

## 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

<https://doi.org/10.15017/4491799>

---

出版情報：経済學研究. 54 (4/5), pp.169-193, 1988-12-10. 九州大学経済学会  
バージョン：  
権利関係：

# 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

## 目 次

1. 序
2. 最近のアメリカ企業財務の新動向
3. 自社株式買戻しの方法
  - (1) 公開買付けによる自社株式買戻し法
  - (2) 流通市場において自社株式を買戻す方法
  - (3) 個別的直接交渉による自社株式買戻し法
4. 自社株式買戻しの目的
  - (1) 個人税節約仮説
  - (2) 負債比率調整仮説 (レバレッジ仮説)
  - (3) 合併防止又は株式交換合併戦略仮説
  - (4) その他の目的仮説
    - (a) 債権者の富収奪仮説, (b) シグナリング仮説
    - (c) エイジェンシー仮説 (自由資金仮説), (d) 顧客効果仮説,
5. 自社株式買戻しの目的に関する実証研究
  - (1) マズリスの実証研究
  - (2) ダンの実証研究
  - (3) パーミーレンの実証研究
6. むすび

## 1. 序

アメリカ企業の財務行動は、過去10年間に大きく変化してきている。本稿は、まず最初に、かかるアメリカ企業の財務行動の変化の実態を明らかにする。次に、その変化の主要な特徴の1つである自社株式買戻し (Repurchase) の諸方法について述べ、それが何故に実施されるのかという目的ないし動機についての一般に挙げ

られる諸仮定を検討する。そして最後に、自社株式買戻しに関する理論的・実証的研究の歩みを概観し、若干のコメントと展望を述べることにする。

## 2. 最近のアメリカ企業財務の新動向

最近の10年間において、アメリカ株式会社企業の財務行動は著しく変化してきた。それ以前では、株主が会社から受取る現金は、その大部分が配当金の形をとっていた。それで、株式価値の究極的な決定要因として配当金を考えるのが一般的であった。内部留保による株価の上昇から得られる株主のキャピタル・ゲインも、再投資された留保利益から次期以降において得られる配当金の増加分の現在価値にほかならないと考え得るからである。

ところが、最近になって株式会社から株主へ支払われる現金が、配当金以外の形で行われる現象が目だってきた。そのような配当金以外の株主への現金支払いの方法としては、自社株式の買戻しと他社株式の現金合併 (cash merger) があげられる。このような配当金によらない現金支払 (non dividend cash payments) の大きさが、最近急激に増大してきている点が、アメリカ企業財務の注目すべき新動向である。

すなわち、1970年代の初期においては、これら配当金以外の現金支払額は、配当金の約15%

程度にすぎなかった。ところが、1984年になると、それが配当金総額を超え、1985年には、1,200億ドルにも達し、アメリカ経済全体の総配当金額よりもほとんど50%も超過するまでに増大しているのである。

ところで企業が株主へ支払う配当金以外の現金支払額、とくに自社株式の買戻しに関するデータは驚くほど少ない。連邦準備銀行の資金循環表においては、株主に支払われる配当金とそれ以外の現金支払額とは区別されていない。もちろん、企業合併と買収に関する資料は入手可能である。スタンフォード大学のショーベン(Shoven, J. B.)<sup>1)</sup>は、この自社株式の買戻しの実態を把握するために、1970年1月から1985年12月までの16年間にわたるニューヨーク証券取引所(NYSE)に上場されている会社の発行済株数に関する月次情報を含む証券価格調査センター・ファイル(Center for Research in Security Price File=CRSPF)の月次株式収益ファイルを検討している。そして彼は、発行済株式数の減少数(株式分割 splits 及び逆分割(reverse splits=株式統合)調整済)を自社株式の買戻しとみなした。その自社株式の買戻しによって表わされる株主への現金支払額は、その自社株式の減少が発生した月の月末の株価( $P_0$ )と前月末の株価( $P_{-1}$ )との平均で、減少株数を評価して決定している( $\frac{P_{-1}+P_0}{2} \times \text{〇月の減少発行済株数} = \text{〇月の自社株式買戻し総額}$ )。

このようにして把握された自社株式の買戻し資料は、第1表<sup>2)</sup>の第2欄に示されている。これ

第1表 合併・買収、自社株式買戻し及び配当金  
(単位100万ドル)

年	合併・買収 (1)	自社株式 買戻し (2)	配当金 (3)
1970	2,824	1,213	22,500
1971	4,037	736	22,900
1972	2,407	2,121	24,400
1973	2,186	1,585	27,000
1974	2,215	2,059	29,700
1975	1,320	2,139	29,600
1976	5,324	1,904	34,600
1977	6,020	3,368	39,500
1978	7,660	5,804	44,700
1979	13,992	5,651	50,100
1980	19,845	7,802	54,700
1981	35,342	15,464	63,600
1982	36,322	11,700	66,900
1983	26,096	24,485	70,800
1984	62,690	29,098	78,100
1985	94,809	27,294	83,500

資料：第1欄はCRSPテープに基づいてショーベンが計算したものである。それはNY証券取引所から消滅した企業総価値を表わす。企業価値総額は消滅前の月の発行済株数とその時の株価を乗じて決定される。第2欄は同じくCRSPテープからショーベン自身が計算したものである。それはNY証券取引所上場の総株数の月次減少数の価値のすべてを合計したものである。それは株数の減少が発生した前月の月末における株価と当該月の月末の価格の平均である。第3欄は1986年2月の大統領経済報告書表B-84の第4欄(p. 351)から採用されたものである。

によると、自社株式の買戻し規模は、1970年から1976年の間では、約20億ドル前後の水準で変動していて、一定の傾向はみられない。

ところが、それ以後から1980年に至ると、その規模は80億ドル近くにまで増加しており、それ以降は、さらに急激に成長しつづけていることがわかる。そして1984年には、実に290億ドルを超えるまでに急増している。1985年には、少しばかり低下しているが、それでも270億ドルという数値は、極めて高い水準である。

1) Shoven, J. B., New developments in corporate finance and tax avoidance: some evidence, NBER, Working Paper, No. 2091, 1986.

2) Shoven, J. B., op. cit., p. 12, Table 2.

ショーベンのこの推定値は、資料の制約からおおまかな数値ではあるが、それでもかなりひかえめな推定値であるということが出来る。それは、ショーベンがまず第1に、自社株の買戻しをニューヨーク証券取引所上場の発行済株数の月次正味減少数をそのまま推定に利用していることから生じる。たとえば10万株の自社株を買戻し、そのうちの5万株を経営者に対する報酬の一形態として与えられるストック・オプション (stock option) の行使として用いられたとすると、すなわち経営者が報酬選択権を行使して自社株を受取るならば、総買戻し株数と正味買戻し株数との差異は明らかである。しかしこの場合でもショーベンの分析方法では、10万株の買戻しではなく正味の5万株の買戻しとして示されることになる。したがってショーベンのやり方は全体として過少評価となる可能性をもつ<sup>3)</sup>。

この過少評価の程度をしらべるためにショーベンは、1986年のNY証券取引所の自社株の月次総増加株数と総減少株数とを検討して、表における第2欄の数値が自社株買戻し総数ではなく正味株数を使ったために、20%程度の過少評価となっていることを明らかにしている。

第2に、ショーベンのデータは、もっぱら

3) たとえば、1985年の第I四半期にIBMは、157.5万株の自社株を買戻しているが、そのうちの135万株を社員に対する株式選択権と従業員貯蓄奨励制度 (defined contribution saving plan) の一部として再発行している。前者は、会社がまず自社株を保有し、経営者や従業員に将来一定の価格で一定期間内 (通常10年) に自社株を買う権利を与える制度である。この制度は、会社の業績次第で株価が上昇するのでその権利を行使したとき経営者や従業員が市価と提供価格の差だけ所得増加となる。後者は、従業員の貯蓄率に応じて、会社も一定の割合で、支払いを行ない、その合算額で自社株を買い取り、それを税法上適格とみなされる信託基金に一定期間 (通常退職まで) 積み立てる制度である。いずれも経営者や従業員のモラルを高めることを目的とした制度である。

ニューヨーク証券取引所上場証券のみを取り上げているので、除外された部分だけ過少表示される結果となっている。確かにニューヨーク証券取引所上場証券にみられる配当金、資産及び利潤は米国における主要部分を代表する。しかし、ここで検討されている株式の買戻しは、中小企業の非公開会社においても発生可能である。

第3に、証券価格調査センター・ファイル (CRSPF) は、発行済株数の変化に関しては正確なデータを提供しているけれども、これらの株が市場で買戻された価格に関する情報は提供していない。そこでショーベンは、買戻しの行われた直前の月と当該月の月末の価格の平均値をとって、それを買戻し価格としている。このやり方は恐らく下方へのバイアスを生み出すであろう。けだし公開買付け (tender offer) によって行われる買戻し計画は、通常市価以上のプレミアム付きであるからである<sup>4)</sup>。

第1表の第1欄は、同一サンプルから得られた企業合併と買収の情報である。この数値は、ニューヨーク証券取引所から消滅した会社の株価を示している。消滅会社の株価は、消滅直前の月の月末の株価と発行済株数との積として求められている。その結果として得られた数値については、次のような特徴が認められる。

(i) 1970~1975までは、増加傾向は全くみ

4) ダン (Dann, (1981)) は「公開買戻し価格 (tender offer price) は、その公募時点の市価よりも高いのが普通である。しかもそれは応募株主の受取り正味価格であるのが普通である。すなわち応募株主は手数料は全く支払わず取引税も会社が負担するのが通例である。」(p. 114, footnote 3)。また、「応募市場での通常の買戻し (open market repurchase) は、公開買付けによる買戻し (tender offer repurchase) よりも、ひんばんに行われているけれども、それらは金額的にははるかに小さいのが一般的である」(p. 115) と指摘している。Dann, L. Y., Common stock repurchases, an analysis of returns to bondholders and stockholders, *Journal of Financial Economics* 9, 1981.

