

GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS ADMINISTRATION

KOBE UNIVERSITY

ROKKO KOBE JAPAN

Discussion Paper Series

自社株買入れ消却と株価動向の理論*

神戸大学大学院経営学研究科

助教授 砂川伸幸

目次

1. はじめに
2. 自社株買入れ消却の関連命題
3. 税金と自社株買入れ消却
4. 株主と経営者の利害対立と自社株買入れ消却
5. 自社株買入れのシグナリング機能
6. マーケットの非効率性と自社株買入れ消却
7. まとめ

1. はじめに

本稿では、自社株買い、とくに流通市場を通じた自社株買入れ消却に焦点を当て、企業がなぜ自社株買入れ消却を行うのか、そして自社株買入れ消却が株価にどのような影響を与えるかを理論的に検討する。

わが国では、1994年の商法改正、1995年の租税特別措置法改正によるみなし配当課税の凍結により、企業が消却目的のために自社株式を買入れることが可能となった。その後、1995年から2000年までの期間において、自社株買入れ消却の意向をアナウンスしたわが国企業数は累計で2000件を超え、自社株買入れ消却に用いられた金額（利益処分）は、約5兆円にのぼる。最近では、日経新聞の財務短信欄に毎日のように自社株買いに関する情報が掲載されている。いまや、自社株取得は、わが国企業の主要な財務戦略として定着したといえよう。

一方、アメリカでは1980年代から自社株買い、とくに流通市場を通じた自社株買いによる利益還元が盛んに行われている。Grullon and Michaely (2000)によると、この20年間における自社株買入れ金額の伸び率は、現金配当金額のそれを上回っており、1990年代には1年間の買入れ総額が現金配当金額を超える年度もあったほどである¹。

* 本稿の作成にあたり、レフェリーの方から有益なコメントをいただきました。また、本研究は（財）学術振興野村基金の助成を受けております。記して感謝いたします。

¹ アメリカにおける自社株買いの現状については、Grullon and Michaely (2000)の他に、Bagwell and Shoven (1989)、Barclay and Smith (1988)、Grinblatt and Titman (1998, chape 14)なども参照。

さて、標準的なファイナンスのテキストが教える通り、いくつかの諸仮定を設けると、企業は財務政策に関して無差別であるという有名なMMの無関連命題が成立する。しかしながら、現実の世界においてMMの無関連命題を成立させる諸条件が満たされているとは限らない。実際、企業が特定の財務政策に傾斜するという現象は、多くの実証研究で報告されている。また、それらの現象を理論的に考察した研究も数多く発表されている²。本稿では、企業が自社株買入れ消却という財務政策を選好する理由について、既存の考え方と新しい考え方を交えながら考察する。

企業が自社株を買入れる理由について、Wansley, Lane, and Sarkar (1989) や Cudd, Duggal, and Sarkar (1996) は、実際にアンケート調査を行っている。本稿では、彼らの結果にもとづき、以下の代表的な4つの仮説をとりあげる。

- ・ 現金配当代替説（税制上有利な利益還元であるという説）
- ・ フリー・キャッシュ・フロー仮説（収益性向上仮説）
- ・ シグナリング仮説
- ・ 自社株投資仮説

詳細は次節以降に譲るとして、ここではそれぞれの説を簡単に紹介しておこう。

まず、現金配当代替説であるが、これは税制を考慮した場合、同じ金額を現金配当の形で還元するよりも自社株買入れ消却の形で還元する方が、株主にとって望ましいという説である。例えば、個人株主の場合、受け取り配当には一律の税率が課せられるが、株式売却に際しては株式売却益にのみ一定税率が課される。企業の自社株買入れに対する売り手が個人株主で、かつ全員が株式売却によってキャピタル・ロスを被るという極端な状況では、自社株買入れ消却を通じて還元される金額に課せられる税金はゼロである。第3節で解説するように、この議論は、自社株買入れに依る株主がキャピタル・ゲインを得ている場合にも成立する。

次のフリー・キャッシュ・フロー仮説は、手元資金の用途に関して、経営者が株主価値最大化から逸脱した行動をとるリスクを回避するために自社株買入れ消却が有効であるという主張である。本稿でいうフリー・キャッシュ・フローとは、企業価値にとって有益な投資（正のNPVをもつ投資）を行った後に残る余剰資金である。したがって、フリー・キャッシュ・フローが投下される投資案件は、非効率的な（負のNPVをもつ）ものである。このような投資は、株主価値の観点から過大投資となる。とくに、所有と経営が分離した大企業では、コーポレート・ガバナンスが効率的に機能せず、経営者の利己的な投資決定を許容する可能性がある。余剰設備、過大な在庫、人員余剰などは、過大投資の例であると言えよう。経営者が過大投資するリスクを回避するには、その資金源泉であるフリー・キャッシュ・フローを株主に還元すればよい。そこで、株主、あるいは株主の意向を受けた取締役会が、自社株買入れ消却を実施するというのがフリー・キャッシュ・フロー

² 例えば、Harris and Raviv (1991) を参照。

仮説である。過大投資は株主に損失をもたらすから、自社株買入れ消却は企業の収益性が劣化するのを防ぐ。この意味で、自社株買入れ消却は、企業の収益性を向上させる可能性がある。自社株買いが1株当たり利益（EPS）を高めるという議論は、このような場合に成立すると考えられる。

