

# 自己株式取得と企業財務

花 枝 英 樹

## 1. はじめに

わが国では、商法上（商法二一〇条）、自己株式取得は原則的に禁止されている。しかし、この制度を根本的に見直そうとする動きが平成4年以降新聞紙上等で盛んに報道されてきた。そして、平成6年に入って、関係省庁による自社株購入解禁に向けた商法改正作業や自社株買いの購入規則の検討が行われており、平成7年にはわが国でも自社株買いが実現する見通しであることが報道されている。

一方、アメリカ等では、以前から自己株式取得は盛んに行われており、企業の重要な財務政策のひとつになっている。特に、アメリカでは1980年代になって、株主に対する現金支払いの方法として、自己株式取得による分配が大きなウェイトを占めるようになってきており、注目に値する企業財務上の変化と言ってよいであろう。

本稿では、アメリカ等で行われている自己株式取得が、企業の財務政策上どのような役割を持っているのかを実証研究を紹介しながら検討することにする。そのような検討はただ単にアメリカ企業の財務政策上の特徴や変化を理解するのに必要であるばかりでなく、わが国での自己株式取得の規制緩和の是非を議論する際に些かなりとも役立つものがあるから考えるからにはかならない。

2節では、自己株式取得の基本的性格をまず理解することにする。そし

---

\* 本稿は、成城大学経済学部ワーキング・ペーパー No.1『自己株式取得と企業財務』、1993年4月を加筆、修正したものである。

て、自己株式の買入れ資金を配当可能利益に限定すれば、一定の条件の下では既存株主にとって配当と自己株式取得とは同等になることが数値例を使って説明される。税制を考慮に入れると自己株式取得の方が、配当支払いより株主にとって有利であるという議論がある。しかし、資本市場全体を考えた場合、企業の利益分配政策に及ぼすこのような税制の影響は大きくないことが、3節で説明される。

つぎの4節から6節にかけて、それでは企業がなぜ自己株式取得を行うのかの理由を検討している。まず4節では自己株式取得の情報伝達効果について説明する。その際、自己株式取得の発表時及びその後に株価がどのような影響を受けたかを、実証研究を紹介しながら検討している。5節ではフリー・キャッシュ・フローと自己株式取得の関連について、6節では乗っ取り防止策としての自己株式取得について説明することにする。

## 2. 資本課税・取引費用が存在しない場合の現金配当と 自己株式取得の同等性

最初に、自己株式取得の基本的性格を調べてみることにしよう。ただし、この段階では、次節以降で議論する税制の影響、自己株式取得の情報伝達効果、フリー・キャッシュ・フローとの関連、乗っ取り防止策としての役割等の問題は考えないことにする。

自己株式の買入れ資金を配当可能利益に限定すれば、一定の条件の下では既存株主にとって配当と自己株式取得とは同等になる。すなわち、自己株式取得は、現金配当と同様、株主に対する企業側からの現金の分配という役割を持っている。このことを、簡単な数値例を用いて、まず説明することにする。

### 数値例

表1に示されているように、自己資本のみからなる企業を考え、発行済

株式数を100株とする。期首の株価を10円とすれば、期首の株式時価総額は1,000円となる。期中の税引後利益を100円とすれば、利益処分前の期末の株式時価総額は1,100円で、株価は11円になる。

ここで、同額の金額を現金配当したときと、自己株式取得に用いた場合の既存株主におよぼす影響を考えてみよう。ただし、現金配当と自己株式取得という財務政策だけの違いが株価および株主の富にどのような影響を及ぼすのかを調べるために、他の条件は同一と仮定していることに注意しよう。すなわち、企業の実物面での政策（例えば、設備投資政策など）は、どちらの財務政策が取られても変わりはないと考える。それゆえ、配当後あるいは自己株式取得後の株式時価総額は、両者の間で同じになる。

最初に、税引後利益100円を全額、配当してしまう場合を考える。配当権利落後の株式時価総額は1,000円であり、発行済株式数が100株なので、配当権利落後の株価は10円となり、1株1円の配当分だけ株価は下落することになる。1株保有している投資家を考えると、1円の配当を受取り、株価が10円の株式を1株保有し続けることになる。この投資家の株式持分比率は $1/100=0.01$ である。

これに対して、当該企業が配当総支払額100円と同額の自己株式取得を行った場合に、既存株主のペイオフはどのようになるであろうか。自社株買いの方法にはいくつかあるが、ここでは、株式市場を通じての買い付け（Open Market Share Repurchase）を仮定する<sup>1)</sup>。

- 1) 自社株買いの方法としては、いくつか考えられる。米国等ではつぎの4つの方法が行われている。①株式市場を通じての買い付け（Open-Market Share Repurchases）。流通市場でそのときの市場価格で買い付ける。②ダッチ・オークション方式による公開買い付け（Dutch-Auction Share Repurchases）。公開入札方式であるが、企業側が前もってある価格の幅を決めておく。価格幅の最低価格は、市場価格より僅かしか高くはないのが通常である。その価格の幅の中で入札価格の低い入札者から順に、予定購入株数に達するまで購入する。購入価格は最後に予定購入株数に達した入札者の価格を一律に適用する。③プット権の発行による買い付け（Share Repurchase through Transferable Put Rights）。既存株主に一定の価額で株式を売却できる権利が付いたプット権を渡す方法。権利行使価格は市場価格にプレミアムが付いた

表1 現金配当と自己株式取得の同等性

仮定：自己資本のみ、資本課税・取引費用無視、発行済株数は100株		
期首株価：	10円	
期首株式時価総額：		1,000円
税引後利益：		100円
期末株価（現金配当と自己株式取得前）：	11円	
期末株式時価総額（現金配当と自己株式取得前）：		1,100円
-----		
現金配当の場合：		
株主全体の受取配当額：	100円	
配当後の株式時価総額：	1,000円	
発行済株式数：	100株	
配当後株価：	10円	
1株保有の投資家の受取配当：	1円	
持株の評価額：	10円	
持分比率：	0.01	
自己株式取得の場合：		
買戻しに応じた株主全体の受取額：	$9.09株 \times 11円 = 100円$	
自己株式取得後の株式時価総額：	1,000円	
自己株式取得後の発行済株式数：	$100 - 9.09 = 90.91株$	
自己株式取得後の株価：	$1,000 \div 90.91 = 11円$	
1株保有の投資家が買戻しに応じた場合：		
当該企業への売却による受取額：	$1株 \times 11円 = 11円$	
1株保有の投資家が買戻しに応じなかった場合：9.09÷100株を市場で売却		
市場での売却による受取額：	$(9.09/100) \times 11 = 1円$	
持株の評価額：	$(1 - 9.09/100) \times 11 = 10円$	
持分比率：	$(1 - 9.09/100) \div 90.91 = 0.01$	

企業が100円分の自己株式取得を行うためには、自己株式取得直前の株価が11円なので、9.09株を買戻せばよい（ただし、自己株式取得価格は取得直前の株価と同じと仮定）。自己株式取得直後の発行済株数は $100 - 9.09 = 90.91$