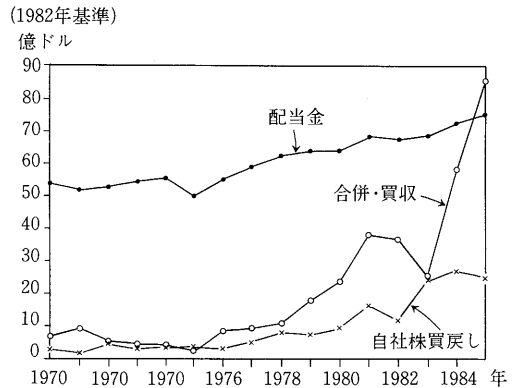
られない。この期間中の総合併・買収額は、平均して25億ドル以下である。それは約250億ドルの平均値をもつ配当金の10分の1であり、極めて対照的である。

(ii) ところが1979年になると、合併・買収総額は140億ドル近くになり、1985年には、ほとんど950億ドルにも達し、配当金を上回るまでに増加している。事実、1985年では、米国企業全体の配当金総額は、ニューヨーク証券取引所の合併と株式買戻しの価値のわずか68%にすぎない。

(iii) 第1欄の数値は、ニューヨーク証券取引所上場の証券のみが含まれているにすぎない。これは第2欄の場合と同じである。また部分買収 (partial acquisition) も含まれていない。株価の評価も下方へのバイアスがあることは確かである。さらに株式交換合併 (stock-swap mergers) と現金買収合併とを分離識別していない。その点で、第1欄は、ショーベンが分析しようとする現金買収による株主への現金支払額とは必ずしも同じではない。この点を多少とも解明しようとして彼自身の行った検討によると、1985年の合併・買収の総価値に占める現金及び現金等価物合併・買収額の割合は、83%に達していたことがわかっている。しかしそのようなバイアスが、第1欄の他の年度の数値にどの程度反映しているかは明らかにすることが出来ていない。いずれにせよ、ショーベンは、ここでも相当にひかえ目な第1欄の数値であると自己評価している<sup>5)</sup>。

表の第3欄は法人部門の配当金総計である。これは著しく安定的な時系列となっている。

第1図<sup>6)</sup>は同じ情報を1982年度のドル額を基



第1図 合併、自社株式買戻し及び配当金 (1982年ドル基準)

準にして表わしたものである。この図ではっきりわかることは、合併も自社株買戻しもともに1978年までは相対的に重要ではなかったが、それ以後それらは爆発的に増加していることである。したがって自社株買戻し問題の重要性が認識され、その問題が研究対象として注目されるようになったのは大体においてそれ以後ということになるであろう。

第2表、第3表<sup>7)</sup>は、1984年及び85年における25の最大規模の合併と買収を雑誌“Mergers and Acquisitions”から引用して示したものである。

1984年では25の最大の合併・買収額は、全体の約半分に達している。特にトップの3件の規模が圧倒的に大きい。しかもそれらはみな石油会社が石油会社を買収したケースである。1985年の合併・買収は前年の3大石油合併ほど大規模なものはないが、全体として規模が大型化し、25番目の合併規模でも10億ドルに達している。第3表で特に注意をひくのは、非米企業の米国企業合併が急増している点である。1984年について第1表及び第1図と第2表をくらべると、

7) Shoven, J. B., p. 19, Table 3, 及び p. 20, Table 4.

5) Shoven J. B., op. cit., p. 18.

6) Shoven, J. B., op. cit., p. 17.

アメリカ企業財務の最近の動向

第2表 1984年における最大25の合併・買収の価値

合併・買収会社	被合併・買収会社	総額	現金及び 現金等価値 (100万ドル)
Chevron	Gulf	13,300.0	13,300.0
Texaco	Getty Oil	10,125.0	10,125.0
Mobil	Superior Oil	5,700.0	5,700.0
Kiewit-Murdock Invest.	Continental Group	2,750.0	2,750.0
Beatrice	Esmark	2,710.0	2,710.0
General Motors <sup>①</sup>	Electronic Date Sys.	2,600.7	2,600.7
Broken Hill	Utah International	2,400.0	2,400.0
Champion International	St. Regis	1,826.9	1,100.0
Phillips Petroleum	energy subs. of RJR Ind.	1,700.0	1,700.0
Manufacturers Hanover	C. I. T. Financial	1,510.0	1,510.0
Oun & Bradstreet	A. C. Nielson	1,339.0	0.0
IBM	ROLM	1,260.0	1,260.0
Pace Industries	part of City Invest.	1,251.0	1,251.0
American General	ins. subs. Gulf united	1,200.0	0.0
American Stores	Jewel	1,150.0	0.0
J. W. K. Acquisition Co.	Metromedia	1,130.0	1,130.0
Penn Central	14.5% Gulf	1,110.0	811.0
General Electric	Employers Reinsurance	1,075.0	1,075.0
Texas Eastern	Petrolane	1,040.0	1,040.0
Kohlbery, Kravis, Roberts	Wometco Enterprises	977.4	842.0
Schlumberger	SEDCO Inc.	958.7	431.0
ARA Holding Co.	ARA Services	882.5	882.5
American Medical Intl.	Lifemark	863.0	0.0
American Express	Invest. Divers. Service	774.6	373.7
Gulf & Western	Prentice Hall	705.3	705.3
最大25の合併・買収完了の総価値		60,340.0	53,697.2
U. S. 企業間の全合併・買収価値		114,996.8	
非 U. S. 企業の U. S. 企業買収		8,207.2	
U. S. 企業の非 U. S. 企業買収		2,024.8	
全合併・買収の総価値		125,228.8	

現金及び現金等価格＝現金，社債，優先株。

示された数値は現金及び現金等価格の推定値の下限を表わす。

①EDSの株主は現金の代わりに株式交換選択権をもっている。

資料：最初の3つの欄は *Mergers and Acquisitions* Vol. 19 No. 5 (May/June 1985)

第4欄は *Mergers and Acquisitions* 及び *Value Line Investment Survey* より

対応する数値にかなりのひらきがあることに気づくであろう。これはショーベンの調査がもっぱらニューヨーク証券取引所上場証券に限られているのに、後者の方がニューヨーク証券取引所上場以外の企業、及び外国企業を含むのみならず一部現金買収をも含んでいることがその一端を説明する。

第4表は1985年中の最大25の株式買戻し計画

を示したものである。このリストは証券価格調査センター・ファイル (CRSPF) から最大正味株式買戻しの45社をしらべ出し、その中からニューヨーク証券取引所資料において大規模買戻し計画をもつ企業を加えた上で作成したものである。この表でも石油会社が極端に目だつ<sup>8)</sup>。

8) 石油会社は原油の価格高騰を反映して巨額の現金フローを手に入れた。しかしその高値が需要を減

第3表 1985年における最大25の合併・買収価値

合併・買収会社	被合併・買収会社	総額 (100万ドル)	現金及び 現金等価格 (100万ドル)
Royal Dutch Shell	Shell Oil	5,670.0	5,670.0
Phillip Morris	General Foods	5,627.6	5,627.6
General Motors	Hughes Aircraft	5,025.0	2,700.0
R. J. Reynolds	Nabisco Brands	4,904.5	4,904.5
Allied Corp.	Signal Cos.	4,850.8	1,000.0
Baxter Travenol <sup>①</sup>	Amer. Hosp. Supply	3,702.6	3,702.6
Nestle SA	Carnation	2,893.6	2,893.6
Monsanto	G. D. Searle	2,717.1	2,717.1
Coastal Corp	Amer. Nat. Resources	2,454.4	2,454.4
InterNorth	Houston Natural Gas	2,260.4	★
MacAndrews & Forbes	Revlon	1,741.6	1,741.6
Kohlberg, Kravis, Roberts	Union Texas Petrol	1,700.0	1,700.0
Rockwell International	Allen-Bradley	1,651.0	1,651.0
SCI Holdings	Storer Communications	4,196.7	1,491.9
Textron Inc.	Avco Corp.	1,380.0	1,380.0
Cooper Industries	McGraw-Edison	1,377.0	1,100.0
Cox Enterprises	Cox Communications	1,265.2	1,265.2
Procter & Gamble	Ricahrdson-Vicks	1,245.7	1,245.7
Midcon Corp.	United Energ. Res.	1,241.9	742.0
Chesbrough-Ponds	Stauffer Chemical	1,218.0	1,218.0
Farley Industries	Northwest Industries	1,158.5	1,158.5
HHF Corp.	Levi Strauss	1,110.0	1,110.0
Wickes Corp.	Parts of Gulf & Western	1,073.0	1,000.0
Mesa Partners II	13.6% of Unocal	1,052.0	1,052.0
Management Ied	MGIC Investmnt	1,000.0	★
最大25の合併・買収完了の総価値		59,816.7	49,525.8
U. S. 企業間の全合併・買収価値		120,217.9	
非 U. S. 企業の U. S. 企業買収		17,793.0	
U. S. 企業の非 U. S. 企業買収		1,115.2	
全合併・買収の総価値		139,126.2	

現金及び現金等価格＝現金，社債，優先株。

示された数値は現金及び現金等価格の指定値の下限を表わす。

合併に関する明細は確定不可能。

① American Hospital Supply の株主は現金の代わりに株式交換選択権をもつ。

資料：最初の3つの欄は *Mergers and Aeguisitions* Vol. 19 No. 5 (May/June 1985)

第4欄は *Mergers and Aeguisitions* 及び *Value dine Inuestment Suvvey* より

これを要するに、ショーベンのデータは色々不備な点はあるが、それでも全体として次の2

少させ、省エネ化を促進し、精油能力の過剰が生じた。このいわゆる過剰現金“cash cow”状況が配当金以外の方法による株主への現金支払（自社株買戻し）状況を生み出した。