現実に観察される株価の動向と整合的な説は、自社株買いのシグナリング仮説である。（図1）は、アメリカ株式市場において、自社株買入れをアナウンスした企業の短期的な株価動向を表している。ここでは、サンプル数が圧倒的に多い流通市場を通じた自社株取得（図中実線）に注目しよう。図から分かるように、自社株取得のアナウンスメント直後に株価は上昇している。Hatakeda and Isagawa（2001）によると、わが国株式市場でも同様の現象が観察される。これらの現象は、自社株取得のアナウンスメントがマーケットにとって良いニュースであることを意味している。上で述べたフリー・キャッシュ・フロー仮説を想起しよう。自社株買入れ消却は、経営者の過大投資を抑制するという意味で株価に正の効果をもたらす。自社株買入れ消却がアナウンスされなければ、マーケットは過大投資のリスクを考慮し、企業の株価を低く評価するであろう。自社株買入れ消却がアナウンスされると、マーケットは企業が過大投資しないことを確信するので株価は上昇する。このシナリオによると、多額の余剰資金を抱える企業は、自社株を買入れ消却する意向をアナウンスすることで株主重視の経営姿勢を鮮明にすることができる。

自社株取得のアナウンスメント周辺における株価の動向には、もう1つ注意すべき点がある。（図1）から分かるように、企業が自社株取得をアナウンスするのは株価が下落した後である。この点を理論的に考察したのは、筆者の研究（Isagawa（2000））が最初であろう。本稿第5節では、筆者の研究に依拠して、株価が下落した後に企業が自社株買いをアナウンスし、それを受けて株価が上昇する、というシグナリング・モデルを解説する。

最後に、自社株投資仮説である。その名の通り企業にとって自社株が有益な（超過収益率が稼げる）投資対象であるという説であるが、マーケットが効率的であると信奉してきた研究者にとって、この自社株投資仮説は不可解なものである。マーケットが企業の株式を正しく評価している限り、自社株の購入が超過収益率を生むことはないからである。すなわち、自社株投資説は、マーケットが企業の株式を正しく評価できていない、あるいはマーケットが非効率的である、という想定の下に成立する。

（図2）は、アメリカ株式市場において、流通市場を通じた自社株取得をアナウンスした企業の長期的な株価動向を示したものである。図中、横軸はアナウンスメントが行われた月からの経過月数（アナウンスメントが行われた月が0）、縦軸は自社株買いをアナウンスした企業の平均的な累積超過収益率である³。自社株取得をアナウンスした企業の株価は、長期的に上昇トレンドを描いている。これは、自社株取得をアナウンスした企業の株価が、

³ 詳細については省略するが、Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen（1995）は超過収益率を算出するに当たり4通りの方法を用いている。いずれの方法においても、長期的な超過収益率が観察されている。

アナウンスメント直後の上昇を考慮してもなお、長期間割安に放置されていることを意味している。自社株を割安な価格で買入れることにより、企業は超過収益を稼ぐことができるだろう。株価が割安に放置されるということは、マーケットが効率的でないということである。

マーケットが効率的でないという可能性は、近年とくに Behavioral Finance とよばれる領域で盛んに研究されている。本稿第 6 節では、マーケットの非効率性を導入して、自社株投資仮説を詳細に検討する。マーケットが非効率である場合、企業はマーケットのミス・プライシングを利用する財務戦略を実施することで、超過収益を稼ぐことができるだろう。流通市場を通じた自社株買入れ消却は、マーケットが自社株式を過小評価している場合に有効な財務戦略であると考えられる。

本稿の構成は以下の通りである。まず第 2 節では、本稿で展開される議論のベンチマークとして、いくつかの仮定の下では、自社株買入れ消却が株価に影響しないことをみておく。第 3 節では、税金が存在する場合に自社株買入れ消却が現金配当より有利な利益還元手段となる可能性を示す。第 4 節では、フリー・キャッシュ・フロー仮説を紹介する。第 5 節では、企業がもつ情報とマーケットがもつ情報が異なる状況を想定し、自社株買入れ消却のシグナリング仮説を検討する。第 6 節では、マーケットの非効率性を導入し、自社株投資説を検討する。第 7 節は、本稿のまとめである。

2. 自社株買入れ消却の無関連命題

議論を簡単にするため、リスク中立、利子率ゼロ、企業は負債をもたないと仮定しよう⁴。また、自社株買入れ消却の資金源泉は主として内部資金であることから、本稿では外部資金調達の問題は考えない。

ここでは、次節以降で展開する議論のベンチマークとして、以下の 3 条件が成り立つ状況を想定し、企業の自社株買入れ消却が株価に影響しないことをみておく。

(条件 1) 企業関係者間に利害対立問題は存在しない。

(条件 2) 企業とマーケットは同じ情報を有している。

(条件 3) マーケットは合理的、かつ完全競争の状態にあり、取引コストや税金は存在しない。

(条件 1) から、経営者と株主の目的は一致している。ここでは、株主価値最大化が企業の目的であり、企業は株主の立場から最も効率的な経営資源の用途を選択すると仮定しよう。その結果として、現在 $C > 0$ の余剰資金と現在価値が $V > 0$ である実物資産を有している。企業は余剰資金を投下する有益な (NPV が正である) 投資機会をもたない。例えば、成熟産業に属する企業を想像すればよい。企業のファンダメンタル価値は $C + V$ であり、(条

