

自己株式が水増しする日本企業の時価総額 ～発行済株式数とOutstanding株式数の違い～

一橋大学大学院経営管理研究科 教授 田村俊夫

第1章 自己株式による時価総額の歪み

われわれが普段メディア等で目にする日本企業の時価総額は、たいていの場合、「水増し」されている。それは、日本企業の時価総額計算に使われる発行済株式数に自己株式が含まれているからである。

例えば、2021年6月2日付の日本経済新聞では、トヨタ自動車の時価総額が「30兆円」を超えたことを、以下のように報じている¹。

1日の東京株式市場でトヨタ自動車の株価が前日比308円（3.4%）高の9423円まで上昇し、時価総額（発行済み株式数ベース）が30兆7472億円に達して約14年3カ月ぶりに最高となった。

ここで「発行済み株式数ベース」とは、自己株式を控除していないことを意味している。トヨタ自動車の発行済株式数のうち14.3%は自己株式²であるので、この時価総額「30.7兆円」は、実際には26.3兆円であったことになる。

本記事では時価総額に「(発行済み株式数ベース)」という注記をつけており、自己株式を含む数値であることを間接的に明示しているが、大部分の報道では、単に日本企業の「時価総額」として自己株式を含む数値を報じていることが多い。例えば、2021年5月31日に配信された共同通信の記事は、以下のように報じている³。

トヨタ自動車の株価が31日、東京証券取引所で一時9227円を付けて上場以来の最高値を更新し、株価と発行済み株式数に基づいた企業価値を示す時価総額が30兆円を超える場面があった。・・・国内企業の時価総額でトヨタは首位。2位は約

¹ 「トヨタ、14年ぶり時価総額最高 30.7兆円 株5日連続高値」日本経済新聞（2021/6/2）。

² トヨタ自動車決算短信によると、2021年3月末現在で発行済株式数は3,263百万株、うち自己株式は467百万株である。

³ 「トヨタ、時価総額30兆円超え 販売好調、最高値を更新」共同通信（2021/5/31）。

14兆2千億円のソフトバンクグループ、3位が約13兆6千億円のソニーグループで、トヨタは2倍以上の差をつけている。

米国企業の時価総額は自己株式を含まない発行済株式数に基づいて算出されるのが通例なので、トヨタ自動車とテスラの時価総額比較のような記事には注意が必要である。

「日本企業の時価総額ランキング」のような表でも、たいていの場合、自己株式を含んだ水増しされた時価総額でランキングが作成されている。例えば、日本経済新聞⁴やYahoo!ファイナンス⁵の時価総額上位ランキング表では、図表1の「時価総額（含む自己株式）」の数値が用いられている。

図表1で興味深いのは、ソフトバンクグループの順位である。時価総額の計算に用いられる「発行済株式数」は、直近の四半期末の数字が用いられるのが通例であり、図表1のうち8月決算のファーストリテイリングを除く各社は、2021年3月末の発行済株式数を基に時価総額が計算されている。ところが、ソフトバンクグループは2021年5月11日に、発行済株式数の16.3%に相当する自己株式を消却したため、同社の時価総額は消却後の発行済株式数に基づいて計算されている。もしソフトバンクグループが自己株式の消却を行っていなければ、時価総額の順位は4位ではなく2位であっただろう。このように自己株式の消却の有無によって時価総額が大きく変動するような計算方法は適切とは考えられない。これに対して自己株式を除いて時価総額を計算すれば、そのような奇妙な現象は生じない。

図表1：日本企業の時価総額ランキング（2021/7/16終値ベース）

順位	社名	時価総額（兆円）		自己株式比率
		含む自己株式	除く自己株式	
1	トヨタ自動車	32.19	27.58	14.3%
2	ソニーグループ	14.07	13.82	1.7%
3	キーエンス	13.99	13.95	0.3%
4	ソフトバンクグループ	12.89	12.81	0.6%
5	日本電信電話	11.21	10.41	7.1%
6	リクルートホールディングス	9.51	9.17	3.6%
7	任天堂	8.23	7.45	9.5%
8	ファーストリテイリング	8.22	7.92	3.7%
9	KDDI	8.02	7.92	1.2%
10	三菱UFJフィナンシャルグループ	8.01	7.58	5.4%

【注】発行済株数および自己株式数は直近の決算短信による

但し、ソフトバンクグループは2021/5/11の自己株式消却後（消却前発行済株式総数の16.3%を消却）

【参考】ソフトバンクグループが自己株式の消却を行わなかった場合

(2)	ソフトバンクグループ	15.63	13.01	16.8%
-----	------------	-------	-------	-------

出所：株価データ、各社決算短信等より筆者作成

⁴ 日本経済新聞「時価総額上位ランキング」。Available at: <https://r.nikkei.com/markets/ranking/caphigh>.

⁵ Yahoo!ファイナンス「時価総額上位：株式ランキング」。Available at: <https://info.finance.yahoo.co.jp/ranking/?kd=4>.