価格である。④一定価額で公開買い付け（Fixed-Price Self-Tender Offers）。一定価格で一定数の買い付けを公表する方法。買い付け価格はそのときの市場価格にプレミアムが付く。アメリカでは、このうち、流通市場を通じての買い付けが主流であり、公開買い付けは数が少ない。ただ、一件あたりの金額ベースでは、公開買い付けの方が流通市場を通じた買い付けよりも大きい（Barclay and Smith (1988), p. 62 を参照）。

株、株式時価総額が $1,100 - 100 = 1,000$ 円になるので、株価は $1,000 \div 90.91 = 11$ 円になる。このように、自己株式取得が行われても、自己株式取得直前の株価11円と変わらない。取得価格が自己株式取得直前の株価と等しい限り、自己株式取得そのものは株価に影響を及ぼさない<sup>2)</sup>。

上の例では、当期の利益が全額、自己株式取得のために用いられた。しかし、当期の利益の一部しか自己株式取得の資金に充てられず、残りが内部留保された場合でも、取得直後の株価は11円と変化はない。

つぎに、配当のときと同様に、当該株式を1株保有している投資家のペイオフを調べてみよう。配当のときと同じ株式持分比率を維持するために、 $9.09/100$ 株分だけ自己株式取得に応じた場合を考える。1株当たり11円で企業が買い取るので、投資家の受取額は、 $9.09/100$ 株 $\times 11 = 1$ 円である。この金額は、配当のときと同じである。そして、株式持分比率は、 $(1 - 9.09/100) \div 90.91 = 0.01$ となり、配当のときの持分比率と同じになる。このように、自己株式取得に応じた場合でも、配当のときと同じ受取額と保有株式評価額 $((1 - 9.09/100) \times 11 = 10)$ を達成することができる。

また、1株全部を売り戻してしまっても、配当のときと同じである。なぜなら、投資家の受取額は、1株 $\times 11 = 11$ 円であり、配当のときには配当受取額は1円だけであるが、1株分の株式を保有しており、その時価評価額が10円であるので、合計金額は11円となるからである。

自己株式取得に応じてしまえば、株式の保有はゼロになる（保有株全株を企業に売り戻した場合）。これに対して、配当の場合には、株式を保有し続けることになり、両者の間で相違が発生すると考える読者がいるかもしれない。しかし、配当の場合と同じ株式持分比率を維持したければ、自己株式取得に応じた後で、市場から $10/11$ 株を購入すればよい（もちろん、そんな面倒臭いことをせず、最初から自己株式取得に応じなければよいのであるが）。それ

---

2) 取得価格が時価より高い場合については、30ページ以降の一般的ケースを参照せよ。

によって、株式持分比率は、 $(10/11) \div 90.91 = 0.01$ となる。そして、持株の時価評価額は、 $11 \times (10/11) = 10$ 円で、株式の再購入後の純手取額は $11 - 10 = 1$ 円となり、配当の場合と同じ結果が得られる。

もしも、この投資家がまったく自己株式取得に応じなかった場合には、どうなるであろうか。1株保有し続けるとすると、発行済株式総数が90.91株なので、この投資家の株式持分比率は $1 \div 90.91 \approx 0.011$ となり、上昇してしまう。そこで、配当の場合の株式持分比率0.01を維持するために、9.09/100株を市場で売却すると考える。これだけの株式を売却すれば、確かに、株式持分比率は $(1 - 9.09/100) \div 90.91 = 0.01$ となり、配当のときの持分比率と同じになる。売却額は $(9.09/100) \times 11 = 1$ 円であり、持株の評価額は $(1 - 9.09/100) \times 11 = 10$ 円となる。配当の場合と比較してみると、受取額は1円、持株の評価額は10円で、どちらも同じになる。このように、自己株式取得に応じなかった投資家でも、その株式持分比率を配当の場合と同じにするような調整を行った後では、ペイオフは配当の場合と同じになる。

以上の数値例から、既存株主が自己株式取得に応じようが応じまいが、彼らにとってのペイオフは現金配当の場合と同じになる。それゆえ、資本課税・取引費用を無視すれば、企業が上げた利益の分配の方法として、現金配当と自己株式取得は、株主にとって無差別であるという結論が得られる<sup>3)</sup>。

---

3) 本節の主旨は、自己株式取得が基本的には現金配当と同じ性格を持っていることを述べることにある。そのような自己株式取得が株主にとって望ましいかどうかは別問題である。配当可能利益内であっても、その資金を企業内部の有利な投資機会に振り向けないで、自社株買い資金に充当してしまえば、既存株主にとってはそのような現金分配は望ましいものではない。同様に、既に稼働している設備等の現有資産の売却代金によって自社株買いのための資金が賅われた場合でも、その資産が企業内で使われ続けた場合の収益率が、投資家の要求する収益率より高ければ、そのような自社株買いによって既存株主は損失を被る。これは自社株買いそれ自体の影響というよりも、その企業の投資政策あるいは、資産売却政策の善し悪しが株主の利益に及ぼす影響である。これと関連した議論については、日本証券経済研究所(1992)、

自己株式取得が行われれば、算式の分母である発行済株式数が減少するので、1株当たり利益、1株当たり配当、1株当たり純資産、あるいは株主資本利益率が増加し、株主にとってプラスになるという主張がある。同じような主張であるが、「流通株式の減少で一株当たりの利益が向上し、株主への利益還元となる。株式市場の活性化策として有効である」、あるいは、「現在の株式相場の低迷は、エクイティファイナンスによる需給の悪化が大きな要因と言われ、流通株式の調整につながる自社株買いが認められれば、株式相場のテコ入れにつながる」というような指摘も見受ける。しかし、このような主張は、上で述べた数値例からも明らかなように誤りである。

同じ金額を現金配当ではなく、自己株式取得によって株主に分配すれば、確かに、上の諸指標は自己株式取得後は上昇する。しかし、株式時価総額、あるいは企業の実体的な価値は、配当によった場合と比べて変化はないのである。

それは丁度、無償交付あるいは株式分割それ自体は株主の利益を高め、低めもしないのと同様である。無償交付あるいは株式分割であれば、発行済株式数が増えるが、自己株式取得では逆に発行済株式数が減るだけであり、株式時価総額、あるいは企業の実体的な価値が増加しない限り、1株当たり利益等が高まっても株主はそれによって利益を得るわけではない。

上でも述べたが、自己株式取得によって流通株式数が減少するため株式の需給関係が改善し、また、一株当たり利益が増えるので株価は上がるとよく主張されるが、これは誤りである。自己株式取得それ自体には、株価を上昇させる効果はない。数値例で示したように、自己株式取得後の株価は取得前と変化なく、上昇していない。もし、上昇効果があるとすれば、

---

『企業金融と自己株式取得に関する研究の中間報告』、15-23ページを参照せよ。

それは自己株式取得という行為が、当該企業の株価が過少評価されているという経営者の判断を投資家に伝える情報効果をもっているときである。この議論については4節で述べる。