EXXON だけでも1984, 1985年の2年間にその株式の50億ドル以上を買い戻している。それは同じ2年間の EXXON の配当金を上回っている。第3表の石油会社以外の会社はいずれも成熟会社で成長率が低い産業部門に属しているものばかりである。

つの結論を導き出すには十分な資料であるといえよう。①配当金以外の現在支払いが急激に増加し、全体としてそれが配当金を上回るまでに至った。

②それは経済の低成長部門から他の成長部門への投資の再配分のメカニズムが機能していることを反映している。

第4表 1985年における最大25の自社株式買戻し計画の価値

会 社	株式買戻しの 総 価 値 (100万ドル)
Phillips Petroleum	4,500
Unocal	4,178
Arco	3,100
Exxon	2,748
Litton Ind	1,320
Westinghouse	975
CBS	955
AMOCO	742
Revlon Inc.	575
Scott Paper	546
PPG Inds. Inc	530
Chrysler Corp	472
Times Mirror Co.	459
Pepsico	458
Ford Motor	449
RJ Reynolds Inds.	403
Mapco Inc.	398
Coca Cola	380
Colgate Palmolive	371
Eastman Kodak	353
Knight Ridder Newspapers	334
Raytheon	333
Santa Fe Southn Pacific Corp.	302
Consolidated Edison Co. NY Inc.	289
General Electric	283

資料：自社株式買戻しの価値は、1985年度の証券取引委員会の10-K綴及び年次報告書から得られたものである。

次の2つの資料のいずれかによって大型買戻しを証明する企業を潜在的候補会社と考えた。

①証券価格調査センターから手作業で導き出せるほど大型の45の最大会社の中に含まれている。

②NY証券取引所の金庫株報告書から手作書によって得られた金庫株保有株数の著しい増加、したがって自社株買戻し価値の著しい増加。

### 3. 自社株式買戻しの方法

自社株式の買戻しによって、当該企業は、株主の一部（又は全体）からその保有株式の一部又は全体を現金で買い取る。それには少なくとも①公開買付けによる方法、②流通市場で買付

ける方法、及び③個別的に株主と直接交渉によって買付ける方法の3つの方法がある。この節では、これらの方法を簡単に概説する。

(1) 公開買付けによる自社株式買戻し法 (tender offer repurchase)

自社株式の買戻しに用いられる公開買付けの方法は、企業合併・買収において採用される公開買付け (tender offer) と、自社株と他社株の相違を除けば、本質的には全く同じである。すなわち公開買付けによる自社株式の取得では、

(a) 買戻し株数（上限又は下限ないしその双方）、(b) 買戻し価格（通常市価より高い）、(c) 買戻し実施の開始日及び締め切り期限を公表して、株主の直接的な応募を要請する。公開買付けの場合は、いうまでもないことであるが証券取引所などの証券市場を経由しないで、会社と株主との直接取引である点が、2番目に述べる流通市場での買付け (open market repurchase or purchase in the secondary market) と異なる。しかし流通市場を経由しないが、あくまで公開されたものであり、公表されて一般的に株主に呼びかける点が、第3番目の個別的直接交渉による買戻しと異なる。

公開買付けにおいて、公募した株数に応募した株数が充たない場合、すなわち過少応募の場合は、期限を延長することがある。この場合には、当初の期限内の応募株については全株を買戻し、延期間中の応募株については、応募状況にもよるが、応募順（先着順）又は比例基準のいずれかによって買戻される。他方過大応募の場合は、比例的か応募順で買戻しが実施される。しかし1979年9月証券取引委員会 (SEC) 原則 13e-4 の採用によって、過大応募時の比例買戻しが強制的となった。そしてその公開買戻しから当該会社の役員や取締役は除外されるこ



とが公開買戻しの条件となっている場合が多い<sup>9)</sup>。

(2) 流通市場において自社株式を買戻す方法 (open market repurchase or purchase in the secondary market)

証券流通市場 (より具体的には証券取引所及び証券会社) を通して自社株式を取得する方法は、前述した公開買戻し (tender offer to repurchase) よりも、よりひんばんに行なわれているといえる。しかし後者に比べると、証券流通市場を通しての自社株式の取得の規模は一般に小さい。この方法は、第三者による証券会社を通しての株式の取得と本質的には全く同じである。したがって、この方法による自社株式の取得は特に公けにその旨を開示することは要求されていない。しかし、多くの会社は、定期的に、普通株の買戻し権限を取締役会が授権したこと、経営者の自社株取得の意図及び以前に公表された買戻し計画の実施又は完了について公表を行っている。また、株価操作禁止規定及び不正禁止規定 (1934年のSEA証券取引所法の修正法 (Securities Exchange Act of 1934)) に従う義務があることはこの場合でも同様である。前述の自社株式の公開買戻しは、公示日から1ヵ月以内に完了するのが一般的であるが、この方法は数ヵ月又は数年にも及ぶことも珍しくない。

9) わが国の場合、自社株式の取得は原則的に禁じられている。しかし商法210条の1 (資本金の減少)、212条の1 (自己株式の取得による消滅) で、自己株式の取得を例外的に認めている。株主の同意を得て、株式を譲受けて消却する実質上の減資 (任意消却) の場合、及び株主の意思にかかわらず会社の特定の株式 (抽選による) を取得し、それを消滅する場合 (形式上の減資) のみ、自社株式の取得を認めている。それは資本充実、株主平等、会社支配の公正や自社株式取得に関連した株価操作や不正を防止し株式取引の公正を確保するのが主なねらいである。

(3) 個別的直接交渉による自社株式買戻し方法 (private repurchase, a privately negotiated purchase)

これは、通常大株主と会社との直接交渉によって自社株式を買い戻す方法であって、交渉の指導権は双方の当事者のいずれであってもかまわない。この方法は頻度も少なく、前二者にくらべて重要性の点でも劣る。この方法による自社株の買戻しは、その株数をたとえ把握できても、その買戻し価格などについて正確な情報入手することは著しく困難である。

そこで一般的に自社株式の買戻しに関する実証研究は、第1の公開買戻しの事例が主な対象となる。それは(1)公表日、(2)買戻し日、(3)買戻し株数、(4)買戻し価格等実証研究に必要な関連情報が入手しやすいこと、ならびに第2、第3の方法よりも規模が大であり、重要性の面でも他の二者にはるかにまさることなど、実証研究に適していることによる。

#### 4. 自社株式買戻しの目的

わが国では、明治32年(1899年)の商法制定以来、自社株式の取得は原則として禁止されている。しかしアメリカは自社株式の買戻しを認めている数少ない国の一つである。その理由なり論拠に関しては、自社株式の買戻しの目的ないし動機の解明が不可欠である。

並木俊守は<sup>10)</sup>、アメリカにおける自社株式買戻しの目的に関して、コロンビア大学のケアリー (Cary) 及びカリフォルニア大学のアイゼンバーク (Eisenberg) 両教授の所説を紹介している。それによると自社株式買戻しの目的ないし理由として実に12の項目<sup>11)</sup>があげられてい

10) 並木俊守「自社株の取得と利益消却」『一橋論叢』第100巻第1号42-43。

る。

同じ法学部の学者でも、最近の自社株式の買戻しの理由を少数に限定している例もみられる。たとえば(1)合併・買収に対する企業防衛、(2)内部成長機会の欠如している成熟企業の企業資金の株主への還元、(3)資本コスト又は税金節約(資本構成変更)の3つだけを特に挙げてい

11) Cary and Eisenberg, *Cases and materials in corporations*, 5th ed. 1980, (note 18 at 1923) (前掲, 並木論文42-43。)

①株価の維持(一株当りの利益又は一株当りの純資産価額を高めることによってもたらされる)。

②株式引受権(stock option)への対応を可能ならしめ、企業買収を可能ならしめること(新株の発行による場合は、一株当りの利益が減少するが、自社株を以て株式引受権の行使に応じ、企業買収の対価として所有する自社株を交付すれば、一株当りの利益を減少させないですますことができる)。

③株主の死亡による株式の売買契約(buy-sell agreement)の履行(会社が株主との間に、将来株主が死亡した場合には、会社が株式を買取ることを合意することがあり、その契約の履行として会社が相続人から自社株を買取る)。

④会社にとって好ましくない者への株式の譲渡の阻止(株主が株式を第三者に譲渡したいとき、まず会社に譲渡することを、予め合意しておく、会社にとって好ましくない者への譲渡の承認請求があったときは、会社が自社株を買取ることによって、好ましくない者への株式の譲渡を制限できる)。

⑤反対株主の消滅(合併又は営業譲渡に反対な株主から自社株を買取ることによって、反対株主を消滅させる)。

⑥一般大衆が所有する株式の割合の減少(それによって、現在の経営支配(control)の維持を図る)。

⑦会社の余剰資金の吸収と株価の引上げ(それによって、企業買収を消極的にさせる)。

⑧株主の株式買取請求権(appraisal right)の行使に応ずるため。

⑨市場の浮動株の吸上げ(それによって、少数株主が株式を売却するように圧力をかける)。

⑩会社にとって好ましくない高率配当を強制される優先配当株の減少又は消滅。

⑪負債対資本比率(debt-equity ratio)を高めることによる資本構成の変更。

⑫株主に対して現金配当するより租税上有利な自社株の買取によって、株主の租税負担を軽減する方法で、会社財産を株主に分配する(現金配当の場合には、株主に対して通常の所得税が課せられるが、自社株の買取の場合には、株主に対して、所得税より軽い資本利得税(capital gain tax)が課せられる)。

る学者もいる<sup>12)</sup>。

最近の財務論文にみられる自社株式買戻しの動機ないし目的は法学者たちとは若干異なった観点からとりあげられている。たとえばダン(Dann L. Y.)<sup>13)</sup>は、実証研究意図との関連で、

(1) 個人税節約仮説、(2) 新情報仮説、(3) 優位請求権者(債権者及び優先株主)からの富の移転(収奪)仮説の3つを挙げています。比較的多くの項目を挙げています。ショーベン=シモン(Shoven J. B., and Simon L. B.)の例では<sup>14)</sup>、

(1) 節税仮説、(2) 最適負債比率修正仮説、(3) 合併・買収防衛仮説、(4) 自由現金流(free cash flow)=エイジェンシ仮説、(5) シグナリング仮説(情報仮説)、(6) 学習仮説の6つを挙げています。もちろん、これらの動機ないし目的についての仮説の相違は、それぞれの学者の研究関心ないし実証研究意図と密接に関わっている。またそれらすべてが相互に対立し合ったり競合したりするものではない。したがってまた、いくつかの仮説を要約的に表現したり、逆に再分割したりすることも可能である。そこでわれわれは、これらの主な動機又は目的の中から、いくつかを選んで予備的考察を試みることにする。

#### (1) 個人税節約仮説

株主と経営者の間に情報の非対称性がなく、税金と取引コストのない状況の下では、配当金と自社株式の買戻しは企業にとっても株主にとっても等価である。けだしいずれの場合も、

12) Brundney and Chriselstein, *Cases and materials on corporate finance*, 1985, 538-539.