以下、本稿では、日本企業に関する時価総額計算等における自己株式の誤った取り扱いがもたらす歪みについて論じる。第Ⅱ章では、なぜ時価総額の計算において自己株式を発行済株式数から控除すべきなのかについて、法的・会計的な観点およびコーポレートファイナンス理論の観点から考察する。第Ⅲ章では、自己株式の取り扱いの誤りが時価総額の過大評価、さらにバリュエーションの過大評価につながっていることを示す。第Ⅳ章では、現行の開示、取引所規則等における自己株式の取り扱いを概観し、歪みを是正する方策について示唆する。第Ⅴ章は結語である。

第Ⅱ章 自己株式の性質

1. 法的、会計的な取り扱い

時価総額の計算のもとになる発行済株式数は、米国では通常“Number of Outstanding Shares”と呼ばれており、“Issued and Outstanding”ベースの株数を意味している。ここで“Issued”とは「発行された」という意味であり、“Outstanding”とは「社外の投資家が保有している＝自己株式でない」という意味である。つまり、“Number of Outstanding Shares”とは「発行済株式数から自己株式数を引いたもの」を指している。例えば、図表2のIBMの事例を見ると、2021年3月31日現在で、授權枠約4,687百万株に対し、発行済株式数は約2,244百万株、自己株式は約1,350百万株、したがって、Outstanding株式数は約894百万株である。

図表2：IBM（米国基準）の貸借対照表：純資産の部

(Dollars in millions except per share amounts)	At March 31, 2021	At December 31, 2020
Equity:		
IBM stockholders' equity:		
Common stock, par value \$0.20 per share, and additional paid-in capital	56,788	56,556
Shares authorized: 4,687,500,000		
Shares issued: 2021 - 2,244,015,188		
2020 - 2,242,969,004		
Retained earnings	162,218	162,717
Treasury stock - at cost	(169,360)	(169,339)
Shares: 2021 - 1,350,492,360		
2020 - 1,350,315,580		
Accumulated other comprehensive income/(loss)	(28,257)	(29,337)
Total IBM stockholders' equity	21,389	20,597
Noncontrolling interests	124	129
Total equity	21,513	20,727

出所：IBM, 10Q

本章では、なぜ時価総額の計算において自己株式を発行済株数から控除すべきなのかを論じるが、換言すれば、なぜ時価総額の計算において「発行済株式数」(IBMの事例だと約2,244百万株)ではなく「Outstanding株式数=自己株式を除く発行済株式数⁶」(IBMの事例だと約894百万株)を用いるかという問題である⁷。IBMは米国の事例であるが、日本企業の時価総額計算における自己株式の取り扱いを考察するために、まず自己株式に関する日本の法的・会計的枠組みを概観してみよう。

現在の日本の法制度では、自己株式を保有していても消却しても、経済的に意味のある実質的な違いはない。まず、自己株式には議決権がない(会社法308条2項)のみならず、配当請求権(会社法453条)も残余財産分配請求権(同504条3項)もない。すなわち、自己株式には経済的な価値がない^{8,9}。

また、自己株式の売却は新株発行に比べて容易であるとの誤解もみられるが、会社法上も金融証券取引法上も、自己株式の処分(売却)には、新株発行(募集株式の発行)と同様の手続きが課せられる。まず、会社法(第二編第二章第八節)では、募集株式の発行と自己株式の処分は、「募集株式の発行等」とまとめて規定されている。第八節冒頭の199条は、以下のように定める。

株式会社は、**その発行する株式又はその処分する自己株式を引き受ける者の募集をしようとするとき**は、その都度、募集株式(当該募集に応じてこれらの株式の引受けの申込みをした者に対して割り当てる株式をいう。以下この節において同じ。)について次に掲げる事項を定めなければならない。〔以下略、強調筆者〕

金融商品取引法上も、2009年の改正¹⁰により自己株式の処分も「有価証券の募集」又は「有価証券の私募」に該当するものとして新株発行と同様の規制に服するようになり、上場会社が行う自己株式の処分は、その相手方の人数等にかかわらず、原則と

⁶ Outstanding Sharesは発行済株式(Issued Shares)の一部なので、Outstanding SharesとIssued and Outstanding Sharesは同義である。

⁷ 2021年7月16日のIBMの終値は138.90ドル/株なので、日本流に発行済株式数ベースで計算した時価総額は3,117億ドル(約34兆円)にも達する。実際のIBMの時価総額はOutstanding株式数ベースで計算され、1,242億ドル(約14兆円)である。

⁸ ちなみに、自己株式の帳簿価額は分配可能額の計算上控除されるが、自己株式を処分(売却)すると基本的に(差損益分を除き)分配可能額が復活する。これに対して、自己株式を消却してその後新株を発行しても分配可能額は復活しない。このように分配可能額の観点からは、自己株式は消却しないで保有し続ける方が株主にとって得である。

⁹ なお、旧商法時代と異なり、現行の会社法では、自己株式を消却しても授權枠(発行可能株式総数)には影響がない。

¹⁰ 2009年改正前は自己株式の処分は「有価証券の募集」や「有価証券の私募」には該当しないものとされ、均一の条件で50名以上の者を相手方として勧誘を行う場合のみ、「有価証券の売出し」として発行開示規制の対象となっていた。しかし、その場合も「売出し」であるから有価証券届出書の提出は不要であり、有価証券通知書の提出と目論見書の作成・交付のみで済んでいた。

してすべて有価証券届出書の提出が必要となっている¹¹。

会計上は、取得した自己株式は、純資産の部の株主資本の内訳で、自己株式として一括して控除される¹²。自己株式を消却しても、株主資本の控除額である自己株式の額が消却分だけ減少し、同額がその他資本剰余金から控除されるので、株主資本総額の変動はない。

