	41,451	25,132
16 証券貸付収入	-	-	-	-	-	-	-	-	3,117	-376	-127
17 投資活動に使用した現金(純額)	-7,272	-11,191	-9,392	-8,734	-10,845	-7,213	-3,342	-15,027	8,003	6,089	-4,587
18 為替変動による現金増減	-29	52	29	-26	2	61	27	-7	18	56	137
19 現金、現金等価物の純増、純減	133	1,136	-129	-924	-906	3,422	8,947	-9,453	1,863	-603	4,228
20 期末の現金、現金等価物	3,706	3,839	4,975	4,846	3,922	3,016	5,357	14,304	4,851	6,714	6,111
21 期末の現金、現金等価物	3,839	4,975	4,846	3,922	3,016	6,438	14,304	4,851	6,714	6,111	10,339

他社買収(Line 12)は2003年以降、独立した項目で記載しているが、それ以前は「投資資産取得」(Line 13)に含まれる。  
Microsoft Corporation Annual Report 2000-2007より。

る規模で実行されている。以上をまとめるとマイクロソフトの場合、2004年までは他社株などの投資資産への資金投入がもっとも大きかったが2005年以降急速に自社株投資へのシフトが進んだと言える。

マイクロソフトの自社株投資が拡大したのはなぜか。前述の議論に従えばマイクロソフトにとって自社株がもっとも有利な投資対象になる場合、同社の既存投資が将来より多くのキャッシュ・フローを生み出すという状況にあることになる。同社にとってそれはどういった投資なのか。

マイクロソフトは言わずと知れたソフトウェア会社である。その主力製品はパソコンやサーバーなどの基本ソフト・ウィンドウズと文章作成などのソフトウェア・オフィスである。同社の2008年度（2007年7月1日—2008年6月30日）経常利益総額は225億ドルであるが、ウィンドウズとオフィスの両製品だけで247億ドルを稼ぎ出している。<sup>(19)</sup> 両製品の市場におけるシェアは圧倒的であり、こうした市場の独占状態が継続する限り将来的にも同社に安定的なキャッシュ・フローがもたらされると予想できる。こうしたことからマイクロソフトにとっても自社株が有利な投資対象となったと考えられる。

ただ同社の場合、2004年までは他社株をはじめとする投資資産への資金投入が最大であり、自社株が急拡大していくのは2005年以降である。他方で自社株投資の高い利益率をもたらしたウィンドウズやオフィスの圧倒的な市場シェアは90年代から既に存在していたことを考えると、マイクロソフトの場合、自社株は確かに高い利益率をもたらすものであるが、その位置づけは他社株投資が一段落もしくは失敗した後の補助的投資対象というべきものではなかろうか。実際、2008年5月にインターネット検索大手のヤフー買収に失敗後、9月には400億ドルの自社株買い枠を設定している。<sup>(20)</sup> つまり他社株投資に向けて用意していた現金が買収の失敗により宙に浮いてしまい、次善の投資先として自社株の購入に向かったというわけである。またマイクロソフトは欧米の司法当局と独占禁止法の関連で長年問題を抱えてきた。その中で経済的利害だけでは他社の買収に踏み切れないようなケースも出てきており、他社株投資に代わる投資先として自社株投資が実行された。しかしはず

れにせよポイントは、他社株投資が急速に減少する中で、それに代わる投資先として実物投資が行われるのではなくそれをはるかに上回る自社株投資が行われている、という点である。マイクロソフトの場合、X-boxなどのゲーム機、MSNに代表されるポータルサイトサービスの分野において新たな実物投資を一定規模で行っているが、そうした新規の実物投資による期待収益率をはるかに上回る既存投資の高い期待収益率があった。それはオフィスやウィンドウズに代表される既存ソフトの独占状態をもたらしたものである。

### 3 自社株買いと利潤の実物資本への不転化

前節では、自社株買いを実物投資や他社株投資と並ぶ1つの投資対象として検討した。しかし「図4 自社株の消却」、「図5 自己株式」で見たとおり、自社株買いは買った自社株が消却されようと自己株式という形で保有されようといずれにしても企業の資本や総資産を減少させるものであった。また同時に自社株買いは株主へ現金が流出する、つまり株主から調達した資本を再び株主へ返還するという意味を持つ。本節では、自社株投資としての自社株買いとは全く逆、すなわち株主による投資回収であり、企業からみれば利潤の実物資本への不転化（新規実物投資の回避）となる自社株買いの側面について検討する。