#### 一般的ケース

つぎに記号を用いて、より一般的なケースについて調べておこう。自己株式取得前の株価を  $P_0$ 、発行済株数を  $N_0$ 、自己株式取得後（公開買い付けであれば、募集期間終了後）の株価を  $P_1$ 、発行済株数を  $N_1$  とする。そして、自己株式の買い取り価格を  $P_f$  とすれば、企業が自己株式取得に要した金額は、 $P_f(N_1 - N_0)$  である。

ここで、自己株式取得後に  $\Delta I$  だけの企業価値の変化があると投資家が評価したとする（ただし、自己株式取得によって株主に分配してしまった金額は除いて考える）。例えば、収益の増加が将来見込まれるのであれば  $\Delta I$  の値はプラスであり、逆に、収益の減少が将来見込まれるのであればマイナスになる。以上の記号を用いると、自己株式取得後の株式の総市場価値はつぎのように表すことができる。

$$P_1 \times N_1 = P_0 \times N_0 - P_f \times (N_1 - N_0) + \Delta I \quad (1)$$

ここで、自己株式取得前の発行済株数に対する取得された株数の割合を  $F_f$  とすれば、 $F_f = 1 - N_1/N_0$  である。この記号を用いると、(1)式から自己株式取得後の株価  $P_1$  は(2)式のように表すことができる。

$$P_1 = \frac{P_0}{1 - F_f} - \frac{P_f \times F_f}{1 - F_f} + \frac{\Delta I}{N_0 \times (1 - F_f)} \quad (2)$$

表1の数値例を(2)式に当てはめてみると、 $P_0 = P_f = 11$ 、 $N_0 = 100$ 、 $F_f = 9.09/100$ 、 $\Delta I = 0$  なので、 $P_1 = 11$  となる。数値例では、買い取り価格  $P_f$  が自己株式取得前の株価  $P_0$  に等しかった。さらに、 $\Delta I = 0$  と仮定した。

しかし、 $P_f > P_0$  のときには、 $\Delta I$  が(3)式の右辺より小さければ、自己株式



取得後の株価  $P_t$  は取得前株価  $P_0$  より下落してしまう。そのため、買い取り価格が自己株式取得前の株価より高い場合には、自社株取得に応じなかった株主の利益が損なわれ、株主平等の原則に反する可能性がでてくる。

$$\Delta I > (N_0 - N_t)(P_t - P_0) \quad (3)$$

ただし、買い取り価格が自己株式取得前の株価より高くても、 $\Delta I$  が(3)式の右辺より大きければ、自己株式取得後の株価  $P_t$  は取得前株価  $P_0$  より上昇するため、自社株取得に応じなかった株主の利益が完全に損なわれてしまうことはない。しかし、増加する  $\Delta I$  のすべてを自己株式取得に応じなかった株主が享受するわけではない。

(1)式と  $F_p = 1 - N_t/N_0$  とより、(4)式が得られる。

$$\frac{\Delta I}{N_0 \times P_0} = (1 - F_p) \frac{P_t - P_0}{P_0} + F_p \frac{P_t - P_0}{P_0} \quad (4)$$

$P_t = P_0$  であれば、自己株式取得に応じなかった株主が取得後の株価  $P_t$  の上昇という形で、 $\Delta I$  の増加分のすべてを享受できる。しかし、 $P_t > P_0$  のときには、(4)式の右辺の第二項がプラスとなり、自己株式取得に応じた株主にも  $\Delta I$  の増加分の一部が帰属することになる。

しかし、時価より高い価格での公開買い付けのときでも、すべての株主が買い付けに応じ、過大応募になり、持ち株比率に応じて買い付けがなされるような極端な場合には、買い付け価格がいくらであるかは問題ではなくなる。

例えば、表1の数値例で、買い取り価格  $P_t$  が16円であるとしよう。税引後利益100円を自己株式取得によって全額、株主に分配してしまうとすれば、買い取り株数は6.25株である。 $F_p = 6.25/100$  なので、(2)式より  $P_t = 10.67$  円となる。すべての株主が応募したとすれば、保有している株数の6.25%が買い取られる。1株保有している株主は0.0625株を売り払って、1円を得る。そして、残りの保有し続ける株式の評価額は、 $(1 - 0.0625) \times$

10.67≒10円になる。

買い取り価格が16円ではなく例えば20円になっても、すべての株主が応募すれば、1株保有している株主の富には影響はない。

### 3. 自己株式取得と税制

#### 配当課税・キャピタル・ゲイン課税

2節で述べたように、投資家段階での配当およびキャピタル・ゲイン課税および、取引費用を考慮に入れなければ、一定の条件の下では、既存株主にとって配当と自己株式取得とは同等になる。しかし、投資家段階でかかる配当およびキャピタル・ゲイン課税、取引費用を考えに入れると、同じ金額の配当と自己株式取得であれば、自己株式取得の方が望ましいと考える投資家が存在する。

その理由は、配当とキャピタル・ゲインに適用される税率の違いによる。一般的には、配当よりもキャピタル・ゲインに適用される税率の方が低い。そして、自己株式取得に応じた投資家が支払う税金は、企業の買戻しによって投資家が得る現金受取額全額に対してではなく、過去の株式取得金額との差額であるキャピタル・ゲインだけに、配当よりも低いキャピタル・ゲイン税率が適用される。

例えば、表1の数値例で配当の場合には、100円の配当、全額に対して配当税率が適用される。それに対して、自己株式取得の場合には、100円の受取額全額が課税ベース（課税標準）になるわけではなく、そのうちのキャピタル・ゲイン部分だけである。配当に比べてより少額の課税ベースに対して、より低いキャピタル・ゲイン税率が適用されるので、投資家段階での税引後投資収益は、自己株式取得の場合の方が大きくなる<sup>4)</sup>。

---

4) ただし、わが国の現行税制では、消却のための自己株買いに際しては、「みなし配当課税」が適用される。そのため、消却のための自社株買いに応じた株主が得る売却代金は、企業が利益準備金の取り崩しで支払った資金であるため、企業からの配当とみなされて課税される。また、企業に株を売っていない

また、自己株式取得に応じなかった投資家の中にも、配当よりも自己株式取得の方が望ましいと考える投資家がいる。このような投資家は、現在、株式投資から現金収入を得ることを特に望んでいない投資家が多いと考えられるが、自己株式取得に応じないことによって株式持分比率が高まり、さらに、株式投資からの果実を将来のキャピタル・ゲインという形で繰り越すことができる。実現キャピタル・ゲインを将来に引き延ばせば、キャピタル・ゲインに対する実効税率は名目税率よりも小さくなる<sup>5)</sup>。

もちろん、現金配当の場合でも、このような投資家は、手に入れた配当で当該株式を買い増すことによって、自分のライフサイクルにおける現金必要度に合った選択をすることは可能である。しかし、この場合には、株式買付け手数料を支払わなくてはならない。逆に、もし投資家が現在、株式投資からの現金収入を望んでいるとすれば、自己株式取得に応じることによって、すでに述べたように現金配当の場合より多くの税引後利益を手に入れることができる。