13) L. Y. Bann, The Effects of common stock repurchase on security holders' returns, *Journal of Financial Economics*, 9, 1981.

14) Shoven, J. B. and Simon L. B., Share repurchases and acquisition, An analysis of which firms participate. *NBER, Working Paper No. 2243*, May 1987.

第5表 配当金と株式の買戻しの税金効果（仮数例）

期首資本調達	株数 100株 @10ドル	1,000ドル
税後利益	1株当たり1ドル	100ドル
期末株式価値	1株当たり11ドル	1,100ドル
	戦略A = 1株当たり1ドル配当	戦略B = 株式価値100ドルの買戻し
株主の現金受取額（個人税前）	100ドル	100ドル
取引後の企業価値	1,000ドル	1,000ドル
株数	100株	90.91株
株価	10ドル	11ドル
税負担額*	28ドル	2.55ドル
未実現資本利得**	0	90.91ドル
個人税後の株主手取額	72ドル	97.45ドル
実現資本利得***	0	9.09ドル

\*28%の個人税率假定と6ヵ月以上の保有を假定、 $(100 \times 0.28) = 28$ ドル、 $(9.09 \times 0.28) = 2.55$ ドル

\*\*未実現資本利得は  $(11 - 10) \times 90.91$ 株 = 90.91ドル。それは実現されたとき税金を支払う必要がある。

その実効税率の最近の見積りは約5%と考えられている。

\*\*\*実現資本利得は  $(11 - 10) \times 9.09$ 株 = 9.09ドル。

企業は同額の現金を配当金の形態か自社株の買戻しの形態で支払った後企業の負債比率、株主請求権、実物資産、投資機会のいずれも同一である。したがって企業総価値は、いずれの支払形態の場合も同一となるはずである。

たとえば、自社株式買戻しの場合、各株主は、配当金支払いの場合に受取るはずの現金に見合う株式を売却することが可能である。他方、配当金支払いの場合、その受取配当金を自社株式の追加購入に利用できる。そうすれば、自社株式買戻しの場合に、それに応じなかった残余株主と同じ状態を維持できる。逆に株式を売却した株主と同じ状態を維持したければ、その配当金として受取った現金を、そのまま維持して自社株を購入しないでおけばよい。株主はいずれの状態をも同じように選択可能である。

しかし、税金の存在する場合、この均等性が破られ、両者に差異が生じうる。すなわち現行のような税制のもとでは、株主の受取る税引後の現金額では、配当金が不利となり、自社株式の買戻しの方が有利になるとするのが節税仮説ないし低税金選好仮説 (tax preference rela-

tive to dividends) である。

まず企業の側についていえば、配当金支払の場合も、自社株式の買戻しの場合も、株主への現金支払額は同額である。しかもその支払後の企業の資産内容、資本構成、将来の投資機会いずれをとっても差異は生じていない。したがってその企業の総自己資本価値は同一である。

他方、株主に即して考えてみると、配当金として支払いを受ければ、それは全額課税対象(課税所得)となる。ところが株式の買戻しによる現金支払いは、その一部分だけが株主のキャピタル・ゲインとなるにすぎない。しかもそれはほとんど未実現資本利得である。

この点を明確にするために、ショーベンらが示している単純な計算例<sup>15)</sup>を検討することに

15) Shoven J. B., and Simon, L. B., Share repurchases and acquisitions: An Analysis of which firms participate, *NBER, Working Paper #2243*, May, 1987, p. 3. ショーベンは、1986年の単独論文 (New development in corporate finance in U. S. A. (*NBER, Working Paper #2091*)) において示した計算例では、税率を35%としているが、本質的には全く同じである。このような変更は、最近におけるアメリカの税法の改正を反映しようとする意図したものと考えられる。

① 期首の B/S

現金	1,000	自己資本	1,000 (100株×10ドル)
資産	<u>1,000</u>	自己資本	<u>1,000</u>

③ 期末の B/S

機械	1,000	自己資本	1,000
現金	100	利益	100
資産	<u>1,100</u>	期末自己資本	<u>1,100</u> (100株×11ドル)

⑤ 自社株買戻し後の B/S

機械	1,000	自己資本	1,000 (90.91株×10ドル)
資産	<u>1,000</u>	自己資本	<u>1,000</u>

② 機械購入後の B/S

機械	1,000	自己資本	1,000
資産	<u>1,000</u>	自己資本	<u>1,000</u>

④ 配当後の B/S

機械	1,000	自己資本	1,000 (100株×10ドル)
資産	<u>1,000</u>	自己資本	<u>1,000</u>

する。

この仮説例では、会社がまず1株10ドルで100株発行し、1,000ドルの資本を調達する(①期首 B/S)。この資金で生産のための機械を購入し(②機械購入後の B/S)、生産・販売活動を営む。1年後に100ドルの法人税後利益(減価償却分補てん後)を実現したと仮定されている。かくて、この企業の市場価値は、今や1,100ドルとなる。それは価値補てん後の機械1,000ドルと現金100ドルからなっている。したがって1株当たり11ドルである(③期末 B/S)。

この企業は利益処分に関して次の2つの戦略を検討する。

(1) 利益全額(100ドル)を配当金として株主に支払う。株主の限界個人税率が28%であるとすると、個人所得税負担額は28ドル(100×0.28=28ドル)となる。したがって税後手取り配当金は72ドル(100-28=72ドル)である。配当後の企業価値は1,000ドル(100株×10ドル)である(④配当後の B/S)。

(2) 他方、利益100ドルで、今や1株11ドルと

なっている自社株を9.09株買戻す戦略を検討すると、企業の要請に応じて手持株を売却した株主は9.09ドル((11ドル×9.09株)-(10ドル×9.09株)=9.09ドル)のキャピタル・ゲインを実現する。この際、株を手離した株主は、企業設立時に発行された株式を1株当たり10ドルで購入した者と仮定する。かくてこの9.09ドルに対する限界資本利得税率を先の場合と同じく28%と仮定すると、税負担額は2.55ドル(9.09×0.28=2.55ドル)となる。したがって株主の税後手取り額は97.45ドルとなる。

株式買戻し後の会社の残余株数は90.91株で、自己資本価値は1,000ドルであるから、株式価値は1株当たり11ドルを維持している。そして90.91株の残余株は、ショーベンらの仮定(1株10ドルで購入)のもとでは、1株当たり1ドルの未実現資本利得(11ドル-10ドル=1ドル)を発生させている。それは総額で90.91ドルとなる。

このショーベンらの仮説例は、株式買戻しが配当金支払よりも個人税節約効果において相対的に有利であることを強調するものである。現実には、投資家が株式を購入するのは設立時とは限らず、多くの場合、設立時の発行価格よりも高い。したがってこの例で示された株式買戻しの相対的有利性は誇張されたものであることは容易に理解されるところである。さらに、所得税と資本利得税の配当政策のちがいによる相

対的節税効果の有利性については、自明的には主張できないという有力な主張が存在することも無視できない<sup>16)</sup>。

それにもかかわらず、この仮説計算例は、たとえ実現資本利得が配当金と同一の税率で課税される場合でも、株式買戻しの方が配当金支払いよりも相対的に有利であることを示している。このことは、株式買戻しが企業から株主への現金支払の配当金に代わる代替的手段でありうることを意味する。しかし、実証研究の結果をみると、税金効果は否定しがたいが、それだけでは残余株の株価の値上りを十分に説明できないので、税金効果の説明はそれほど強力ではない。

(2) 負債比率調整仮説 (レバレッジ仮説)  
—法人税節約仮説—

株式の買戻しは、①負債額が一定であり、②株価の値上り総額が買戻し前の株式価値での買戻し額を越えなければ、必然的に負債比率を上昇させる効果をもつ。ところで負債比率は負債利子の損金算入による法人税節約効果と、経営危機の状況における負債から生じる非弾力性のコスト (破産又は財務流動性危機における損失ないし利益獲得機会の放棄) との間の均衡化問題ないし最適資本構成の存在の有無の問題として従来から多くの学者により論じられてきている。もし最適負債比率が存在するということが認められるとすると、何らかの理由 (市場の成熟化やある種の科学技術の革新など) の発生によって、企業が節税効果をもっと利用しようと

して、レバレッジ比率をもっと高めることを欲するようになるかも知れない。

また、すでに望ましい負債比率を達成している企業が、株価の値上りによって最適負債水準以下に下がることが起ることがある。そのような場合、すなわち株価上昇期に、自動的な負債比率低下を阻止する方策として株式の買戻しを実施するかも知れない。株式市場が配当金 (1株当たり) の引下げに対し、ペナルティを課して株価の低下が生じるような場合<sup>17)</sup>、企業は1株当たり配当金を引下げずに、配当金総額を節約する1つの方法として自社株式の買戻しを実施することがある。

自社株式の買戻しが最適負債比率を達成するために行われるとする主張は、それ自身、前項で述べた税節約問題から誘導された派生的議論である。ただこの主張の重要な論点は、第1に株価の上昇が自社株式の買戻しを促進することを含意する点で実証的な検証の課題となりうること及び第2に、前項の場合は、主として配当金支払に関する個人所得税の節約問題であったが、ここでの節税問題は法人税レベルでの議論が前面に出ている点である。

しかし税金問題はミラー (Miller) の有名な論文 “Debt and Tax” (1977) 以降、法人・個人双方のレベルを総合的に取上げるべきことが明らかになっている。自社株式の買戻しに関連して両者を総合的に議論した理論・実証分析はまだ十分には展開されていないというべきである。今後の展開が期待される。

(3) 合併防上又は株式交換合併戦略仮説

自社株式の買戻しを、合併阻止戦略 (anti-

16) Gordon and Bradford, Taxation and the Stock market valuation of capital gains and dividends, *Journal of Public Economics* (1980) 14: 109-136.