以上見てきたように、自己株式には配当も議決権もなく、会計上も自己株式は資産ではなく株主資本から控除されている。また、自己株式の処分（売却）と新株発行には、経済的にも手続き的にも実質的な差はない。いま、発行済株式数1,000株、うち自己株式が100株である場合、自己株式100株を処分する場合と、自己株式をすべて消却した後に新株を100株発行する場合とは、実質的な差はない。すなわち、自己株式は、経済的にも手続き的にも未発行の株式と基本的に同一視し得る存在である。

2. コーポレートファイナンスの観点

前節の議論は、時価総額の計算に際しては、発行済株式数に未発行株式を含めないように、発行済株式数から自己株式数を控除すべきことを強く示唆する。もちろん、時価総額を「株価×発行済株式数（自己株式を含む）」と定義してしまえば、そのような時価総額の計算は誤っていないと主張することもできる。しかし、ここで問題なのは、そのように定義された時価総額にどのような意味があるかということである。以下では、コーポレートファイナンスの観点から、時価総額をどのように定義するのが適切かを検討する。

時価総額は企業の価値指標の一種であり、特に類似企業比較法によるバリュエーションの局面で非常によく使われている。標準的なバリュエーション理論によれば、企業価値には内在価値（DCF価値）としての企業価値と、市場価値としての企業価値があり、市場が効率的で株価が内在価値を反映している場合には、両者は一致する。ここで、

$$\text{市場価値としての企業価値} = \text{時価総額} + \text{有利子負債等の価値}^{13}$$

と表される。この場合の時価総額は、発行済株式数に自己株式を含んだベースで測定されるべきだろうか。自己株式を除いたベースで測定されるべきだろうか。

¹¹ アンダーソン・毛利・友常法律事務所（2009）参照。

¹² なお、自己株式を処分した場合には、株主資本の控除項目としての自己株式が減少し、処分に伴う差損益は原則として「その他資本剰余金」で処理する。自己株式を消却した場合には、消却額を原則として「その他資本剰余金」から減額する。

¹³ 有利子負債等の中には、（純）有利子負債や優先株式、非支配株主持分等が含まれる。

いま、簡便化された設例として、以下のようなケースを考える。100%エクイティの会社が毎年100億円のフリーキャッシュフローを永続的に生み出すものと予想されている。資本コストを10%とすると、DCF法による企業価値＝株主価値は1,000億円である¹⁴。この会社の発行済株式数は20億株で、うち10億株が自己株式であり、Outstanding株式数は10億株である。Outstanding株式をすべて保有すればこの企業の将来のキャッシュフローを全額入手できるので、株価が内在価値を反映していれば、Outstanding株式トータルの価値は1,000億円になるはずである。したがって、株価は100円/株になる。この時、Outstanding株式数ベースの時価総額は1,000億円で内在価値と一致するが、発行済株式数ベースの時価総額は2,000億円と言う無意味な数字になる。

このように、「時価総額＝株価×発行済株式数（自己株式を含む）」という定義から算出される時価総額はコーポレートファイナンス理論的には無意味な数値であるので、以下、本稿ではそのような無意味な時価総額を「誤った」時価総額と呼ぶことにする。本設例で、企業が自己株式をすべて消却すると、発行済株式数＝Outstanding株式数＝10億株となり、どちらのベースの時価総額も1,000億円となる。自己株式を消却しただけで時価総額が2,000億円から1,000億円に減少するような時価総額の定義は、やはり「誤り」と言わざるを得ない。

「時価総額＝株価×発行済株式数（自己株式を含む）」という定義の誤りは、株主還元局面を想定しても明らかである。株主還元には、配当と自社株買い（自己株式の取得）の2つの方法があるが、シグナリング効果等の付随的な要因を除けば、株主にとっての本質的な経済的損得は変わらないはずである。

図表3の設例では、株主価値（時価総額）1,000億円の企業が、配当もしくは自社株買いにより100億円の株主還元を行った場合を比較している。配当の場合、全株主が同額の配当金を受け取り、その額だけ株価が（理論的には）下落する（「配当落ち」）。これに対して自社株買いの場合は、自社株買いに応じた株主は配当落ち前の株価相当の現金を受け取り、自社株買いに応じなかった株主は（配当落ち前の株価を維持した）株式を保有する。いずれの場合も、株主還元後の時価総額（株主価値）は900億円である。ところが、時価総額を自己株式を含んだ発行済株式数で計算すると、自社株買いの場合は、100億円の株主還元を行った後も、なお時価総額は1,000億円のままということになり、明らかにおかしい。やはり、「時価総額＝株価×Outstanding株式数」と定義すべきである。

¹⁴ 非事業資産・負債等はゼロとする。

図表3：株主還元方法の比較

株主還元前	株主還元後	
	(1) 配当	(2) 自社株買い
株主価値 1,000 億円	株主価値 900 億円	株主価値 900 億円
発行済株数 10 億株	発行済株数 10 億株	発行済株数^(注) 9 億株 (自社株買い 1 億株)
株価 100 円/株	株価 90 円/株 + 配当金 10 円/株	株価 100 円/株
	株主帰属資産 100 円/株	株主帰属資産 100 円/株
当期純利益 50 億円	当期純利益 50 億円	当期純利益 50 億円
EPS 5.0 円/株	EPS 5.0 円/株	EPS 5.6 円/株
PER 20.0 倍	PER 18.0 倍	PER 18.0 倍
株主還元額 100 億円		(注) 自己株式を除く