このように、自己株式取得に応じようが応じまいが、企業が同じ金額を株主に分配したとき、配当よりも自己株式取得の方が税引後所得が高くなる投資家が多ければ、投資家サイドだけを考えた場合、自己株式取得が選好されると考えられやすい。

### 税制の中立性

しかし、税制だけから自己株式取得を説明するのは困難である。Bagwell and Shoven [1989] のデータによれば、アメリカでは1980年代に入って自己株式取得が盛んに行われるようになってきている。特に、1984年以降は、その傾向が顕著であり、自己株式取得によって株主に支払われ

---

い株主に対しても、消却による株式数減少で一株当たりの資本金の額が増えるため、その増加分が配当とみなされ課税される。

5) 小宮・岩田 [1973] 152ページ参照。

た総金額は全企業の現金配当支払総額の50%以上にもなっている。

ここで興味深いのは、1987年1月から実施された税制改革でキャピタル・ゲイン課税が強化され、配当に比べたキャピタル・ゲインの税制上の有利性が以前より弱くなったのにもかかわらず、1987年以降の自己株式取得の動きが衰えていないことである<sup>6)</sup>。この事実は、税制だけの理由からだけでは、アメリカにおいて自己株式取得が盛んであるという説明がつかないことを示している。

配当に及ぼす税制の影響を考えると議論されたように、顧客効果と供給効果が有効に働けば、たとえ、配当、キャピタル・ゲインに課税され、それらの税率が異なっても、税制は配当政策に中立的となり、個々の企業の配当政策は株価に影響を及ぼさないという結論が得られた（花枝 [1989] pp. 70-75 参照）。

それと同じロジックで、税制が自己株式取得に及ぼす影響は全くなくなるか、弱いものになる可能性がある。それは、つぎのような理由による。一口に投資家といっても、実際にはいろいろな投資家が存在する。例えば、非課税の機関投資家であれば、配当と自己株式取得は無差別であろう。しかし、年金基金に代表されるような定期的にインカム・ゲインを得ることを望む機関投資家は、むしろ毎期、安定した配当を望むであろう。（もちろん、企業が毎年、定期的に自社株買いを行えば、毎年それに応じて売り戻せば配当金額と同じ現金収入を手に入れることができる。しかし、一般的には、自社株買いは不定期であり、このような毎年、安定した現金収入を望む投資家の要求を満たすことはできない。）

それに対して、すでに述べたように、税制上、自己株式取得を望む投資家もいる。このように、税制、あるいはその他の理由によって、配当を望

---

6) 税制改革以前は、六カ月以上保有した株式の売却益に対しては最高税率は20%だったが、28%に上昇した。これに対して、インカムゲインへの税率は、ほかの所得と合算で最高31%である。

む投資家，自己株式取得を望む投資家，両者に無差別な投資家が存在し得る。これを顧客効果と呼ぶことにしよう。

このような顧客効果が存在するときには，個々の企業は，ある特定の投資家層の要望に合うような収益の分配方法を選択する。このような企業側の対応を供給効果と呼ぼう。そして均衡状態では，配当を望む投資家の需要は，それにマッチした利益分配政策を採用する企業の株式によって満たされる。同様に，自己株式取得を望む投資家の需要は，自己株式取得を行う企業の株式によって満たされる。このような均衡状態では，いかなる企業も利益分配政策を変更することによって株価を高めることはできない。なぜなら，例えば，今まで行ってこなかった自己株式取得をすることによって，株価を上昇させることができるなら，多くの企業が自己株式取得を行い，その結果，自己株式取得を望む投資家層の需要以上に供給がなされ，もはや，より一層の自己株式取得は株価を高めなくなるからである。

以上述べたように，顧客効果および供給効果が有効に働けば，たとえ配当，自己株式取得に税金が課され，それらの税率が異なっているとしても，税制は企業の利益分配政策には影響を及ぼさなくなる。

#### 4. 自己株式取得の情報伝達効果

それではなぜ，企業が自己株式取得を行うのかに関する有力な理論のひとつに，情報伝達効果あるいはアナウンスメント効果，シグナリング効果と呼ばれているものがある。自己株式取得を行うという発表は，株価が自社の業績に見合った水準に比べて低すぎると経営者が判断しているというメッセージを外部の投資家にシグナルとして送ることになるとういのが，この理論の主張である。

これはちょうど，公募増資が行われやすいのは株価が上昇して割高な局面であるのとは対称的に，株価が割安な局面では自社株の買い戻しが行われやすいという議論である。

通常、公開買い付け発表時に公表される買い付け値段（offer price）は、プレミアムを付けてそのときの市場価格より高く設定される。このようなプレミアムを付けて企業が自己株式取得を行うという発表は、現在の株価が正常な価格よりも低すぎると企業経営者が判断しているというシグナルを外部投資家に伝達する効果を持つ。そのため、将来、株価は上昇するであろうと判断され、自己株式取得の発表を受けて、市場では株価はプラスに反応すると予想される。実際にも、以下で述べるように多くの実証分析で、自己株式取得発表後の株価の反応はプラスであることが報告されている。

これは、上でも述べたように、株価が正常価格よりも割高なときに公募増資が行われやすいので、公募増資の発表は現在の株価が高すぎるというシグナルを市場に伝達し、発表後の株価は下落し、公募増資発表は株価にマイナスの影響を及ぼすという、アメリカでの実証結果と裏腹な関係にある。

プラスの影響であれマイナスの影響であれ、いずれにしろ、ある財務政策の発表が情報伝達効果をもつためには、企業経営者が外部投資家に比べてより多くの情報を持っており、その情報がまだ市場には広まっていないという意味で、両者の間で情報の非対称性が一時的にも存在することが必要であることに注意しよう。さらに、自社株買いでは、市場での株価が正常価格に比べて割安であるような企業だけが、平均してそのような発表を行うことが必要である。株価が割高であるような企業でも自社株買いの発表をすることが多いような状況では、外部投資家はそのような発表を有効なシグナルとして用いることができず、株価はそのような発表に対して反応を示さない可能性が高くなる。

### 株価への影響

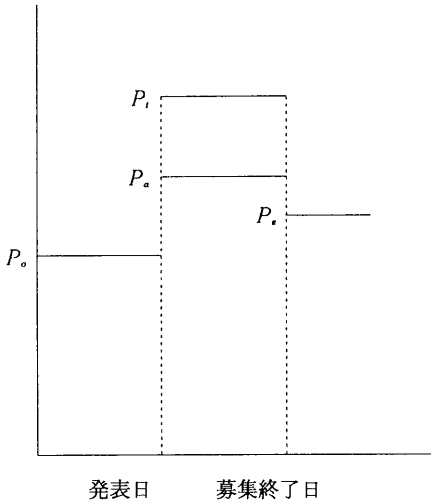
それでは、株価が自己株式取得の発表時及びその後どのような影響を受けたかを、米国で実際に行われた自己株式取得のデータを用いた分析結