Miller and Sholes, Dividends and taxes, *Journal of Financial Economics* (1978) 6: 333-364.

Miller and Sholes, Dividends and taxes, some empirical evidence (1982) *Journal of Political Economics*, 90: 1118-1141.

17) 資本市場が配当金の引下げをきらって、株価を大幅に引下げた事例に関しては, Charest (1978), Aharony and Swary (1980) 及び Tensen (1986) などが論じている。

takeover strategy)の一環として把える見解がある<sup>18)</sup>。

この見解に従えば、配当金の支払いは、すべての株主へ持株比率に応じて現金が支払われることになるが、株式の公開買付けによる買戻しの場合には、公開買付けに応じて株式を手離れた株主だけが現金を受取る。したがって現金配当の場合には、株主の持株分布に変化をもたらさないが、株式買戻しの場合には、一定水準以上の公開買付け価格が提供されれば、それに依拠して株式を売却してもよいと考える株主層が、これに応募するので、応募しなかった残りの株主層は、より高いプレミアムが提供されない限り持株を売却しようとはしない投資家層である。

したがって会社乗っ取りを成功的に達成しようとするれば、少なくとも発行済株数の51%以上を取得しなければならないので、たとえ所要買収株数が自社株買戻しの場合より絶対数で減少してもより一そう高いプレミアムを提供しなければならないため配当金支払の場合より、株式乗っ取りコストが高つくことになる可能性が生れる。

合併防止戦略としての自社株式の買戻しは、消極的な行動であるが、逆に積極的に他社を合併・買収し、その代価として自社株式を交付するために、前もって自社株式を買戻すことがありうる。しかしこの積極的に合併・買収に関連した自社株式の買戻しに言及した論文や実態調査は少ない。

#### (4) その他の目的仮説

##### ①債権者の富の収奪仮説

自社株式の買戻しは、企業資産を減少させる。

その結果として、債権者の請求権の価値を低下させる。自社株式の買戻しを禁止する論拠の1つとして自己資本の充実原則が挙げられるのは、自社株式の買戻しが、そのような自己資本の空洞化をもたらすという点に留意しているものと解される。

債権者の富の収奪は、その社債の発行時点において、かかる富の収奪ないし債権者の請求権の内容の稀薄化が予測されえなかった分だけ、「債権者から株主への富の移転」の形で行われる。これは、ガライ、マズリス (Galai and Masulis) (1976)<sup>19)</sup>が分析したスピン・オフ (spin-off) と同じ性質の問題である。

しかし、この仮説の説得力は、自社株式の買戻しを剰余金又は利益剰余金の範囲に法律によって限定している州が多いことによって弱められる。それに加えて、ほとんどの社債の契約条項に配当金支払に課される制限と同じ方法で、自社株式の買戻しにも制限を課しているので、その点からもこの仮説の説得力は弱められている。

##### ②シグナリング仮説

企業内部者としての経営者が現在の自社株式の市価がその真の価値より低く評価されていると判断した場合、シグナルとして自社株式の買戻しを公表することが考えられる。しかもその際経営者自身がストック・オプションを持つ場合、または自社株式買戻しに伴う株価の値上がりから生じた利得 (プレミアム) の一部の再分配にあずかる可能性がある場合、シグナルとして自社株式の買戻しを実行する誘因はさらに高められる。これが一般にシグナリング仮説といわ

18) Simon, L. B., Share repurchase and the deterrence of merger, *unpublished manuscript, Stanford University* (September) 1986.

19) Galai, D. and Masulis, R., The option pricing model and the risk factor of stock, *Journal of Financial Economics*, 3, January, 53-81, 1976.

れるものである。

しかしもし経営者が正の内部情報価値がないのに、真の価値以上のプレミアム付きで自社株式を買戻すならば、応募しなかった株主を犠牲にして応募株主の利益のために行動したことになる。これは株主相互間の富の収奪仮説が合意するところのものである。しかし、経営者が自社株を持ち、その買戻しへの応募が禁止されている場合には経営者自身も少なくともその持株に比例して損失をこうむることになる。したがってかかる偽のシグナルとなるような自社株式の買戻しは一般には考えにくい。

とはいえ株価操作や株主間における公平原則を破る可能性が、自社株買戻しを禁止する主要な論拠の1つとして挙げられていることも事実である。これらは買戻し後の株価がどのような推移をたどるかによって判明するので、実証研究的には興味ある課題となりうる。

### ③フリー・キャッシュ・フロー仮説

1970年代後半の石油産業にみられるような過剰現金と低成長ないし内部投資機会の欠如の同時発生下では経営の不能率を克服し過剰資金を株主に還元する方法として自社株の買戻しが行われる可能性がある。

### ④顧客効果仮説

税金支払いの面で明らかに不利であると思われる配当金支払いが、自社株式の買戻しの激増にもかかわらず絶対額では少しも減少傾向を示しておらず推移していることはすでにショーベンの示したデータで明らかである。これを説明するための経済理論が色々提示されているにもかかわらず、この問題は依然として難問である。

この問題に関する一つの重要な手がかりは、顧客効果仮説である。すなわちある投資家層に

とっては税金問題が重要であるが、他の投資家層、特に免税機関投資家にとっては税金問題には全く無関係である。たとえば年金基金や、私立大学寄付金基金のような免税組織は配当金の方を選好する。しかもこのような免税機関投資家は非常に大きな市場参加者である。したがって企業利益を主として配当金の形で株主へ支払う企業の多くは、このような免税機関投資家によって保有されている可能性が多い。

他方、利益の大部分を留保し、自社株式の買戻しや合併・買収に積極的に従事する企業は課税投資家層に主として保有されている可能性が多い。

このような企業による顧客の相違と財務政策の相違との間に一定の関係が予見できるがそれらの最終判断は理論の問題というより実証の問題といえるかも知れない。

## 5. 自社株式買戻しの目的に関する実証研究

アメリカ企業にみられる自社株式の買戻しが、果していかなる目的によって行われているかという問題は、前項で列挙されたように多様な目的が考えられうるので、実証研究は、その具体的目的が何かを特定化することをねらいとしている。最近、このような意図をもって行われた、実証研究の数もかなり目だつようになってきており、われわれの注意をひく。この項では、これらの実証研究を一つ一つ詳細に検討する余裕はない。そこでまず、筆者の目にとまった実証研究のうちで主なものの特徴を示して、それぞれの問題点について若干のコメントを行い、今後の研究の足がかりとすることにする。

### (1) マズリスの実証研究

Masulis Ronald, Stock repurchases by tendes offer: an analysis of the causes of common stock price changes, Journal of Finance, 35, 305-319, 1980.

マズリスは、実証分析に先立って、まず、配当金と自社株式の買戻しとの異同を次のように要約している。

- (1) 双方とも株主への企業現金の支払いが行われる。
- (2) 自社株式の買戻しは、一般にキャピタル・ゲインとして課税されるが、配当金にはその全額に対し所得税が課される。
- (3) 自社株式の買戻しは発行済株数の減少を併うが、配当金の支払いにはそれがない。
- (4) 自社株式の買戻しの場合は、株主は自主的判断にもとづいて取引を行う。すなわち株式の買戻しに応ずるか、それとも持株を引続き保有するかの判断を自主的に言い、いずれかを選択できる。しかし配当金の場合には、株主は専ら受身であって選択の余地はない。
- (5) 自社株式の買戻しの場合は、株主の持株比率に変化が生じうるが、配当金の場合には、そのような変化はない。
- (6) 自社株の買戻しの場合は、資本構成ないし負債比率に変化が生じうるが、配当金の場合にはそのような変化は生じない。しかしこの説明は、厳密ではない。第4節第1項の仮説例においては、配当金の場合も自社株買戻しの場合も、市価自己資本は同じであり負債額が不変であれば負債比率も不変であるからである。したがって、負債比率が変化するような自社株式の買戻しはもっと具体的に一定の仮定ないし条件を特定化する必要がある。

マズリスは、検定可能な目的仮説として、(1) 株式買戻しの配当金支払に対する個人税節約優位仮説、(2) 株式買戻しの資金を負債で調達した場合の法人税節約仮説、(3) レバレッジ変更による各種の証券種類間の富の移転(収奪)仮説、(4) 同一普通株主における、応募株主と非応募株主の間の富の移転(収奪)仮説の4つを挙げている。

(4)の仮説は、公開買付けによる自社株式の買戻しに対し、株主間に制度的制約やコスト面で相違があるときに現実化する。

マズリスは、1963年から1973年の間におけるニューヨーク証券取引所とアメリカ証券取引所(ASE)に上場されている会社から、利用可能な自社株式の公開買戻しのサンプルを199選び出して実証分析の対象としている。