出所：筆者作成

第三章 自己株式による時価総額の過大表示

1. 時価総額の過大表示

米国等では時価総額（Market Capitalization、略して「Market Cap」）は「株価×Outstanding株式数」で計算される。ここで「Outstanding株式数」とは自己株式を除いた発行済株式数という意味である。しかし、日本企業の時価総額は「株価×発行済株式数」で計算されることが多く、この「発行済株式数」には自己株式が含まれるので時価総額が過大に表示される。この時価総額の過大表示幅は、発行済株式数に占める自己株式の比率（以下、「自己株式比率」という）が高いほど大きくなる。冒頭のトヨタ自動車も自己株式比率14.3%と非常に高いが、以下では同比率が22.3%に達する富士フイルムホールディングスの事例を見てみよう。

図表4は富士フイルムホールディングスの2021年3月期貸借対照表から純資産の部を抜粋したものである。同社は米国会計基準を採用しており、図表2のIBMと表示方法が似通っている。2021年3月31日現在で、同社の授権株800百万株に対し、発行済株式数は約514.6百万株、自己株式は約114.8百万株、したがって、Outstanding株式数は約399.8百万株となり、時価総額はこの399.8百万株ベースで計算されるべきである。

図表4：富士フィルムHD（米国基準）の貸借対照表：純資産の部

(百万円)	前連結会計年度 (2020年3月31日)	当連結会計年度 (2021年3月31日)
純資産の部		
株主資本		
資本金		
普通株式	40,363	40,363
発行可能株式総数	800,000,000 株	
発行済株式総数	514,625,728 株	
利益剰余金	2,563,091	2,702,760
その他の包括利益(△損失)累積額	(164,100)	(52,836)
自己株式(取得原価)	(486,102)	(485,721)
前連結会計年度	114,914,288 株	
当連結会計年度	114,823,247 株	
株主資本合計	1,953,252	2,204,566
非支配持分	40,505	17,591
純資産合計	1,993,757	2,222,157

出所：富士フィルムホールディングス有価証券報告書

富士フィルムホールディングス自体は、自社の時価総額を計算して公表しているわけではないが、インターネット上で無料で検索できる代表的な各種ベンダーのサイトを見ると、図表5のように、筆者が検索した日本円・日本語表示のものはすべて、「時価総額＝株価×発行済株式数（自己株式を含む）」という誤った算式で時価総額を計算していた。

これに対して米ドル・英語表示のものは、「時価総額＝株価×Outstanding株式数」と正しく計算されているものが2例、日本同様に誤って計算しているものが1例であった。

図表5：富士フィルムHDの時価総額（2021/7/16終値ベース）

ベンダー名 (無料公開版)	株価 (円/株、\$/株)	発行済株式数			時価総額 (兆円、十億ドル)
		表示名称	株数(百万株)	自己株式	
日本円表示					
Yahoo!ファイナンス	¥7,956	「発行済株式数」	514.6	含む	¥4.094
会社四季報オンライン	7,956	N.A.	表示なし	含む	4.094
日経会社情報DIGITAL	7,956	「普通株式数」	514.6	含む	4.094
ブルームバーグ	7,956	「発行済株式数」	514.6	含む	4.094
みんかぶ	7,956	「発行済株式数」	514.6	含む	4.094
Quick Money World	7,956	「発行済株式数」	514.6	含む	4.094
米ドル表示					
Yahoo Finance	\$71.94	「Shares Outstanding」	399.8	含まない	\$28.76
MarketWatch	71.94	「Public Float」	399.8	含まない	28.89
Bloomberg	71.94	「Shares Outstanding」	514.6	含む	37.02

出所：各ベンダーの株価サイトより筆者作成

図表6に示すように、富士フィルムホールディングスの時価総額は約3.2兆円とするのが正しく、約4兆円という表示は29%の過大表示である。ちなみに、IBMのような米国企業の場合は、各種ベンダーによる時価総額はOutstanding株式数ベースで正しく計算されている。

図表6：富士フィルムホールディングスとIBMの時価総額計算

富士フィルムホールディングス

株価 (2021/7/16終値)	7,956 円/株
「発行済株式数」	514.6 百万株
時価総額	40,944 億円

出所：Yahoo!ファイナンス

発行済株式数 (2021/3末)

期末発行済株式数 (自己株式を含む)	514.6 百万株
期末自己株式数	114.8 百万株
期末発行済株式数 (自己株式を除く)*	399.8 百万株

出所：決算短信 (*は筆者計算)

時価総額の再計算

株価 (2021/7/16終値)	7,956 円/株
「Shares Outstanding」	399.8 百万株
時価総額	31,808 億円
(過大表示幅)	29%

IBM

株価 (2021/7/16終値)	138.9 \$/株
「Shares Outstanding」	893.5 百万株
時価総額	124,110 百万\$

出所：Yahoo! Finance

発行済株式数 (2021/3末)

Shares Issued (発行済株式数：含む自己株式)	2,244.0 百万株
Treasury Stock	1,350.5 百万株
Shares Issued and Outstanding (発行済株式数：除く自己株式)*	893.5 百万株

出所：10-Q (四半期報告書、*は筆者計算)