果でみてみよう。

Dann [1981] は、1962年から1976年に行われた米国の122社の一定価額での公開買い付け (Fixed-Price Self-Tender Offers) による自社株買いのデータを用いて、自己株式取得の株価への影響を調べた (同じような分析結果が同時期に、Masulis [1980], Vermaelen [1981] でも報告されている)。

取得された株式数は平均して発行済株式総数の14.64%、募集期間は平均して22日間、買い取り価格は自己株式取得の発表前日の市場価格より平均して22.46%高いプレミアムが付いていた。

図1 公開買い付けによる自己株式取得の株価への影響  
株価



自己株式取得発表後の2日間で株価は平均して15.41%という高い上昇を示したことが報告されている。もしも、応募した株式がすべて買い取られてしまうのであれば、取得発表後 (ただし、募集期間終了以前) の株価は、買い取り価格と同じ水準まで上昇する。しかし、過大応募のときには、す

すべての応募株式が買い取られるわけではない。実際にも、Dann [1981] のケースでは、平均して過大応募になった。そのため、取得発表後の株価（図1の  $P_e$ ）は買い取り価格  $P_t$  に比べて低い水準に留まっていた。

ここで興味深い分析結果は、その後も、この株価水準が調べた期間（取得発表後60日間）にわたって維持され続け、応募期間が過ぎても株価の下落が僅かであったことである。もしも、自己株式取得発表が、投資家による当該企業の将来の収益予想等になんらのプラスの影響を与えないなら、募集期間を過ぎたら株価は取得発表前の水準より下落するはずである。なぜなら、(2)式で  $\Delta I = 0$  とおけば、 $P_e - P_0 = F_p(P_0 - P_t) / (1 - F_p)$  となり、 $P_0 < P_t$  なので、 $P_e < P_0$  となるからである。そして、応募期間中に株価が上昇したのは、唯単に、買い取り価格  $P_t$  が発表前の時価  $P_0$  よりも高かったからということになる。

しかし、実際には、募集期間終了後も、株価は取得発表をうけて上昇した水準を維持し、わずかしか下落していない。つまり、募集期間終了後の株価  $P_e$  は、自己株式取得発表前の株価  $P_0$  を上回っていた。それゆえ、 $\Delta I$  はプラスで、かつ、(3)式を満足していたことになる。このことは、自己株式取得発表が、株価に対して何らかのプラスの情報効果を持っていたことを示唆している<sup>7)</sup>。

### 80年代の自己株式取得

Dann [1981], Masulis [1980], Vermaelen [1981] 等の実証分析は、1970年

---

7) また、Dann [1981] は自己株式取得の株価への影響だけでなく、当該企業が発行している公募債の価格に及ぼす影響も調べている。それによると、株式に比べるとその影響は小さいものの、転換社債、転換付き優先株については発表後2日間で3.5%以上の価格の上昇がみられた。これに対して、普通社債、優先株については大きな価格変化は見られなかった。普通社債の投資家が社債価格の下落による損失を被っていないという結果は、自己株式取得の原資が配当可能利益ではなく、当該企業の既存の設備等の資産売却によって賄われ、それを予期していなかった社債権者の利益が損なわれる形で自己株式取得が行われたのではないことを示している。



代のデータを用いて行われた。その後の1980年代のデータを用いた分析からは、どのような結果が得られているのであろうか。

Comment and Jarrell [1991] は一定価額での公開買い付けだけでなく、ダッチ・オークション方式による公開買い付け、および、流通市場を通じての買い付けについても、1984年から1989年に行われたほとんどすべてのケースを用いて実証分析を行っている。ダッチ・オークション方式による公開買い付け (Dutch Auction Repurchase) は、1984年には2社だったのが1989年には24社というように、1980年代後半から急増している。その意味で新しい公開買い付け方法が、従来の一定価額での方法と株価に及ぼす影響でどのような違いがあるのかを見るのは興味があるところである。

彼らは、どのような自社株買いの方法でも、基本的には情報効果をもっており、株価はプラスに反応したという結果を得ている<sup>8)</sup>。ただ、株価の反応の程度は、それぞれの方法によって異なっている。最も株価の上昇が高いのは一定価額での公開買い付け、次がダッチ・オークション方式、平均して株価の上昇が低いのは、流通市場を通じての買い付け計画の発表の場合である。数字でみると、一定価額での公開買い付け発表後の株価の上昇は平均して11%、ダッチ・オークション方式が8%、それに対して、流通市場を通じての買い付け計画の場合が2%台であった。

このような違いが生じる理由はいくつか考えられる。まず、第1の理由は買い取り価格にどのくらいのプレミアムが付けられるかによる。

より高いプレミアムが付いた買い取り価格であればあるほど、自己株式取得の情報伝達効果は高くなる。そのような高い買い取り価格でも買い取

---

8) 乗っ取りの対象となっている企業が、乗っ取りを企てている企業から自社株を買い戻すような targeted repurchases の場合には、その取引が発表されると乗っ取り対象企業の株価は下落することがアメリカの実証分析で報告されている (Bradley and Wakeman [1983], Dann and DeAngelo [1983])。その理由は、乗っ取りの可能性が無くなることによって、乗っ取り対象企業が効率的に運営される可能性も無くなったと株主が判断した結果であると考えられる。

るとするのは、経営者が自社の株価が低すぎ、将来はもっと高くなると考えていると市場は判断するからである。一定価額での公開買い付けよりダッチ・オークション方式による公開買い付けの方が、情報伝達効果は弱く、発表後の株価の上昇は高くない。それは、ダッチ・オークション方式では、ある価格幅の中で入札が行われ、一定価額での公開買い付けに比べて最終的な買い取り価格が通常は低くなるからである。つまり、ダッチ・オークション方式の方がプレミアムがあまり付かないのである。もちろん、流通市場を通じての買い取りの場合は、市場価格で買い戻すのでプレミアムはゼロである。

買い取り方法によって株価の反応が異なる2番目の理由は、経営陣の自社株保有持ち分比率に関連している。

公開買い付けでは、外部株主を対象に自己株式取得が行われても、経営陣は自分が保有する自社株式を売り戻すことは一般的にはしない。このように、自社株を保有している経営者は自己株式取得に応じるのを差し控えるとするれば、経営者がより多くの自社株を保有している企業の自己株式取得発表の方が、情報伝達効果は高くなる。

その理由は、募集終了後に株価が発表前より高くならなければ、自社株を多く保有している経営者の方がより多くの損失を被ることになるからである。それゆえ、経営者の株式保有の程度が高い企業が自己株式取得を行うのは、よほど株価が過小評価されていると経営者が判断していると市場では受け取り、株価はプラスに反応するのである。逆に、経営者の株式保有の程度が低い企業が自社株取得を行っても、株価の反応は小さい。ダッチ・オークション方式は、一定価額での公開買い付けに比べて大企業で行われるケースが多く、そのような企業では経営陣の自社株持ち分比率は低いのが一般的である。そのため、株価の反応は小さい。