かれのサンプルでは、次のような諸特性が明らかになった。(1)公表は公募開始5日前、(2)公募期間は20取引日、(3)サンプルの4分の1は公募期間を延長している。その延長期間は平均14取引日である。(4)企業が要請した買戻し株数は、平均して発行済株数の16%である。(5)公開買戻しプレミアムは平均23%である。また買戻し価格(offer priceと実際の買取開始日の株式価格の差である「公表後の買戻しプレミアム」は平均9%であった=(買戻し価値)-(買戻し開始時日株価)。買戻し開始日株価がこんなに高いプレミアムであれば、当然過剰応募となるはずであるが、現実に応募した割合がそうでなかったのは、株主によって応募に関する制約やコストが異なるためであるとマズリスは考える。たとえば、大株主は U. S. Tax Corde 302条<sup>20)</sup>

20) 応募後の持株比率が応募前の持株比率の80%以下の時には、自社株式の買戻しに応募して受取った現金はキャピタル・ゲインと認められる。さもなければ、キャピタル・ゲインと認められない。



の適用を受ける可能性がある。さらに経営者とその家族は公開買戻しに応募することが禁じられている。もちろん、かれらも証券流通市場での売却は可能である。

(6) 募集通りの100%又はそれ以下の応募は84サンプル、過剰応募は117サンプル。しかし過剰応募のうち過度に超過応募のサンプルはごく少数であった。

(7) 応募全株を買戻したのは60件、比例割当による買戻しは57件、過剰応募が必ずしも圧倒的に多くないのは、多分、制約条件やコストが株主間において相違することを反映するかも知れないとマズリスは予想する。

マズリスは、さらに199のサンプルを再分類して、負債を50%以上利用した買戻し会社の場合と、50%以下の利用会社とを分け、自社株買戻しの特別収益を算定している。それによると前者は21.9%、後者は17.1%である。

マズリスは、その実証研究の結果を次のように要約している。

(1) 普通株は、公開買付けの自社株式買戻しによって相当のプレミアムを得ている。

(2) 転換証券は、自社株買戻しによって値上りをみせるが、非転換証券は不変か値下りを示している。

(3) 買戻し公募期間終了日において、過剰応募で比例買戻しの場合だけ株価が平均して値下りしている。しかもその3分の1強において買戻し終了後の株価が買戻し公表前の株価以下に値下りしている。

これらの要約的分析結果は、かれが最初にかかげた4つの作業仮説のいずれとも部分的に整合するという結論に、マズリスは導かれる<sup>21)</sup>。かれの作業仮定は、

(1) 公開買付けによる自社株式の買戻しは配金配当の代替物であり、個人税節約を目的とするものである。

(2) 負債による自社株式の買戻しは、法人税節約効果をねらったものである。

(3) 自社株の公開買戻しは各種証券相互間の富の移転(富の収奪)をねらったものである。

(4) 公開買付け自社株買戻しは、非応募株主から応募株主へ富を移転させることをねらったものであるというものであった。

しかし彼の分析及び結論には、困難ないくつかの問題が残されている。すなわち

(1) 彼の分析した株価の変化結果は、確かに彼が予想した複数の要因の複合結果を表わすものであるかも知れないが、その4つのうちのどれがどの程度の影響を与えているかをより厳密に分析しなければ、実証分析のそもそもの意図が何かという出発点に問題を残すことになりかねない。

(2) 仮説1が妥当するなら、何故に配当金を全面的に自社株の買戻しに切替えないのかが説明できない。企業は現実に定期的に配当金を支払っているからである。配当金の支払をコンスタントに維持しながら、その上で自社株の買戻しを実行している可能性さえ考えられうる。この点は前述した(Shoven, 1986)の示した第1表の配当金の推移をみても明らかである。

(3) また仮説2のレバレッジ理論ないし最適資本構成問題も法人税との関連だけで論ずるのは不適當であり、個人所得税をも含んで総合税制と関連して論じなければ十分ではない。ミラー(Miller, 1977)以降の資本構成論はその方向を深化させてきている。したがって、仮説2もそれだけでは問題を残すだけである。

(4) 仮説3に関しては、経営者が債権者に損

21) Musulis R. op. cit., pp. 316-317.

第6表 自社株式買戻しの効果予見

仮説	予見されうる価値への影響		
	普通株	優位証券	企業
個人税効果仮説	+	ゼロ	+
情報効果仮説	{ + -}	+又は- +又は-	+又は不確定* 不確定*又は-
富収奪仮説	+	-	ゼロ

\* 企業価値への影響の符号は、株式と優位証券との間における逆の価値変化の相対的大きさに依存する。

害を与え、なおかつ債券市場でそれ以後の良好な取引関係を維持できるか否かは問題である。株主がキャピタル・ゲインを得るとしても、少なくとも債権者の富を損なわないという最少限度の要件が債券市場で良好な取引地位を維持するためには必要であるからである。

仮説4についてはドーンズ (D. Dornes) の特に厳しい批判が注意をひく<sup>22)</sup>。かれは仮説4の説明は4つの仮説のうち最も奇異であると批判している。けだし経営者自身、規制によって応募できない非応募株主であるから、経営者が非応募株主を犠牲にして応募株主の利益をはかることは理解しがたいというわけである。

これらの問題点ないし批判点を克服し、あるいは回避して、より合理的仮説を提示しようとする実証研究が後につづく。それは過剰資金仮説や、真の株式価値に関するシグナリング仮説又は情報仮説、経営者仮説等々である。

(2) ダンの実証研究

Dann, L. Y., Common stock repurchases: an analysis of return to bondholders and shareholders, *Journal of Financial Economics* 9., 1981.

ダン は、普通株の買戻しが、当該企業の普通

株、社債、優先株の価値にどのような効果を及ぼすかを実証的に明らかにし、その価値変化を規定する主な要因を明らかにしようとする。現実には、いくつかの要因の複合的な効果としてこれらの価値変化が生じると思われるが、その基礎にある支配的要因を明らかにしようとするのがダンの実証分析のねらいである。

そこで、ダン は、自社株式の買戻しに関してしばしば列挙される多くの理由ないし目的のうちで最も説得力があると彼自身が直観的に考える3つの仮説を特にとり出す。そしてそれらの仮説のもとでの自社株式の買戻しの影響を上掲の第6表のように事前に予見する。

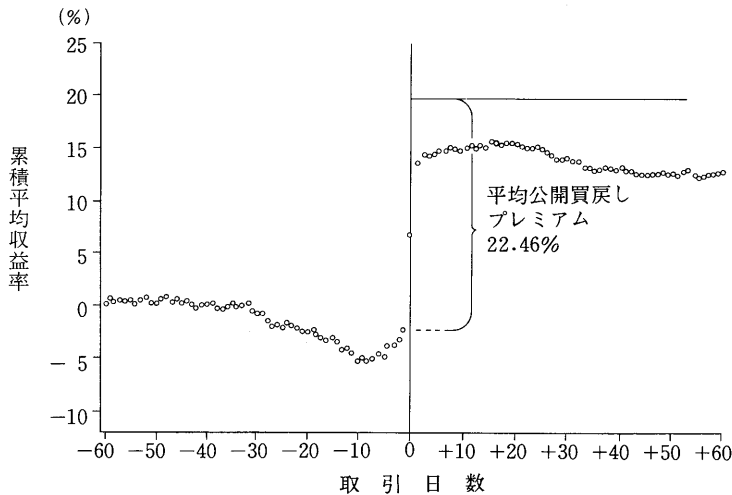
ダンのあげたこの3つの仮説は相互排反的ではない。したがって実証分析の結果、観察された影響は、1つ以上の仮説と整合的になる可能性がある。つまりどれか1つの仮説と一定の観察結果とを直接的に結びつけることはできない。その点では、かれの研究は、マズリスの実証研究の問題点を解決していない。しかし正又はゼロの優位証券収益と富の収奪仮説とは両立しない。

かくてダンは1962年から1976年の間における自社株式の買戻しの事例約300を “The Wall Street Journal” と “Investment Dealers Digest” から拾い出す。それらをさらに5つの基準によって実証研究に必要な情報のととのつ

22) Masulis, op. cit. 10, 320. Donnes は Masulis 論文のコメンテーターとして、かなり厳しい批判を展開しているが、とりわけ仮定4に対する批判は厳しい。

第7表 自社株式の公開買戻しサンプル(143)の諸特性の統計的要約表

公開買戻しの諸特性	平均	中位値
1. 公表1日前の株価の引値に対する公開買戻しプレミアム率	22.46%	19.40%
2. 公表1ヵ月前の株価の引値に対する公開買戻しプレミアム率	20.85%	18.83%
3. 自社株式買戻しを公募した株数の発行済株数に対する比率	15.29%	12.57%
4. 実際に買戻された株数の発行済株数に対する比率	14.64%	11.93%
5. 応募株数の発行済株数に対する比率	18.04%	14.27%
6. 応募株数÷買戻しを公募した株数	142.30%	115.63%
7. 実際に買戻された株数÷公募された株数	111.35%	100.00%
8. 公募前の自己資本市価に対する公表された自社株買戻し価値の比率(公募株数比率×(1+公表前日のプレミアム))	19.29%	15.28%
9. 公募前自己資本市価に対する実際の買戻し価格の比率(実際の買戻し株数比率×(1+公表前日のプレミアム))	18.63%	13.90%
10. 公表日前後二日間の普通株平均収益率	15.41%	12.40%
11. 公募期間(公表日から締切日までの取引日数)	22日	20日



第2図 普通株買戻し(143事例)公表日前後121日間の普通株の累積平均収益率。公開買戻しプレミアムは公開買戻し価格が公開買戻しを公表する前の取引日の株価の引値を超過した額を比率で表わしたものである。

た最終サンプル143の現金公開買戻しを選び出している。それは会社の数にして122社である。

これらダンの調査したサンプルの主要特性をみると上掲の第7表のとうりである。公表1日前の引値に対する買戻し価格のプレミアム率は平均して22.46%、中位値では19.40%となっており、公開買戻しにおいて提供されるプレミアムはかなり高率である。公表1ヵ月前の引値に