⁴ これらの仮定は、以下の結論には影響しない。

件2)からマーケットもこのことを知っている。また,(条件3)から企業の株価はファンダメンタルに基づいて正しく評価される。企業の発行済み株式数を $N > 0$ とすると,現時点(自社株買入れを実施する以前)における株価 P は下記で与えられる。

$$P = (C + V) / N \quad (1)$$

企業が余剰資金の使途として,流通市場を通じた自社株の買入れ消却を検討しているでしょう。自社株買入れ消却実施の意向をアナウンスした後の株価を P^* とすると,企業が買入れ可能な株式数は C/P^* ,買入れ消却実施後の発行済み株式数は $N - (C/P^*)$ となる。余剰資金を使用した後の企業価値は V であるから,株価 P^* は次の(2)式で与えられる。

$$P^* = V / (N - C/P^*) \quad (2)$$

これを P^* について解くと,

$$P^* = (C + V) / N \quad (3)$$

を得る。すなわち,自社株買入れ消却実施の前後において企業の株価は不変である。このように,(条件1) - (条件3)が成り立つ場合,自社株買入れ消却は株価に影響しない。企業にとって,自社株買入れ消却を行うか否かは無差別である。

同じ結論は,代替的な利益還元手段である現金配当についても成り立つ。企業が保有資金 C を株主に配当する場合,1株当たり配当金は C/N ,配当落ち後の株価は V/N であるから,現金配当を公表した後の株価は, $(C+V)/N$ となる。(条件1) - (条件3)が満たされる場合,企業の配当政策は株価に影響しない。有名なMMの無関連命題である。

3. 税金と自社株買入れ消却

ここでは,(条件3)の一部を緩和して,現金配当と株式の売却益に対して,税率 T ($0 < T < 1$)の税金が課せられるとしよう。現金配当と自社株買入れ消却の相違に注目するため,実物資産が将来生み出す利益の還元に対する税金は無視する。すなわち,実物資産の価値は V のままである。

現金配当の場合,課税される税金総額は CT であり,税引き後の株主価値(企業価値)は,

$$C(1 - T) + V \quad (4)$$

となる。

一方,自社株買入れ消却の場合,課税される税金総額を調べるには,株主の株式売却益を知る必要がある。企業の自社株買入れに応じる(企業に保有株式を売却する)株主の平均取得価格を P' ,企業が自社株を取得する価格を P^{**} としよう。(条件3)の下では,株式を無料で取得できる投資家はいないから, $0 < P'$ である。株式取得価格が企業の買入れ価格

より高い投資家は、株式売却によって損失を被るため、税金を支払う必要はない。このことに注意すると、課税される税金は最大で、

$$\max\{(P^{**} - P')T(C/P^{**}), 0\} = \max\{CT(P^{**} - P')/P^{**}, 0\} \quad (5)$$

になることが分かる。課税総額がゼロの場合（株式を売却する株主が全員キャピタル・ロスを被る場合）、明らかに株主価値は（4）より大きい。また課税総額がゼロでない場合、税引き後の株主価値の最小値は、

$$C[1 - T \frac{(P^* - P')}{P^*}] + V \quad (6)$$

となる。 $0 < P'$ であるから（6）は（4）を上回る。

このように、現金配当と株式売却益に同率の税金が課せられる場合、株主にとっては自社株買入れ消却の方が現金配当より有利である。現実の税制はより複雑であるから、常にこのような結論が得られるとは限らないが、税制が現金配当と自社株買入れを差別化する一因であることを指摘する研究は少なくない⁵。

4. 株主と経営者の利害対立問題と自社株買入れ消却

この節では3つの条件のうち（条件1）が満たされない場合、より具体的には、経営者と株主の間に余剰資金の用途を巡る利害対立問題が存在する場合を考えよう。Jensen（1986）や Shleifer and Vishny（1989）が指摘するように、コーポレート・ガバナンスが完全に機能しないとき、経営者は何らかの理由により（例えば企業における自身の権力を拡大するため）、株主価値を損なう投資を行うインセンティブをもつことがある。ここでは、株主の意向を受けた取締役会がある程度は機能するが、経営者の日々の投資決定をコントロールするまでにはいたらない状況を考えよう。利己的な経営者は、取締役会からの圧力を受けない範囲内で余剰資金を使用できる。経営者は拡大志向をもち、収益性に関わらず実物投資を行うインセンティブをもっていると仮定する。Jensen（1986）にしたがい、株主にとって効率的なプロジェクト（NPVが正のプロジェクト）に投資した後に残る余剰資金をフリー・キャッシュ・フローと呼ぶことにしよう。株主にとって、フリー・キャッシュ・フローを投資することは過大投資に他ならない。実質的に債務超過に陥っている企業への融資、採算割れの商店舗の運営資金、組合との関係を悪化させないために過剰な雇用を維持する費用などがよい例である。このような問題は、フリー・キャッシュ・フローの用途をめぐる株主と経営者の利害対立問題として知られている⁶。

⁵ Bagwell and Shoven（1989）、Grinblatt and Titman（1998, Chapter 14）、Talmor and Titman（1990）などを参照。

⁶ より詳細については、砂川（2000, 第1章）を参照。

株主の意向を受けた取締役会は、フリー・キャッシュ・フローを用いて自社株買入れ消却を実施することで、経営者の過大投資を回避することができる。もちろん、現金配当という形で株主に還元してもよいが、配当実施時期の以前に多額のフリー・キャッシュ・フローが生じた場合や、前節で述べた税制の下では、自社株買入れ消却の方が現金配当より株主にとって好ましい。