3番目の理由は、自社株買いによってどれだけの株数が買い戻されるかに関連する。

募集株数が多ければ多いほど、自己株式取得の情報伝達効果は高くなる。上で述べたのと同じような理由によって、経営者が自社の株価が低すぎるので大量に買い戻そうと考えていると市場は判断するからである。公開買い付けの場合は、一時期に大量の株数が買い戻される。それに対して、流通市場を通じた買い付けでは、計画が発表されても実際に株式が買い戻されるのは一年以上にわたる長い期間を通して徐々に行われるのが普通である。その意味で、流通市場を通じた買い付け計画発表時の情報伝達効果は最も低いと考えられる。

以上の3つの理由が、自社株買いのやり方の違いによってなぜ株価の反応が異なるかに対する説明である。

ところで、株式市場を通じての買い付け計画 (open market repurchase program) が数の上では、公開買い付け (tender offer repurchases) を大幅に上回っている。特に、アメリカでは1987年10月の株価の大暴落 (ブラック・マンデー) 直後の2週間の間に多くの企業 (600社近く) が株式市場を通じての買い付け計画を発表したのは記憶に新しいところである。

特に、10月19日の大暴落の次の日 (20日) に、株式市場を通じての自社株買い付け計画を発表した企業は51社にのぼった。発表を受けて、これらの企業の株価は上昇した。そして、51社のうち25社は株価指数S&P500に採用されている銘柄であった。20日にS&P500は、前日に比べて5.3%の上昇を示したことから、自社株買いの発表はさらなる暴落の危険を食い止めた一要因とも言える<sup>9)</sup>。

一般的には、流通市場での買い付けの場合には、その計画が発表されても、その後、実施されるとは限らない。ブラック・マンデー直後に発表された自社株買い付け計画でも、その後実際に市場より買い戻された株式数

---

9) Netter and Mitchell [1989] p. 91 を参照。彼らの実証分析では、ブラック・マンデー時の株価の下落率が大きかった企業が自社株買い付け計画を発表しているケースが多く、発表後、それらの企業の株価は正常と思われる以上の上昇率を示したことが報告されている。

は多くない。自社株買い計画の発表を受けて株価がプラスに反応し、正常水準に戻ったと経営者が判断すれば、その計画を実施には移さない傾向がある。それゆえ、自社株買い計画（open market repurchase program）の発表は、今後、株価が正常水準まで戻らなければ、そのときには自社株を買い戻しますよという経営者のメッセージと考えられる。

いずれにしろ、ブラック・マンデーのときには、株価が実勢よりも過大に下落して過小評価された銘柄も多かったと思われる。もしそうなら、ブラック・マンデー直後に自社株買いを発表した企業が多かったことに対する答として、ここでの情報伝達効果の議論を当てはめることができる。

なお、Netter and Mitchell (1989) によると、ブラック・マンデー後に自社株買い計画を発表した企業の内部者（インサイダー）である役員、取締役が自社株を市場から自己勘定で購入しているケースが多かった。

外部投資家に比べて、より正確な自社情報を有している内部者が、ブラック・マンデーで株価が下落しすぎ、過小評価されていると判断し、自社株の買い時と考えたことが、そのような行動の理由であると考えられる。それゆえ、このような内部者の行動も、自己株取得のシグナリング仮説と齊合的である<sup>10)</sup>。

## 5. フリー・キャッシュ・フローと自己株式取得

企業が生み出したキャッシュ・フローのうち、企業内部でプラスの純現在価値をもつすべての投資プロジェクトを実施するのに必要な資金を上回

---

10) 一般的に、アメリカのインサイダー取引に関する規制では、公開、公表されていない、株価に影響を及ぼす内部情報をもつ内部者が、その内部情報にもとづいて自社株の売買をしてはならないことになっている。企業による自社株取得に関する情報も、この内部情報に相当すると考えられる。それゆえ、自社株取得の発表を予定している企業の経営者が、自社株取得発表前に、公表されていない内部情報を用いて自社株の売買をしてはならない。しかし、インサイダー取引規制では、自社株買い発表後は、内部者の自社株の売買は合法的に認められている。

る部分をフリー・キャッシュ・フローと呼ぶ (Jensen [1986])。本来であれば、この余剰資金は企業内部で有効に用いられないので、株主に配当として分配されてしまうべきである。しかし、経営者が、彼ら自身の権力・地位を高めるために採算に合わないような設備投資を行い、必要以上の規模拡大を図ったり、生産的でない目的のためにこのような内部資金を浪費してしまう危険性が存在する。

当面の利益はあがっているのでキャッシュ・フローは潤沢ではあるが、設備投資などの将来に向けての投資機会を内部に持ち合わせておらず、大量のフリー・キャッシュ・フローが発生している企業が、それらの資金を内部に蓄積したままで有効に利用していないときには、株価が低迷し、乗っ取りの対象になる。

このような乗っ取りの危険を避けるための一手段として、現金配当ではなく、自己株式取得によってフリー・キャッシュ・フローが株主に分配されることがしばしばある。その大きな理由は、配当を増加させた場合、将来もその配当水準を維持できるかどうかは不確かである。減配に対する株式市場の反応はよくない。そのため、企業としては、一時的な収益、あるいは、フリー・キャッシュ・フローの増加が起こった場合には、それらの余剰資金を自己株式取得によって株主に分配してしまうことを望むのである。

乗っ取りの危険がなくとも、過剰なフリー・キャッシュ・フローがある企業では、それらの余剰資金が企業内部で有効に利用されなければ、株主の利益が損なわれ、経営者と株主の利害の対立が深刻な問題となる可能性がある (いわゆる、エージェンシー問題)。このような問題を解決する一手段が、自己株式取得による株主への余剰資金の分配である。しかし、なぜ、特別配当 (specially designated dividend) ではいけないのかという疑問は残る。

## 米国での実証結果

この理論の妥当性は、米国の実証分析で裏付けられているのであろうか。今までの段階では相反する実証結果が得られており、残念ながらまだ断定的な結論が得られていないのが現状であると言ってよいであろう。

まず、どのような企業が実際に自己株式取得を行ったかを調べた Bagwell and Shoven [1988] の実証分析では、この理論を支持する結果が得られている。フリー・キャッシュ・フローの代理変数と考えられる、営業利益に減価償却費を加えもどした値を総資産で割った値が高い企業が、自己株式取得を行っているケースが多かった。また、株式時価総額／純資産額（簿価）の値の小さい企業が自己株式取得を行っているケースも多かった。この値が小さいということは、現在も将来も、企業内部に有利な投資機会を持ち合わせていないので、株価が低く評価されていることが一つの理由であると考えられる。もしそうであるなら、この結果はここでの理論と斉合的である。