自社株買いという行為自体は、企業の資本と総資産を減少させるものであった。では自社株買いを積極的に行っている企業の資本や総資産は全体として減少しているのだろうか。前節で取り上げたエクソンモービルに関して言えば、決してそのようなことはない。むしろ資本も総資産も増加している。なぜなのか。その答えは利益剰余金の増加である。

表3はエクソンモービルの連結バランスシートである。これを見ながら、企業が自社株買いを行う中でも総資産、資本を増加させていく様子を明らかにしよう。上述のとおりエクソンモービルの総資産（資産合計、Line 5）も資本（株主資本合計、Line 14）も増加傾向にある。とくに株主資本の内訳

アメリカ株式市場における自社株買い（小西）

表3 エクソンモービルの連結バランスシート

単位：100万ドル

Line	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
資産									
1 流動資産	31,141	40,399	35,681	38,291	45,960	60,377	73,342	75,777	85,963
2 投資、貸付金、長期受取手形・売掛金	14,544	12,618	10,768	12,111	15,535	18,404	20,592	23,237	28,194
3 土地、建物、設備、有形固定資産(原価、減価償却費控除後)	94,043	89,829	89,602	94,940	104,965	108,639	107,010	113,687	120,869
4 その他純資産(無形資産含)	4,793	6,154	7,123	7,302	7,818	7,836	7,391	6,314	7,056
5 資産合計	144,521	149,000	143,174	152,644	174,278	195,256	208,335	219,015	242,082
負債									
6 流動負債合計	38,733	38,191	30,114	33,175	38,386	42,981	46,307	48,817	58,312
7 長期負債合計	38,634	36,822	37,074	42,104	42,595	46,567	47,315	52,550	57,726
8 株主持分	3,688	3,230	2,825	2,768	3,382	3,952	3,527	3,804	4,282
9 負債合計	81,055	78,243	70,013	78,047	84,363	93,500	97,149	105,171	120,320
株主資本									
10 資本金	3,105	3,426	3,630	3,767	3,834	4,053	4,477	4,786	4,933
11 利益剰余金	75,055	86,652	95,718	100,961	115,956	134,390	163,335	195,207	228,518
12 その他包括所得累計額	-2,568	-5,189	-6,590	-6,054	-514	1,527	-1,279	-2,762	1,989
13 自己株式	-12,126	-14,132	-19,597	-24,077	-29,361	-38,214	-55,347	-83,387	-113,678
14 株主資本合計	63,466	70,757	73,161	74,597	89,915	101,756	111,186	113,844	121,762
15 負債、株主資本合計	144,521	149,000	143,174	152,644	174,278	195,256	208,335	219,015	242,082

Exxon Mobil Corporation, 2003 Summary Annual Report ~ 2007 Summary Annual Report より。

に注目してみる。同社が市場から買い戻した自社株のうち自己株式として社内に保有している株は99年の120億ドルから2007年には1,137億ドルにまで増加している（自己株式、Line 13）。自己株式はバランスシート上ではマイナス項目として計上されるため資本を減少させるが、エクソンモービルの場合、自己株式を上回る利益剰余金（Line 11）の拡大があったため株主資本全体としては増加している。

エクソンモービルは原油価格の高騰を背景に利益を拡大させた。それは同時に同社の既存投資の利益率を急激に上昇させた。増大する利潤は社内に一旦、現金として溜まっていく。既存投資よりも高い期待利益率をもたらす新規の実物投資先や他社株があればそういったところに現金が振り向けられていく。しかしそうした投資先がない場合、既存投資の高い期待利益率は自社株をもっとも有利な投資対象とした。M & A が日常的に繰り返される今日、もし企業が既存投資の高い利益率を背景に社内に蓄積された現金を現金のまま保有していたならば、それは望まない買収のターゲットになるリスクを拡大させる。しかし有り余る現金を全て株主に配当として分配すれば、将来来るべき時に他社を買収する戦略を実行するにあたって資金的に不利になるかもしれない。よって自社株を購入し、社内に蓄積する現金を自社株という「隠れた資産」(hidden assets)<sup>(21)</sup> として保有することになる。こうした状況はエクソン・モービルに限らずアメリカにおいて積極的に自社株買いを展開する企業全般に当てはまると言える。<sup>(22)</sup>