いま、追加的な実物投資がもたらす収益率を $-R$ ($R > 0$) とし、税金を無視すると、経営者が投資を実施した場合の株価は下記で与えられる。

$$[C(1-R)+V]/N \quad (7)$$

税金がない場合、自社株買入れ消却を実施する企業の株価は(3)で与えられるから、自社株買入れ消却が株価を高めることは明らかである。このように、利己的な経営者あるいは従業員が過大投資を行うインセンティブをもつとき、自社株買入れ消却によって過大投資の資金源泉であるフリー・キャッシュ・フローを還元することは、株主にとって好ましい財務戦略となる。過大投資は株主に損失をもたらすから、自社株買入れ消却は企業の収益性が劣化するのを防ぐ。自社株買入れ消却によって1株当たり利益(EPS)が上昇するという議論は、このような場合に成り立つ。

5. 自社株買入れのシグナリング機能

第1節で紹介したように、流通市場を通じた自社株買入れをアナウンスした企業の株価は上昇する。すなわち、自社株買入れのアナウンスメントは、株価にとって良いシグナルになる。このことを理論的に説明するには、シグナリング・モデルの枠組みを用いるのが便利である。シグナリング・モデルでは、企業とマーケットの間に情報格差がある状況、すなわち(条件2)が満たされない場合を想定し、企業がどのようにしてマーケットに信憑性ある情報を提供し、情報格差を是正するかが分析対象となる。本節では、Isagawa(2000)に依拠して、自社株買入れ消却のアナウンスメントが信憑性ある“よいシグナル”となることをみておこう⁷。

いま、企業の経営者には2つのタイプがあるとしよう。一方は株主重視の経営者、他方は実物投資重視の経営者である。さらに、取締役会が形骸化しており、自社株買入れ消却に関する意思決定権は経営者にあるとしよう。取締役会が自社株買入れ消却によって経営者の過大投資を回避することはできない。この点が、第4節との大きな相違である。経営者は、自身が株主重視のタイプか実物投資重視のタイプかを知っているが、マーケットは両者を正確に識別できておらず、経営者が株主重視である確率を $1/2$ とみなしている⁸。企

⁷ 企業財務におけるシグナリング仮説については、砂川(2000,第1章)に詳しく解説されている。

⁸ 以下の結論は、両タイプの確率の値に依存しない。各タイプに与えられる確率が正であれ

業を取り巻く外部環境は悪く、第4節と同様に、追加的な実物投資の収益率は $-R$ であるとしよう。

実物投資を重視する経営者は、余剰資金 C を追加的な投資に投下するであろう。このタイプの経営者は、自社株買入れ消却をアナウンスしない。自社株買入れ消却のアナウンスメントがない場合、マーケットは経営者を実物投資重視のタイプとみなす。したがって、株価 $P_b(n)$ は下記で与えられる。

$$P_b(n) = [C(1 - R) + V] / N \quad (8)$$

一方、株主重視の経営者は、自社株買入れ消却をアナウンスすることで、自らを株主重視のタイプであるとマーケットに伝えることができる。自社株買入れ消却を通じてフリー・キャッシュ・フローを株主に還元することで、追加的な実物投資をしないことが信憑性をもつのである。自社株買入れ消却をアナウンスした企業の株価 $P_b(a)$ は、第2節で導いたように、

$$P_b(a) = (C + V) / N \quad (9)$$

で与えられる。

経営者が自身のタイプを明確にする以前の株価 P_b は、

$$P_b = [P_b(a) + P_b(n)] / 2 \quad (10)$$

である。(8)(9)(10)を比較すると、明らかに次の関係が成り立つ。

$$P_b(n) < P_b < P_b(a) \quad (11)$$

株主重視の経営者からすると(10)で決定される株価は過小評価である。マーケットの過小評価を解消し株価を上昇させるため、このタイプの経営者は、自社株買入れ消却をアナウンスする。自社株買入れ消却のアナウンスメントが拘束的である限り、すなわち企業がアナウンスメントにしたがわねばならない限り、マーケットはアナウンスメントを株主重視の経営者からのメッセージとみなす。その結果、株価は P_b から $P_b(a)$ に上昇する。実物投資を重視する経営者は、追加的投資の資金源泉であるフリー・キャッシュ・フローを失いたくないので、自社株買入れ消却をアナウンスしない。

この議論では、アナウンスメントが拘束的ということが重要である。もしアナウンスメントが拘束的でなければ、実物投資を重視する経営者が自社株買入れ消却をアナウンスし、実際には自社株式を取得せず、実物投資を行う可能性がある。この場合、自社株買入れ消却のアナウンスメントは信憑性をもたない。

自社株買入れ消却のアナウンスメントが拘束的であるか否かは、議論の余地が残されて

ばよい。

いる。アメリカでは、制度上、流通市場を通じた自社株買いのアナウンスメントが拘束的でない。実際、わずかではあるが、アナウンスメントをした企業が、その後何年間も自社株式を取得していないケースが報告されている⁹。カナダでは、制度的に流通市場を通じた自社株買いのアナウンスメントが拘束的となっている。わが国では、アナウンスメントをしたにもかかわらず、自社株式を取得しない企業を罰する明確な基準がないことから、アナウンスメントは拘束的でないと考えられる。しかしながら、マーケットとの長期的な関係を考えると、経営者はアナウンスメントにしたがうことが得策であろう。さらに、実物投資重視の経営者が株価に無関心であれば、あえて自社株買入れをアナウンスする必要はない。このような状況では、制度的に拘束的でない自社株買入れのアナウンスメントでさえ、経営者が株主を重視していることのシグナルになる¹⁰。