くらべても少し低下するがそれでもほぼ同じように高率である。

公表時に買戻しを求めた株数の発行済株数に対する割合は、平均で15.29%、中位値で12.57%である。実際に会社が買戻しによって取得した株数は発行済株数の14.64%である。応募株数は発行済株数の18.04%、買戻しを期待した株数に対して、応募してきた株数の比率は142.30%で

ある。会社の買戻し期待株数に対し、実際に会社が買取った株数は、当初期待していた株数よりも11.35%多く、111.35%である。

公開買戻し期間は、公表日から締切日までの取引日数で平均22日間である。

かれの実証研究の重要な論点は、第1に、株式買戻しの公表の1日以内にかかなりの企業価値の上昇が発生していること(第6表及び第2図)、およびそれがいかなる原因によって発生したかという点を明らかにしようとした点にある。そこで、ダンは作業仮説として(1)個人税効果、(2)情報効果、(3)富収奪効果の3つを特に取り上げ、それらが株式、優位証券及び企業価値に、株式買戻しがどのような影響を与えるかを予見し、それを実証研究結果と照合している。

実証研究結果は第7表の通りである。この表のA部分は、普通社債と転換社債、優先株と転換優先株の四種の優位証券の収益率が、公開買戻しの公表の前後21日間において、どのように変化しているかを示したものである。このA部分で最も重要な注目すべき点は、0日と1日の総合収益率は転換社債、優先株、転換優先株についてはいずれも正の変化を示し、社債は少しばかり負の変化を示していることである。さらに転換優先株と転換社債の方が非転換のこれら証券よりも相当に大きな正の収益率の変化を示していることである。すなわち0日と1日の2日間の総合超過収益率は両者とも3.5%を超えているのに対し、純正社債と純正優先株はそれぞれ-0.33%、0.76%であり、きわめて対照的である。

第8表 自社株式の公開買付けの公表日前後21日間の社債と優先株の収益率

取引日	普通社債		転換社債		優先株		転換優先株	
	平均収益	募集の数	平均収益	募集の数	平均収益	募集の数	平均収益	募集の数
(A) 日次収益率								
-10	-0.22	7	-0.11	10	0.67	2	-0.25	8
-9	0.19	11	-0.01	14	-0.11	5	0.05	13
-8	0.24	15	-0.58	15	-0.63	5	0.41	17
-7	0.07	15	-0.01	15	1.53	2	0.30	16
-6	0.17	19	0.00	22	-0.55	4	-1.42	18
-5	-0.12	18	-0.16	19	1.32	3	0.30	19
-4	-0.24	16	0.29	17	-0.23	3	0.48	18
-3	0.19	15	0.66	21	-0.46	5	0.69	21
-2	-0.11	15	0.06	21	-0.65	5	0.04	19
-1	-0.01	15	0.05	18	0.63	4	0.80	19
0	0.13	16	2.41	22	-0.88	2	3.07	19
1	-0.46	17	1.21	23	1.64	4	0.94	21
2	0.76	18	0.56	21	-0.81	3	0.13	24
3	-0.34	16	-0.17	20	-0.82	3	0.29	20
4	0.40	16	0.09	23	-0.49	5	0.57	22
5	0.22	17	0.24	21	0.42	4	1.21	22
6	0.19	16	0.58	23	0.20	6	-0.19	20
7	-0.20	14	-0.15	24	0.11	6	0.34	23
8	-0.30	16	0.60	22	0.58	4	-0.01	18
9	0.44	13	0.09	24	0.15	4	0.22	19
10	0.45	17	-0.26	22	-0.17	4	0.64	17
(B) 最初の公表後の収益率								
	0.03	20	3.15	28	0.86	8	3.68	25

表のB部分は公表直後の収益率を示している。それらもA部分の結果と整合的である。すなわち転換社債と転換優先株は公表直後収益率がいずれも3%を超えているのに対し、通常の社債と優先株は、転換証券に比してどちらもゼロにより近い。

これらの実証研究結果を、ダンは次のように要約している。すなわち自社株の買戻しの公表後1日以内に、相当な正の収益を自社株買戻しを公表した会社の普通株主が実現している。

②普通株のこれらの正の価値変化は、買付期間締切後に、公表前の水準にまで株価が逆もどりするようなことがなく持続的である。

③正の富の変化は普通株主のみでなく、転換優先株主及び転換社債保有者によっても実現されている。

④しかしながら公表時の普通株の平均収益は約15%であるのに対して、転換証券の所有者の収益は大体3%である。

⑤ところが通常の社債な優先株の所有者の公表日収益はそれほど目だつものではない。

⑥公開買付け公表時における企業価値は平均して増加しているが、その価値増分の約95%が普通株主の手中に帰属してしまっている。

かくて、これらの実証研究結果から推論して、ダンは、公開買付けによる自社株式の買戻しは、その企業の将来価値の見通しについての有利な新情報を経営者が流布するものであるとする仮説と整合すると考える。つまりシグナリング仮説ないし情報仮説と整合的であると考えることである。

優位証券保有者の富を公開自社株買付けによって収奪するという仮説は、ダンの実証分析の結果からは支持されなかった。ただし、分析されたすべての証券が、公表時にかなり高い正

の収益か、ゼロに近い正の収益をあげているからである。

ダンの分析結果は、個人税節約仮説について必ずしも明確な結論を導き出しにくい。

いずれにせよ、ダンは新情報の開示が普通株の買戻しから企業価値が増加した主な理由であるという結論に達する。

けだし、このような結論は、ただちに次のような未解決な問題を提示することになる。

(1) 自社株の公開買付けによる買戻しが、一体どのような性質の情報として株主によって受取られるが故に、あのようなかなり高い株価の上昇となるのかという情報の性質に関する問題。けだし情報の開示といっても少なくとも次の2つのことが直ちに想起されるからである。

(1) 内部資金の有利な運用機会がないこと  
又は成長機会がないこと、

(2) 市場価値が過少評価されていると経営者が判断していること、

を現在株主に内部情報として提供したもの。

(2) 経営者は、なにゆえに、あえてかなりコストのかかる自社株の買戻しの手段によって情報を株主へ伝達する道を選んだのかという問題、すなわち情報伝達には多様な方法があるのに、何故に、あえて自社株買戻しの方法を選んだのかという問題。

これらの問題の検討によって、自社株買戻し問題の研究は、さらに掘り下げられることになるう。

(3) バーミーレンの実証研究

Vermaelen, Theo, Common stock repurchases and market signalling: an empirical study, *Journal of Financial Economics* 9, 1981

Vermaelen, Theo, Repurchase tendes

第9表 1962—1977年の間における自社株式買戻し公募に対し超過応募と過少応募の統計要約表

	期限延長 前の数 (1)	期限延長 後の数 (2)	平均プレ ミアム <sup>a</sup> (3)	平均 F <sup>*b</sup> (4)	平均 F <sub>p</sub> <sup>c</sup> (5)	CAR <sup>d</sup> (6)	TOTALR <sup>e</sup> (7)
超過応募	80	86	0.2395	0.1327	0.1619	0.1283	0.1463
過少応募	51	45	0.2047	0.1842	0.1211	0.1377	0.1457
合計	131	131	0.2276	0.1504	0.1479	0.1319	0.1461

<sup>a</sup> プレミアム=(買取価格÷公表5日前株価)-1

<sup>b</sup> 買戻し目標株数比率

<sup>c</sup> 買戻し実施株数比率

<sup>d</sup> 公表5日前から公表後60日までの残余株主にとっての累積平均超過収益

<sup>e</sup> 応募株主及び非応募株主にとっての平均超過収益=(3)×(5)+(6)×[1-(5)]

offers, signalling, and managerial incentives, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1984.

バーミーレンは、1962年から1977年の間の公開買付けによる自社株式の買戻し (tender offer repurchase) の131事例 (111社) と、1970年から1978年4月までの間の証券取引所経由の自社株買戻し (open market repurchase) の243事例 (198社) を実証分析の対象としている。前者については、発行済株数の14.79%が買戻され、22.76%の超過収益 (ペレミアム) が確認された (第8表)。しかも最高のプレミアムは84.6%にも達している。後者については発行済株数の5.01%の買戻しが行われている。その買戻しプレミアムは当然のことながら大変低いか、負のプレミアム付である。なぜなら証券市場を通して、それぞれの時点における市価で、しかも多くの場合、割安な市価と考えられる時点において自社株が買戻されているからである。

かれは (1) 情報又はシグナリング仮説、(2) 配当金又は個人税節約仮説、(3) レバレッジ仮説、(4) 債権者の富収奪仮説の4つの仮説を取り上げ、それぞれの仮説の妥当性を実証分析によって確認しようとしている。

かれはその実証研究結果の経済的意味につい

て以下のように述べている<sup>23)</sup>。

配当金又は個人税節約仮説

非応募株が平均14.2%の株価上昇を示し、しかも公開買付けの85%において株価が公表前の水準以上を維持している。この非応募株ないし残余株の価値増加の規模から、配当金支払いの代わりに自社株の買戻しを単に望むとする配当金仮説では、現実にそのような形での配当金を受け取らなかった非応募株が公開買付け後にそのような特別収益を得ていることを説明できない。また株価が個人税効果を反映するということは否定できないとしても、その効果の期待価値(影響度)は15.70%の日次特別超過収益にくらべてわずかなものであり、税金効果だけでは、この特別超過収益は説明できないことを重視する。かれは配当金支払の代わりに、発行済株数の15%の自社株買戻しを行ったとすると、代表的限界投資家の税率がたとえば30%である場合、わずか2.25%の超過収益しか説明できないとしている。それは取引手数料や公開買付けに関連する費用を十分にカバーできない程度である。キャピタル・ゲイン適格条件を規定した税法302条(i)の規定を破る例は、105の公開買付けによる自社株買戻しのうちわずか3例にすぎない。

23) Vermealen, op. cit. 1980, p. 156.