出所：諸種資料より筆者作成

それではBloombergやFactsetといった金融専門ベンダーのデータベースはどうだろうか。筆者がM&A実務に携わっていた2000年代には、投資銀行部門で使っていたデータベースは日本企業の時価総額を自己株式を含む発行済株式数ベースで計算していたので、エクセルシートで正しく計算し直す必要があった。現在どうなっているかは確認していないが、2016年9月4日付のロイター「Breakingviews」コラムでは、以下のように指摘されており、あまり状況は変わっていないようにも見える¹⁵。

Breakingviewsの親会社トムソン・ロイターの金融端末やブルームバーグのサイトで日本企業の時価総額を調べてみるといい。時価総額は株価と、金庫株を含め

¹⁵ Quentin Webb「コラム：金庫株を抱え込む日本企業の悪しき慣行」ロイター (2016/9/4)。Available at: <https://jp.reuters.com/article/japan-treasury-breakingviews-idJPKCN1180IB> .

た発行済株式数の掛け算で求められる。これは結果的に価値の水増しとなる。キャノンを例にとってみよう。発行済み株式数を利用することで、同社以外の投資家が保有する株式の時価総額に対して、金庫株分の約70億ドル、つまり18%¹⁶が追加される。正しい計算は、アナリストの多くが行うように、金庫株を除いて行うべきなのだ。

学術論文のデータとしてもしばしば用いられる日本経済新聞社「NEEDS-FinancialQUEST 株式データベース」については、時価総額として、発行済株式数に自己株式を含むもの（CMKTV、CMKTVCS等）と自己株式を含まないOutstanding株式数ベースのもの（JCMKTV、JCMKTVCS等）が利用できるが、自己株式の保有が一般化した時期以降で、自己株式を含む発行済株式数ベースの時価総額の使用が正当化される場合は考えにくいだろう。

これに対して米国企業のデータベースでは、時価総額は当然のようにOutstanding株式数ベースで計算されている。例えば、CRSPの米国株式データベース¹⁷では、時価総額（Market Capitalization）はOutstanding株式数ベースで計算されることが明記されている（131頁）。

2. バリュエーションの歪み

時価総額の過大表示で最も実害が大きいのは、EBITDA倍率等のマルチプルの過大表示を引き起こし、バリュエーションが歪む可能性があることである。バリュエーション実務では、評価対象企業の同業他社等の「類似企業」を複数選定し、各々の企業のEBITDA倍率等のマルチプルを計算して、その中央値、平均値等を勘案しながら、評価対象企業のEBITDA等に乗じるべき適切なEBITDA倍率等のレンジを判断する。例えば図表7は、米国たばこ大手のレイノルズ・アメリカンが英国のたばこグローバル大手BATに買収された際に、レイノルズ側アドバイザーのラザードが、買収価格の妥当性を検証した資料の一部である。

¹⁶ 決算短信によると2021年3月末現在のキャノンの発行済株式数は1,334百万株、自己株式は288百万株（自己株式比率22%）なので、Outstanding株式数は1,046百万株、過大表示率は28%と計算される。

¹⁷ Center for Research in Security Prices, “CSRP Data Description Guide for the CRSP US Stock Database and the CRSP US Indices Database.” Available at: https://fbe.unimelb.edu.au/__data/assets/pdf_file/0008/547685/stock_indices_data_descriptions.pdf.

図表7：EBITDA倍率

会社名	株価 (2017/1/13)	時価総額	企業価値	EBITDA倍率 (2016E)
フィリップモリス	\$90.40	\$141	\$167	14.3 x
BAT	£47.30	108	86	12.1
日本たばこ	JPY 3,870	61	65	10.1
インペリアルブランズ	£35.90	42	57	12.5
中央値				12.3 x
平均値				12.2

出所: Reynolds American, Inc. Schedule 13E-3 filed on May 12, 2017 - EX-99.(C)
(22) : Lazard Presentationより筆者作成

EBITDA倍率は企業価値をEBITDAで割って算出されるが、この場合の企業価値は、時価総額と純有利子負債の和である。したがって、時価総額が過大表示されると、企業価値、ひいてはEBITDA倍率が過大表示され、バリュエーションの判断に歪みを引き起こすおそれがある。

図表8は、同案件で同じくレイノルズ側アドバイザーであったJPモルガンによるレイノルズ自体のEBITDA倍率の試算例である。ここでは時価総額の計算にはOutstanding株式数が使われており問題ないが、もしレイノルズが日本企業で、時価総額が自己株式を含む発行済株式数ベースで計算されていたとすると、自己株式保有比率の水準によっては、かなりバリュエーション判断を歪めていた可能性がある。

図表8：投資銀行によるEBITDA倍率試算例：Reynolds American Inc.