ところで、企業を取り巻く外部環境が好ましく、追加的な投資が株主にとっても有益（NPVが正）であれば、株主重視のタイプ、実物投資重視のタイプとも、資金 C を実物投資に投下するであろう。実際、新規投資案の収益率を $R > 0$ とすれば、投資を実施したときの株価 P_g は、

$$P_g = [C(1+R) + V] / N \quad (12)$$

となる。この値は、自社株買入れ消却を実施した場合の株価（9）より大きい。このように追加的な投資が有益であれば、経営者は実物投資を行う。このとき、手元資金はフリー・キャッシュ・フローではないから、経営者と株主間の利害対立は生じない。

本節の最後に、自社株買いのアナウンスメントが株価下落の後に観察されるという事実を説明しておこう。企業を取り巻く外部環境が不確実な時点における株価を P_0 とする。マーケットは、企業の外部環境が良くなる確率を $1/2$ 、悪くなる確率を $1/2$ とみなしているとしよう¹¹。このとき、株価 P_0 は、

$$P_0 = (P_g + P_b) / 2 = (P_g / 2) + [P_b(a) + P_b(n)] / 4 \quad (13)$$

となる。不確実性が解消され、企業環境が良好であることが明らかになった場合、株価は P_g に上昇する。もちろん、自社株買いはアナウンスされない。一方、企業環境が悪いことが明らかになった場合、株価は P_b に下落し、その後株主重視の経営者が自社株買入れ消却をアナウンスする。すなわち、自社株買入れ消却がアナウンスされるのは、株価が下落した後のみである。アナウンスメントを受けて、一旦下落した株価は上昇する。

⁹ Stephens and Weisbach (1998) を参照。

¹⁰ 実際、Isagawa (2000) では自社株買入れのアナウンスメントが拘束的であるという仮定は設けられていない。一方、McNally (2000) は、流通市場を通じた自社株買いのアナウンスメントが、制度上はともかく、実質的には拘束的であると主張している。

¹¹ 以下の結果は、確率の与え方に依存しない。外部環境が良くなる確率と悪くなる確率が、ともに正であればよい。

6. マーケットの非効率性と自社株買入消却

前節では、シグナリング・モデルを用いて、株価が下落した後に企業が自社株買いをアナウンスし、それを受けて株価が上昇するという現象を説明した。本節では、流通市場を通じた自社株買いをアナウンスした企業の株価が長期的に上昇トレンドをもつ、という現象の解明を試みよう。そのためには、シグナリング・モデルにマーケットの非効率性を導入することが必要となる。新しいニュースが瞬時にかつ正しく価格に反映される効率的なマーケットでは、自社株買いをアナウンスした企業の株価は、そのファンダメンタル価格 $P_0(a)$ まで上昇する。この価格は、将来の株価の平均値であるから、アナウンスメント後の株価がトレンドをもつことはない。すなわち、効率的なマーケットを想定する限り、自社株買いをアナウンスした企業の株価が長期的に上昇するという現象は説明できない。

マーケットが効率的でないという可能性は、Behavioral Finance とよばれる分野で近年盛んに研究されている。この分野の代表的な著書である Shleifer (2000) によると、マーケットが非効率であると考えられる最も大きい要因は、洗練された投資家 (smart investors) が直面する資金制約である。現代ファイナンスの中心命題である「マーケットが効率的である」という説は、投資家の合理性に立脚しないという意味で頑強に理論武装されている。非合理的な投資家が存在してもマーケットは効率的でありうる、という一見矛盾するような主張を支持するのが、資産のファンダメンタル価値を正確に把握しているスマートな投資家の存在である。スマートな投資家は、過小評価されている資産を買い、過大評価されている資産を売るというポジション (裁定ポジション) をとることで超過利益を得ようとする。複数のスマートな投資家が、常に裁定ポジションをとる機会を伺っている場合、非合理的な投資家がもたらす資産のミス・プライシングは迅速に是正されるであろう。

しかしながら、Shleifer (2000) が主張するように、現実の世界では、様々な要因がスマートな投資家の裁定ポジションを制約していると考えられる。例えば、取引コストや空売りの制限の存在である¹²。また、スマートな投資家が外部資金を調達して裁定ポジションをとる場合、資金提供者が裁定ポジションのことを十分に理解していなければ、提供される資金が制限されるであろう。長期的視点から非常に有益な裁定ポジションをとっていても、非合理的な投資家の行動が裁定ポジションに一時的な損失をもたらし、資金提供者が資金を引き上げる可能性もある¹³。実際、スマートなファンド・マネージャーが運用している投資信託において、過去のパフォーマンスが悪いときに資金流出が生じるという現象が観察

¹² Pontiff (1996) は、取引コストやポジション維持の機会費用が、スマートな投資家の裁定取引を制限する可能性を実証的に検証している。

¹³ Shleifer and Vishny (1990, 1997) を参照。とくに Shleifer and Vishny (1997) は、資金提供者がスマートな投資家のノウハウを十分に理解していない場合、裁定ポジションが制限されることを理論的に示している。