自社株買いの原資が利益にある、という点は注目すべきである。<sup>(23)</sup> 資本主義の原点に立ち返れば、利益から資本家の消費部分を除いたもの（利益から配当などを除いた内部留保）が実物投資に向けられることで拡大再生産が実現し経済発展が維持されてきたのである。しかし自社株買いは利益を拡大再生産に向けるのではなく、株主に現金を返還して資本を減少させる。利潤の再投資によって発展してきた資本主義の拡大再生産のプロセスを逆回転させる。既存投資の高い利益率を基に社内に蓄積された現金は、企業内においてより高い期待利益率を実現する新規の実物投資先を見つけれず、株主に返

還されていくのである。利潤が再び資本の回転に組み込まれていくことを拒否しているのである。もちろん国全体のマクロ経済で見た場合、株主に返還された現金が再び株式や債券投資に回る、もしくは銀行預金を通じて他企業の実物投資に向かうといった形で拡大再生産のプロセスに組み込まれていくことも充分考えられる。しかし自社株買いを行う個別企業のレベルで見れば、自社株買いはまさに拡大再生産の停滞であり、利潤の実物資本への転化拒否と言うべきものなのである。

## おわりに

本稿では、アメリカ企業の自社株買いの2つの側面、すなわち実物投資や他社株に勝る有利な投資としての自社株買いと、株主への資本返還、実物資本投資の回避としての自社株買いという2つの側面について分析した。この2つの側面は自社株買いを行う企業が抱える矛盾、すなわち自社内で新規の実物投資を行わないにもかかわらず擬制資本としての自社株へ投資する、という矛盾を反映している。本来であれば社内に蓄積された利潤は新たな実物投資に振り向けられることで更に利潤を拡大させ、それが擬制資本としての自社株の株価をも上昇させていくものである。しかし自社株買いの拡大はこうした資本主義本来の拡大再生産のプロセスに逆行するものであった。

アメリカでは現在、サブプライム問題をきっかけにした深刻な金融危機が発生している。その中で原油価格も急落し本稿執筆の時点（2009年2月10日）では1バレル＝37ドルまで下落している。こうした状況下で本文で取り上げたエクソンモービルをはじめアメリカ企業の利益は急速に縮小している。既存投資の高い期待収益率を背景に拡大した自社株買いは、今回の金融危機と景気後退によってどのような影響を受けるだろうか。現在のような金融危機の際の急激な信用収縮は企業にとって現金の重要性を高めるであろう。よって現金に代わる「隠れた資産」としての自社株買いは一時的に縮小すると思われる。しかしアメリカが景気後退に突入したとしても、プラスの利益を計

上する企業にとって既存投資の期待利益率が新規投資の期待利益率を上回るような状況があった場合、やはり擬制資本としての自社株は有利な投資対象となり続けるであろう。むしろ不況の中で新規投資の期待収益率が急速に低下する一方で既存投資が安定的に収益を生むような企業にとって自社株買いは充分あり得る選択肢と言えるであろう。<sup>(24)</sup>

## 注

- (1) 本稿を作成するにあたって立命館大学・板木雅彦先生、立教大学・櫻井公人先生から有益なコメントを頂いた。感謝の念をもって記しておく。
- (2) The Federal Reserve Board, *Federal Reserve Bulletin*, Summer 2005, p.326-327.
- (3) FRB自身も2つのデータは金額が一致していなければおかしいと誤りを認めている。(FRB, *Flow of Funds Accounts* 担当のWarusawitharana氏の返答より。)
- (4) 岸本太一氏もこのような現象を捉えて、アメリカ株式市場が「資金返還とM & Aの場」となっていることを指摘している。(岸本太一「第3章 トップ企業とマクロ・レベルとの間に横たわる格差」、伊丹敬之編(2006)『日米企業の利益率格差』有斐閣。)
- (5) 小島義輝(2004)『入門・英文会計(下)』日本経済新聞出版社、93ページ。
- (6) Ozgur Orhangazi (2008) *Financialization and the US Economy*, Edward Elgar, p. 82-85.
- (7) 日本では2006年5月の会社法施行以来、従来の「資本の部」が「純資産の部」に変更された。しかし本稿では英文会計の "Stockholders' Equity" を「自己資本」や「資本」、「株主資本」と訳す。(小島義輝(2004)『入門・英文会計(上、下)』日本経済新聞社。)
- (8) 自社株消却、金庫株のバランスシート上の処理については、小島義輝(2004)『入門・英文会計(下)』日本経済新聞出版社、93-98ページを参照。
- (9) 小島義輝(2004)『入門・英文会計(下)』日本経済新聞出版社、93ページ。
- (10) 砂川伸幸、川北英隆、杉浦秀徳(2008)『日本企業のコーポレートファイナンス』日本経済新聞出版社、275-286ページ。
- (11) Standard & Poors (March 24, 2006) *S & P 500: Buybacks and the Impact of Share Count Reduction*, March 24, 2006, p.4.
- (12) Standard & Poors (December 13, 2007) *S & P 500 Buybacks: Three Years and \$1.3 Trillion Later*, p.1