			JPMorgan試算
A	株価 (2017/1/13終値)	(\$/株)	\$55.97
B	発行済株式数 (Shares outstanding)	(百万株)	1,430.9
C	時価総額 (Market cap)	(百万\$) C = A × B	80,089
D	純有利子負債 (2016/9末)	(百万\$)	10,991
E	企業価値	(百万\$) E = C + D	91,080
F	EBITDA (2016年度予測ベース)	(百万\$)	5,933
G	EBITDA倍率	(倍) G = E ÷ F	15.4

出所: Reynolds American, Schedule 13E-3, filed on May 12, 2017 - EX-99. (C) (11) : J.P. Morgan Presentationより筆者作成

例えば、富士フイルムホールディングスのEBITDA倍率を、自己株式株を含む発行済株式数ベース（「誤った計算」）と、自己株式を除く発行済株式数 = Outstanding株式数ベース（「正しい計算」）で計算すると、図表9の通りEBITDA倍率に大きな違

いが生じる。もちろん、実際のバリュエーション実務家は、EBITDA倍率等の算出に際しては、Outstanding株式数ベースで企業価値を計算しているものと想定される¹⁸が、バリュエーションレポートの作成や利用時には、きちんと確認することが重要である。

図表9：富士フィルムHD：EBITDA倍率試算

			誤った計算	正しい計算
A	株価（2021/7/16終値）	（円/株）	¥7,956	¥7,956
B	発行済株式数 自社株を含む 自社株を除く	（百万株） （百万株）	514.6	399.8
C	時価総額	（億円） C = A × B	40,944	31,808
D	純有利子負債（2021/3末）	（億円）	1,083	1,083
E	企業価値	（億円） E = C + D	42,027	32,891
F	EBITDA（2021/3期実績ベース）	（億円）	2,889	2,889
G	EBITDA倍率	（倍） G = E ÷ F	14.5	11.4

出所：富士フィルムHD有価証券報告書より筆者試算。EBITDAは簡便に営業利益＋減価償却費で計算。

株式アナリストレポートについては、Outstanding株式数ベースの正しい計算を行っている場合¹⁹と、発行済株式数ベースの誤った計算を行っている場合²⁰が混在しているので、注意が必要である。

第IV章 開示、取引所規則等における自己株式の取り扱い

1. 有価証券報告書と決算短信

前章まで、時価総額の計算においては自己株式を含まないOutstanding株式数を用いるべきであること、しかし日本では自己株式を含む発行済株式数ベースの時価総額

¹⁸ 例えば、野村證券の「証券用語解説集」では、EV（企業価値）の説明中で、「株式時価総額」を「発行済株式総数（自己株式を除く）× 株価」と定義している。

¹⁹ 例えば、Credit Suisse Plusで公開されているFujifilm Holdingsの2017年6月13日付アナリストレポートを見ると、時価総額（Market Cap）はOutstanding株式数ベースで正しく計算されている。Available at: <https://plus.credit-suisse.com/rpc/4/ravDocView?docid=V6Nr002AK-Yo3M> .

²⁰ 例えば、東京証券取引所が提供するアナリストレポート・プラットフォーム（ARP）発行のアナリストレポートについては、時価総額は株価×発行済株式数（自己株式を含む）と定義されている。東京証券取引所「アナリストレポートに記載される指標等について」参照。Available at: <https://www.jpx.co.jp/listing/ir-clips/analyst-report/tvdivq00000072p-att/shihyou.pdf> .

が広く流布していることを見てきた。しかしなぜ、日本ではそのような誤った時価総額の計算方法が未だに根強く存在しているのだろうか。そこには歴史的な事情が作用しているものと思われる。

旧商法では、もともと自己株式の取得は禁止されていた²¹。1990年代にストックオプション目的や消却目的のための自己株式取得が限定的に認められたが、自己株式を取得して消却せずに保持し続ける「金庫株」が解禁されたのは、2001年（平成13年）商法改正に至ってからである。それまでは金庫株が基本的に存在しなかったため、発行済株式数＝Outstanding株式数であり、「時価総額＝株価×発行済株式数」と定義しても実害は生じなかった。

本来であれば金庫株解禁時にOutstanding株式に相当する訳語を作るべきであったが、それがなされず、有価証券報告書の記載も、発行済株式数と保有自己株式数が（途中に新株予約権の記載がはさまるなど離れた場所で）別個独立に記載されている。

図表10：富士フィルムHD発行済株式数と自己株式数：有価証券報告書

第4 【提出会社の状況】

1 【株式等の状況】

(1) 株式の総数等

...

② 【発行済株式】

種類	事業年度末現在 発行数（株） (2021年3月31日)	提出日現在 発行数（株） (2021年3月31日)	上場金融商品取引所名 又は登録認可金融商品 取引業協会名	内容
普通株式	514,625,728	514,625,728	東京証券取引所 (市場第一部)	単元株式数100株
計	514,625,728	514,625,728		

...

2 【自己株式の取得等の状況】

...

(4) 取得自己株式の処理状況及び保有状況

区分	当事業年度		当期間	
	株式数（株）	処分価額の 総額（円）	株式数（株）	処分価額の 総額（円）
引き受ける者の募集を行った取得自己株式	—	—	—	—
消却の処分を行った取得自己株式	—	—	—	—
合併、株式交換、株式交付、会社分割に係る移転を行った取得自己株式	—	—	—	—
その他（注1）	94,649	400,378,142	12,800	54,146,298
保有自己株式数	114,823,247		114,811,047	

(注) 1 当事業年度の内訳は、新株予約権の権利行使（株式数94,649株、処分価額の総額400,378,142円）であります。また、当期間の内訳は、新株予約権の権利行使（株式数12,800株、処分価額の総額54,146,298円）であります。

出所：富士フィルムHD有価証券報告書

²¹ その理由は、「①資本の空洞化（会社債権者保護）、②株主間の公平性の確保、③不公平な株式取引の禁止（会社による株価操作の禁止）、④会社支配権を巡る不正な取引防止」であった。井上（2010）。