されている。

スマートな投資家の裁定取引を通じた価格修正機能が十分に作用しなければ、資産価格が比較的長期間にわたりファンダメンタル価値から乖離するという状況が生じる。以下では、このような状況におけるシグナリング・モデルを対象とする。マーケットは企業の株価値をミス・プライシングしている。一方、企業は自社株式のファンダメンタル価値を知っている。自社株式に関する限り、企業はスマートな投資家であると考えられる。マーケットのミス・プライシングであるが、ここでは Barberis, Shleifer, and Vishny (1998) にしたがって、ネガティブなショックの後にマーケットに悲観的なノイズが生じ、企業の株式が過小評価される状況を想定する。われわれのシグナリング・モデルでは、企業の外部環境の悪化がネガティブなショックである。ネガティブなショックを受けた非合理的な投資家は、企業の将来収益を必要以上に悲観し、ファンダメンタル価値が V である実物資産を $V-S$ に過小評価する。ここで、 S ($0 < S < V$) は悲観的ノイズの程度を表す。悲観的ノイズは、長期的には消滅する。

前節と同様に、過大投資しないシグナルである自社株買入れ消却のアナウンスメントは株価の上昇をもたらす。しかしながら、悲観的ノイズの分だけ企業の株価は過小評価されている。アナウンスメント後の株価は、

$$P_b(a) = (C + V - S) / N \quad (14)$$

で与えられる¹⁴。

スマートな投資家である企業は、マーケットの過小評価を利用し、自社株式をファンダメンタル価値より低い価格で買入れる。この結果、悲観的ノイズが消滅した時点における企業の株価 $P_2(a)$ は (9) より高くなる。実際、企業が流通市場から買入れ消却できる株数は $CP_b(a)$ 、悲観的ノイズ解消後の企業価値が V であることに注意すると、

$$P_2(a) = V / [N - (C / P_b(a))]$$

が成り立つ。(14) を代入すると、

$$P_2(a) = \frac{C + V}{N} + \frac{CS}{N(V - S)} \quad (15)$$

が得られる。 $V > S$ であるから (15) は (9) より大きい。右辺第 2 項は、自社株式を割安に買入れた結果生じたキャピタル・ゲインである。

自社株式が過小評価されている場合、企業はアナウンスメントをした後に自社株を買入れる強いインセンティブをもつ。このことは、自社株買入れのアナウンスメントが拘束的でなくてもいえる。企業が自社株を買入れるインセンティブは、割安に放置されている自

¹⁴ アナウンスメントをしない場合の株価は、 $P_b(m) = [(1-R)C + V - S] / N$ となる。

社株に投資することで獲得できるキャピタル・ゲインである。マーケットが非効率的な場合、過小評価されている自社株式は、企業にとって格好の投資対象となる。この結論は、自社株投資説と整合的である。

本節で展開した議論は、自社株買入れに関するシグナリング仮説と投資仮説が両立することを示唆している。Ikenberry, Lakonishok, and Vermaelen (1995) が主張するように、効率的なマーケットでは、シグナリング仮説と自社株投資仮説は両立しない。前節のシグナリング・モデルを想起しよう。マーケットが効率的であれば、自社買入れ消却をアナウンスメントした企業の株式は正しく評価されている。企業にとって自社株はもはや有益な（キャピタル・ゲインをもたらす）投資対象ではない。この場合、企業がアナウンスメント後に自社株を買う理由は、マーケットに対してアナウンスした約束を守るためにすぎない。これを自社株投資説というのでは、説得力がない。

最後に、アナウンスメントをした後、悲観的ノイズが消滅するまでの期間における株価の動向をみておこおう。(14)(15)より、株価が上昇することは容易に分かる。さらに、アナウンスメントをしない企業と比較しても、アナウンスメントをした企業の長期的な株式収益率は高くなる。このことを確認しておこよう。自社株買入れ消却をアナウンスする企業の長期収益率 $R_b(a)$ 、アナウンスしない企業の収益率 $R_b(n)$ は、それぞれ下記で与えられる。

$$R_b(a) = \frac{P_2(a)}{P_b(a)} = \frac{C+V+CS/(V-S)}{C+V-S}$$

$$R_b(n) = \frac{P_2(n)}{P_b(n)} = \frac{(1-R)C+V}{(1-R)C+V-S}$$

簡単な計算より、

$$R_b(a) - R_b(n) = \frac{CS(1-R)}{[(1-R)C+V-S](V-S)} > 0 \quad (16)$$

が成り立つ。

企業の投資環境が良い場合、それはポジティブなショックであるから、マーケットは悲観的にはならない。この場合、マーケットは企業の株価を正しく評価できるとしよう。株式の長期収益率 R_g は、

$$R_g = \frac{(1+R)C+V}{(1+R)C+V} = 1$$

で与えられる。明らかに、

$$R_b(a) > R_g \quad (17)$$

が成り立つ¹⁵。

このように、マーケットの非効率性をシグナリング・モデルに導入することで、自社株投資仮説が説得的になり、同時に自社株買入れ消却をアナウンスした企業の株価が長期的に上昇するという現象が説明できる。

自社株投資仮説は、自社株買入れ消却と現金配当の相違を際立たせる説の 1 つである。現金配当を選択した企業は、自社株を割安な価格で買う機会を失う。マーケットが自社株を割安に放置しているとき、自社株買入れ消却を実施した企業の株価は、現金配当を行った企業の株価に比べて、キャピタル・ゲインの分だけ高くなる。

7. まとめ

本稿では、最近わが国企業が盛んに実施している自社株買入れ消却の合理性を、税制上有利な利益還元策、経営者の過大投資を回避する手段、マーケットに株主重視の経営姿勢を伝えるシグナリング手段、有益な投資対象としての自社株式、という観点から検討した。これらすべての説を取り入れ、かつ現実に観察される株価の動向と統合的なシナリオは次のようになる。