これに対して、Howe, He and Kao [1992] の実証分析では、フリー・キャッシュ・フロー理論から自己株式取得を説明できるという結果は得られていない。Lang and Litzenberger [1989] も示しているように、ある仮定の下では、トービンの（平均の） $Q$ の値が1より小さい企業は過大投資企業（非効率的な投資を行っている企業）、1より大きい企業は株価最大化企業と分類できる。フリー・キャッシュ・フロー理論が成り立つとするなら、 $Q$ の値が1より小さい企業が自己株式取得を発表したときの株価の反応の方が、 $Q$ の値が1より大きい企業の場合より高いはずである。なぜなら、上で述べたように、過大投資企業（ $Q$ の値が1より小さい企業）が自己株式取得を発表すると、低収益投資の可能性が低下すると予想され、株価はプラスに反応すると考えられるからである。これに対して、株価最大化企業では、2節で述べたように自己株式取得は株主の富に影響を及ぼさず、株価に変化はない。

Howe, He and Kao [1992] は、1979年から1989年までの10年間に公開買付けによって自己株式取得を行った55社を、上で述べたようにQの値が1より大きい企業と1より小さい企業に分け、発表後の株価の変化に違いがあるかどうかを調べた。しかし、彼らの結果では、自己株式取得発表後の株価の変化は両グループとも7%台であり、両グループの間で差異はなかった。

ただし、かれらのデータからは、乗っ取りを防ぐために行われた自己株式取得は除かれていることに注意しなければならない（乗っ取り合戦の最中、あるいは、その危険があるときに自己株式取得が行われた際の株価への影響の実証分析については6節を参照）。さらに、フリー・キャッシュ・フローと自己株式取得の関係を見るために、新たな負債によって自己株式取得の原資が賄われたケースは除かれている。

## 6. 乗取り防止策としての自己株式取得

いま、縦軸に TOB に際しての売付け価格 (ask price) を、横軸に当該企業の株主が TOB に応じて売却する株数をとる。それぞれの売付け価格に対応して売却株式総数が決まるが、この曲線を株式を保有している投資家の株式売却に対する供給曲線と呼ぶことにする。そして、この供給曲線が右上がりの曲線であると仮定する。

このとき、乗取り対象企業が自己株式取得を行うことによって、乗取りを狙っている企業が乗取り対象企業の支配権を得るために必要な株式を得るのに多くの費用がかかってしまい、乗取りを断念せざるを得ない可能性はより高くなる。この意味で、自己株式取得は乗取り防止策として機能することになる。

その直観的説明はつぎのようである。自己株式取得が行われた場合、当該企業の提案に応じて手持ち株式を売却しようとする株主は、他の株主よりも相対的に低い留保価値 (reservation value—それ以下では株主が手持ち株式

の売却を拒否するような価格)をもった投資家であろう。このように、自己株式取得が行われた後では、低い留保価値をもっている株主は淘汰され、相対的に高い留保価値をもっている株主だけから成る株主構成に変わることになる。そのため、乗取りを狙っている企業は、そのような企業を買収するために、より高い買付け価格を提示しなければ買収が成功しないことになる。その結果、買収を成功させるためには高いコストがかかることになり、自己株式取得が乗取り防止策として機能することになる<sup>11)</sup>。

実際にも、Dann and DeAngelo [1988], Denis [1990] の実証研究によれば、自己株式取得を実施している企業を TOB (テーク・オーバー・ビッド) する試みは、成功の確率が低いことが報告されている。そして、先に述べたように、1984年以降アメリカでは自己株式取得が急増しているが、この時期はまた企業の乗取りが盛んに行われた時期でもある。この事実は、自己株式取得が乗取りの脅威から身を守るための防衛手段として行われるという、ここでの主張と斉合的である<sup>12)</sup>。

なお、この目的のために行われる自社株買いの方法としては、open market repurchase ではなく、公開買い付けが一般的である。株式市場を通じての買い付けでは通常、長い期間をかけて当初計画した目標買入れ株式数が購入されていく。乗っ取りの危険に直面している、あるいは予想される場合には、短期間にあるまとまった株数を買い戻す必要がある。そのためには、公開買い付けが適しているのである。

そして、公開買い付けの中では、ダッチ・オークション方式の方が、一定価額での公開買い付けよりも、乗っ取り防止策としては優れている。それは、より低い留保価値を持つ株主の株式から買い取られる可能性が高い

- 
- 11) ゲーム論のフレームワークでの議論については、Bagwell [1991] を参照せよ。
  - 12) 取得した自社株を安定株主に転売すれば、企業買収に対する一層の防衛策になる可能性がある。米国では、取得された自社株が従業員持ち株制度 (ESOP) や経営陣のストック・オプションを通じて、従業員や経営者によって長期に保有されるケースが多い。



からである。これが80年代後半以降、ダッチ・オークション方式が増えだしたひとつの理由であると考えられる。

さて、この理論によれば、どのような企業が自己株式取得ではなく、現金配当の形で株主に収益を分配すると考えられるであろうか。現金配当の場合には、それによって株主構成に変更がもたらされるという直接的な影響はない。そのため、現在の株主構成をいたずらに変えたくない場合には、企業は現金配当を選択すると予想される。例えば、大株主、あるいはそのグループと多数の零細株主が混在しているような場合には、大株主グループは現状の支配権を維持するために、敢えて株主構成が変化してしまう危険性がある自己株式取得よりは、現金配当を望むであろう。

注意しなくてはならないのは、ここでの主張は、自己株式取得が乗取り防止策として有効であるというときに通常主張される理由とは異なるということである。通常は、自己株式取得が行われると発行済株式数が減少し、買収企業が買収に必要な被買収企業の株数を手に入れるのが困難になるからと、単純に考えられている。しかし、自己株式取得によって発行済株式数が減少すれば、経営権を得るために必要な株式数もそれだけ少なくてすむので、これが乗取りを困難にする正当な理由とは考えられない。

翻ってみると、わが国の場合には、株式の相互持合があるために乗取りが困難であるとされている。それは唯単に、株式の相互持合によって市場に流通している株式数が少なくなっていることが理由ではない。真の理由は、先に述べた留保価値が高いために、いくら高い買付け価格が提示されても相手先の企業の株式を売却しようとする安定株主が多いからである。ここで、株式の留保価値が高いのは、株式からの投資収益自体は少なくても、他の取引関係上のメリットをも考慮に入れて考えれば、株式保有の価値が高いと意識されてきたことによる。

この意味で、わが国の株式の相互持合は、アメリカにおける自己株式取得と同じ機能を果たしていると考えられる。ただし、アメリカでは、市場

での自己株式の取得という意味で、市場メカニズムを通じて乗っ取り防止策が講じられているのに対して、わが国では、直接的な市場メカニズムを用いないで、株式の相互持合という相互の暗黙の協定によってそれがなされていると言えるであろう。

### 米国での実証結果

Denis [1990] は、1980年から1987年の期間に乗っ取り防止策の一貫として、自己株式取得あるいは特別配当の形で株主に分配を行った49社を調べた。取り上げた会社は、乗っ取り合戦の最中、あるいは、その危険性があると判断された企業である。ただし、乗っ取りを狙っている特定の投資家あるいは企業からの株の買い戻し (targeted repurchases あるいは greenmail) は除かれている。