時価総額の計算は金庫株解禁前から「株価×発行済株式数」で行われていたが、金庫株解禁時に算式を「株価×発行済株式数（自己株式を除く）」と修正すべきであった²²のに、その機会を逸して前例が踏襲された。有価証券報告書の記載のわかりにくさもその一因であったと思われる。

これに対して決算短信の記載はより簡明であり、表紙に続く2枚目に、①期末発行済株式数（自己株式を含む）、②期末自己株式数、③期中平均株式数が表示されているので、①－②で簡単に「発行済株式数（自己株式を除く）」＝Outstanding株式数を計算することができる。しかし、なぜ最も重要なOutstanding株式数（①－②）を表示していないのだろうか。③の期中平均株式数は自己株式を除くベースで表示されているだけに、なおさら奇異である。

図表11：富士フィルムHD発行済株式数と自己株式数：決算短信

※注記事項

...

(3) 発行済株式数（普通株式）

①期末発行済株式数（自己株式を含む）	2021年3月期	514,625,728 株	2020年3月期	514,625,728 株
②期末自己株式数	2021年3月期	114,823,247 株	2020年3月期	114,914,288 株
③期中平均株式数	2021年3月期	399,762,945 株	2020年3月期	408,215,110 株

出所：富士フィルムHD決算短信

おそらくOutstanding株式数が直接表示されない大きな理由は、それに対応する適切な日本語の訳語がないことによるのではないだろうか。世界的には「株式数」と言えば当然のように「Number of shares outstanding」を意味するのに、日本では「Number of issued shares」に対応する「発行済株式数」が基軸に据えられており、それが金庫株解禁後約20年を経ても一向に改まらないのは不思議なことである。

それではなぜ、期中平均株式数だけはOutstanding株式数ベースで表示されているのだろうか。それは、PER計算のベースとなる1株当たり当期純利益に関する会計基準²³の影響によるものと思われる。同基準では1株当たり当期純利益（EPS）を以下のように定義している。

²² 例えば、米国SECは時価総額（Market Capitalization）を“the value of a corporation determined by multiplying the current public market price of one share of the corporation by the number of total outstanding shares.”と定義している。See <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/market-capitalization> .

²³ 企業会計基準委員会「企業会計基準第2号 1株当たり当期純利益に関する会計基準」平成14年（2002年）9月25日策定、最終改訂平成25年（2013年）9月13日。

$$1 \text{ 株当たり当期純利益} = \frac{\text{普通株式に係る当期純利益}}{\text{普通株式の期中平均株式数}}$$

$$= \frac{\text{損益計算書上の当期純利益} - \text{普通株主に帰属しない利益}}{\text{普通株式の期中平均発行済株式数} - \text{普通株式の期中平均自己株式数}}$$

ここで分母の「期中平均株式数」がすなわち期中平均のOutstanding株式数であり、決算短信の③で使われている用語である²⁴。自己株式には利益は分配されないので、EPSの分母がOutstanding株式数になるのは当然のことであるが、このようにEPSが定義されたおかげで、同じマルチプルでも、PER（株価÷EPS）はEBITDA倍率のような自己株式による歪みを免れることができた。

なお、有価証券報告書の「大株主の状況」では、かつては自己株式も含めていたため、「筆頭株主 自社」のような無意味な記載が見られたうえ、持株比率も自己株式を含めた発行済株式数に対する比率という無意味な比率が表示されていた。幸い、平成30年1月26日「企業内容等の開示に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令」により、事業報告・計算書類との記載共通化が図られ、事業報告の「上位10名の株主の状況」にそそえて、自己株式を控除したベースで開示されるように変更された²⁵。持株比率についても、現在では「発行済株式（自己株式を除く。）の総数に対する所有株式数の割合」が表示されている²⁶。

2. 取引所規則

東京証券取引所の有価証券上場規程では、時価総額を基準とするルールが諸種定められているが、その時価総額は基本的に自己株式を含む発行済株式数によって定義されている。例えば、市場第一部から市場第二部への指定替え基準では「時価総額が20億円未満である場合」が一つの要件になっているが²⁷、その時価総額は「上場株式数（自己株式を含みます。）」に基づいて計算されている²⁸。

これに対して、ニューヨーク証券取引所の上場規則では、時価総額基準（market capitalization test）の判定に際しては、自己株式を除く株式数（“the total common

²⁴ ここではOutstanding株式数に対応する言葉は単なる「株式数」であり、Outstandingの意味を含めたきちんとした訳語にはなっていない。

²⁵ 大谷他（2019）参照。

²⁶ 企業内容等の開示に関する内閣府令 第三号様式。

²⁷ 有価証券上場規程（東京証券取引所）第311条第1項第4号。

²⁸ 東京証券取引所「時価総額基準について」。（東証HP）。Available at: <https://www.jpx.co.jp/equities/listing/delisting/tvdivq0000006xtm-att/20160801.pdf> .