悲観的なショックを受けたマーケットが、経営者の経営姿勢を疑問視しているとき（過大投資のリスクを感じているとき）、企業は税制上有利な自社株買入れ消却による利益還元を選択し、そのことをマーケットにアナウンスする。自社株買入れ消却による利益還元は、過大投資の資金源泉となる余剰資金の放出を意味する。すなわち、自社株買入れ消却のアナウンスメントは、経営者が株主重視である（過大投資しない）ことのシグナルとなり、その結果企業の株価は上昇する。しかしながら、悲観的ノイズは短期的に解消されず、企業の株価は依然として割安に放置されている。割安の自社株の購入はキャピタル・ゲインをもたらすから、企業にとって自社株式は有益な投資対象である。長期的には、悲観的なショックの消滅とキャピタル・ゲインが、企業の株価を上昇させる。

このシナリオは、現実に観察される企業の株価動向と統合的である。とくに、自社株買入れのアナウンスメントが企業の株価を上昇させるという事実は、アメリカ株式市場においてもわが国株式市場においても報告されている。一方、自社株買入れをアナウンスした企業の株価が長期的上昇トレンドをもつというのは、アメリカ株式市場でのみ確認されている現象である。自社株買入れが可能となつてからの期間が長くないためであろう。筆者の知る限り、わが国において自社株買入れをアナウンスした企業の長期的な株式パフォーマンスを実証的に検証した研究はない。わが国においても、自社株投資仮説と統合的な株価の長期的上昇トレンドが観察されるのかどうかは、今後の研究課題である。この実証課題は、自社株投資仮説の検証であると同時に、マーケットの効率性の検証にもなる。

¹⁵ ポジティブなショックの後に楽観的なノイズが発生する場合、ノイズの消滅過程で企業の株価は下落するので、やはり（17）が成り立つ。

参考文献

Bagwell, L., and J. Shoven, 1989, Cash distributions to shareholders, *Journal of Economic Perspectives* 3, No.3, 129-140.

Barberis, N., A. Shleifer, and R. Vishny, 1998, A model of investor sentiment, *Journal of Financial Economics* 49, 307-343.

Barclay, M., and C. W. Smith, 1988, Corporate payout policy: Cash dividends versus open market repurchases, *Journal of Financial Economics* 22, 61-82.

Comment, R., and G. Jarrell, 1991, The relative signaling power of Dutch auction and fixed price tender offers and open market share repurchases, *Journal of Finance* 46, 1243-1271.

Cudd, M., Duggal, R., and S. Sarkar, 1996, Share repurchase motives and stock market reaction, *Quarterly Journal of Business and Economics* 35, 66-76.

Grinblatt, M., and S. Titman, 1998, *FINANCIAL MARKETS AND CORPORATE STRATEGY*, Irwin/McGraw-Hill.

Grullon, G., and R. Michaely, 2000, Dividend, share repurchases, and the substitution hypothesis, *Working Paper*, Rice University.

Harris, M., and A. Raviv, 1991, The theory of capital structure, *Journal of Finance* 46, 297-355.

Hatakeda, T., and N. Isagawa, 2001, Stock Price Behavior Surrounding Repurchase Announcements: Evidence from Japan, *Discussion Paper 2001-1*, Graduate School of Business Administration, Kobe University.

Ikenberry, D., and Lakonishok, J., and T. Vermaelen, 1995, Market underreaction to open market share repurchases, *Journal of Financial Economics* 39, 181-208.

Ikenberry, D., and T. Vermaelen, 1996, The option to repurchase stock, *Financial Management* 25, 9-24.

Isagawa, N., 2000, Open market stock repurchase and stock price behavior when management values real investment, *Financial Review* 35, 95-108.

Jensen, M., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.

Liu, C-S., and D. Ziebart, 1997, Stock returns and open-market stock repurchase announcements, *The Financial Review* 32, 709-728.

McNally, W., 1999, Open market stock repurchase signaling, *Financial Management* 28, 55-67.

Netter, J., and M. Mitchell, 1989, Stock-repurchase announcements and insider transactions after the October 1987 stock market crash, *Financial Management/ Autumn*, 84-96.

Ofer A., and A. Thakor, 1987, A theory of stock price responses to alternative corporate

cash disbursement methods: Stock repurchases and dividends, *Journal of Finance* 42, 365-394.

Pontiff, J., 1996, Costly arbitrage: Evidence from closed-end funds, *Quarterly Journal of Economics* 111, 1135-1151.

Shleifer, A., 2000, *INEFFICIENT MARKETS*, Oxford University Press.

Shleifer, A., and R. Vishny, 1989, Managerial entrenchment: The case of manager specific investments, *Journal of Financial Economics* 25, 123-139.

Shleifer, A., and R. Vishny, 1990, Equilibrium short horizons of investors and firms, *American Economic Review Papers and Proceedings* 80, 148-153.

Shleifer, A., and R. Vishny, 1997, The limit of arbitrage, *Journal of Finance* 52, 35-55.

Stephens, C., and M. Weisbach, 1998, Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs, *Journal of Finance* 26, 3-27.

Talmor, E., and S. Titman, 1990, Taxes and Dividend Policy, *Financial Management* 19, 32-35.

Vermaelen, T., 1981, Common stock repurchases and market signaling: An empirical study, *Journal of Financial Economics* 9, 139-183.