第10表 アメリカ株式会社企業への負債と自己資本 (10億ドル)

	正味新発行 負債	年度末におけ る総負債価値	正味新株式 発行額	株価の 上昇	年度末の株 式の総価値	負債比率
1980	38.6	418.8	11.6	381.2	1,572.3	.266
1981	30.4	449.2	-23.5	-43.8	1,505.0	.298
1982	48.0	497.2	-20.3	236.4	1,721.1	.289
1983	46.2	543.4	25.8	275.3	2,022.3	.269
1984	80.8	624.2	-82.8	82.7	2,378.2	.262

資料：1980—1985の「金融市場展望」N. Y. Salomon Brothers Inc.

これは税法302条 (i) の規定がキャピタル・ゲイン防止効果をほとんど持っていないことを意味するとかれは考える。しかしこれはこの規定を破らない程度に買戻し応募株を自己規制していると解するのが適当かも知れない。

レバレッジ仮説

レバレッジ仮説は、自社株の買戻しがレバレッジ比率を高める効果があり、それによって法人税節約効果を実現するものと想定する。しかし自社株の買戻しが残余株式の株価を持続的に上昇させる効果があるとすれば、必ずしもレバレッジ比率を引上げる効果を発揮するとは限らない。株価上昇のため、自社株式買戻しにもかかわらず、レバレッジ比率がほぼコンスタントに推移している実証結果はショーベン (Shoven, J. B 1986 p. 26) によって示されている (第9表)。これはすでに達成されているレバレッジ水準維持仮説 (レバレッジ調整仮説) には適合するが、レバレッジによる節税効果実現仮定とは必ずしも適合しない。しかし自社株式を買戻すのに手持資金でなく負債を利用するとすれば、事情は異なる。この点を注目してバーミーレンは自己資本と負債とのとりかえによるレバレッジ比率を高める効果をもつ買戻し資金の負債金融は、それによって生じる未実現の節税効果の現在価値の増加を反映して株価が上昇するはずであると考え。このような予見をす

第11表 サンプル全体、負債金融サンプル、及び手持現金金融サンプルの特性 (カッコ内は標準偏差をもつ平均値)

	サンプル 全 体	負債金融 サンプル	現金金融 サンプル
サンプル数	131	13	49
INFO <sup>a</sup>	0.157 (0.154)	0.236 (0.122)	0.178 (0.163)
プレミアム <sup>b</sup>	0.227 (0.179)	0.283 (0.139)	0.268 (0.214)
F* <sup>c</sup>	0.151 (0.108)	0.202 (0.134)	0.146 (0.098)

<sup>a</sup> (5) 式で計算された非応募株主と応募株主にとつての総特別収益

<sup>b</sup> (公開買付価格-公表5日前の株価) - 1

<sup>c</sup> 買戻し目標株数比率 = 目標買戻し株数 ÷ 発行済株数

るのが、バーミーレンのレバレッジ仮説の含意する点である。

ところで、バーミーレンの実態調査で、買戻し資金の調達源泉を把握できたのは131サンプルのうち62サンプルであった。その中の13が負債金融で自社株を買戻している。残りの49が手持現金による買戻しであった。

バーミーレンの調査結果では131サンプル全体の平均プレミアムは22.7%であり手持現金金融のプレミアムが26.8%であったのに対し、負債金融の場合は28.3%のプレミアムとなっており、確かに彼の考えるレバレッジ仮説が成立可能であるように思える (第10表)。

かくてバーミーレンの意味するレバレッジによる税金効果仮説は確かに拒否することは不可

第12表 Dann と Vermealen との対比

	期 間	サンプル数	平均プレミアム	目標買戻し比率(発行済株数比) %
Dann	1962   1976	143	22.46%	15.29%
Vermealen	1962   1977	131	22.76%	15.04%

能である。しかし手持現金金融による自社株式の買戻しが結構高いプレミアムを示していることを重視するとき、税金効果が超過収益の支配的説明要因であるとする仮説は拒否することが可能であるとバーミーレンは考えるのである

#### 債権者の富収奪仮説

この仮説は、株価が社債価格を犠牲にして上昇することを予見する。そこでバーミーレンは、この仮定を評価するために証券市場で売買されている社債に関する資料(24企業)を集めた。そして公開買付け実施前後の1年の社債の格付けの変化に注意する。これはラフではあるが、15.7%の超過収益(第10表)に対する主要(支配的)な説明要因として収奪仮説が成り立つとすれば、効率的市場のもとでは自社株の買付けは社債の格付けのランクを引下げる反応を市場が示すと考えるからである。ところが自社株式の買戻しの年に社債のランクが引下げられた例は1つもなかった。もちろん社債の格付けの分析だけで収奪効果の存在可能性を排除することはできない。しかし彼の結果はダンのそれと極めて類似している点は注意しなければならない。

すなわちダン(1981)が143の買戻しサンプルの買戻し公表日をめぐる社債収益の反応から有意の収奪効果を発見できないことを明らかにしているのとバーミーレンの結果は軌を一にする。ダンとバーミーレンとはサンプルの選択期間も数も大体において重なっており、サンプル特性

も類似している。いまそれを対比してみると以下の通りである。

かくて収奪仮説は公表後の超過収益を説明することはできない、という結論にバーミーレンは導かれる。たとえ収奪効果が発生していたとしても、正の情報効果によって社債収奪の社債価格への負の影響が相殺され、結果的に社債価値は減少していないで現状を維持することになっているとバーミーレンは解釈している。

#### シグナリング又は情報仮説

かくてバーミーレンは、税金又は収奪効果に基づいて自社株の買戻しに伴う超過収益を説明できないとすれば、シグナリングないし情報仮説を採用せざるを得ないと考える。

けだし経営者は自社株式の公開買付けの公表によって企業の株価上げをねらう誘因をもつ。それはまず第1に、ストック・オプションを経営者が与えられている場合、株価の上昇は経営者にとって有利となるからである。ストック・オプションは会社がまず自社株を保有し、経営者などに将来一定の価格で、一定期間内(通常10年)に自社株を買う権利を与える制度であるから、経営者が会社の業績をあげ、その結果として株価が上昇すれば、それだけ権利行使の時経営者の所得は増加する仕組みになっているからである。

法人税効果や収奪効果を全面的に否定はできないまでも、それらによって自社株式の買戻し



の超過収益を十分に説明できない。むしろシグナリングないし情報仮説の方が超過収益をより多く説明できるとするバミーレンの実証研究結果は、ダン (1981) の結論と調和するがマズリス (1980) の主張とは直接間接に競合する。

シグナリング理論の枠組みで自社株の買戻しを分析することは、少なくとも今までの実証研究の積み重ねの中で導き出された一つの重要な方向であり、また課題であるといえよう。今後この方面の分析を一段と深める必要がある。

## 5. む す び

自社株式の買戻しがアメリカにおいて最近になって激増し、それがアメリカ企業財務の著しい特色として注目されるようになった。自社株式の買戻しは、色々な弊害が伴いするので我が国の場合、原則的に禁止されている。

ところが各種の規制緩和の潮流の中で、財界側から自社株式の買戻し規制撤廃の要望が強まり<sup>24)</sup>、法曹界や商法学者の間でにわかに議論が盛んになってきた。

しかし財務論の領域では、この方面の研究は、少なくともわが国の場合、極めて少ない。

本論文は、アメリカ財務論の分野でこの方面の研究がどのような問題を取り上げているか、またその動向について若干の考察を行ってきた。全体の方向として、シグナリング理論、ないし

経営者、動機仮説の枠組みでの分析が有望であるかにみえる。しかし、少なくともそのような方向を指向するバミーレンのシグナリング理論の枠組みでは、経営者がシグナルを、なぜ公開自社株式買付けという形で投資家に提供するのかという経営者側の動機が問題として残る。それはエイジェンシー仮説とも深く関わる問題であり、わが国における原則禁止の論拠とも無関係ではないように思える。今後、実証研究の方法論をさらに検討するとともに、理論と実証の双方からこの分野の研究を深める必要がある。またアメリカにおいて、各種の法律・制度的規制の枠組みの中で、この自社株式の買戻しがどのように機能しているかを確かめることによって、それらの法律、制度的規制の有効性も検討される必要がある。今後この方面の研究を一そうほり下げるつもりである。

## 参 考 文 献

- 1) Austin, Douglas, 1979, Treasury stock reacquisition by American corporation 1961-1967, *Financial Executive* 13, 40-61.
- 2) Masulis Ronald, 1980, Stock repurchases by tender offer: An analysis of the causes of common stock price changes, *Journal of Finance*, 35, 305-319.
- 3) Dann, Larry Y., 1981, The effects of common stock repurchase on security holders' returns, *Journal of Financial Economics*, 9.
- 4) Vermaelen, Theo, 1981, Common stock repurchases and Market signalling: An empirical study, *Journal of Financial Economics* 9.
- 5) Vermaelen, Theo, 1984, Repurchase tender offers, signaling, and managerial incentives, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- 6) Shoven, John B., 1986, New developments in corporate finance and tax avoidance: Some evidence, *N. B. E. R.*, Working Paper No. 2091.
- 7) Shoven John B., & Simon L. B., Share repurchases and Acquisitions: An analysis of which firms participate, 1987, *N. B. E. R.*, Working Paper No. 2243.

24) 経済同友会は、昭和63年2月に「多様化・国際化の中の企業法制的改革—独禁法、商法の株式保有規制のあり方に焦点をあてて—」を公表し、剰余金を限度に自社株式の取得を認めるべきことを強く要望している (企業会計40巻4号121~122頁)。また、経済団体連合会は、法務省の諮問に答えて、「自己株式の取得規制は緩和すべきである」と述べている。法務省民事局参事室『「大小 (公開・非公開) 会社区分立法及び合併に関する問題点」に関する意見』265頁 (1984, 10月)。

- 8) 並木俊守「自社株の取得と利益消却」『一橋論叢』  
第100巻第1号.