stock outstanding (excluding treasury shares)”)に基づく時価総額が参照されている²⁹。

東京証券取引所は現在、2022年4月を目途に市場区分の見直しを進めているが、最上位のプライム市場に残留する条件の一部として、「流通株式時価総額100億円以上」および「流通株式比率35%以上」という条件が含まれている³⁰。流通株式数の定義は以下の通りであり、流通株主の算定上除かれる株式は、従来の大株主の保有株式、役員保有株式、自己株式から拡張されている³¹。

$$\begin{aligned} \text{流通株式数} &= \text{上場株式数} - \text{主要株主が所有する株式 (10\%以上保有)} \\ &\quad - \text{役員等保有株式} - \text{自己株式数} \\ &\quad - \text{国内の普通銀行、保険会社、事業法人等が所有する株式} \\ &\quad - \text{その他当取引所が固定的と認める株式} \end{aligned}$$

問題は流通株式比率の定義である。流通株式比率は以下のように定義されている³²。

$$\text{流通株式比率} = \frac{\text{流通株式数}}{\text{上場株式数}} \times 100$$

「上場株式数には、自己株式数も含まれます。」

すなわち、自己株式があたかも市場に実在して、かつ内部者（自社）の保有する株式であるとみなして分母に参入されているのである。この結果、プライム市場入りに向け、以下の記事のような不思議な状況が生じている³³。

プライム入りに向け、流通株式の引き上げに動く企業が相次ぐ。・・・保有する

²⁹ NYSE Listed Company Manual; 802.01 Continued Listing Criteria; 802.01B Numerical Criteria for Capital or Common Stock (including Equity Investment Tracking Stock). Available at: https://nyse.wolterskluwer.cloud/listed-company-manual/document?treeNodeId=csh-da-filter!WKUS-TAL-DOCS-PHC-%7B0588BF4A-D3B5-4B91-94EA-BE9F17057DF0%7D--WKUS_TAL_5667%23teid-167.

³⁰ 東京証券取引所「市場区分の見直しに向けた上場制度の整備について - 第二次制度改正事項に関するご説明資料 -」（2021年7月9日更新）。

³¹ 東京証券取引所「流通株式の定義見直し」（東証HP、2021/4/30更新）。Available at: <https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/market-structure/nlsgeu000003pd3t-att/nlsgeu0000057t9k.pdf>.

³² 東京証券取引所「流通株式に関する基準について」（東証HP）。Available at: <https://www.jpx.co.jp/equities/listing/delisting/tvdivq000006xl2-att/tvdivq00000uizm.pdf>.

³³ 「東証プライム、狭き門 一部上場3割弱の500社超が基準未達 ZOZOや日立物流、達成へ奔走」日本経済新聞（2021/6/27）。例えば、日立物流は、自己株式6,975,786株（消却前発行済株式数に対する割合6.2%）の消却を公表した2021年5月20日のプレスリリースで、以下のようにコメントしている。「今回の自己株式の消却の結果、東京証券取引所の新市場区分であるプライム市場の上場維持基準の一つである流通株式比率35%以上に適合する見通しです。」日立物流プレスリリース「自己株式の消却に関するお知らせ」（2021年5月20日）。

自己株式を消却する企業も多く、日立物流やライフコーポレーション、アスクルが実施した。非流通株である自己株式を消却すれば流通株式比率が上がる。

第V章 おわりに

「発行済株式数」は、時価総額計算のベースになる大変重要な数字である。日本では株価に自己株式を含む発行済株式数をかけると時価総額になると一般に理解されているが、それは誤りであり、時価総額の過大表示のみならず、バリュエーション上の問題を引き起こす。

それではこのような誤りを防ぐにはどうすればよいだろうか。まず、「発行済株式数」というトリッキーな用語を使う際には、必ず「発行済株式数（含む自己株）」ないし「発行済株式数（除く自己株）」と表示する習慣をつけることである。後者が本来、時価総額の算出に使うべきOutstanding株式数に相当する。そして、（特に日本企業の）時価総額やマルチプルを計算するときには、ベンダーの数字に頼らずに、自分でエクセルシートに「発行済株式数（除く自己株）」を入れて計算しなければならない。

このように個人ベースでの対策は可能であるが、日本の資本市場のリテラシーを向上させるためには、公的・準公的機関の積極的なイニシアティブが望まれる。特に重要なのはOutstanding株式数＝発行済株式数（自己株式を除く）に適切な名前を与えて、有価証券報告書や決算短信において、従来の発行済株式数に代わる主役の立ち位置を与えることである。また、証券取引所による定義の更新や、金融情報ベンダーによる定義変更、主要メディアによる時価総額報道の是正が望まれる。

時価総額のベースとなる株式数が発行済株式数（自己株式を含む）ではなくOutstanding株式であることは明らかである。それにも関わらず金庫株解禁後約20年間にわたって誤った定義が是正されることなく継続してきたことは、日本の資本市場の洗練度に対する不必要な疑惑を惹起するものであり、困惑を禁じ得ない。問題の是正策は極めて明白かつ簡単であり、（long overdueではあるが）関係当事者による早急かつ断固とした対応が望まれる。

【参考文献】

アンダーソン・毛利・友常法律事務所, 2009. 「企業内容等の開示に関する金商法関係政府令の概要」 Japan Corporate / M&A Newsletter (2009年12月25日)。Available at: https://www.amt-law.com/asset/pdf/bulletins_1_pdf/CTGNL16.pdf.

井上清香, 2010. 「わが国における自己株式取得の規制緩和」 立教経済学研究 64 (1), 115-138.

大谷潤、上利悟史、堀内隼、岡村健史, 2019. 「〈解説〉企業内容等の開示に関する内閣府令等の改正」 週刊経営財務No. 3351。