Wansley, J., W. Lane, and S. Sarkar, 1989, Managements' view on share repurchase and tender offer premiums, *Financial Management* 18, 97-110.

砂川伸幸「財務政策と企業価値」有斐閣，2000年．

[2002.1.29 606]

ディスカッション・ペーパー出版目録

番号	著者	論文名	出版年月
2001・1	畠田 敬 砂川 伸幸	Stock Price Behavior Surrounding Repurchase Announcements: Evidence from Japan	1 / 2001
2001・2	中嶋 道靖 水口 剛 國部 克彦 大西 靖	IMUのマテリアル・フロー・コスト会計(2000年10月版)	1 / 2001
2001・3	奥林 康司	Japanese Manufacturers Without Factories: Cases of Sony, Matsushita, Misumi, People	1 / 2001
2001・4	國部 克彦 野田 昭宏 大西 靖 品部 友美	Determinants of Environmental Report Publication in Japanese Companies	2 / 2001
2001・5	宮下 國生	Logistics Strategy of Japanese Port Management	2 / 2001
2001・6	坂下 昭宣	機能主義的組織文化論の課題と方法	3 / 2001
2001・7	國部 克彦 梨岡英理子 大工原梨恵	日本企業の環境会計:東証一部上場企業2000年11月現在の実態調査	3 / 2001
2001・8	國部 克彦 倉阪 智子	Corporate Environmental Accounting: A Japanese Perspective	3 / 2001
2001・9	村田 修造	日米経営比較(6) 医療・介護と経営学	4 / 2001
2001・10	矢野 誠 出井 文男	A Trade Model with Vertical Production Chain and Competition Policy in the Downstream Sector	12 / 2000
2001・11	大倉 真人	生命保険における危険分類について 大量性要件と同質性要件とのトレードオフ問題を中心として	5 / 2001
2001・12	大倉 真人	リスク細分型保険は本当に望ましいか?	5 / 2001
2001・13	村田 修造	日米経営比較(5) 日米企業間摩擦	6 / 2001
2001・14	奥林 康司 高階 利徳	大企業OB会会員の職務経歴と再就業に関する実態調査報告書	7 / 2001
2001・15	原 拓志	医薬品の社会的形成	7 / 2001
2001・16	村田 修造	日米経営比較(7) 日本経営の再生に向けて	7 / 2001
2001・17	上林 憲雄	Cultural influences on IT usage among workers: a UK-Japanese comparison	7 / 2001
2001・18	福田 祐一	A Test for Rational Bubbles in Stock Prices	7 / 2001
2001・19	田中 一弘 延岡 健太郎	有効な企業統治改革に向けて:執行役員制と企業の意思決定能力	7 / 2001

ディスカッション・ペーパー出版目録

番号	著者	論文名	出版年月
2001・20	田中 一弘	執行役員制導入によるトップ・マネジメントの変容	7 / 2001
2001・21	大倉 真人	リスク細分型保険は本当に望ましいか？ <改訂版>	8 / 2001
2001・22	田中 一弘	企業統治論序説	8 / 2001
2001・23	大倉 真人	損害防止努力インセンティブに関する一考察 主体均衡分析による検討	8 / 2001
2001・24	國部 克彦 野田 昭宏 大西 靖 品部 友美 東田 明	日本企業による環境情報開示の規定要因 環境報告書の発行と質の分析	8 / 2001
2001・25	國部 克彦 品部 友美 東田 明 大西 靖 野田 昭宏	日本企業の環境報告書分析 内容分析と規定要因	8 / 2001
2001・26	國部 克彦 梨岡 英理子	日本企業の環境会計：東証一部上場企業の実態調査	8 / 2001
2001・27	高木 雅一	Elementary Study of East Asian Corporate and Management System	9 / 2001
2001・28	大倉 真人	保険市場における価格・非価格競争	9 / 2001
2001・29	高尾 厚	なぜ近代保険と原始的共済とが併存するのか？ 近代保険普及に関する進化経済学的研究	9 / 2001
2001・30	大倉 真人	An Essay in the Economics of Post-loss Minimisation: An Analysis of the Effectiveness of the Insurance Law and Clauses	9 / 2001
2001・31	高木 雅一	阪神地域と東南アジアとの連携 相互利益のビジネス機会を探る	9 / 2001
2001・32	上林 憲雄 Harry Scarborough	Cultural influences on IT use amongst factory managers: A UK-Japanese comparison	10 / 2001
2001・33	水谷 文俊 浦西 秀司	The Post Office vs. Parcel Delivery Companies: Competition Effects on Costs and Productivity	10 / 2001
2001・34	大倉 真人	An Essay in the Economics of Post-loss Minimisation: An Analysis of the Effectiveness of the Insurance Law and Clauses <revised version of No.2001・30>	11 / 2001
2001・35	原田 勉	日本における IT パラドクスの再検討 ～ IT 革命の終焉とはじまり～	11 / 2001

ディスカッション・ペーパー出版目録

番号	著者	論文名	出版年月
2001・36	砂川 伸幸	Open-Market Repurchase Announcements, Actual Repurchases, and Stock Price Behavior in Inefficient markets	12 / 2001
2001・37	砂川 伸幸	Corporate Financial Strategy and Stock Price Behavior in a Noise Trader Model with Limited Arbitrage	12 / 2001
2002・1	砂川 伸幸	株式持合いと持合い解消：エントレンチメント・アプローチ	1 / 2002
2002・2	砂川 伸幸	自社株買入れ消却と株価動向の理論	1 / 2002