## アメリカ株式市場における自社株買い（小西）

- (13) リチャード・ブリーリー、スチュワート・マイヤーズ、フランクリン・アレン (2007)『コーポレート・ファイナンス（第8版）（上、下）』日経BP社、第2章。
- (14) 株式交換による M & A は90年代後半から2000年にかけて拡大したが、近年は縮小傾向にある。2002年以降は M & A 全体の3割前後が株式交換による。（みずほ総合研究所（2006年11月21日）「みずほレポート 拡大する世界のクロスボーダー M & A 市場」19ページ。）
- (15) 2004年第3四半期-2007年第3四半期の3年間に S & P 500企業の自社株買いは1兆3,180億ドルだったのに対して、設備投資は1兆2,760億ドル、研究開発支出は3,760億ドルであった。（Standard & Poors (December 13, 2007) *S & P 500 Buybacks : Three Years and \$1.3 Trillion Later*, p.1.）
- (16) Standard & Poors (April 7, 2008) Press Release, *S & P 500 Buybacks Set Record of \$589 Billion in 2007*, Standard & Poors (June 18, 2008) Press Release, *S & P 500 Stock Buybacks Retreat in Q1 But Remain Strong*.
- (17) Standard & Poors (December 13, 2007) *S & P 500 Buybacks : Three Years and \$1.3 Trillion Later*, p.21.
- (18) 日本経済新聞、2001年1月25日。
- (19) ウィンドウズ、オフィス以外の業務（MSNなどのオンライン・サービス）で赤字となっているため、経常利益総額がウィンドウズ、オフィスの合計利益額よりも少なくなっている。（*Microsoft Corporation Annual Report 2008*, p.63-64.）
- (20) 日本経済新聞、2008年9月23日。
- (21) Standard & Poors (December 13, 2007) *S & P 500 Buybacks : Three Years and \$1.3 Trillion Later*, p.9.
- (22) アメリカ企業全般の自己資本利益率は70-80年代にかけては低下していたが、90年代以降はむしろ緩やかな上昇に転じている。（伊丹敬之編（2006）『日米企業の利益率格差』有斐閣、71ページ。）90年代のアメリカは景気拡大によって企業の総資産が増加傾向にあったため自己資本比率の維持、上昇はすなわち資本額の増加を意味する。自社株買いを行いつつ資本額を増加させるためには利益剰余金を積み上げる必要がある。
- (23) 1980年代は借入による自社株買い（debt-financed stock buybacks）であったと予想される。80年代の自己資本比率は低下傾向にあった。利益の増加以上に自社株買いを行い、結果として資本の減少、自己資本比率の低下を招いたと考えられる。（自己資本比率の低下については、伊丹敬之編（2006）『日米企業の利益率格差』有斐閣、71ページを参照。）

- (24) 非金融部門の株式市場における資金放出は、2008年第1四半期—第3四半期のデータを基にした年間ベースでは3,940億ドルとなっている (*Flow of Funds Accounts of the United States*, Dec.11 2008, Table F 213.). 2007年の8,312億ドルと比べると半減しているが、2005年の3,607億ドルを上回るものである。資金放出全体3,940億ドルのうち自社株買いと現金での M & A の内訳は不明であるが、金融危機による買収の低迷などを考慮すると自社株買いは一定の規模を維持していると推察できる。