対象企業49社のうち、自己株式取得が40社、特別配当が9社である。自己株式取得だけに絞って見てみると、40社のうち11社が最終的に乗っ取られた。逆に言えば、73%近くは乗っ取りの危険を回避できたことになる。他の手段も併用されているので断定的なことは言えないが、自己株式取得が乗っ取り回避策のひとつとして有用であることの傍証になるであろう。

自己株式取得以前の乗っ取り合戦の最中には、株価は平均して25%という高い上昇を示した。しかし、自己株式取得発表直後の2日間で株価は平均して1.5%前後下落した。さらに興味深いのは、乗っ取りが不成功に終わった企業だけを見てみると、そのことが最終的に判明した時点までに、平均して10%近い株価の下落が見られたことである。逆に、乗っ取りが成功したケースでは、自己株式取得発表から乗っ取り成功が判明する時点の間でも、株価は上昇を示している。

自己株式取得の原資は、手持ち資産の減少によるよりも負債によったことが報告されている。この結果、自己株式取得後の負債比率は、20%から37%へ上昇が見られた。また、自己株式取得後は、経営陣の自社株保有比

率の増大が見られた。このように、乗っ取り防止のための自己株式取得は、資本構成、株式所有構成に大きな変化を起こすことが分かる。

乗っ取りを阻止できた企業でも、その後、事業資産の一部売却を含む事業再編成（リストラクチャリング）や、経営陣の一部変更が見られた。このことは、たとえ乗っ取りを阻止できても、市場の力によって一層の経営の効率化をせざるを得ないことを物語っている。上で述べたように、乗っ取り合戦の最中には、株価は平均して25%上昇したが、自己株式取得の発表から乗っ取り不成功が判明するまでに10%しか株価が下落していないのは、乗っ取りの危機を経験して、経営陣が効率的経営を今後行うであろうことの株主の期待を反映しているものと思われる。

#### 〔参 考 文 献〕

- Bagnoli, Mark, Roger Gordon and Barton Lipman, "Stock Repurchase as a Takeover Defense", *Review of Financial Studies*, Fall, 1989, pp. 423-443.
- Bagwell, Laurie Simon, "Share Repurchase and Takeover Deterrence", *Rand Journal of Economics*, Spring, 1991, pp. 72-88.
- Bagwell, Laurie Simon, "Dutch Auction Repurchases: An Analysis of Shareholder Heterogeneity", *Journal of Finance*, March, 1992, pp. 71-105.
- Bagwell, Laurie Simon and John Shoven, "Share Repurchases and Acquisitions: An Analysis of Which Firms Participate", in Alan Auerbach ed., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, The University of Chicago Press, 1988, pp. 191-213.
- Bagwell, Laurie Simon and John Shoven, "Cash Distributions to Shareholders", *Journal of Economic Perspectives*, Summer, 1989, pp. 129-140.
- Barclay, Michael and Clifford Smith, "Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus Open-Market Repurchases", *Journal of Financial Economics*, October, 1988, pp. 61-82.
- Bradley, Michael and Macdonald Wakeman, "The Wealth Effects of Targeted Share Repurchases", *Journal of Financial Economics*,

- April, 1983, pp. 301-328.
- Comment, Robert and Gregg Jarrell, "The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases", *Journal of Finance*, September, 1991, pp. 1243-1271.
- Dann, Larry, "Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders", *Journal of Financial Economics*, June, 1981, pp. 113-138.
- Dann, Larry and Harry DeAngelo, "Standstill Agreements, Privately Negotiated Stock Repurchases, and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, April, 1983, pp. 275-300.
- Dann, Larry and Harry DeAngelo, "Corporate Financial Policy and Control: A Study of Defensive Adjustments in Asset and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, January, 1988, pp. 87-127.
- Denis, David, "Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchases and Special Dividends", *Journal of Finance*, December, 1990, pp. 1433-1456.
- Gay, Gerald, Jayant Kale and Thomas Noe, "Share Repurchase Mechanisms: A Comparative Analysis of Efficacy, Shareholder Wealth, and Corporate Control Effects", *Financial Management*, Spring, 1991, pp. 44-59.
- 花枝英樹『経営財務の理論と戦略』東洋経済新報社, 1989.
- Hausch, Donald, Dennis Logue and James Seward, "Dutch Auction Share Repurchases: Theory and Evidence", *Journal of Applied Corporate Finance*, Spring, 1992, pp. 44-49.
- Howe, Keith, Jia He and Wenchi Kao, "One-Time Cash Flow Announcements and Free Cash-Flow Theory: Share Repurchases and Special Dividends", *Journal of Finance*, December, 1992, pp. 1963-1975.
- 市村昭三「アメリカ企業財務の最近の動向—自社株式の買戻しの急増化傾向—」市村昭三編『資本構成と資本市場』九州大学出版会, 1990, 所載, 357-393ページ.
- Jensen, Michael, "Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, May, 1986,

pp. 323-329.

Kale, Jayant, Thomas Noe and Gerald Gay, "Share Repurchase through Transferable Put Rights: Theory and Case Study", *Journal of Financial Economics*, November, 1989, pp. 141-160.

神田秀樹「自己株式取得と企業金融」『商事法務』1992, 1291号, 2-7ページ, 1292号, 7-12ページ.

小宮隆太郎・岩田規久男『企業金融の理論』日本経済新聞社, 1973.

Lakonishok, Josef and Theo Vermaelen, "Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offer", *Journal of Finance*, June, 1990, pp. 455-477.

Lang, Larry and Robert Litzenberger, "Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis?", *Journal of Financial Economics*, September, 1989, pp. 181-191.

Lowenstein, Louis, *Sense and Nonsense in Corporate Finance*, Addison-Wesley, 1991.

Masulis, Ronald, "Stock Repurchase by Tender Offer: An Analysis of the Causes of Common Stock Price Changes", *Journal of Finance*, May, 1980, pp. 305-321.

Netter, Jeffry and Mark Mitchell, "Stock-Repurchase Announcements and Insider Transactions After the October 1987 Stock Market Crash", *Financial Management*, Autumn, 1989, pp. 84-96.

日本証券経済研究所『企業金融と自己株式取得に関する研究の中間報告』1992, 7月.

Ofer, Aharon and Anjan Thakor, "A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchase and Dividends", *Journal of Finance*, June, 1987, pp. 365-394.

Shoven, John, "The Tax Consequences of Share Repurchases and Other Non-Dividend Cash Payments to Equity Owners", in Lawrence Summers ed., *Tax Policy and the Economy*, Volume 1, The MIT Press, 1987, pp. 29-54.

Stulz, Rene, "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policy and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, Jan./March, 1988, pp. 25-54.

Vermaelen, Theo, "Common Stock Repurchases and Market Signalling: An

- Empirical Study”, *Journal of Financial Economics*, June, 1981, pp. 139-183.
- Vermaelen, Theo, “Repurchase Tender Offers, Signaling, and Managerial Incentives”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June, 1984, pp. 163-181.
- Wansley, James, William Lane and Salil Sarkar, “Managements’ View on Share Repurchase and Tender Offer Premiums”, *Financial Management*, Autumn, 1989, pp. 97-110.